

分析师 郑方铤
 021-3856 5927
 zhengfb@xyzq.com.cn
 SAC:S0190510120005

化学原料

推荐

联系人 刘曦
 021-3856 5754
 liuxi@xyzq.com.cn

硝酸铵供应偏紧，景气有望持续

2011年7月8日

投资要点

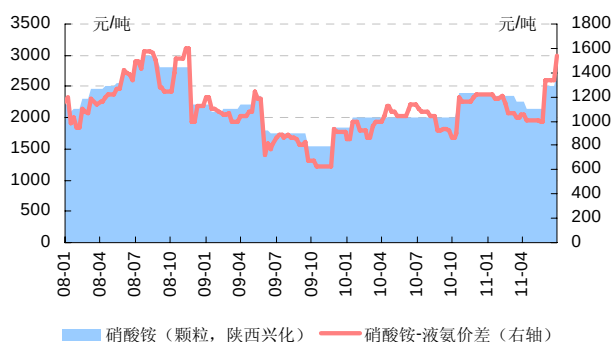
事件:

近期国内硝酸铵价格大幅上涨（图1），主要生产企业出厂价也显著上调，以陕西兴化颗粒产品为例，其出厂吨价由5月下旬的2150元上涨至目前的2700元，涨幅近26%。

点评:

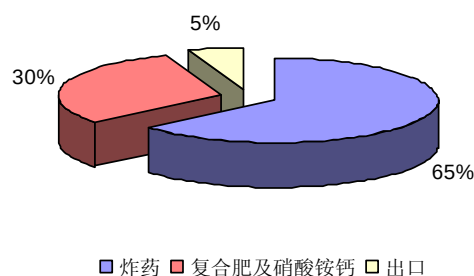
- **2011年国内硝酸铵需求为450-460万吨。**硝酸铵主要用于制造炸药，或用于生产硝基复合肥（需经过改性）。2010年全国共生产硝酸铵420万吨，其中工业炸药用量为270万吨（图2）。近年来伴随下游民爆及硝基复合肥需求的快速增长，国内硝酸铵产量呈稳步增长态势（图3），预计2011年全年硝酸铵的需求量将达到450-460万吨（含25万吨出口）。

图1 08年以来国内硝酸铵价格和价差



资料来源：百川资讯，兴业证券研究所

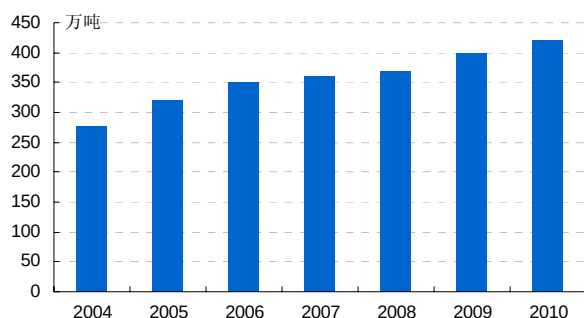
图2 2010年国内硝酸铵下游用途分布



资料来源：CPCIF，兴业证券研究所

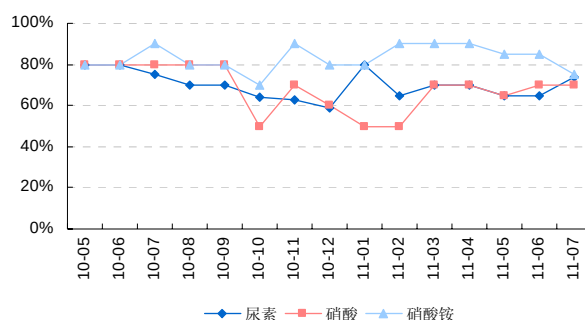
- **硝酸铵近年来产能扩张相对有序，过剩程度降低。**硝酸铵属于“危险爆炸物品”，现有企业生产受到国家公安和安全部门的严格管制，新建生产线也需经过上述部门批准，因此近年来产能扩张相对有序（年均30万吨左右），目前国内硝酸铵总产能约为520-530万吨，而年内新增产能预计也不会超过30万吨，若对应前述的450-460万吨需求，则其过剩程度已经非常有限，这一点也可以通过去年以来的行业整体开工率得到证明（图4）。

图3 04年以来国内硝酸铵产量



资料来源：兴业证券研究所整理

图4 2010年5月以来相关产品月度开工率



资料来源：百川资讯，兴业证券研究所整理

- **多重因素推动硝酸铵价格淡季大涨。**6-9月是硝酸铵消费的传统淡季，缘何今年价格反而大幅上涨？我们认为其原因在于以下几个因素的推动：（1）09年以来硝酸铵需求持续旺盛使得企业库存非常低，兴化股份等企业目前基本无库存；（2）5月份以来南方部分企业供电不足、开工率偏低进而影响了供给，而供求紧平衡之下市场价格对于供给端的变化非常敏感；（3）国内无烟煤价格从5月中旬起显著上涨，成本提升后企业存在涨价的要求；（4）6月下旬以来国内外尿素需求较旺，国内部分硝酸铵生产企业转产尿素也使得硝酸铵供给出现阶段性紧张。

表1 国内硝酸铵主要企业及其2010年产能

公司	产能 (万吨)	公司	产能 (万吨)
兴化股份	80	南化氮肥厂	15
云南解化	36	联合化工	18
柳化股份	28	中石化南京	15
开封晋开	30	安徽淮化	15
太原化工	30	石家庄中冀正元	15
柳化股份	30	湖北金源	13
大化集团	26	泸天化	11
山西天脊	25	云天化	11
内蒙古乌拉山化肥	25	黑化集团	11
川化集团	24	大化集团	10
四川金象	20	唐山成旺	7
石家庄金石化肥	20	合计	515

资料来源：CPCIF，兴业证券研究所

- **建议关注相关企业的投资机会。**结合行业整体供需情况，我们认为硝酸铵行业景气有望持续，价格后市仍存一定上升空间，而目前价格下企业的盈利情况非常可观（目前国内煤头、气头企业的完全成本分别约为1700、1400元/吨），我们建议关注相关企业（兴化股份、联合化工、柳化股份）的阶段性投资机会（表2）。

表 2 硝酸铵相关上市公司及估值情况

代码	公司	硝酸铵产能(万吨)	股价 (2011-7-7)	EPS		PE		业绩弹性
				2011E	2012E	2011E	2012E	
002109	兴化股份	80	10.64	0.42	0.50	25.3	21.3	0.15
002217	联合化工	18	11.61	0.53	0.65	21.9	17.9	0.05
600423	柳化股份	30	9.43	0.43	0.58	21.9	16.3	0.05

备注：业绩弹性为硝酸铵价格每变动 100 元/吨时公司业绩变动情况（假定成本不变）；部分企业硝酸铵自用生产复合肥，但业绩弹性仍按照全部硝酸铵产能计算，开工率假设为 90%

资料来源：Wind，兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。