

2011-08-15

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

化工

磷矿石价格处于上涨通道

增持/维持评级

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

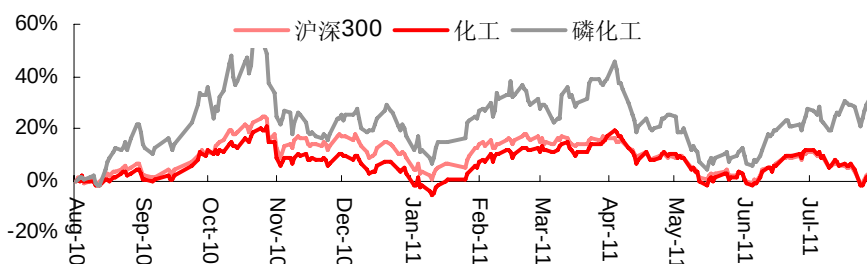
赵森

(0755)8236 8536

zhaosen@mail.htlhsc.com.cn

- **磷矿石已经成为磷化工产业链盈利最强的环节。**自年初云南磷化集团首先上调价格起,国内磷矿石价格持续上涨,目前湖北宜昌 30 品位船板价 460 元/吨、贵州 30 品位车板价 495 元/吨。国内磷矿石价格同比上涨 120 元/吨以上,涨幅 40%左右,超出我们预期。
- **我们判断短期原因不足以大幅推高磷矿价格,磷矿石供需关系的量变到质变更可能成为主要驱动因素。**08 年磷矿石也曾因下游需求较好、磷矿供给紧张而上涨,但本次磷肥涨价幅度并未到达 08 年水平,而磷矿石价格却创出新高。我们推测目前部分矿山订单接满、四川、云南降雨影响矿石开采、运输等短期因素并不是本轮推高磷矿石价格的根本原因。
- **中期下游磷肥行业盈利良好是磷矿石涨价的基础。**我们预计全球农产品价格将在 2011-2012 年继续维持高位,国际、国内磷肥需求良好。我们估算 11 年全球磷肥开工率将达到 85%左右较高水平,价格持续上涨。11 年前 7 个月国内磷酸二铵产量同比增长 30.6%、一铵增长 36.6%,而磷矿石产量同比增长 30.3%;国内磷肥行业在内需增长及二元复合肥出口增加等带动下,盈利良好。
- **磷矿石价格长期上涨。**磷矿石品位的下降、开采边际成本不断提高以及各省对磷矿石的开采管理更加严格。磷矿石稀缺度逐渐增强和集中度进一步提高将促进磷矿石资源价值长期上涨,这也意味着磷矿石的价格安全边际逐渐提高,在未来的周期波动中,磷矿石的价格低点将不断上升。
- 我们对磷化工行业维持“增持”评级,磷矿石的资源价值将会逐渐体现,推荐具有磷矿资源优势的兴发集团及有磷矿资产注入预期的云天化,磷矿价格每吨上涨 100 元,兴发集团 EPS 增加 0.44 元,云天化增加 0.43 元。农产品价格继续维持高位、2011 年下半年国内化肥逐渐开始淡储,磷矿石价格短期仍将上涨将成为刺激因素。
- 风险提示:农产品价格回落;经济复苏低于预期;股市系统性风险。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

短期原因不足以大幅推高磷矿石价格.....	4
短期磷矿供给紧张.....	4
短期原因不足以大幅推高磷矿石价格.....	4
磷肥盈利良好是磷矿石涨价的基础	6
磷肥盈利增长.....	6
磷铵产量增长.....	8
磷矿石价格长期上涨	9
生产成本上涨.....	9
长期资源价值体现.....	10
投资建议	11
风险提示	11

图表目录

图 1: 磷矿石产量.....	4
图 2: 国内磷矿石价格（兴发，28%品位）.....	5
图 3: 国内磷酸一铵价格.....	5
图 4: 国内磷酸二铵价格.....	5
图 5: 国际磷肥价格持续上涨	6
图 6: 国内二铵价格.....	7
图 7: 国内一铵价格上涨幅度高于二铵	7
图 8: 磷铵价差处于高位（一铵）	8
图 9: 磷肥产量大幅增长.....	8
图 10: 国内柴油价格.....	10
 表格 1: 国内磷铵新增产能情况	9
表格 2: 相关公司敏感性分析（假设磷矿石上涨 100 元/吨）	11

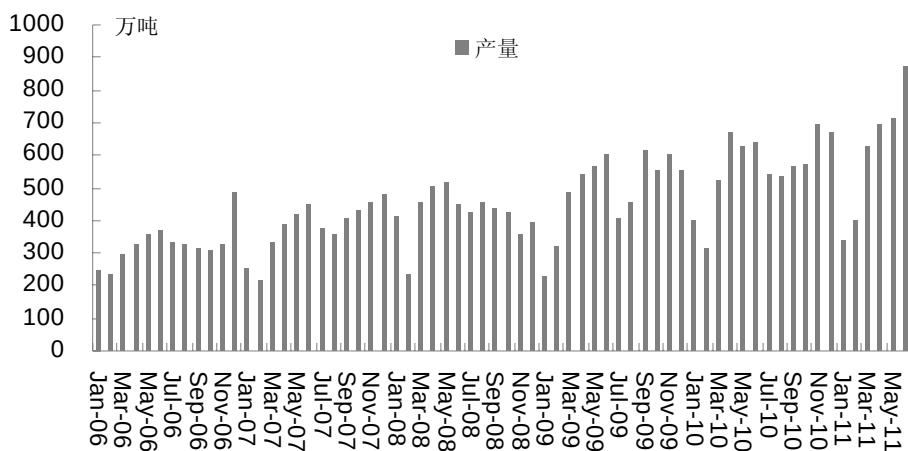
短期原因不足以大幅推高磷矿石价格

短期磷矿供给紧张

11 年前 7 个月国内磷矿石产量同比增长 30.3%，但低于磷酸二铵产量同比 30.6%和一铵 36.6%的同比增幅，且部分矿山企业存在惜售现象，导致磷矿石供给紧张。

短期矿山整顿，雨季等因素使得矿石供给不足。湖北、贵州矿山事故，使得两地矿山企业短期部分停产整顿；而四川等西南地区雨季，矿山无法开采，四川省 7 月 2 日起矿山停止开采；贵州开阳政府 4 月 1 日起，限制磷矿石外运，当地矿石价格高涨。

图 1： 磷矿石产量



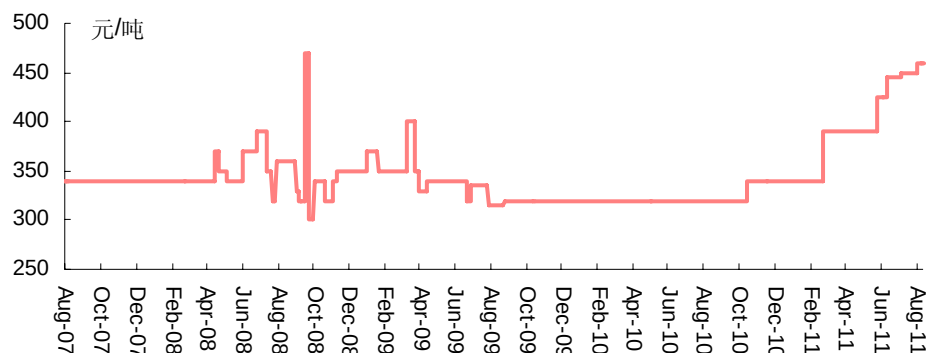
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

短期原因不足以大幅推高磷矿石价格

本次磷矿石价格相对上涨幅度高于 08 年。08 年国内磷矿石价格也因下游磷肥需求良好、磷矿供给紧张（汶川地震，四川矿山关闭）等原因而上涨，但我们注意到，本次磷肥价格上涨幅度并未到达 08 年水平，而磷矿石价格却创出新高。这显示，目前部分矿山全年订单已接满；四川、云南等地降雨影响矿石开采、运输等短期因素并不是本轮推高磷矿石价格的根本原因。

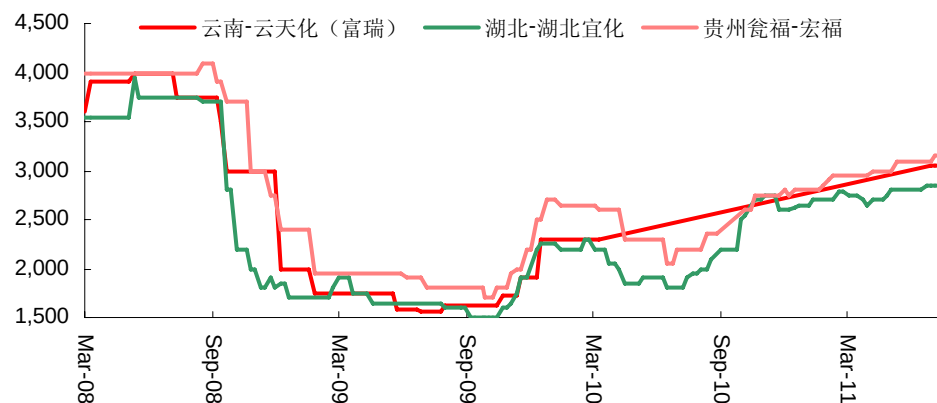
我们推测，磷矿开采边际成本不断提高；政府限采，保护力度加强；资源稀缺性提高，才是更主要的原因。

图 2： 国内磷矿石价格（兴发，28%品位）



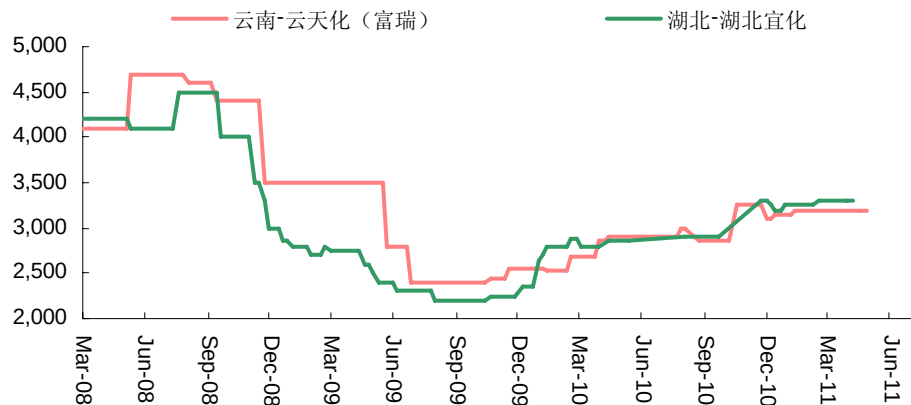
资料来源：百川资讯，华泰联合证券研究所

图 3： 国内磷酸一铵价格



资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 4： 国内磷酸二铵价格



资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

磷肥盈利良好是磷矿石涨价的基础

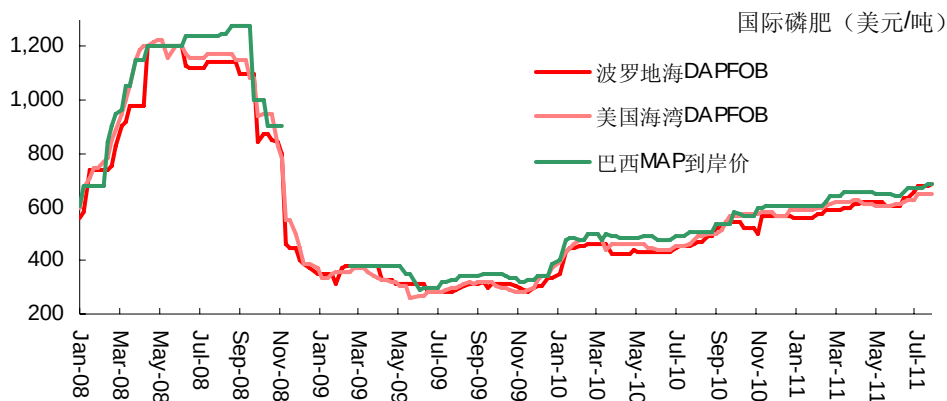
磷肥盈利增长

国际磷肥价格保持较高水平

全球超过 80% 磷矿石用来生产磷肥，国内农产品价格高位，磷肥价格也自 2009 年中期起处于持续上涨的通道中，近期国际磷铵价格突破 600 美元/吨，再创 2009 年以来的新高。

世界最大磷肥生产商，美国 Mosaic 公司的一座主力磷矿山被禁止开采，Mosaic 公司将改为外购矿石等途径维持生产。公司预计这将增加其矿石采购成本 2 亿美元，我们预计这可能会影响到 2011-2012 年国际磷肥的产量并推高国际磷肥价格。

图 5： 国际磷肥价格持续上涨



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

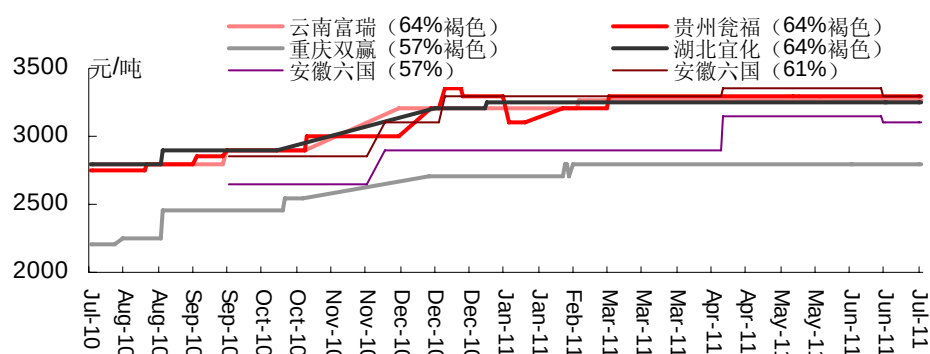
磷肥国际价格带动国内价格上涨，盈利增长

国际较高的磷铵价格，使得中国磷肥及含磷复合肥的出口情况较好，并带动国内磷肥价格始终维持在较高的水平。

国内磷肥出口政策严格。2011 年国内出台更严格政策，限制氮、磷肥出口，磷肥出口期由 6.5 个月减少至 4 个月、出口基准价格下调、报关价上调。6 月第一个淡季出口月，二铵出口 33.2 万吨，同比降低 18%。目前，国际磷铵价格高位，高浓度二铵等出口盈利仅微利，但可以消化淡季库存，我们预计仍可保持较可观出口量。

二元复合肥出口增长。氮磷二元复合肥出口并不在关税调整范围内，在氮、磷肥出口受限情况下，二元肥有较大的国际市场空间，据中华商务网统计，目前国内二元复合肥出口订单已达 200 万吨，基本弥补了可能的磷铵出口减少量。磷酸一铵作为原料，国内采购增长，价格提高幅度高于磷酸二铵。

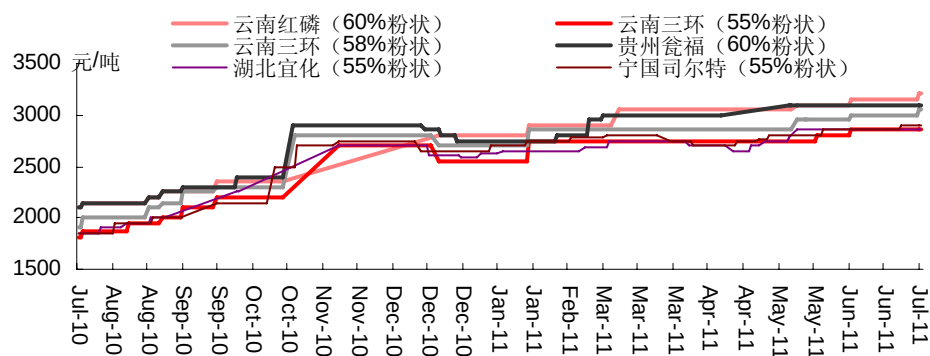
图 6： 国内二铵价格



资料来源：华泰联合证券研究所

磷酸一铵作为二元复合肥原料，产量价格均有较大幅度增长。

图 7： 国内一铵价格上涨幅度高于二铵

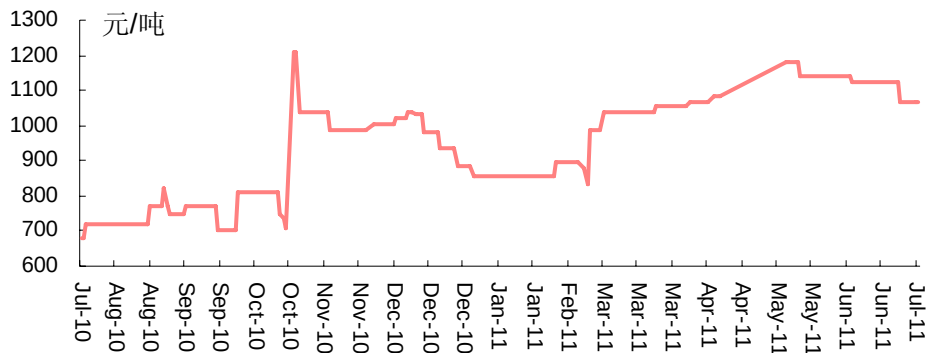


资料来源：华泰联合证券研究所

磷铵盈利增加

硫磺、液氨、磷矿石等价格上涨，但磷铵的盈利情况仍然较好，其中一铵的盈利改善更大，价差可以由 10 年同期的 700 元上涨至 1100 元以上。

图 8： 磷铵价差处于高位（一铵）

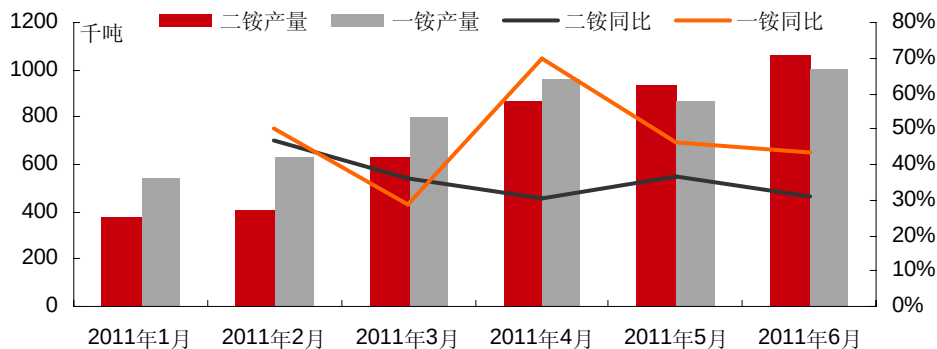


资料来源：华泰联合证券研究所

磷铵产量增长

中国 2011 年前 6 个月国内磷肥（折纯 P2O5）产量为 717 万吨，同比增长 30%，其中磷酸一铵增长较多，磷酸一铵产量 536.6 万吨，同比增长 36.4%，磷酸二铵产量 570 万吨，同比增长 29%，反应出口对国内磷肥需求的拉动较为明显。

图 9： 磷肥产量大幅增长



资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

国内大量新增磷铵产能

磷肥需求良好，盈利提高，磷肥产量的大幅增长，磷肥企业原有产能开工率有所提高。同时，磷肥盈利提高也吸引大量新增产能，尤其是原有大型磷肥企业的扩产，使得 2010 年起国内新增大量磷铵产能。

表格 1：国内磷铵新增产能情况

项目公司	产品	产能（万吨/年）	进程
湖北东圣化工集团有限公司	二铵	60	201009 投产
开磷集团 大水工业园二期	二铵	60	201008 投产
开磷集团 大水工业园二期	一铵	40	201008 投产
湖北祥云化工集团	二铵	30	2010 年 5 月投产
湖北祥云化工集团	一铵	30	2010 年 5 月投产
湖北三宁化工	二铵	30	201101 一期投产
湖北三宁化工	一铵	20	201010 投产
雷波施可丰	磷铵	100	一期 2010 年底投产，计划 2013 年项目全部投产
施可丰化工股份有限公司	一铵	30	2010 年投产
江苏绿陵	一铵	20	201010 投产
湖北洋丰中磷矿业	一铵	50	一期已投产
瓮福集团	磷铵	60	2011 年 3 月 31 日竣工
瓮福紫金	二铵	20	预计 201112 竣工
雷波洋丰二期	磷铵	50	预计 201108 投产
雷波洋丰	磷铵	100	2010 年 5 月 8 日投产

资料来源：华泰联合证券研究所搜集整理

磷矿石价格长期上涨

生产成本上涨

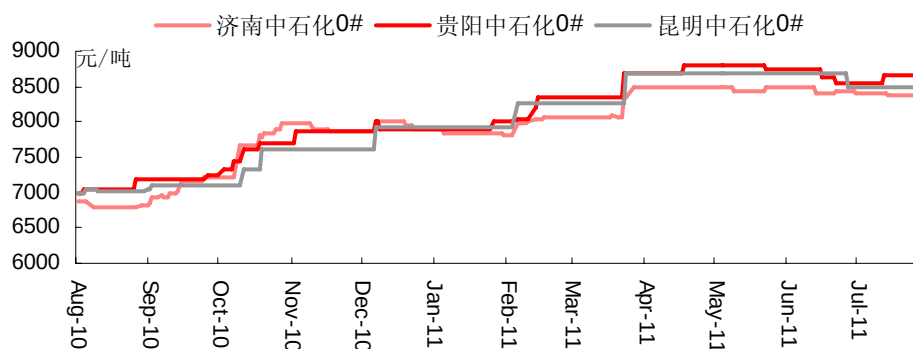
磷矿开采边际成本不断增长

短期柴油等原材料价格上涨直接增加矿石生产成本。新建矿山的土地征地费用、残土运输距离、矿山开采难度都在增加。云南当地采矿目前平均挖掘 4.5 米深土地才可开采 1 米高磷矿层。全国大型磷矿生产企业已经开始利用浮选矿装置，开发中低品位磷矿，生产成本将有大幅提高。

运输成本增加

柴油价格较 2010 年同期上涨 2600 元/吨，直接增加矿石生产、运输成本。湖北保康、宜昌、神农架等地运输罢工事件，及政府限载等使得磷矿运输费用增加。另外，电荒使得铁路集中运力运输煤炭，磷矿石铁路运输受到影响，磷矿石改用汽车等成本高的交通工具运输，或延缓运输，加剧下游矿石紧张局面。

图 10： 国内柴油价格



资料来源：百川资讯，华泰联合证券研究所

税费增加

云南省 2011 年初将资源税调高 3 元/吨，与其他三省达到一致在 15 元/吨，并继续征收磷矿开采反哺费等，国家大幅上调磷矿石资源税的方案也在讨论中。

长期资源价值体现

高品位磷矿紧张

中国磷矿资源丰富，但品位较低，保有磷矿资源储量 167.86 亿吨，其中 30%品位以上的富矿只占有 6.6%，富矿整体供应匮乏。

据我们初步了解，国内部分原有的富矿地区，开采已经在 40 年左右，高品位磷矿资源濒临枯竭，开采、销售磷矿平均品位逐年下降。

国内一些大型磷矿企业已经开始采用浮选等生产工艺，利用低品位矿石进行生产，大幅增加矿石生产成本。

矿山整合不断进行

磷矿由 2007 年的 414 家减少到 2009 年的 339 家，3 年减少 75 家，减少 18%；大型矿山由 2007 年的 10 家增加到 17 家。

湖北省出台相关意见，对省内磷矿限采，并将重组和关闭产能 15 万吨/年以下磷矿企业；据中华商务网消息，云贵川三省也会出台类似政策，整顿省内磷矿市场。我们认为，磷矿资源价值将长期体现。

投资建议

我们对磷化工行业维持“增持”评级，磷矿石的资源价值将会逐渐体现，推荐具有磷矿资源优势的兴发集团及有磷矿资产注入预期的云天化，磷矿价格每上涨 100 元，兴发集团 EPS 增加 0.44 元，云天化增加 0.43 元。

表格 2：相关公司敏感性分析（假设磷矿石上涨 100 元/吨）

上市公司	磷矿储量（万吨）	产量（万吨）	磷肥产能	总股本（百万股）	元
兴发集团	13906	250	60	365.48	0.44
云天化	40000	800	500	1200	0.43

资料来源：华泰联合证券研究所 注：云天化假设集团整体上市，股本增加为 12 亿股

风险提示

因天气等原因，磷肥需求大幅减少；经济复苏低于预期；股市系统性风险。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。