

2011-09-09

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

化工

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

赵森

SAC 执业证书编号:S1000511090004

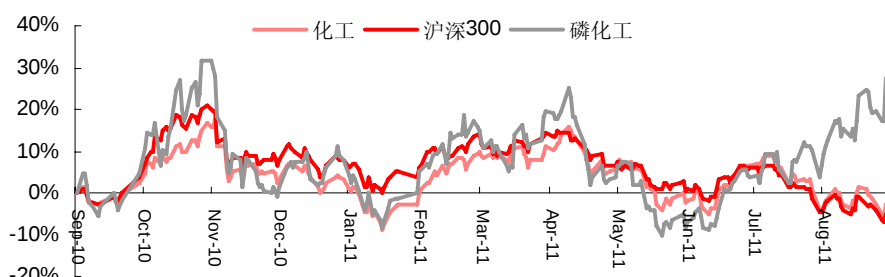
(0755)8236 8536

zhaosen@mail.htlhsc.com.cn

全球磷肥良好需求驱动磷化工景气

- 国际磷肥供需关系较好，景气可持续。农产品价格高位，化肥需求良好，国际磷肥价格已经创近两年半新高，且处于持续小幅上涨过程。印度、巴西等国家化肥需求旺盛。根据 IFA 和 Mosaic 的预测，国际磷肥行业开工率水平在 2020 年之前，仍将处于持续小幅提高过程。
- 国内消费量增长超预期，是 2011 国内磷肥需求良好的主要原因。2011 年前 7 个月，国内磷肥（折纯 P_2O_5 ）产量同比增长 186 万吨，增幅 28.9%。前 7 个月国内磷肥出口折纯量同比增长 37.5 万吨，而国内磷肥表观消费量同比增长 148 万吨，国内消费量增长占磷肥产量增量的 80%。我们认为，农产品收益较高，国内自身磷肥消费量大幅增长，才是 2011 磷肥行业景气的主要原因。
- 若二元肥出口受限，对国内磷肥景气影响不大。氮磷二元复合肥在 2011 年前 7 个月出口 125 万吨，同比增长 379%。我们认为，若国家出台与磷铵相似政策限制二元肥出口，对磷化工行业景气影响不大。
- 磷矿石价格仍有上涨空间。国内磷矿石价格持续上涨，8 月至 9 月初，湖北宜昌 30%品位船板价上涨 50 元/吨，至 530 元/吨；贵州开阳 30%车板价涨 20 元/吨，达 540 元/吨。就目前的磷肥价格，我们测算磷矿石上涨上限是到厂价 800 元/吨左右，对应现价还有约 30%上涨空间。
- 黄磷情况好于预期。受磷矿石涨价、限电等影响，黄磷价格丰水期逆势上涨，8 月至 9 月初，湖北涨 500 元/吨，至 16000 元/吨左右；云南涨幅超过 1000 元/吨，至 15400 元/吨左右。2011 黄磷丰水期价格下跌幅度低于预期，符合我们之前判断，具有电力、磷矿资源优势的企业受益。
- 投资建议：短期磷肥需求良好，中长期磷矿开采难度增大、品位降低、整合持续进行，磷矿处于涨价通道。我们维持磷化工“增持”评级，推荐磷矿资源丰富的兴发集团和磷资产注入预期的云天化，磷矿价格每上涨 100 元/吨，兴发集团 EPS 增加 0.44 元，云天化增加 0.43 元（假设整体上市）。
- 风险提示：农产品价格回落；国家出台严格措施限制磷肥出口及国内销售价格；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

国际磷肥供需关系较好，景气可持续.....	4
国际磷肥价格处于近两年半新高	4
印度、巴西化肥需求旺盛	4
全球磷化工行业仍将保持较高开工率水平	4
国内需求增长，是 2011 国内磷肥需求良好的主要原因	5
2011 国内磷肥景气主要由于自身消费量大幅增长	5
若二元肥出口受限，对国内磷肥景气影响不大	6
国内磷矿石仍有上涨空间	7
国内磷矿石自年初持续上涨	7
国内矿石价格上涨空间测算	7
黄磷情况好于预期.....	8
投资建议	8
风险提示	9

图表目录

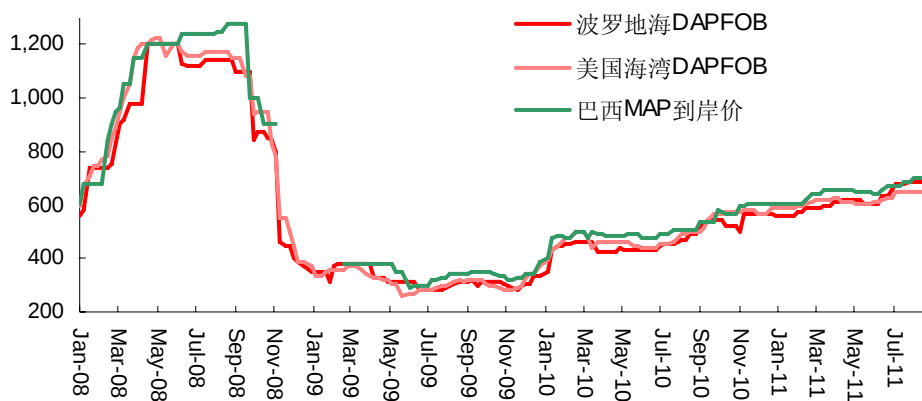
图 1: 国际磷肥价格处于近两年半新高	4
图 2: Mosaic 公司预测全球磷肥（折纯）开工率水平持续上升	5
图 3: 黄磷价格丰水期逆势上涨	8
表格 1: IFA 预测全球磷供需情况（百万吨 P ₂ O ₅ ）	5
表格 2: 国内 2010/11 前 7 个月磷肥产量、出口、消费量对比	6
表格 3: 国内前 7 个月各类磷肥出口情况	6
表格 4: 国内磷矿石上涨空间测算（元/吨）	7
表格 5: 磷矿石成本构成	7
表格 6: 相关公司敏感性分析（假设磷矿石上涨 100 元/吨）	8

国际磷肥供需关系较好，景气可持续

国际磷肥价格处于近两年半新高

国际磷肥价格处于近两年半新高水平，波罗的海二铵 FOB 690 美元/吨（8 月涨 10 美元/吨）；美洲湾二铵 FOB 650 美元/吨（持平）；巴西一铵 CFR 700 美元/吨（8 月涨 10 美元/吨）。

图 1： 国际磷肥价格处于近两年半新高



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

印度、巴西化肥需求旺盛

印度已经接受美国 Phoschem 二铵 CFR 677 美元/吨的价格，比之前的合同订单高 65 美金/吨；自 9 月 1 日起，印度将氮磷二元肥纳入养分补贴范围，同时，印度正在着手修改将低含量重钙也纳入养分补贴范围，以便于更好从中国进口磷肥。

巴西，由于对玉米等农产品的产量预期较好，二铵和 14-34-0 的复合肥采购将增加，2011 年 1-7 月化肥进口量同比增长 30%。

国际农产品价格高位，磷肥需求旺盛，8 月国际磷矿石价格上涨 2-5 美元/吨，我们认为，在良好需求和成本推动作用下，国际磷肥价格仍将保持较高的水平。

全球磷化工行业仍将保持较高开工率水平

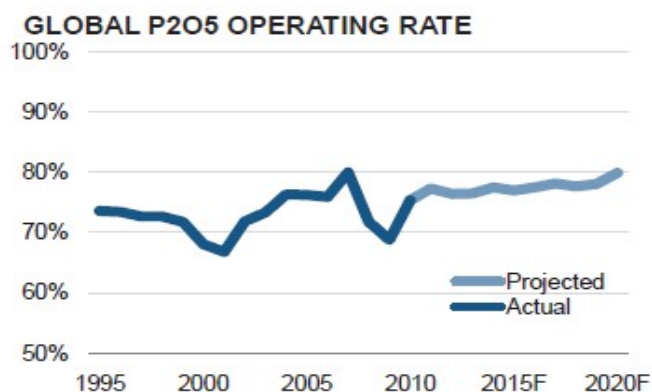
IFA 和 Mosaic 公司分别对全球磷肥的开工率水平进行了预测，虽然两机构数据稍有差异，但显示了同样的变化趋势。国际肥料协会 IFA 预计 2011 年全球磷肥潜在过剩量极少，不足总供应量的 3%（参见下表注释），而 2011-2015 年间磷肥的供需关系将由紧张趋向平衡，但计算的行业的开工率水平仅从 2011 年的 79.2%降低至 2015 年的 78.0%，无明显下降；Mosaic 公司则预计 2020 年前全球磷肥开工率水平虽有波动，但将处于持续小幅上涨的过程。

表格 1: IFA 预测全球磷供需情况 (百万吨 P₂O₅)

	2011	2012	2013	2014	2015
供应					
产能	51.4	52.9	54.9	56.6	57.6
总供应*	42.1	44.0	45.0	46.4	47.8
需求					
肥料需求	34.3	35.4	36.3	37.2	38.0
非肥料需求	5.6	5.9	6.0	6.1	6.0
流通损失	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
总需求	40.7	42.1	43.1	44.1	44.9
潜在平衡	1.4	1.9	1.9	2.2	2.9
占供应%	3	4	4	5	6
开工率	79.2%	79.6%	78.5%	77.9%	78.0%

资料来源: IFA, 华泰联合证券研究所, 注: 潜在平衡=总供应-总需求; 占供应%=潜在平衡÷总供应;
开工率=总需求÷产能

图 2: Mosaic 公司预测全球磷肥 (折纯) 开工率水平持续上升



资料来源: Mosaic, 华泰联合证券研究所

国内需求增长, 是 2011 国内磷肥需求良好的主要原因

2011 国内磷肥景气主要由于自身消费量大幅增长

2011 年前 7 个月, 国内磷肥 (折纯 P₂O₅) 产量同比增长 28.9%, 我们大致计算 2011 年前 7 个月国内各种磷肥出口折纯量同比增长 37 万吨左右, 而国内磷肥表观消费量 (因进口量较小, 未考虑) 2011 年同比增长 148 万吨左右, 增幅 28%。我们认为, 国内自身磷肥需求良好, 消费量大幅增长, 才是 2011 磷肥行业景气的主要原因。

表格 2：国内 2010/11 前 7 个月磷肥产量、出口、消费量对比

	2011	2010	2011 增量
折纯 P2O5 产量/万吨	828.9	643.0	185.9
折纯出口量/万吨	153.65	116.2	37.45
国内表观消费量/万吨	675.25	526.8	148.45

资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

若二元肥出口受限，对国内磷肥景气影响不大

二元肥出口量大幅增长

由于国内高浓度磷铵出口受限，2011 前 7 个月，没有高关税限制的氮磷二元肥、重钙等作为含磷肥料替代品，出口量大幅增长。其中，二元复合肥出口总量达 125 万吨，同比增长 379%，7 月单月出口就达到 52.5 万吨。印度是最大买家，今年 4-8 月印度已从中国进口二元肥/复合肥 100 万吨，据中华商务网根据相关订单情况预计，2011 二元肥全年出口量可以达到 300 万吨。

表格 3：国内前 7 个月各类磷肥出口情况

产品	1-7 月出口量/万吨	同比/%	折 P2O5 比例/%	折纯出口量/万吨
二铵	118.8	-20%	46%	54.3
一铵	24.9	5%	52%	12.9
氮磷二元肥	125	379%	20%-34%等	25-42.5
重钙	109.4	93.6%	46%	50.3
普钙	32.5	192%	15%	4.9
总和				153.65

资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所 注：氮磷二元肥含量各异，我们大致按照 25% 水平折纯至 31.25 万吨后加总出口量。

若二元肥出口受限，对国内磷肥景气影响不大

二元肥的大量出口，在一定程度上削弱了磷铵关税限制出口的政策效果，国家是否会出台针对二元肥的相关关税政策，以限制其大量出口，成为磷化工行业一个不确定因素。我们认为，二元肥出口限制与否，对国内磷化工行业景气影响不大。

如果关税政策调整，二元肥被加征高额关税，重钙可能替代二元肥，成为主要出口品种。印度政府已经在修改养分补贴方案，以适应从中国进口低浓度重钙的需要（如果重钙不被关税限制）。

另外，如我们前述，我们认为国内磷肥产量的大幅增长（折纯产量同比增长 28.9%），主要是由于 2011 国内表观消费量的大幅增长，出口并不是关键因素，所以，我们认为即便提高二元肥出口关税，亦或将限制范围扩大至重钙等，对国内磷肥、磷矿石行业景气不会产生明显影响。

国内磷矿石仍有上涨空间

国内磷矿石自年初持续上涨

8月至9月初，湖北宜昌30%品位磷矿石船板价累计上涨50元/吨，至530元/吨；贵州开阳30%品位车板价再涨20元/吨，已达540元/吨；9月初，云南黄磷矿由300元/吨涨至345元/吨，国内磷矿石自年初起持续上涨。

贵州洞采磷矿停产。由于民族运动会在贵州举行，为了安全，贵州洞采磷矿全面停产，据中华商务网预计，洞采恢复生产时间将在9月20日前后，这将在短期内加剧矿石供给紧张局面。

国内矿石价格上涨空间测算

磷矿石价格持续上涨，我们测算磷矿石到场上涨的上限空间是800元/吨左右。我们以当前磷铵肥、液氨、硫酸价格及人工的成本为基础，假设磷肥行业的利润全部被磷矿石行业获得，即其他成本不变、磷肥零利润条件下，得到磷矿石到场上涨中期上限空间是800元/吨左右。

如果我们以湖北宜昌船板价为参考，800元/吨到场上扣除水运及短途公路运费后，船板价格可以在700元/吨水平，对应当前530元/吨价格，还有30%以上上涨空间。

表格 4：国内磷矿石上涨空间测算（元/吨）

		磷铵价格						
		2500	2900	3100	3246	3400	3600	4000
硫酸 价格	300	573	808	926	1012	1102	1220	1455
	500	432	667	785	871	961	1079	1314
	600	361	596	714	800	891	1008	1244
	800	220	455	573	659	749	867	1102
	1000	78.8	314	432	518	608	726	961

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 5：磷矿石成本构成

原料	单耗	单价	成本/元
磷矿石	1.7 吨	800 元/吨	1360
硫酸	1.2 吨	600 元/吨	720
液氨	0.22 吨	3300 元/吨	726
电力	400 度	0.35 元/度	140
蒸汽			100
折旧			100
人工			50
其他			50
总成本			3246

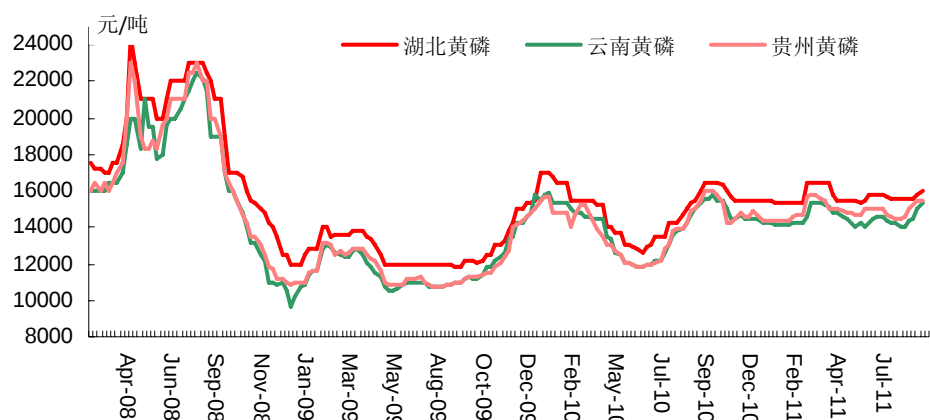
资料来源：华泰联合证券研究所

黄磷情况好于预期

8月至9月初，黄磷价格丰水期逆势上涨，湖北涨 500 元/吨，至 16000 元/吨左右；云南涨幅超过 1000 元/吨，至 15400 元/吨左右。

西南三省旱情加剧，电力供应紧张，贵州黄磷企业仍处于大范围停工状态，预计云南省也将继续加大限电力度，据中华商务网消息，四川地区近期也将逐步限电，黄磷生产受影响，正如我们前期判断，2011 年磷化工产品丰水期价格下降幅度低于预期。磷矿、电力自给率高的企业有优势。

图 3： 黄磷价格丰水期逆势上涨



资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

投资建议

短期，国际、国内磷肥行业景气带动磷矿石价格持续上涨；中长期，磷矿品位降低、开采难度加大、开采边际成本增长，而磷矿产量难以大幅增长，资源整合持续进行，磷矿石处于长期涨价通道。

我们维持磷化工行业“增持”评级，主要推荐磷矿资源丰富的兴发集团和磷矿资产注入预期的云天化，磷矿石价格每上涨 100 元/吨，兴发集团 EPS 增加 0.44 元，假设云天化整体上市，EPS 增加 0.43 元。

表格 6：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）	敏感性/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；兴发磷肥尚未投产

风险提示

国内、国际农产品价格回落；国家出台严格措施限制磷肥出口及国内销售价格；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投资目标或财务状况; 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。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司