

复合肥：凛冬已过，粮价反弹；行业拐点即将到来

需求端：玉米调减接近尾声，粮价上行助力复合肥需求企稳回升
玉米前期种植面积调减和价格大幅下降逻辑已经结束。2017年初至今，布伦特油价累计涨幅已逾 32%，带动国内玉米价格上涨 23%。全球市场 2018/2019 年度玉米产量预计为 10.54 亿吨，同比增加 2056 万吨；库存 1.52 亿吨，同比减少 3978 万吨，主要系油价中枢提高带动消费量以更高速度提高，造成库存较大幅度下降。在后续原油价格大概率维持较高中枢的情况下，玉米需求预计继续旺盛，而产量短时间内无法快速增加，预计国际玉米价格大概率继续上涨。当前国内玉米价格内外盘倒挂，在国际玉米价格持续上涨的情况下，国内玉米价格将继续上涨无疑。玉米价格持续上涨一方面将增加农民种植积极性，种植面积有望小幅回升；另一方面也将提高农民用肥积极性，两方面因素共同作用，将带来复合肥需求量的增长。

供给端：产能首度负增长，供需格局开始改善

历史上我国复合肥行业处于严重的产能过剩状态。2016 年开始，复合肥行业固定资产投资增速快速下降，预计 2017 年转负。行业产能 2017 年以来首度下滑，同时 CR4 也逐步由 2010 年 25% 左右上升至 2017 年的 34%，行业格局逐步转好。

成本端：三大基础肥料均步入上升通道，形成有效成本支撑

氮肥：供给持续收缩，2020 年前产能还有 2000 余万吨的下降空间，价格大概率持续回暖。**磷肥：**一铵二铵产量连续下滑，磷矿石被加入战略性矿产，开采量逐步受限也从上游限制了磷肥供给。**钾肥：**老矿枯竭使全球产能 2020 年前退出 700 万吨（占比 8%），新开钾矿投产缓慢，价格上行预期强，进口大单大概率涨价。复合肥行业盈利情况受原材料成本价格支撑明显，随着三大基础肥料进入上行通道，复合肥盈利状况将迎改善。

营销突破，深耕渠道，转型农服大势所趋

复合肥行业由于整体产能过剩，同时直接面向消费者，因此营销渠道异常重要。随着我国人口老龄化加剧及农村人口进城务工趋势明显，农业服务和土地托管模式逐步兴起，复合肥企业转型农服一方面可以拓展巩固其销售渠道，另一方面也是顺势而为占领万亿级农服市场。综合来看，复合肥企业转型农服是大势所趋，农服业务规模将逐步成为行业的核心竞争力。

复合肥行业龙头新洋丰和金正大最受益

通过筛选复合肥行业标的，我们发现行业龙头金正大、新洋丰在业绩增速、毛利率、存货及应收账款周转、ROE、现金流状况等方面均处于行业领先地位，并各具优势，金正大作为复合肥龙头，产销量连续 8 年夺冠，金丰公社模式成为农服先行者；新洋丰具备磷复肥一体化优势、钾肥进口权，积极面向现代农业延伸产业链。

风险分析

国际油价大幅波动、农产品价格上涨不及预期、安全生产风险。

请参阅最后一页的重要声明

化学原料

维持

买入

罗婷

luoting@csc.com.cn

010-85130437

执业证书编号：S1440513090011

研究助理：郑勇

010-85130262

zhengyong@csc.com.cn

发布日期：2018 年 08 月 31 日

市场表现



相关研究报告

目录

复合肥：适应时代潮流，助力农业现代化	1
需求端：玉米调减接近尾声，粮价上行助力复合肥需求企稳回升	3
农村劳动力缺乏，人均耕地面积减少，提高单位产量迫在眉睫	3
我国复合化率低于全球平均，与发达国家差距明显，提升空间巨大	4
粮食作物：玉米价格上涨预期强烈，将带动复合肥需求企稳回升	5
玉米：全球库存下降叠加内外盘价格倒挂，涨价预期强烈	5
小麦&稻谷：全球库存下降，种植面积趋稳	7
经济作物：城镇化不断推进，种植面积不断扩大	9
供给端：产能首度负增长，供需格局开始改善	11
成本端：三大基础肥料均步入上升通道，形成有效成本支撑	12
氮肥：供给侧改革持续进行，需求端利空陆续出尽	12
农需下滑基本触底，工业需求稳定增长	13
出口占比大幅下降，后续将以内需为主	14
供给侧改革持续进行，行业格局逐渐改善	15
磷肥：需求回暖供给收缩，价格大概率稳中有升	16
供给收缩磷肥产量转为负增长	16
磷矿石资源稀缺，停限产政策频出	18
湖北：关停 15 万吨以下磷矿，宜昌 18 年再减产 300 万吨	19
贵州：鼓励产业优化升级，叫停瓮安磷矿开采	19
云南：改善“小、散、乱”，杜绝“采富弃贫”	20
四川：设立大熊猫国家公园，周边磷矿被叫停	20
全球新增产能高速投放期已过	21
需求端逐步回暖，磷肥价格进入上行通道	22
钾肥：老矿逐渐枯竭，新矿投产缓慢，全球钾肥供需格局转紧	25
价差基本稳定，行业毛利率受成本支撑明显	28
营销突破，深耕渠道，转型农服大势所趋	29
金正大	31
新洋丰	32
史丹利	33
诺普信	33
复合肥行业龙头新洋丰和金正大最受益	34
金正大：复合肥龙头产销量 8 连冠，金丰公社打造农服先行者	36
新洋丰：一体化磷复肥龙头，高擎“转型”大旗大步迈向现代农业	37
风险分析	39

复合肥：适应时代潮流，助力农业现代化

复合肥料是指经过化学反应和（或）物理反应加工制成的含有作物主要营养元素氮、磷、钾两种或两种以上养分的肥料。复合肥通常由三大基础化肥原料(氮肥、磷肥、钾肥)加工制成。传统的复合肥主要包括磷酸铵、氯化过磷酸钙、磷酸二氢钾、硝酸钾、尿素磷铵、铵磷钾肥等。

图 1：复合肥产业链



资料来源：中信建投研究发展

表 1：按化学成分复合肥分类

种类	特性
磷酸铵	根据氨和磷酸中和程度不同，又可细分为磷酸一铵，磷酸二铵和磷酸三铵，含 N14%-18%，P ₂ O ₅ 46%-50%
氯化过磷酸钙	主要成分为 NH ₄ H ₂ PO ₄ 、CaHPO ₄ 和(NH ₄) ₂ SO ₄ ，含 N 2%-3%，P ₂ O ₅ 13%-15%
磷酸二氢钾	是一种高浓度的磷钾二元复合肥，吸湿性小，物理性状好，但价格较高。
硝酸钾	由硝酸钠和氯化钾一同溶解后重新结晶或从硝土中提取制成，含 N 13%，含 K ₂ O46%。
尿素磷铵	主要成分为 CO(NH ₂) ₂ •(NH ₄) ₂ HPO ₄ ，由尿素加磷铵制成，是一种含氮、磷较高的复合肥。
铵磷钾肥	由硫酸铵、硫酸钾和磷酸盐按不同比例混合而成，或者由磷酸铵加钾盐而制成，由于原材料添加比例不同，所含养分也有所区别。

资料来源：中信建投研究发展部

当前国内主流基础复合肥包括硝基复合肥、尿基复合肥、氯基复合肥和硫基复合肥。硝基复合肥是以硝酸铵为氮源，添加磷、钾等复肥原料，生产出的 N、P、K 高浓度复合肥料。其产品中含有硝态氮又含有铵态氮。主要产品有硝酸铵磷、硝酸铵磷钾。我国硝基复合肥的生产方法主要有三种：一是以硝酸铵为原料的转鼓造粒法和高塔造粒法。这种方法采用氨和硝酸加压中和生成硝酸铵溶液，或者浓缩后至 90%~95%硝酸铵浓度后喷入转鼓造粒机，与磷和（或）钾肥一起造粒；或者浓缩至 98%以上硝酸铵浓度后与磷或钾肥混合反应，高塔造粒生成含 N、P 或 K 的硝酸铵磷、硝酸铵磷钾肥。二是以德国巴斯夫为代表的硝酸磷肥装置法。这种方法采用硝酸分解磷矿，酸不溶物分离，酸解液冷冻结晶，硝酸钙结晶分离，然后是母液通氨气中和，物料蒸发浓缩，加入钾盐造粒后得到 NPK 产品。三是硝酸磷肥二次加工法。这种方法使用硝酸铵磷肥为原料，加入磷、钾肥混合后造粒生成 N、P 或 K 的硝酸铵磷、硝酸铵磷钾肥。

尿基复合肥是用尿素为氮源和氯化铵、氯化钾、硫酸钾、重钙、磷铵等基础肥料作为原料进行二次加工制取的高浓度氮磷钾多元复合肥。尿基复合肥一般都是高氮产品，特别是氮元素含量 20 以上的复合肥，氯化氨和碳铵生产不出这么高的氮含量。尿基复合肥常用的生产方法有挤压法、团粒法、料浆法和熔体塔式造粒法等。

氯基复合肥是指钾元素以氯化钾的形式存在，可分为单氯和双氯产品，单氯是指除钾元素是氯化钾形式外，氮元素为尿素等不含氯离子的制成，双氯是钾元素以氯化钾形式、氮元素以氯化氨的形式取得的复合肥。

硫基复合肥是指钾素的来源采用硫酸钾，或将氯化钾脱去氯离子制成的复合肥料，且氯离子的含量不能超过 3%，否则就是氯基复合肥。目前国内生产硫基复合肥的方法主要有团粒法和料浆法两种。根据生产原料的不同，料浆法又分为传统料浆法和低温转化法。前者是由硫酸钾直接提供氧化钾，后者是用氯化钾低温转化成硫酸氢钾来提供氧化钾，采用低温转化法工艺生产的硫基复合肥总养分最多可高达 46%。

表 2：复合肥主要生产工艺

名称	工艺
团粒法	为国内外主要应用的生产方法，根据使用的设备不同，可进一步细分为圆盘成粒、转鼓成粒、双浆混合成粒，其中又以前两种为主要生产工艺，技术较为成熟，质量也相对可靠。此方法的制备原理为将具有一定颗粒细度的原料，借助肥料盐液相粘聚成粒，再借助外力使粘聚颗粒产生运动，相互挤压，从而更加紧密，一般生产出的产品颗粒在 1-4mm。
料浆法	以磷酸、氨为原料，利用中和器和管式反应器将中和料将在氯化粒化器中进行涂布造粒，生产过程中添加一定量的氮素、钾素及其他物质，再经过干燥、筛分、冷却等程序得到复合肥产品。
熔体造粒法	为料浆法的一种特殊形式，随着复合肥生产技术的发展，逐渐演变成为一种独立的制造工艺。这种工艺的特点是物料处于高温熔融状态，含水量很低，可流动的熔体直接喷入冷媒体中，物料在冷却时固化成球形颗粒；或将可流动熔体喷入机械造粒机内的返料粒子上，使之在细小的粒子表面涂布或粒结成符合要求的颗粒。此方法最早应用于磷酸一铵、硝酸磷酸铵、尿素磷酸铵。
掺混法	将两种以上粒状肥料配合干混而得到肥料，这种方法可以根据作物的种类、土地酸碱度等情况，更为方便的做出肥料配比，更好地做到因地制宜，有效的减少了资源浪费和肥料污染等问题，是农业是非更加科学化。
挤压法	通过外力压力将固体物料进行团聚的干法造粒过程。物料在高压下粒子紧密靠近而引起分子力、静电力，使粒子紧密结合，它可以看作是一个连续过程。这种生产工艺往往不需要干燥和冷却，又可节省投资和能耗，而且没有污水排放问题。因为生产过程存在的腐蚀情况较小，所使用的设备无需特殊材料，造价也相对较低。

资料来源：公开资料、中信建投研究发展部

近年来，我国耕地质量问题日益凸显，长期地过度施用化肥、过度追求高产是导致土壤的农业生产能力和生态环境缓冲调控能力不断下降的重要原因。上述状况对复合肥行业提出了精准施肥、优化养分配比（既包括大量元素如氮磷钾等的配比，也包括大量元素和中微量元素的配合）、土壤修复等需求，引发近年来新型复合肥的快速发展。新型复合肥主要包括缓释肥、控释肥、水溶肥、微生物肥等，新型复合肥的盈利水平显著高于普通复合肥，例如在 2018 半年报中，金正大公司普通复合肥的毛利率在 18% 左右，而水溶肥的毛利率高达 28%。

表 3：主要新型复合肥

种类	特性
缓释肥	化学物质释放速率小于速溶性肥料施入土壤后转变为植物有效态养分的释放速率。
控释肥	通过一定机制使养分释放按照设定的释放模式（释放率和释放时间）与作物吸收养分的规律相一致。
水溶性肥料	可完全溶于水中，更易被作物吸收的复合肥料。
微生物肥料	通过微生物的生命活动产生农作物所需肥料；硝基复合肥相比传统复合肥，能显著提高作物的产量和品质，显著提高作物对钾、钙、镁、铁等阳离子吸收的能力。

资料来源：网络资料，中信建投研究发展部

伴随国家经济的平稳发展，城镇化进程加快，居民消费水平不断提高，促使农业种植结构发生新变化，蔬

菜、花卉、果树等经济作物比重不断增加，农产品价格走高增加了农资价格的承压能力，也增大了对优质肥料的需求；同时，我国总耕地面积近年来呈下降趋势，人均耕地面积更是远远落后世界平均水平，这决定我国粮食增产必须大力提高单位面积农作物产量，这要求施肥简便省工，也是在客观上对肥料转型提出了要求。

行业产能过剩加剧，基层过量施肥，环境污染加剧，甚至对我们人类本身的健康产生威胁，因此化肥行业由粗放型发展向资源节约型、环境友好型方向发展刻不容缓。为了督促企业加快调整产品结构，国家相继执行一系列措施，倒逼企业加快转型步伐。复合肥作为化肥一个品种，其较其它化肥品种诸如氮肥、磷肥、钾肥优势明显，因此这为复合肥的发展带来契机。

复合肥具有养分含量高、副成分少且物理性状好等优点，在农业生产中施用复合肥可以为作物提供多种营养元素，提高肥料利用率，有利于节约劳动力，促进农作物高产稳产。复合肥料是农业生产现代化中的重要一环，具备省工、省力、节约成本等诸多优势，适应农业发展大势，市场需求持续增长。

表 4：复合肥与单质肥对比

	优点	缺点
复合肥	1. 养分全面，含量高。一次施肥，可供给氮磷钾中的两种及以上元素； 2. 结构均匀，物理性好。吸湿性小，便于储存，更适于机械化施肥； 3. 低氮环保。减轻单纯氮肥造成的土壤板结、肥力下降、水质污染等影响； 4. 降低成本。副成本少，有效成分高，节省包装和储存费用。	1. 养分比例相对固定，难以满足各类作物和土壤需求； 2. 养分所处位置和释放速度很难完全符合作物某一时期的特殊要求。
单质化肥	1. 可满足一些对某养分的特殊需求，亦可作为复合肥补充； 2. 售价便宜。	1. 养分不全面；多次施肥，成本高； 2. 高氮肥易导致土壤板结、肥力下降

资料来源：中信建投研究发展部

需求端：玉米调减接近尾声，粮价上行助力复合肥需求企稳回升

农村劳动力缺乏，人均耕地面积减少，提高单位产量迫在眉睫

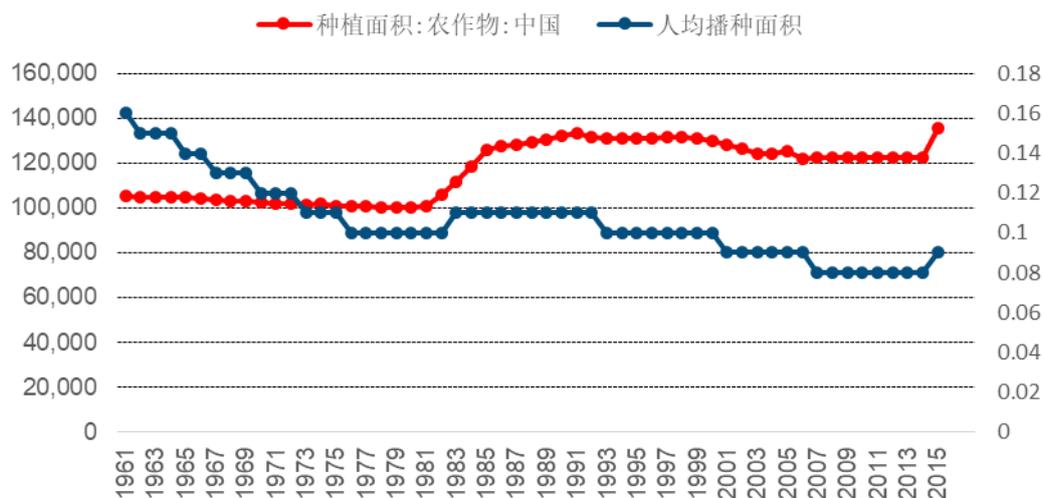
中国的失业率逐年降低，劳动市场显现出一定趋紧状态。我国城镇化进程不断推进，城镇化步伐逐渐加快，截至 2012 年底我国城镇人口总数首次超过农村人口，农村劳动力减少，人工成本提高，预计未来我国的农村劳动力将进一步减少，人力成本将进一步提高。复合肥不需多次施肥、营养全面，可以大大减少人力劳动时间，一些缓控释肥更是可以减少追肥次数。

截至 2017 年年末，我国总耕地面积为 20.23 亿亩，位居世界第三，然而我国近年来耕地面积不断减少，且人均耕地面积仅为 1.28 亩，这不到世界平均水平的 40%。根据我国国情，由于我国尚未开垦的土地开发难度大，所需投资多，继续扩大耕地面积的潜力已不大，这意味着我国粮食增产必须着力提高单位面积的农作物产量。

施肥不仅能提高土壤肥力，而且也是提高单位耕地面积农作物产量的重要措施。包括复合肥在内的化肥对

农作物增产有重大作用，是现代农业生产的“必需品”。根据联合国粮农组织（FAO）统计，发展中国家粮食增产中，约 55%来自化肥的贡献，化肥在对农作物增产的总份额中约占 40%~60%。中国能以占世界 7%的耕地养活了占世界 22%的人口，可以说化肥起到举足轻重的作用。国内单位面积施肥量从 2005 年的 307 吨/千公顷增长到 2015 年的 362 吨/千公顷，与此同时，单位面积谷物产量也大幅提高，由 2005 年的 5225 吨/千公顷增长到 2015 年的 5984 吨/千公顷。

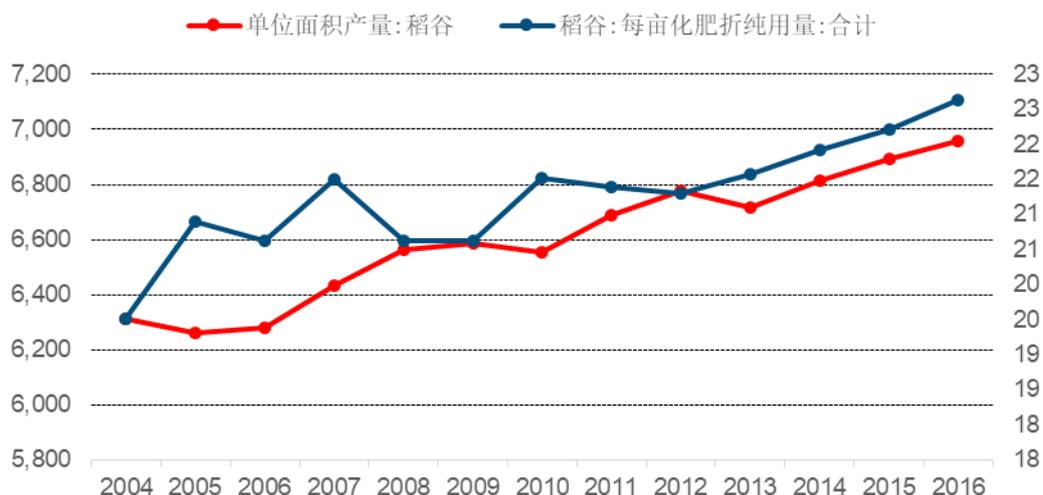
图 2：全国种植面积、人均播种面积



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

图 3：我国单位面积粮食产量和施肥量呈高度相关性

单位：公斤



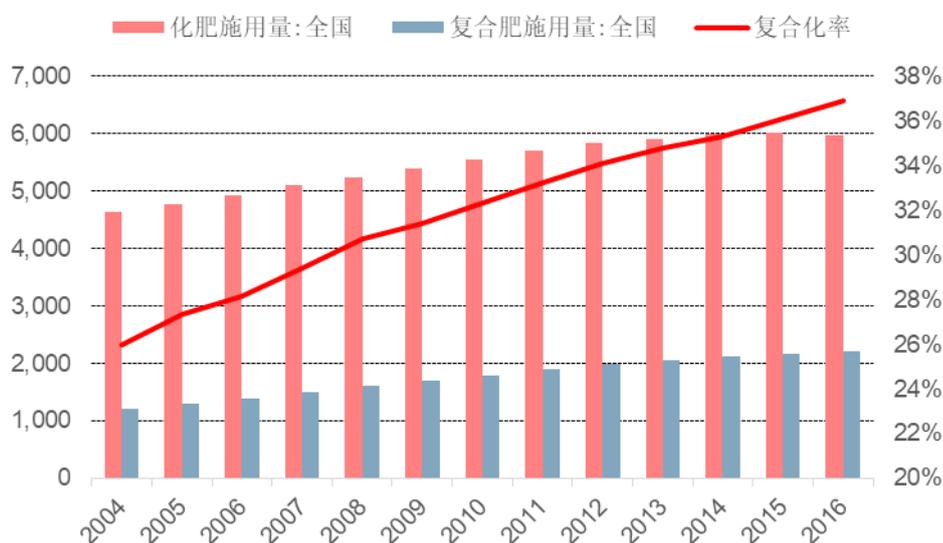
资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

我国复合化率低于全球平均，与发达国家差距明显，提升空间巨大

当前我国化肥复合化率不到 40%，尚不及全球平均水平 50%，与欧美发达国家 80%的复合化率相比差距极为明显，提升空间巨大。近年来，我国化肥复合化率处于持续改善状态，复合肥施用量增速显著高于化肥总施

用量的增速，复合化率稳步提高，2016年底我国化肥复合化率达到36.88%，相较2000年的22.14%已经大幅提升，平均每年提升近1%左右。随着我国农业现代化进程的加速，有理由相信我国化肥复合化进程也将加速。

图4：复合肥及化肥施用量、复合化率及预测



资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

粮食作物：玉米价格上涨预期强烈，将带动复合肥需求企稳回升

我国复合肥下游主要用于稻谷、小麦、玉米、蔬菜、水果等作物，上述5类作物对复合肥的需求合计占比超过89%，其中稻谷、小麦、玉米三大农作物合计占比近50%。近年来我国三大农作物种植面积均出现不同程度的下滑，其中以玉米尤为明显，2016、2017我国已连续两年出现玉米种植面积负增长，种植面积分别下降3.5%和3.6%。

图5：2009-2016年复合肥下游分布

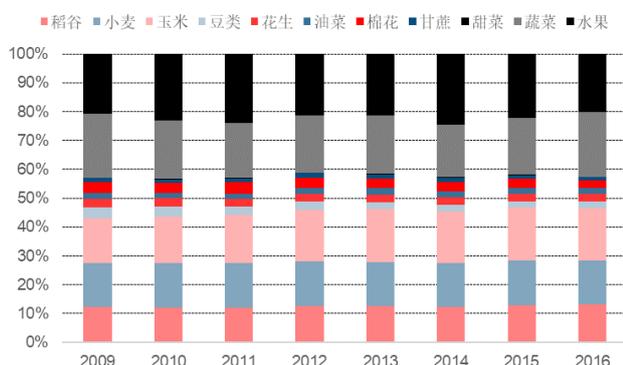
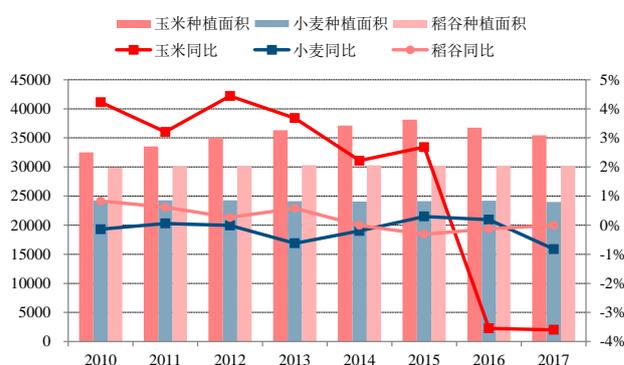


图6：我国三大农作物播种面积及同比



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

玉米：全球库存下降叠加内外盘价格倒挂，涨价预期强烈

玉米种植面积连续负增长，来自于玉米供给侧改革的显著成效，主要是镰刀湾指导意见和玉米临储政策的

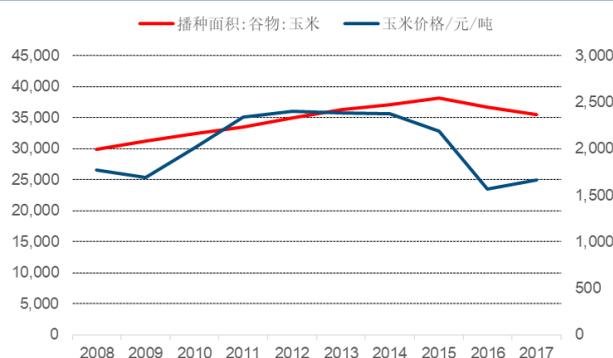
取消。2015年11月，农业部发布《农业部关于“镰刀弯”地区玉米结构调整的指导意见》，结合我国玉米供求状况和生产发展实际，提出了优化“镰刀弯”地区玉米种植结构的战略性调整。“镰刀弯”地区，包括东北冷凉区、北方农牧交错区、西北风沙干旱区、太行山沿线区及西南石漠化区，在地形版图中呈现由东北向华北-西南-西北镰刀弯状分布，是玉米结构调整的重点地区。“指导意见”中明确提出，力争到2020年，使得“镰刀弯”地区玉米种植面积稳定在1亿亩，减少5000万亩以上。在过去的2016、2017两年，我国玉米种植面积已累计调减4011万亩（2016年调减2027万亩、2017年调减1984万亩），完成“十三五”调减任务的80%。临储方面，2016年我国取消了玉米临储政策，玉米价格大幅下跌，也是导致玉米种植面积大幅下降的原因。2017年开始，随着供需格局的逐步转好以及原油价格重回上升通道，玉米价格已经开始触底反弹。2017年初至今，布伦特油价累计涨幅已逾32%，带动国内玉米价格上涨23%。

全球市场方面，据美国农业部预计，2018/2019年度，全球玉米产量为10.54亿吨，同比增加2056万吨；消费量10.88亿吨，同比增加2201万吨；库存1.52亿吨，同比减少3978万吨。玉米产量增加的基础上，油价中枢提高带动消费量以更高速度提高，造成库存较大幅度下降。在后续原油价格大概率维持较高中枢的情况下，玉米需求预计继续旺盛，而产量短时间内无法快速增加，预计国际玉米价格大概率继续上涨。值得注意的是，当前国内玉米价格和进口玉米价格已经出现倒挂（**错误!未找到引用源。**），在国际玉米价格持续上涨的情况下，国内玉米价格将继续上涨无疑。玉米价格持续上涨一方面将增加农民种植积极性，种植面积有望小幅回升；另一方面也将提高农民用肥积极性，两方面因素共同作用，将带来复合肥需求量的增长。

表 5：全球玉米市场变化情况

	产量	消费量	库存量
2017/2018 年度/亿吨	10.33	10.66	1.92
2018/2019 年度/亿吨	10.54	10.88	1.52
同比变化/万吨	2056	2201	-3978

资料来源：世界粮油市场月报、中信建投证券研究发展部

图 7：玉米播种面积及价格


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 8：玉米价格与油价关系

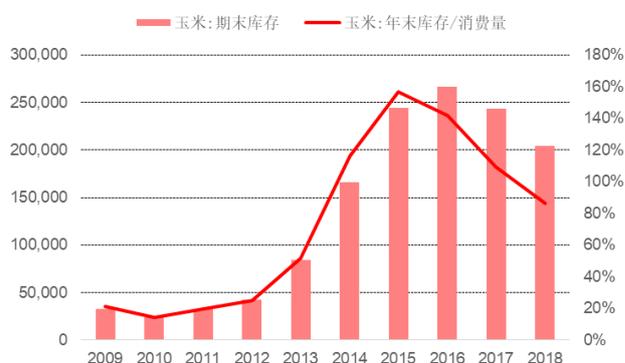
单位：美元/桶、元/吨



图 9：玉米国内外价差情况 单位：元/吨



图 10：玉米库存情况 单位：千吨



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

小麦&稻谷：全球库存下降，种植面积趋稳

小麦和稻谷方面，国家此前一直执行最低收购价政策，但 2016、2017 年，国家分别首次下调了稻谷和小麦的最低收购价，并且今后大概率继续调减，政策面将口粮价格市场化已是大势所趋。此前玉米临储的取消使玉米种植面积和价格出现大幅下滑。类比玉米，我们也对小麦和稻谷最低收购价对种植面积和价格的影响进行了测算。通过观察玉米历史上的内外盘价差和库存情况（图 9、图 10）可以发现，2015 年取消临储政策前夕，国内期货市场（大连商品交易所）玉米价格在 2500 元/吨左右，而同期玉米进口平均单价在 1431 元/吨左右，内外盘价差（价差/国内价格，不计运输费和税费等）高达 40%以上，且国内玉米库存达到 2.44 亿吨，达到每年消费量的 157%，库存/消费比达到历史高点，供需失衡情况已经非常严重，临储价格严重偏离市场价格，这种情况下取消临储政策，市场势必受到巨大冲击。

对于小麦和稻谷，情况有所不同，2018 年初至今，小麦和大米的内外盘价差分别为 31%（图 16）、47%（图 18，由于大米内盘价格采用零售价，因此价差比实际偏大）左右，库存/消费比分别为 78%（图 17）、64%（图 19），远低于 2015 年玉米的库存/消费比，即便取消最低收购价政策，对市场的冲击也要远小于玉米，况且口粮市场化政策一般情况下将分段实施，对最低收购价的取消进程也将逐年推进，对市场的影响会比玉米小得多。全球市场方面，据美国农业部预测，2018/2019 年度全球小麦和大米市场均存在产量下降消费量上升的情况，受此影响全球小麦和玉米库存水平均有下降，小麦库存下降尤其明显，价格上涨预期较强，对国内价格也将起到一定的支撑作用。

表 6：全球小麦市场变化情况

	产量	消费量	库存量
2017/2018 年度/亿吨	7.58	7.41	2.74
2018/2019 年度/亿吨	7.36	7.46	2.61
同比变化/万吨	-2166	524	-1262

表 7：全球大米市场变化情况

	产量	消费量	库存量
2017/2018 年度/亿吨	4.89	4.81	1.44
2018/2019 年度/亿吨	4.88	4.85	1.44
同比变化/万吨	-81	377	-11

资料来源：世界粮油市场月报、中信建投证券研究发展部

此外，我国三大农作物的种植面积在经历多年调减之后，粮食供需状况已经得到了有效改善，玉米和稻谷库存量已经处于下降阶段，小麦库存上升也已经收窄，叠加全球粮食库存下降的大背景，国内粮食种植面积继续调减的可能性较小，相反存在企稳回升预期。复合肥需求也将随之企稳回升。

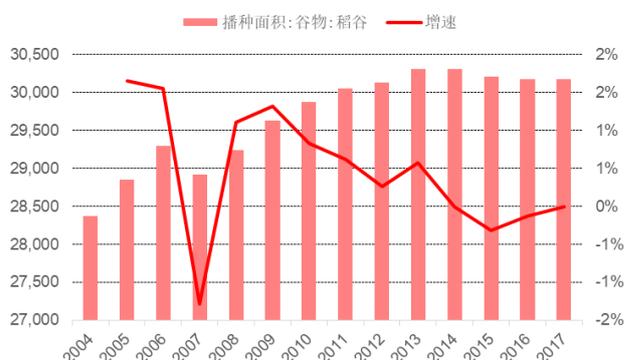
图 11: 小麦播种面积及增速

单位: 千公顷



图 12: 稻谷播种面积及增速

单位: 千公顷



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 8: 三大农作物相关政策

品种	政策
玉米	2015 年 11 月, 农业部发布《农业部关于“镰刀弯”地区玉米结构调整的指导意见》, 提出到 2020 年, 使得“镰刀弯”地区玉米种植面积稳定在 1 亿亩, 减少 5000 万亩以上 2016 年取消玉米临时收储政策, 取消临时收储价格 (临时收储价格实际上等同于水稻和小麦的最低收购价)
小麦	2017 年首次下调最低收购价, 每 50 公斤由 118 元下调至 115 元
稻谷	2016 年首次下调最低收购价, 早籼稻由每 50 公斤 135 元下调至 133 元
	2017 年再次下调最低收购价, 早籼稻由 133 下调至 130; 中晚籼稻由 138 下调至 136; 粳稻由 155 下调至 150
	2018 年再次下调最低收购价, 早籼稻由 130 下调至 120; 中晚籼稻由 136 下调至 126; 粳稻由 155 下调至 130 2018 年调减水稻种植面积 1000 万亩

资料来源: 公开资料、中信建投证券研究发展部

图 13: 玉米市场价及临储价格

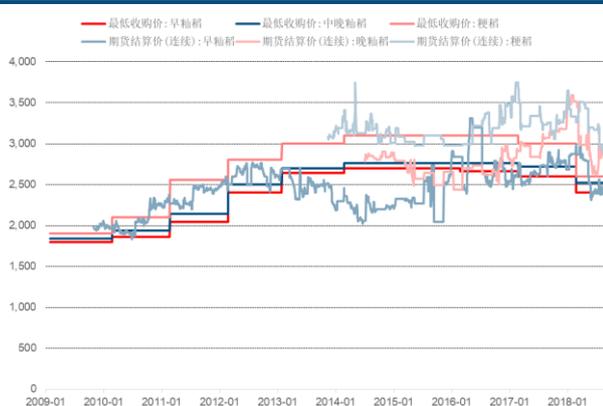


图 14: 小麦市场价及最低收购价



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 15: 稻谷市场价及最低收购价



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

图 16: 小麦国内外价差情况

单位: 元/吨

图 17: 小麦库存情况

单位: 千吨

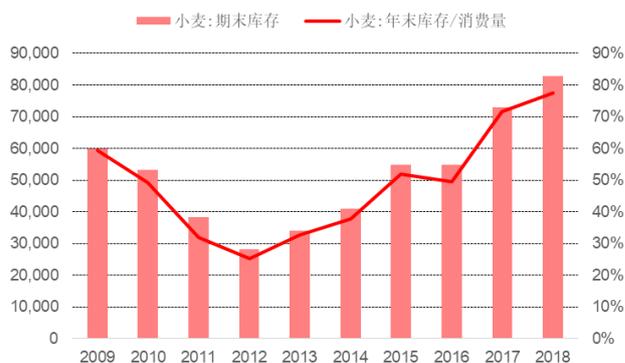
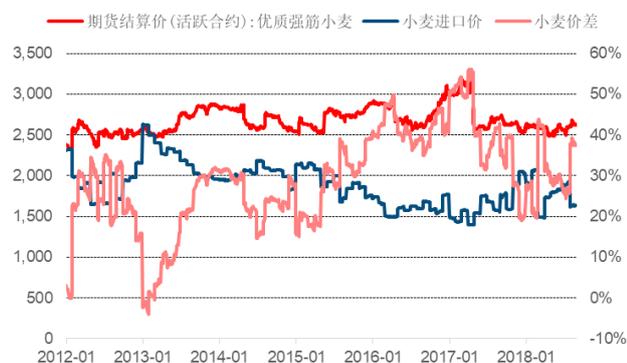
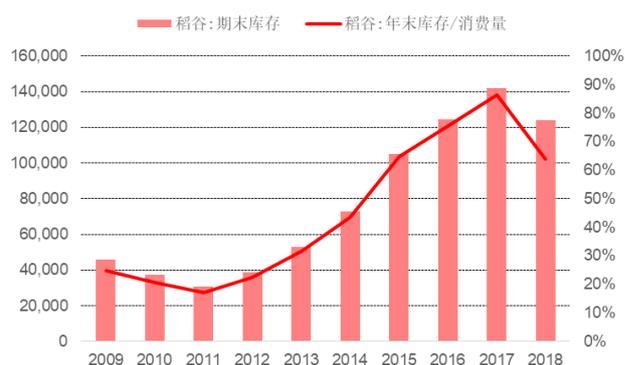
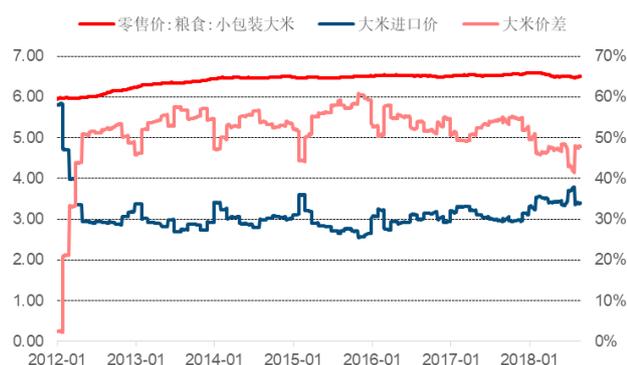


图 18: 稻谷国内外价差情况

单位: 元/吨

图 19: 稻谷库存情况

单位: 千吨



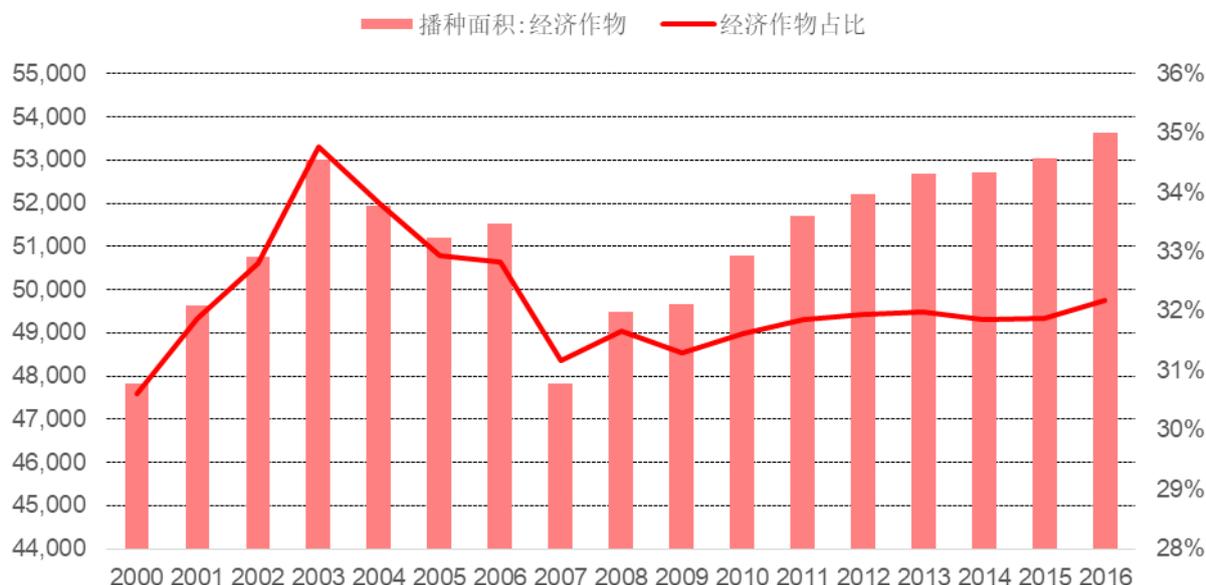
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

经济作物：城镇化不断推进，种植面积不断扩大

我国城镇化进程不断推进，城镇化步伐逐渐加快，2012 年底我国城镇人口总数首次超过农村人口。在农业走向现代化的过程中，居民生活水平不断提高，饮食结构持续优化，对瓜果蔬菜类的消费看涨带动经济作物的种植面积不断扩大。

图 20: 我国经济作物种植面积不断增加

单位: 公斤

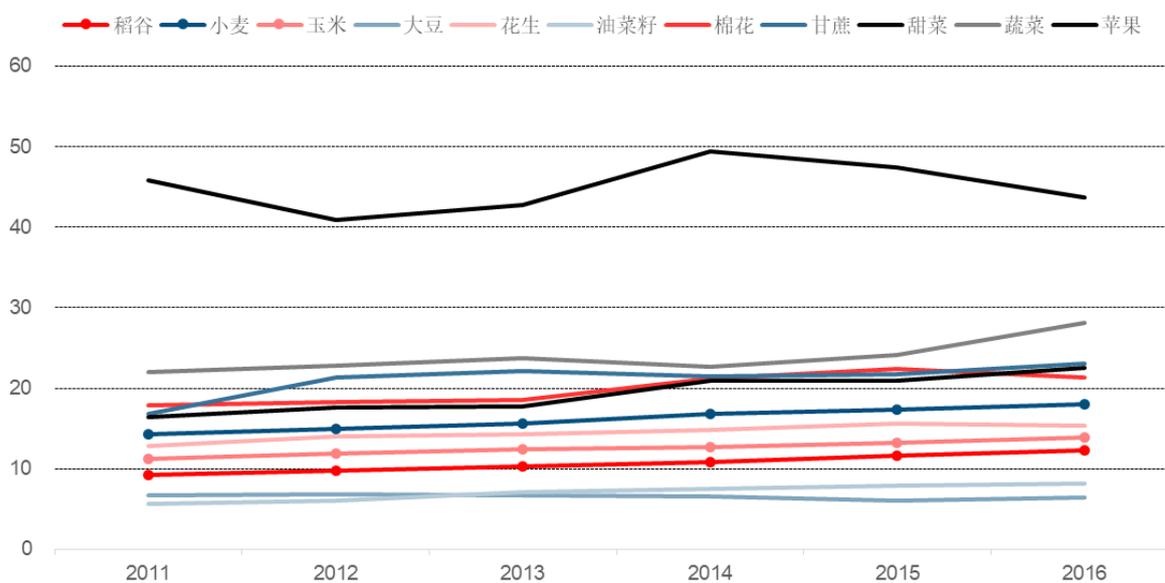


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

相比于普通粮食作物, 经济作物经济价值高, 技术要求高, 需肥量是普通粮食作物的 1.5-4 倍左右。以苹果为例, 每亩苹果果园所需复合肥折纯用量为 47.39 公斤, 这是粮食平均用量 13.58 公斤的 3 倍以上。

图 21: 我国经济作物每亩化肥折纯用量: 复合肥

单位: 公斤



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

供给端：产能首度负增长，供需格局开始改善

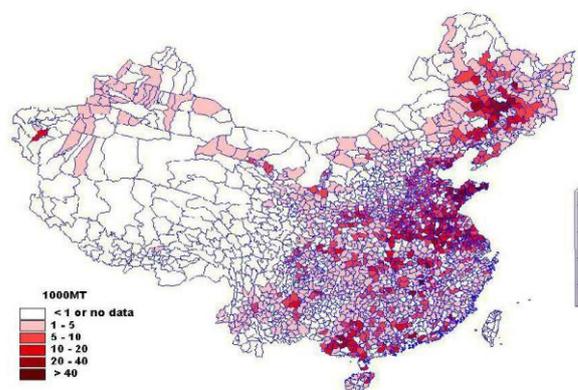
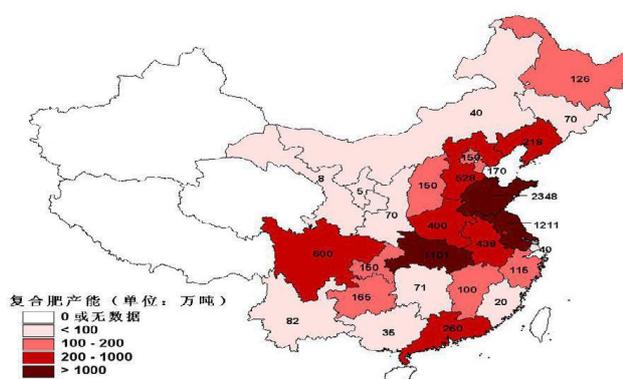
我国化肥行业整体呈现大而不强的状态，就复合肥行业来说，其长期以来一直处于严重的产能过剩状态，2017年行业产能约2.1亿吨，产量只有约5000万吨，开工率在24%左右。我国幅员辽阔，各地区土壤状况、作物品种差异较大。此外，运输成本在企业的销售费用中占据了较大比例，复合肥行业的经济销售半径约为500公里。远距离的运输不仅降低产品性价比，而且在运力紧张的时候，面临不能及时把货物运输到市场的风险。以上原因客观上造成了复合肥市场的区域分割，市场区域分割状态下导致了大量分散小产能的出现，这些小产能只生产低端产品且开工率极低，导致了复合肥行业较为无序的竞争状态。

图 22：我国复合肥产能分布情况

单位：万吨

图 23：我国复合肥需求分布

单位：万吨



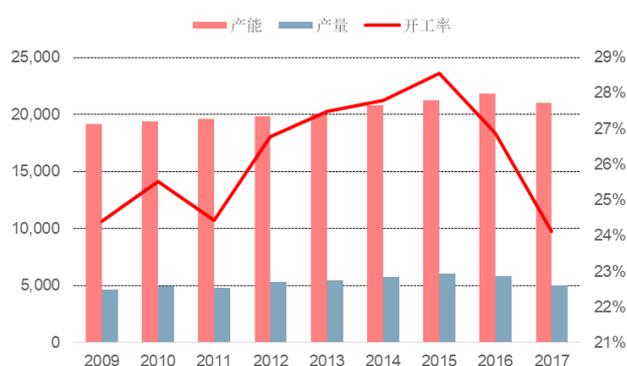
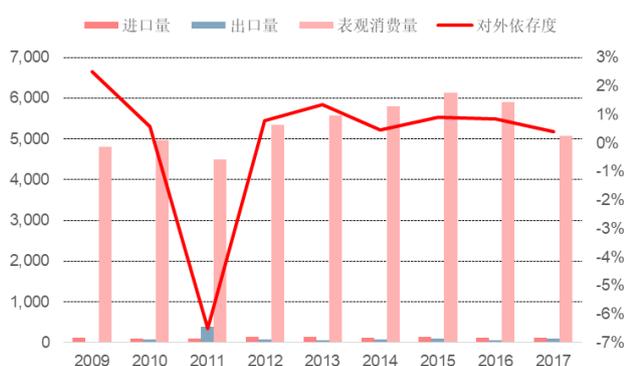
资料来源：光华博思特·消费大数据中心、中信建投证券研究发展部

图 24：我国复合肥对外依存情况

单位：万吨

图 25：我国复合肥开工状况

单位：万吨



资料来源：卓创资讯、中信建投证券研究发展部

近年来随着复合肥行业供给侧改革的进行以及整个化肥行业优惠政策的逐步取消，包括复合肥在内的整个化肥行业面临洗牌。2016年开始，复合肥行业固定资产投资增速快速下降，有2015年的同比14%下降至2016年的1%左右，预计2017年将转负。固定资产投资增速的下降连带供给侧改革清退落后小产能，使2017年复合肥行业产能首次出现同比下滑，由2016年的2.18亿吨下降到2017年的约2.10亿吨。同时行业的产能集中度(CR4)也逐步由2010年25%左右上升至2017年的34%。受此影响，我国复合肥上市公司毛利率整体上呈现逐步上升的趋势，表明行业格局逐步转好。

表 9：化肥行业优惠政策逐步取消

时间	政策
2015 年 2 月	取消化肥运输价格优惠
2015 年 4 月	逐步取消化肥行业电价优惠，2016 年 4 月起全部取消
2015 年 4 月	逐步放开化肥用气价格，2016 年 11 月起全面放开
2015 年 9 月	恢复征收化肥行业增值税，2015 年 9 月-2016 年 6 月征收 3%；2016 年 7 月-2017 年 7 月征收 13%；2017 年 7 月至今受益税改，征收 11%。

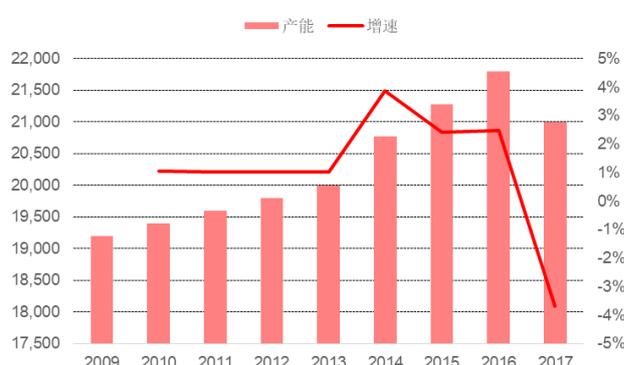
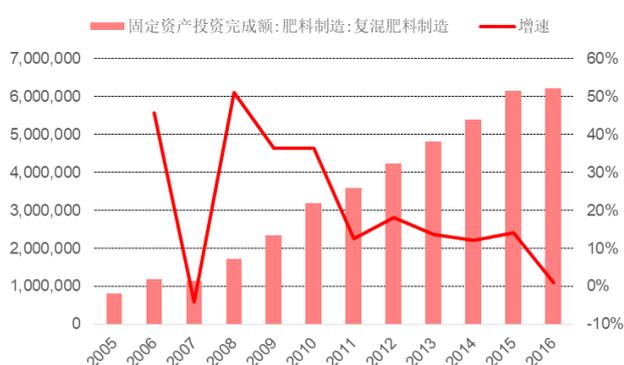
资料来源：公开资料收集、中信建投证券研究发展部

图 26：我国复合肥行业固定资产投资及同比

单位：万元

图 27：我国复合肥产能及增速

单位：万吨



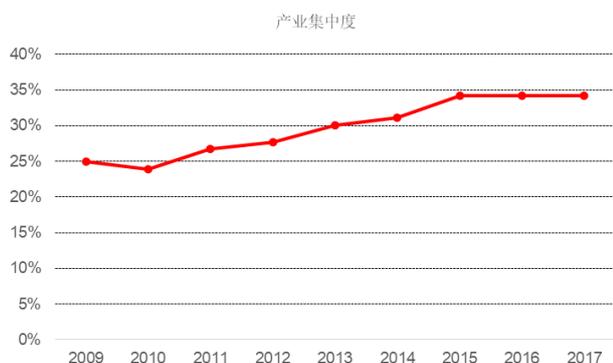
资料来源：卓创资讯、wind、中信建投证券研究发展部

图 28：我国复合肥行业产能集中度 (CR4)

单位：万元

图 29：复合肥板块上市公司毛利率

单位：%



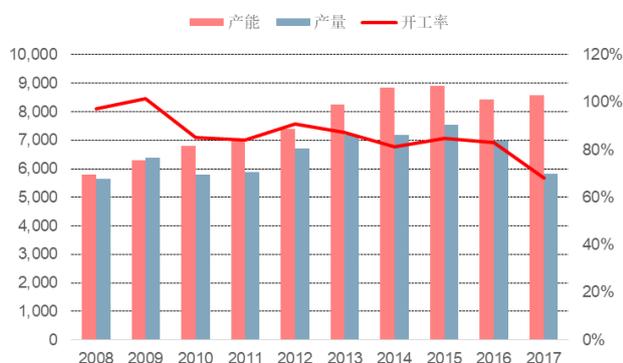
资料来源：卓创资讯、wind、中信建投证券研究发展部

成本端：三大基础肥料均步入上升通道，形成有效成本支撑

氮肥：供给侧改革持续进行，需求端利空陆续出尽

我国氮肥行业同样处于产能过剩状态，2017 年产能 8584 万吨，产量 5836 万吨，产能利用率 68%。2016 年开始，我国尿素产量结束了连年增长态势转为下滑，2016、2017 两年产量增速分别为-7%、-17%。产量的下滑主要源自两方面原因：①内需下降；②出口下滑。

图 30：我国氮肥开工情况 单位：万吨

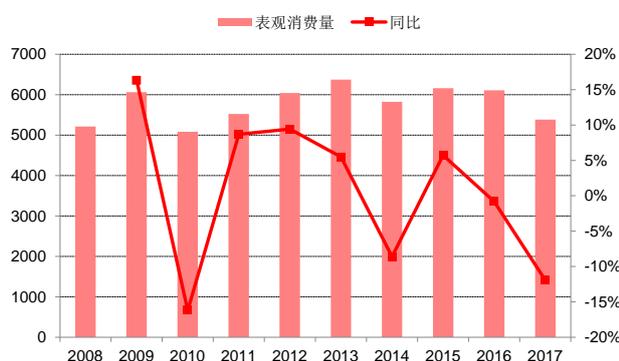


资料来源：卓创资讯、wind、中信建投证券研究发展部

农需下滑基本触底，工业需求稳定增长

内需下滑主要来自农业需求的持续下滑，即三大农作物玉米、小麦、稻谷，尤其是玉米种植面积的下滑。当前随着玉米种植面积调减接近尾声，农需下滑已经基本触底。

图 31：近年尿素表观消费量及增速（单位：万吨）



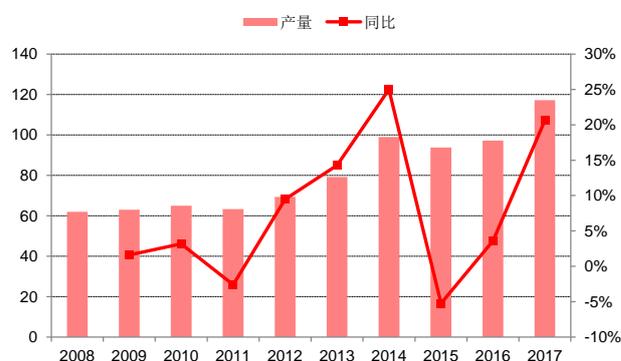
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

工需方面，则继续保持稳定增长趋势。尿素下游人造板及三聚氰胺行业需求量合计占比 17.5%，其中人造板又占整个工业需求的三分之二，2016 年我国人造板产量超过 3 亿立方米达历史新高，同比增速维持在 4.8% 水平；三聚氰胺方面，2017 年我国三聚氰胺产量 117.2 万吨同样创历史新高，同比增速超 20%。在农需逐步下行的过程中，下游工业领域为尿素提供了较好的需求韧性。综上所述，在农需下降的边际影响逐渐减弱、工需提供稳定需求韧性的背景下，我们判断未来尿素需求整体将呈现稳健态势。

图 32：人造板产量及同比（单位：万立方米）



图 33：三聚氰胺产量及同比（单位：万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

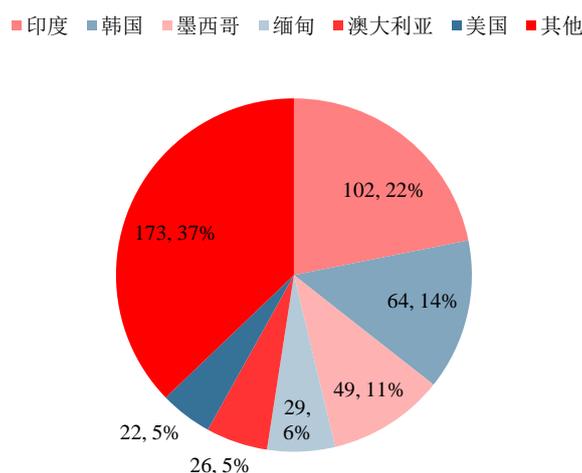
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

出口占比大幅下降，后续将以内需为主

出口方面，2011 年到 2015 年，我国尿素出口量从 356 万吨大幅上升至 1375.8 万吨的高点水平，累计增幅 286%。在 2016 年，尿素出口量开始出现大幅下滑。截至 2017 年，我国全年累计出口尿素 466 万吨（同比下降 48%），出口量连续两年出现大幅下滑。2018 年 1-3 月，我国尿素出口量 29.46 万吨，同比 2017 年同期的 124.07 万吨继续大幅下降 76%，结合 2018 年 1-3 月尿素产量 1181 万吨来看，出口占比已下降至不足 2.5%。

出口量的下降始于第一大出口目的地国印度，2017 年我国出口尿素至印度合计 102 万吨，占全年尿素出口总量的 22%；其次韩国（14%）、墨西哥（11%）、缅甸（6%）、澳大利亚（5%）和美国（5%）等国家也占据了一定的出口份额。

图 34：2017 年我国尿素出口国分布（单位：万吨）



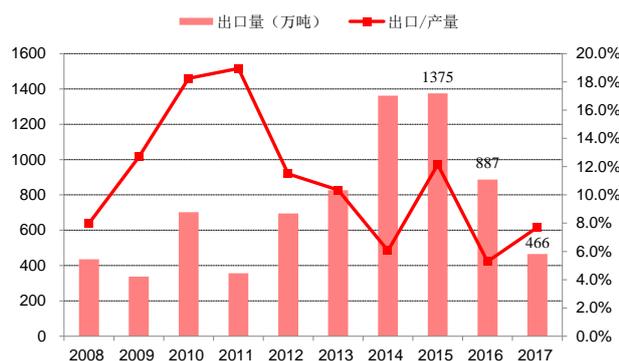
资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

2016、2017 两年，我国尿素出口印度量出现大幅下降，由 2015 年的高点 595 万吨下降至 2017 年的 102 万吨，两年间累计降幅达 83%。对其他国家的出口量同样也出现了大幅下降，究其原因主要来自以下几个方面：一是国际新产能的增加，国际尿素供过于求格局愈加凸显，中国竞争更加激烈；二是我国尿素生产成本在国际

上本就不具备竞争优势，2015 年开始化肥行业在增值税、电费、气价、运输费等方面的优惠政策逐步取消，出口尿素成本劣势更加明显，加之伊朗、中东等低价尿素冲击；三是印度招标量缩水，很大一部分原因是出口印度的量减少加之国内环保限气频频发生，开工低位。

在出口占比已经降至不足 2.5% 的情况下，出口端的利空已经出尽，后续我国尿素需求端将以内需为主。

图 35：近年尿素进出口及占比（单位：万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 36：出口至印度尿素量及同比（单位：万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

供给侧改革持续进行，行业格局逐渐改善

中国拥有全球最大的尿素产能，截至 2017 年我国合计尿素产能达 8584 万吨，占全球尿素产能比重近 4 成。自 2012 年尿素价格下跌以来，国外拟新建的尿素产能已经大幅减少，在 2015-2017 年的海外产能投放高峰结束之后，未来 5 年海外几乎无大规模新增产能。国内产能方面，随着供给侧改革的继续，氮肥行业固定资产投资增速于 2015 年首次转负达到-27%，2016 年虽然同比增速又回升至 20%，但是与 2014 年相比，降幅也达到-12%。与此同时，我国尿素产能于 2016 年首度出现负增长，2016 年产能同比降幅 5%，供给侧改革已经开始逐步显现成效。2017 虽小幅回升 2%，但新增产能主要为行业龙头扩产，属于先进技术优质产能。由于退出产能主要为落后小产能，因此行业集中度也呈逐年增加态势，2017 年 CR4 达到 13%。值得注意的是，2016 年开始，尿素开工率大幅下滑，行业内长期停车产能增加，2016 年长期停车产能达到 332 万吨，产量同比下滑 7.2%，行业内部部分长期停车产能复工可能性很小，实质上已经退出市场，去产能成效比名义产能的减少更为显著。2017 年全国尿素产量 5836 万吨，同比大幅下降 16.5%；产能利用率降至 68%，创历史新低；2018 年前六月尿素产量累计 3695 万吨，同比继续降 15%。高频数据显示，进入 2018 年以来我国尿素月度产量持续收缩，不考虑 1、2 月过年影响，进入 3 月份以来月均尿素产量仅在 450 万吨左右，为近年来最低水平。

另一方面，在供给有效缩减的同时，我们看到的是行业库存水平的健康回归，自进入 17 年下半年以来，我国尿素企业周度库存已基本平稳在 20-60 万吨区间，在此前的 80-120 万吨库存水平基础上显著下降。而在降库存的背后，带来的则是产品价格的逐步回暖。总体来看，尿素行业经过多年去产能，行业格局逐渐转好。展望未来几年，按照十三五规划，到 2020 年，我国氮肥总产能控制在 6100 万吨，产能利用率提升至 80% 以上，产能过剩基本得到化解。与此目标相比，氮肥行业未来两年仍有 2000 余万吨的过剩产能待纾解，短期内行业去产能步伐不会停滞。另一方面，尿素产能结构也面临优化调整，传统固定床工艺的比重将会逐渐下降，以非无烟煤为原料的新工艺将尽显成本优势。在此背景下，我们预计尿素价格未来将大概率演绎高位震荡行情，为复合肥成本端建立有效支撑。

图 37: 我国氮肥行业固定资产投资

单位: 万元

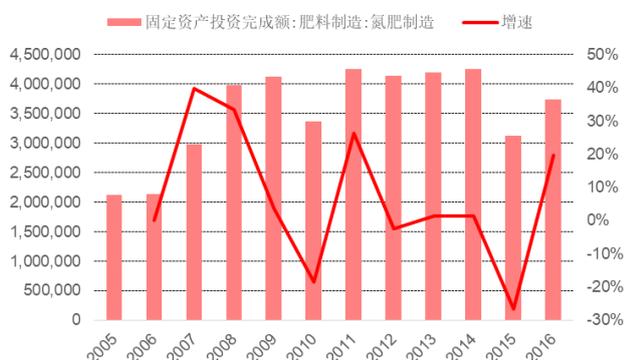


图 38: 我国尿素产能及增速

单位: 万吨



资料来源: 卓创资讯、wind、中信建投证券研究发展部

图 39: 我国尿素行业产业集中度 (CR4)

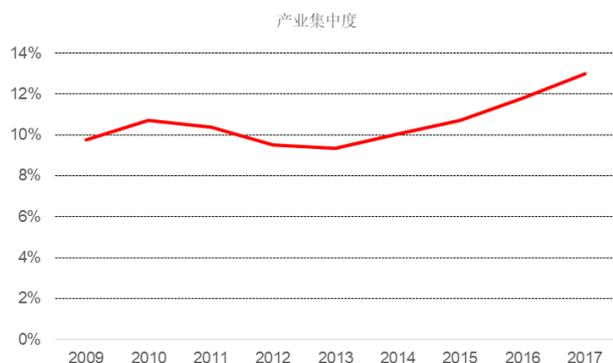


图 40: 尿素价格

单位: 元/吨



资料来源: 卓创资讯、wind、中信建投证券研究发展部

磷肥: 需求回暖供给收缩, 价格大概率稳中有升

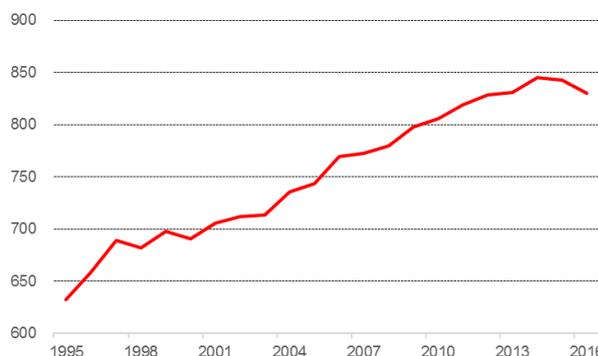
供给收缩磷肥产量转为负增长

磷肥主要包括磷酸一铵 (MAP) 和磷酸二铵 (DAP), 用作复合肥生产的基础磷肥主要为磷酸一铵。自 2011 年至 2016 年, 磷酸一铵 (MAP) 和磷酸二铵 (DAP) 产能以及产量均呈现快速增长趋势, 加之磷肥上游原料磷矿石产量自 2016 年之前也呈现快速增长趋势, 上游原料以及下游需求增长稳定, 因此 2016 年之前我国磷肥产量产能上升趋势明显。2016 年以来, 受国内环保督查影响, 上游原料磷矿石产量下降以及磷肥自身环保因素; 加之农作物价格低位影响, 国内磷肥产量开始出现下行。2017 年我国 MAP 产量 2259 万吨 (实物量), 同比下降 3.3%; MAP 产量增速自 2013 年见顶后即开始回落, 17 年则首次出现了负增长。DAP 方面也类似, 2017 年合计产量 1769 万吨 (实物量), 同比降 3.3%; 自 2016 年起已连续两年负增长。

图 41: 中国磷肥(折纯)产量趋势(万吨)



图 42: 全国施肥用量(万吨)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 43: 中国 MAP 产能及增速(实物量: 万吨)

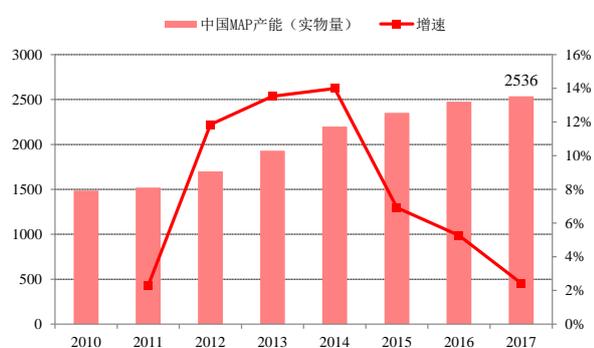
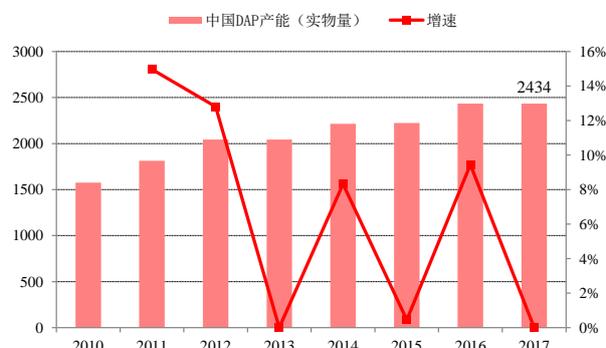


图 44: 中国 DAP 产能及增速(实物量: 万吨)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 45: 中国 MAP 产量及增速(实物量: 万吨)

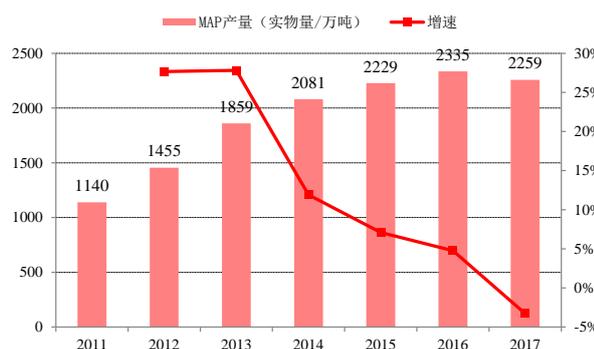
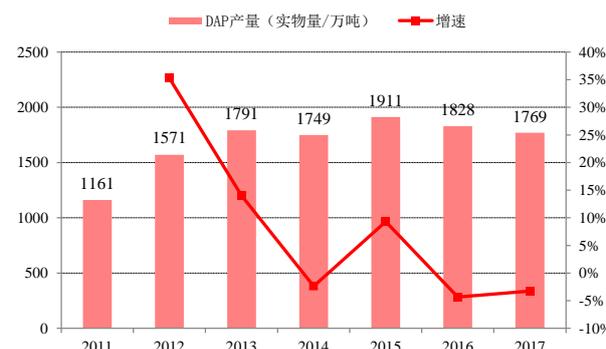


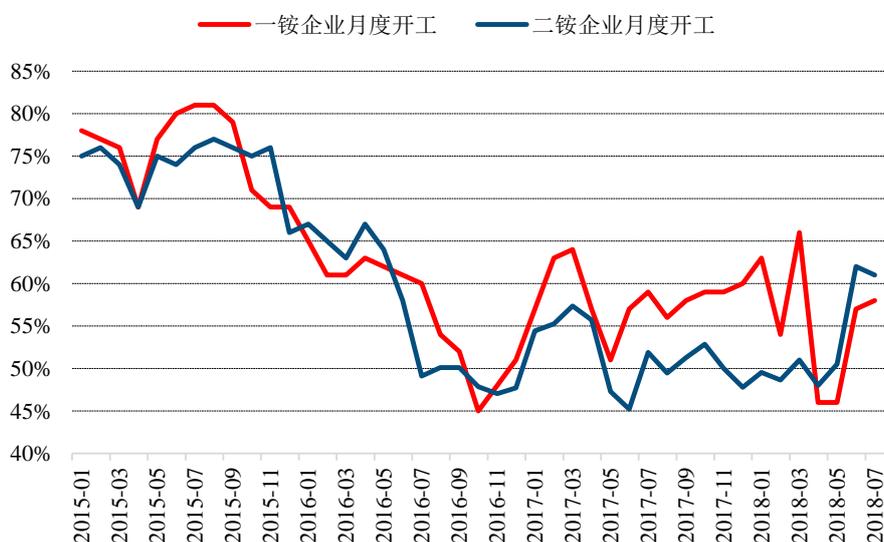
图 46: 中国 DAP 产量及增速(实物量: 万吨)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

开工率方面, 据卓创资讯统计的行业开工情况, 一铵和二铵的开工率走势相当, 自 2015 年四季度起即开始出现显著下滑, 由此前的 75%-80% 一度跌至低点的 45%-50%, 截至目前开工率也仅维持在 60% 左右水平。究其原因, 则主要受国内环保督查逐步趋严, 以及农产品价格的持续下跌影响。一方面, 政策限产化肥企业开工被动受限; 另一方面, 景气度下行盈利不佳, 企业也在主动减产。

图 47: MAP、DAP 开工率自 15 年四季度起明显下降



资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

磷矿石资源稀缺, 停限产政策频出

2017 年, 中国磷矿产量 1.23 亿吨, 占比 46.8% 并且长期占据全球产量第一, 其他磷矿产量靠前的国家分别为美国 0.28 亿吨、摩洛哥 0.27 亿吨、俄罗斯 0.13 亿吨等。全球磷矿储量第一的摩洛哥, 其产储比仅为 0.05%, 对比之下, 我国产储比则高达 3.73%, 预计剩余可开采年限约 30 年。我国磷矿基础储量与开采量不均衡, 将直接导致磷矿资源快速殆尽, 为解决这一问题, 国家采取了资源税、出口关税、出口配额等各项政策, 2016 年也将磷矿石纳入战略性矿产目录。

图 48: 2017 年中国磷矿石产量及产储比均明显高于其他国家



资料来源: USGS, 中信建投证券研究发展部

图 49: 国内主要地区基础储量分布 (亿吨)

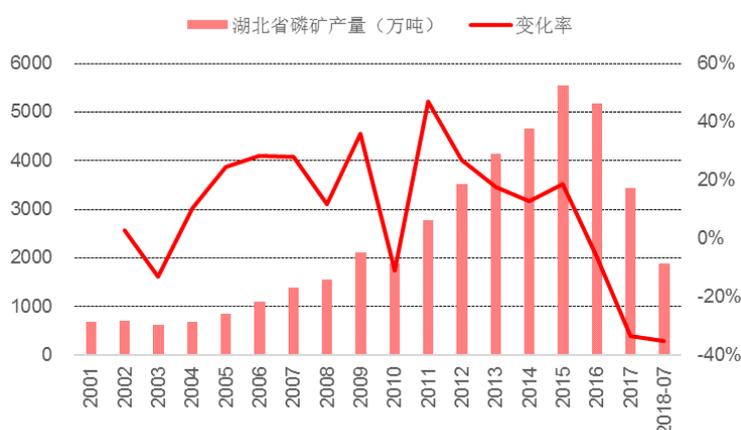
图 50: 2017 年我国主要地区磷矿产量 (亿吨) 及产储比


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

2016 年以来, 出于环保和资源保护的角度, 我国磷矿石主产区纷纷出台停限产政策。

湖北: 关停 15 万吨以下磷矿, 宜昌 18 年再减产 300 万吨

2017 年 10 月, 湖北宜昌发布磷产业发展总体规划, 计划关停 15 万吨以下磷矿山, 同时 50 万吨以下矿山到期将不再续, 并进行持续限产。在 17 年总量削减 100 万吨的基础上, 计划 18 年再度减产 300 万吨, 总产量控制在 1000 万吨, 大型化集约化发展成为了磷矿开采行业的发展方向。2015 年之前, 湖北省磷矿产量增速明显, 自 2016 年开始持续下降。截至 2018 年 1-7 月湖北省磷矿产量 1892.19 万吨, 同比下降 35%。

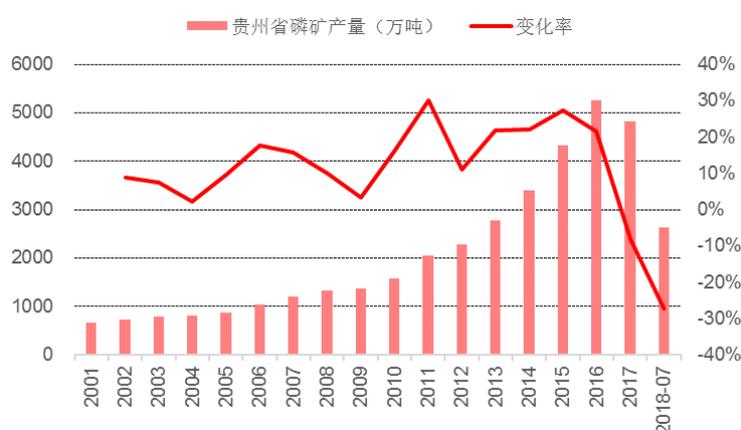
图 51: 湖北省磷矿产量及变化率 (万吨)


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

贵州: 鼓励产业优化升级, 叫停瓮安磷矿开采

2017 年贵州省紧急叫停瓮安磷矿开采, 由于开采矿山严重威胁瓮安生物群化石, 贵州省国土资源部已经就瓮安生物群化石设立保护与开发小组, 并停止对该地区磷矿的开采, 旨在保护古遗迹的完整。此次被紧急叫停的古生物化石保护区涉及的磷矿产量大约为 600 多万吨, 因此 2017 按贵州磷矿产量同比下降 8.4%, 截至 2018 年 1-7 月产量 2618 万吨, 同比下降 27%。

图 52：贵州省磷矿产量及变化率（万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

云南：改善“小、散、乱”，杜绝“采富弃贫”

云南省当地政府要求淘汰落后产能，积极发展优质产能，积极鼓励企业技术创新，改进传统磷矿开采的装备和工艺，从而推行“全层开采”，杜绝“采富弃贫”，保护磷矿资源。2017 年云南磷矿石产量 2620 万吨，截至 2018 年 1-7 月产量 1243.88 万吨，同比下降 2.2%。

图 53：云南省磷矿产量及变化率（万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

四川：设立大熊猫国家公园，周边磷矿被叫停

2017 年国务院发布《大熊猫国家公园体制试点方案》，方案确定四川、陕西、甘肃三省设立大熊猫国家公园，四川省涉及面积占整个大熊猫基地的 74%，其中九顶山自然区及其周边涉及大量磷矿床，这些磷矿开采被迫叫停。2017 年四川磷矿石产量 1132 万吨，截至 2018 年 1-7 月产量 244.16 万吨，同比下降 68%。

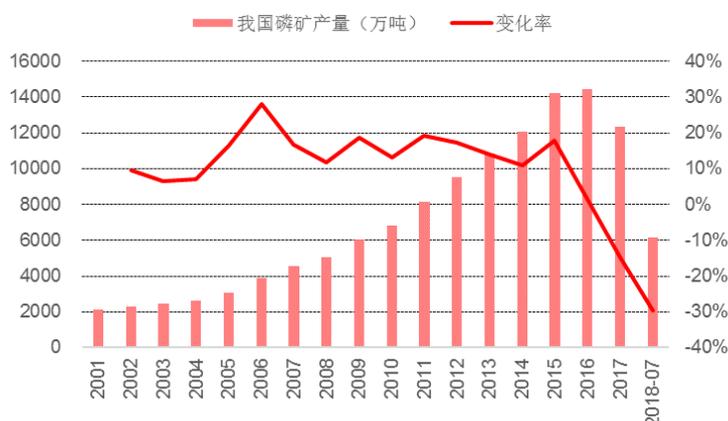
图 54：四川省磷矿产量及变化率（万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

随着环保趋严和各地资源限采政策的推出，近年来我国磷矿石产量开始出现大幅下降，2017 年我国磷矿石产量 1.23 亿吨，同比下降 15%；2018 年 1-7 月国内磷矿石产量 6133 万吨，同比下降 30%。

图 55：我国磷矿石产量及变化率（万吨）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

全球新增产能高速投放期已过

据 IFA（International Fertilizer Industry Association）数据显示，全球磷酸铵产能主要集中在东亚地区。截至 2017 年底，全球 MAP 合计产能 1143 万吨（折纯量），其中三分之二集中在东亚地区（除日本有一小部分产能外，基本全分布在中国），其次是东欧和中亚 19%；DAP 合计产能 3231 万吨（折纯量），其中 29%分布在东亚（中国依然是东亚最大产出国，此外越南、印尼、日本、韩国、菲律宾等国家也有极少部分产能分布）。

新增产能方面，全球产能增速已经放缓。据 IFA 预测，18、19 年全球将新增 MAP 产能 43 和 15 万吨，预期 MAP 总产能将分别达到 1186 和 1201 万吨；DAP 方面 18 年全球无新增产能，19 年预计新增产能 135 万吨，预期 18、19 两年 DAP 总产能将分别达到 3231 和 3366 万吨。

图 56: MAP 全球产能分布

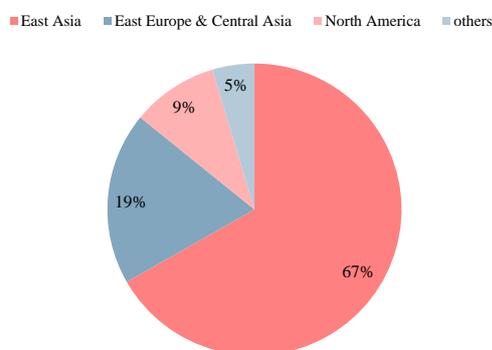
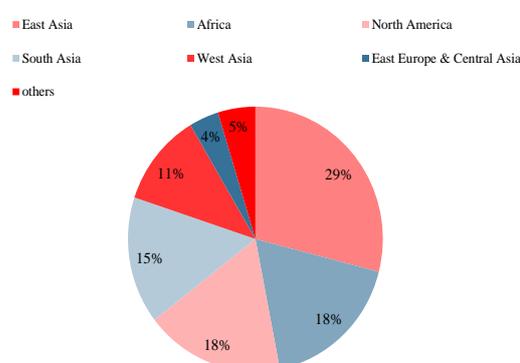


图 57: DAP 全球产能分布



资料来源: IFA, 中信建投证券研究发展部

图 58: MAP 全球产能变动趋势及预期 (万吨)

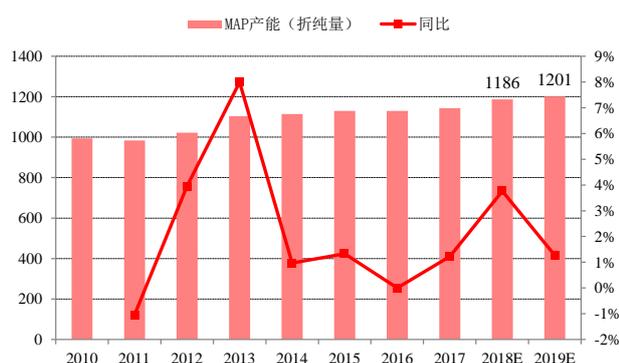
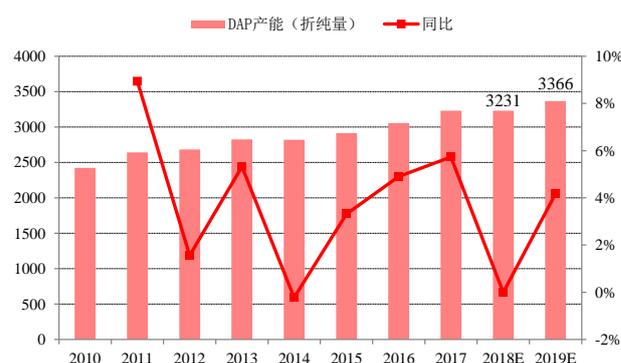


图 59: DAP 全球产能变动趋势及预期 (万吨)

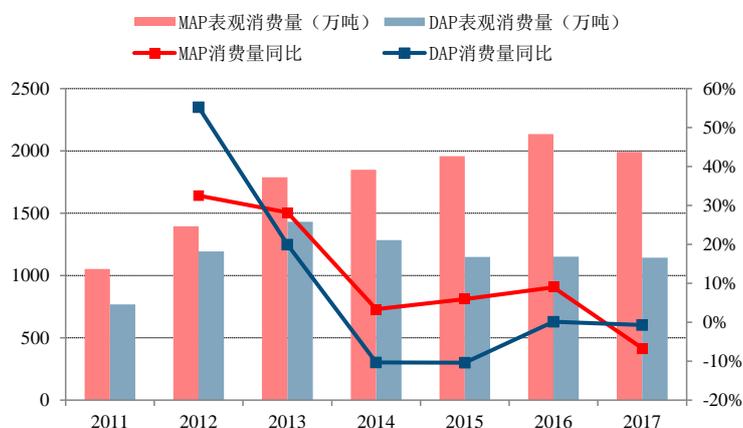


资料来源: IFA, 中信建投证券研究发展部

需求端逐步回暖, 磷肥价格进入上行通道

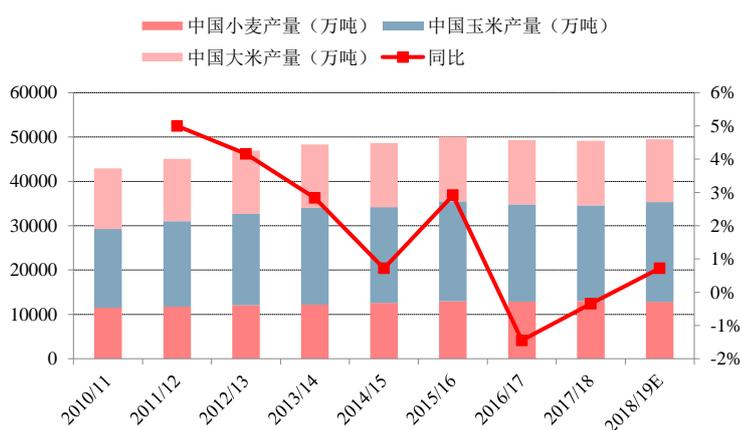
受化肥零增长政策及三大主粮种植面积下滑影响, 近年来我国磷肥消费量持续下滑, 其中 MAP2017 年表观消费量 1992 万吨, 同比降 6.6%, 为近年来的首次下降; DAP2017 年表观消费量 1143 万吨, 同比降 0.7%。随着国际油价的回升及玉米播种面积减少接近尾声, 我国农作物产量有望迎来反转, 据国家粮油信息中心预测, 18/19 年度我国主要谷物产量将达到 49520 万吨, 同比增 0.7%, 也将结束连续两年产量负增长现状。农作物产量的见底回升将带动磷肥需求端的回升。

图 60: MAP、DAP 表观消费量及同比变化



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

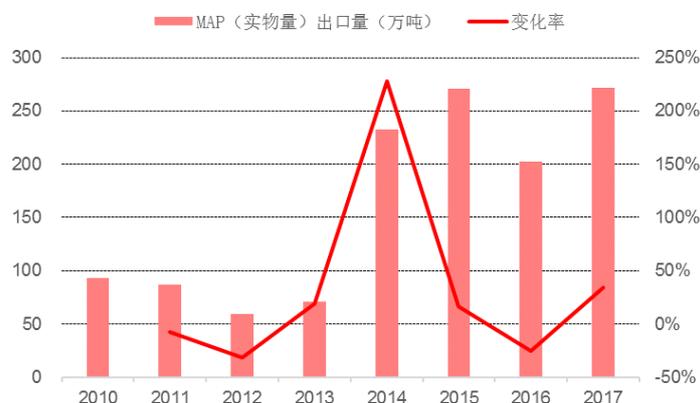
图 61: 中国主要谷物产量见底回升



资料来源: 国家粮油信息中心, 中信建投证券研究发展部

出口方面, 近年来国内 MAP 出口量有上升趋势, 截止 2017 年出口量 271.23 万吨, 同比涨幅超过 30%。出口量的增加反映了近年来外需的增长。

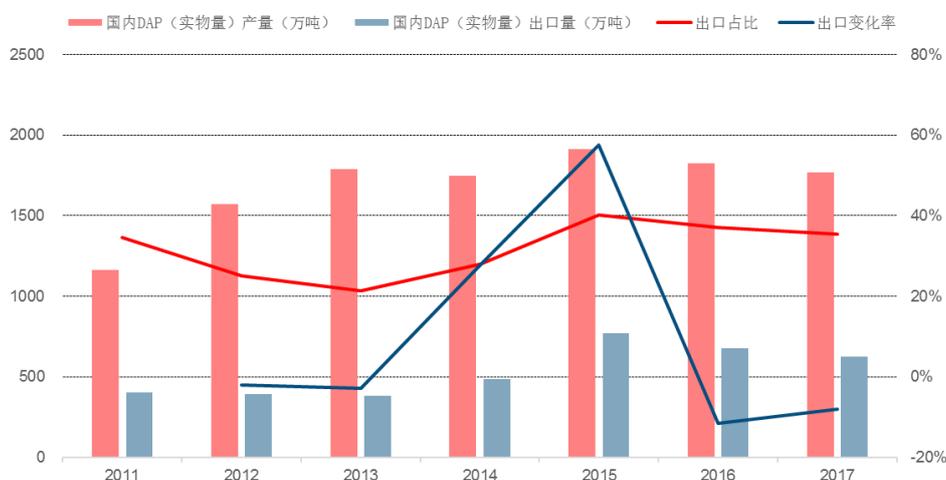
图 62：中国 MAP 出口量（万吨）及变化率



资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

2017 年 DAP 出口量 640 万吨，占总产量的 36%，虽然国内需求不佳，但是海外市场需求量大，出口有望回暖。国际市场上，DAP 主要出口印度、巴基斯坦、越南以及泰国，其中印度占 30% 以上，印度预计下半年需求量达 200 万吨，海外市场支撑国内磷酸二铵的需求。

图 63：中国 DAP 出口量（万吨）及变化率



资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

综上所述，一方面，产能投放的高峰期已经结束，行业严格准入叠加环保政策趋严，磷铵开工低位有效供给持续下滑；另一方面，受粮食产量持续下滑影响，磷肥需求依然较弱，但需求已大概率见底后续预期无需过于悲观。在当前行业供需双弱的大背景下，成本端的价格传导作用将得到充分体现。进入今年 7 月份以来，贵州、湖北多地磷矿石价格普遍上涨，预期后续也将推动磷铵价格的稳步提升，磷铵价差大概率也将实现稳中有升。

图 64: 磷酸一铵价格及价差走势 (元/吨)

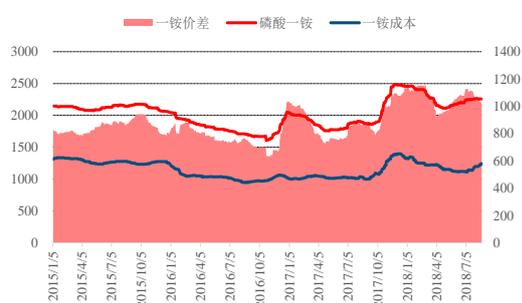
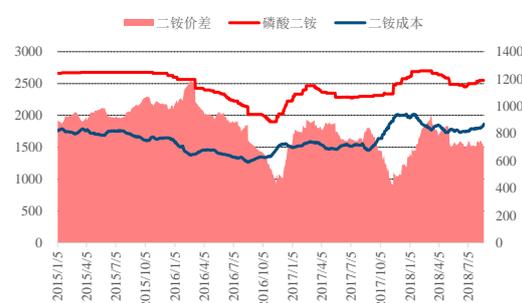


图 65: 磷酸二铵价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

表 10: MAP 供需平衡表

	产量 (万吨)	进口 (万吨)	出口 (万吨)	表观消费量 (万吨)
2011	1140	0	86.5	1053
2012	1455	0	59.5	1395
2013	1859	0	70.9	1789
2014	2081	0	232.5	1848
2015	2229	0	271.1	1958
2016	2335	1.1	202.5	2134
2017	2259	4.6	271.2	1992

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

表 11: DAP 供需平衡表

	产量 (万吨)	进口 (万吨)	出口 (万吨)	表观消费量 (万吨)
2011	1161	9.3	401.8	769
2012	1571	16.0	393.4	1193
2013	1791	22.1	382.0	1431
2014	1749	22.9	488.2	1283
2015	1911	7.7	768.9	1150
2016	1828	3.0	679.8	1151
2017	1769	0.0	625.5	1143

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

钾肥: 老矿逐渐枯竭, 新矿投产缓慢, 全球钾肥供需格局转紧

我国钾肥供需状况与氮肥和磷肥迥然不同, 由于全球钾矿石资源分布严重不平衡, 加拿大和俄罗斯两国合计储量占比超过全球储量的 80%, 而我国储量仅占全球储量 2.2%, 因此我国钾肥产能长期处于供不应求状态, 钾肥高度依赖进口。2017 年我国钾肥产能 950 万吨, 产量 820 万吨, 开工率达到 86%; 进口量 753 万吨, 表观消费量 1550 万吨, 进口依存度高达 47%。

图 66: 我国钾肥高度依赖进口

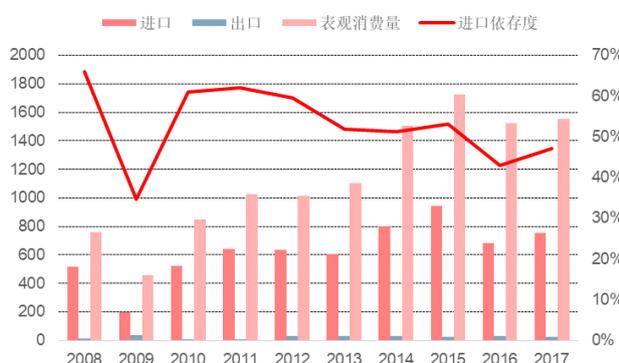
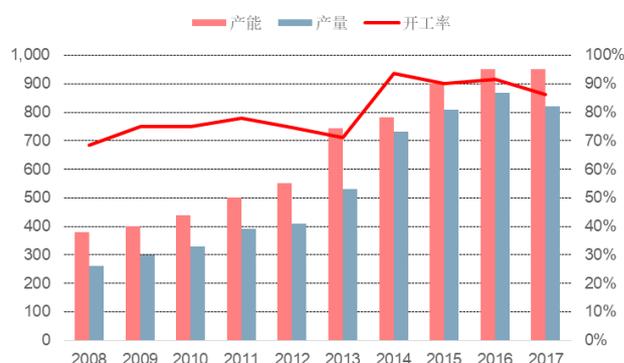


图 67: 我国钾肥产能和开工情况

单位: 万吨



资料来源: 卓创资讯、wind、中信建投证券研究发展部

由于资源集中在加拿大和俄罗斯两国,所以全球钾肥的供给主要由这两个地区建立的两个钾肥联盟所控制。北美地区钾肥联盟 Canpotex 由 PotashCorp (加拿大)、Agrium (加拿大) 和 Mosaic (美国) 三家厂商组成,合计总产能 3220 万吨,全球占比 36%,其中 PotashCorp 和 Agrium 于 2018 年 1 月合并为 Nutrien。BPC 钾肥联盟由 Uralkali (俄罗斯) 和 Belaruskali (白俄罗斯) 组成,合计总产能 2650 万吨,全球占比 30%。2013 年以前,两大钾肥联盟控制着全球钾肥市场,导致钾肥价格一直维持在较高水平。2013 年 7 月, Uralkali 退出 BPC 联盟,全球钾肥联盟破裂,钾肥生产商扩产降价争夺市场份额造成钾肥价格一路下跌。

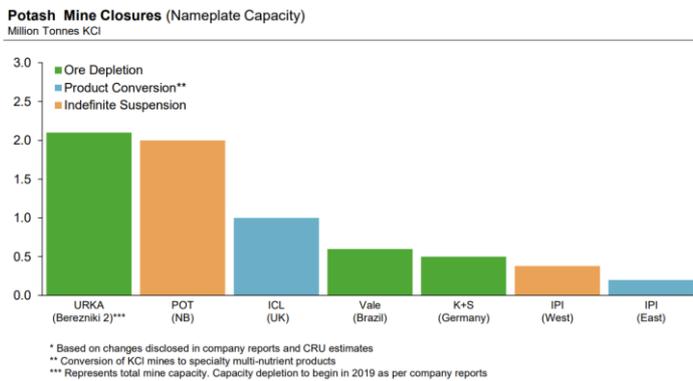
近年来,随着全球人口持续增长,对钾肥的需求以约每年 3%左右的增速递增,而已有钾矿由于开采年限较长逐渐濒临枯竭(据 PotashCorp 报告统计,2016-2020 年间关闭的钾肥产能近 700 万吨),同时新开钾矿投产进度缓慢(新增产能在 2020 年左右才能较顺利释放,且即便新增产能顺利释放供需关系也仍然偏紧),供需两端的双重压力下钾肥价格重回上升通道。万得资讯数据,当前华东地区 60%氯化钾报价 2160 元/吨,与去年同期 1870 元/吨相比,同比涨幅达到 15.5%。根据目前已公布的产能退出情况和新增产能投产进度,预计全球钾肥开工率将由 2017 年的 73%逐步攀升到 2022 年的 77%,供需格局转紧的背景下钾肥价格大概率维持在上升通道中。我国钾肥采购采取每年签订大合同的形式,2018 年大单当前尚未签订,预期将有较大价格涨幅,叠加人民币持续贬值增加进口成本,国内钾肥价格仍存涨价预期,将对复合肥价格形成有效支撑。

表 12: 全球钾肥产能退出情况

	产能/万吨	退出时间
Mosaic	50	2014
PotashCorp	120	2015
Intrepid	55	2016
ICL	90	2018
K+S	65	2018
Vale	85	2019-2021
Uralkali	210	2019 年起逐步减产
总计	675	

资料来源: PotashCorp、公开资料、中信建投证券研究发展部

图 68：2016-2020 年间钾肥产能退出情况



资料来源：PotashCorp、中信建投证券研究发展部

表 13：全球钾肥新增产能情况

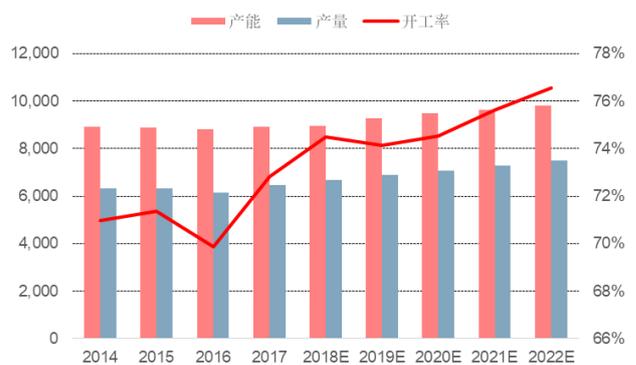
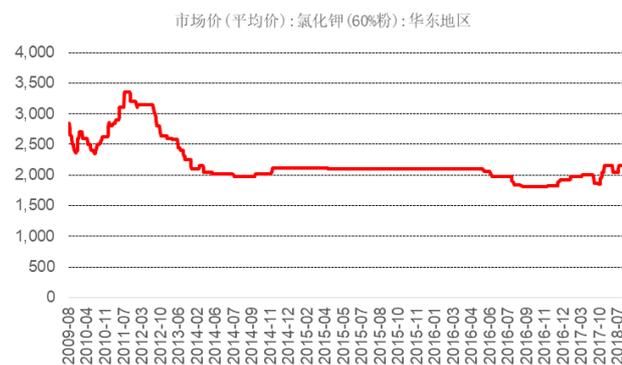
项目	产能/万吨	投产时间	预计达产时间	投产当年产量/万吨
Garlyk	140	2017 年 3 月		少量
K+S	200	2017 年 6 月		40
Eurochem	230	2018 年 3 月	2024-2025	
Eurochem	230	2019 年 1 月	2024-2025	
藏格控股	200	2019 年		

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

图 69：我国钾肥价格

单位：元/吨

图 70：全球钾肥供需平衡状况



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

我国对钾肥进口实行进口许可制度，目前，国家允许直接进口钾肥用于经营的企业中，除了商务部门授权的中化、中农两国家营贸易经营企业外，还有华垦、中化建两家非国营贸易经营企业，以及若干家边境小额贸易经营企业。另外，商务部门核准 5 家复合肥企业和若干家外商投资企业直接进口自用钾肥原料。能够直接进口钾肥的复合肥企业包括鲁西化工、辽宁西洋特肥、鲁北企业集团总公司（鲁北化工大股东）、湖北洋丰股份有限公司（新洋丰大股东）及中国石油天然气集团公司。钾肥上涨的大背景下，拥有钾肥进口权的复合肥企业在钾肥原料的进口稳定性、质量保障和价格方面将具备优势。

表 14：我国钾肥进口许可情况

类别	企业名称	备注
化肥国营贸易进口经营企业	1.中国化工进出口总公司 2.中国农业生产资料集团公司	原对外贸易经济合作部 2001 年第 28 号公告授权。
化肥非国营贸易进口经营备案	1.中国化工建设总公司 2.华垦国际贸易有限公司	原对外贸易经济合作部 2002 年第 50 号公告授权。
钾肥非国营贸易进口经营备案	1.山东鲁西化工股份有限公司 2.辽宁西洋特肥股份有限公司 3.山东鲁北企业集团总公司 4.湖北洋丰股份有限公司 5.中国石油天然气集团公司	商务部 2004 年第 52 号公告授权。但是商务部要求 5 家企业进口钾肥（氯化钾和硫酸钾）必须严格限制于本企业生产自用，不得用于经营销售。
化肥边境小额贸易进口经营权	经商务部核准的黑龙江、内蒙古、新疆等地边境贸易化肥进口企业	按《国务院关于边境贸易有关问题的通知》（国发[1996]2 号）获批的边境小额贸易化肥进口权。
外商投资企业自用及生产产品进口化肥	依法批准的外商投资企业，需要自用及生产产品（复合肥、钾盐等化工品）进口化肥原材料	在批准的范围内，自然获得非国营贸易化肥进口经营企业资格，不再另行备案，但不得直接销售。

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

价差基本稳定，行业毛利率受成本支撑明显

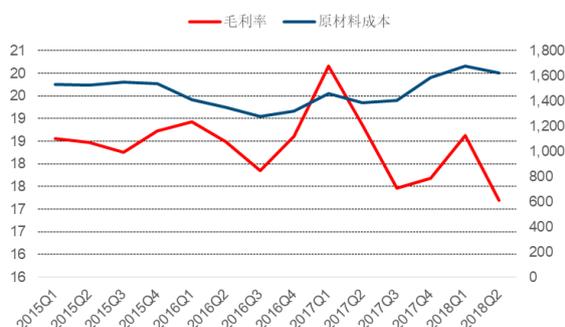
复合肥定价一般采用成本加成模式，据卓创数据，2015 年以来我国复合肥价差基本一直维持在 400 元/吨左右。成本加成模式下，原材料成本的上升能够形成对产品价格的有力支撑，但由于涨价存在一定滞后效应，成本与价差之间反倒具有一定的负相关关系，但这并不意味着行业的盈利状况与成本之间存在负相关关系。实际上在成本端价格上涨的情况下，一方面企业采购的原料库存存在一定增值，另一方面在涨价预期情况下，下游经销商一般拿货也较为积极，对行业的盈利状况是存在积极影响的。相反，若成本端存在跌价预期，一方面存货存在跌价风险，另一方面企业采购原材料的难度上升，且对于复合肥这类销售渠道异常重要的行业来说，生产企业很可能需要补贴一部分下游经销商因跌价造成的损失，导致行业盈利状况下降。因此综合来看，复合肥行业的盈利状况受成本端支撑明显，从图 72 可见，复合肥板块上市公司毛利率与原材料成本之间存在明显的正相关关系。

图 71：近年来复合肥价差情况

单位：元/吨

图 72：复合肥原材料成本与行业毛利率

单位：%、万吨



资料来源：卓创资讯、wind、中信建投证券研究发展部

当前由于氮肥、磷肥、钾肥三大基础肥料均存在涨价预期，对复合肥成本端形成强力支撑，后续预计将进一步增厚复合肥行业的盈利水平。

营销突破，深耕渠道，转型农服大势所趋

复合肥行业作为典型轻资产、重渠道的行业，龙头企业大多采用多元布局，深耕渠道，建立了业内领先的营销网络体系，肥料企业的渠道需要进一步优化和趋于扁平化，经销商将加速优胜劣汰，具有资金实力、综合服务和多元化经营能力的优质经销商将胜出；批发商渠道下沉，零售终端面临洗牌。

近年来农化企业纷纷由传统制造业企业向农业服务方向转型，2015年可以说是农服转型元年，农业部制定了《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，此后复合肥行业转型升级被列为化肥行业“十三五”规划的重点，国家要求复合肥行业的产业结构调整要紧紧围绕控制产业总规模，优化产业结构，增强自我创新能力，提高资源利用效率，加强环境保护和安全生产进行。

此外，随着人口老龄化的加剧及农村人口的持续减少，我国耕地的种植情况很可能发生根本性的变化。当前农村人口数量处于持续下降过程中。如果用乡村人口数量减去农民工人口数量，可以近似估计从事农耕活动的人口数量，如图76，可以看到，农耕人口数量正在以每年减少近6%的速度加速下滑。从农民工的年龄分布可以看出，农民工低年龄段人数占比显著高于全部人口中低年龄段人口占比，也就意味着农村人口中相对低年龄段人口外出务工情况非常普遍，即从事农耕生产的人口年龄段普遍偏高。如图73所示，2016年我国45-54岁人口占比为17%，在从事农耕生产的人口中，这一年龄段的人口比例要更高，这部分人口在未来5年内将逐步失去劳动能力。另一方面，农耕带来的收入与外出务工已不可同日而语，以经营苹果园为例，当前经营一亩苹果园年均净利在4600元左右，而2017年农民工月均工资就达到3485元，即便考虑外出务工的食宿交通成本等，其收益也远高于经营苹果园。此外，我国农业生产由于规模化机械化方面都大幅落后于发达国家，农业生产成本高企，向大规模机械化的现代农业转型也是势在必行。综合考虑，未来数年内，我国耕地的种植情况很可能发生根本性的变化，单位面积耕地对应的农业生产劳动力很可能面临高速下滑，这就为现代农业和土地托管模式的农业服务提供了发展良机。

图 73：我国人口年龄分布

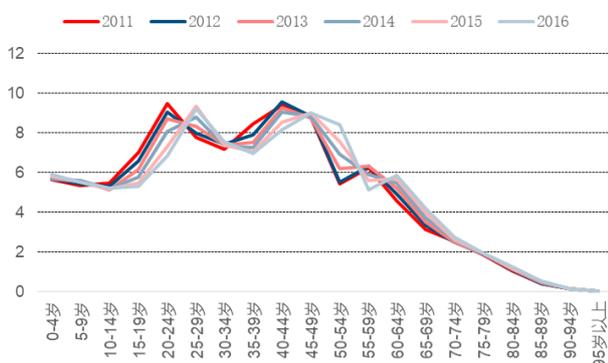


图 74：我国乡村人口数量

单位：万人

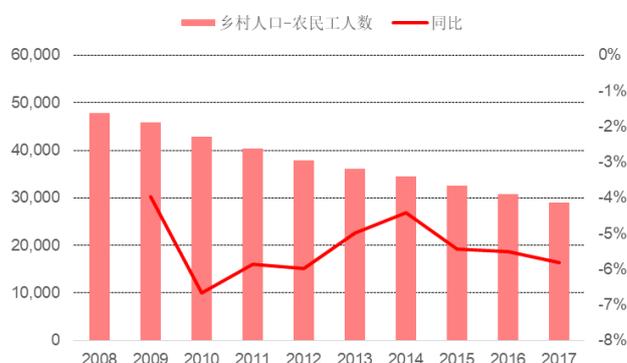


资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 75: 农民工年龄分布

图 76: 我国乡村人口减农民工人数

单位: 万人



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 15: 农民工工资情况

单位: 元/月

	2015	2016	2017
总计平均	3072	3275	3485
制造业	2970	3233	3444
建筑业	3508	3687	3918
批发和零售业	2716	2839	3048
交通运输、仓储和邮政业	3553	3775	4048
住宿和餐饮业	2723	2872	3019
居民服务、修理和其他服务业	2686	2851	3022

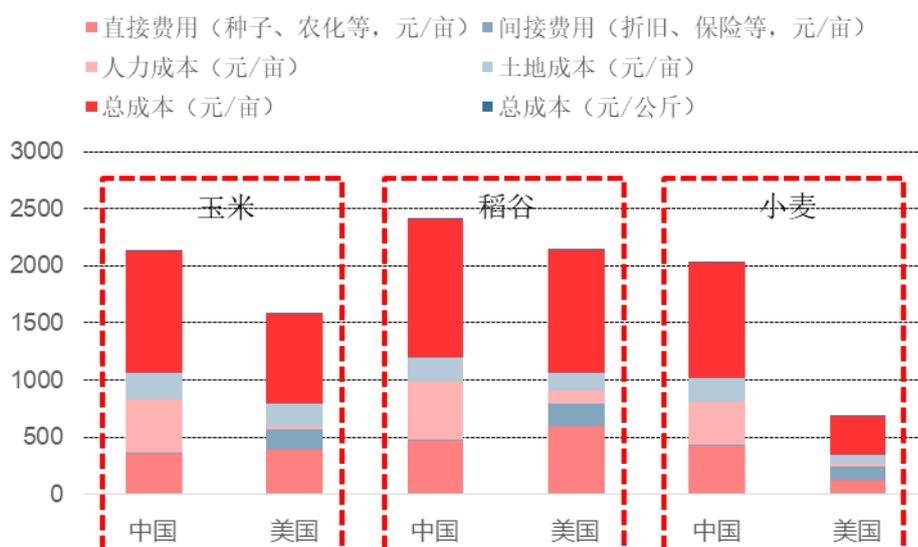
资料来源: 国家统计局、中信建投证券研究发展部

表 16: 运营 1 亩苹果园效益粗略核算

农资费用	果树修剪	1.5	固定资产折旧	90
化肥	650 施肥	1.5	销售费用	200
农药	250 果树环割	1.5	其他	50
农膜	25 套袋	2	总计	690
工具材料	250 病虫害防治	2	完全成本	3785
排灌费	100 采摘	8	售价	8400
修理维护	50 其他	2	净利	4615
染料	50 总计	21.5		
总计	1375 人工费总计	1720		
人工费用	单位: 天	其他费用		
除草松土	3 土地成本	350		

资料来源: 土流网、中信建投证券研究发展部

图 77：中美主要大田作物成本对比



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

农业服务和土地托管模式兴起的背景下，复合肥企业一方面拥有上游化肥生产能力（化肥成本在农耕成本中占比较高），另一方面拥有分布极为广泛的销售渠道，这就为其转型农业服务提供了坚实的基础。此外复合肥行业由于产能过剩及化肥零增长的政策指导，面临洗牌，转型农服可以拓展巩固其销售渠道，也有利于其占领市场。综合来看，复合肥企业转型农服是大势所趋。

表 17：主要农服平台渠道现状

	销售人员数量	渠道布局	农服平台现状
金正大	1892	一级经销商 5000 余家，二级经销商 10 万余家	县级金丰公社近 100 家
新洋丰	1052	县级代理 4500 余家，乡镇网络 6 万余家	
史丹利	1467	一级经销商 3000 余家，二级经销商 10 万余家	
诺普信	2104		田田圈控股经销商 50 家参股 110 家

资料来源: 公司公告、中信建投证券研究发展部

金正大

2017 年 7 月，金正大集团发起成立金丰公社，此前金丰公社已经试运行 2 年多。金丰公社致力于汇聚种植业产业链全球资源，为中国农民提供诸如土壤修复、全程作物营养解决方案、农作物品质提升、农机具销售租赁、农技培训指导、机播手代种代收、农产品品牌打造、产销对接、农业金融等全方位服务。

目前，加盟金丰公社平台的服务机构已经覆盖从种到收再到销的农业全产业链。在上游，既有世界银行集团国际金融公司、华夏银行、蚂蚁金服等金融机构，也有巴斯夫、拜耳、汉和航空等业界领先的肥料、农药、飞防、农机公司；而在下游，正大集团、阿里乡村大农业、百果园、京东农业将为金丰公社搭建产销对接的高效通道，破解农产品卖难和卖价低等难题。此外，互联网企业的加入，预示着金丰公社将会运用农业物联网、遥感技术等积累的海量农业大数据，引领中国农业智能化发展，开启中国农业未来无限想象。

金丰公社的发展理念是聚资源、搭平台、做服务。聚资源：聚合种植业产业链全球优势资源，如有关种子、

农药、化肥、农机具、农业服务、先进国际农业服务以及金融服务等资源，让这些全球化资源都能够为中国农业服务，特别是为农户提供种植业全程综合服务。搭平台：联合一千个县级优质的农资经销商伙伴，或者是有志于为种植业提供服务的合作伙伴，在当地成立县级金丰公社，为当地种植业农户服务。做服务：聚资源、搭平台最终是为农民提供服务。

据金正大集团副总裁、金丰公社董事长李计国介绍，金丰公社将在大田作物区和经济作物区齐头并进建立县级农业服务机构，一步一个脚印向前推，目标 2018 年底 300 家，争取用三年的时间，超过 500 家，五年能完成 1000 家，在未来三到五年内为中国将近五千万农户带来综合性农业服务。

金丰公社的运营模式可以有效降低农业生产成本，一方面可以减少经销商层级数，有效减少多级经销商导致的利润损耗；另一方面大规模种植带来的规模效应也可以有效降低农药、农机具等成本。上述降低的成本可以用作提供农资服务的费用，增强金丰公社的竞争力。此外，根据我国农业产业化税收政策，销售自产初级农产品及农业服务免征增值税，提供农业服务的金丰公社可以据此合理避税。

新洋丰

公司 2015 年确立转型目标，将公司由纯化工企业转型发展为互联网+化工+农业+金融多元化发展的现代农业综合性企业。同年与阿里软件签署合作协议，进驻阿里村淘，开展线上、线下合作，借此由传统经销模式向区域性农业服务平台转型。

线上销售实际上是渠道下沉，削减中间商有效降低终端产品价格降低利润损耗保证产品质量。线下合作模式主打技术服务和技术示范模式，与县级种植大户合作，联合技术专家做技术示范，既实现了面向种植大户的肥料销售，又推广了公司的品牌。

2016 年收购 Kendorwal 农场，为国际市场提供优质牛羊肉持续储备资源。2016 年投资设立洛川果业，积极试点苹果产业各个环节的综合服务：以“四优体系”和“公司+合作社+农户”的运营模式，提供果品整体种植解决方案，直接收购果品并在沛瑞品牌下打造小产区生态精果概念，借助国内大型果品流通渠道和线上生鲜电商渠道销售，最终实现优果优价。2017 年参股象辑科技，布局农业气象服务领域。2017 年 4000 万元收购江苏绿港 10% 股权，利用江苏绿港在蔬菜种子、椰糠无土栽培、水肥一体自动灌溉装置方面的领先技术，以及在蔬菜种植产业链的集成能力，探索现代设施农业发展之路。

图 78：新洋丰进驻阿里村淘



资料来源：阿里村淘、中信建投证券研究发展部

史丹利

公司于 2015 年制定了向农业服务商转型的发展战略，采用“自营+平台”的农服发展模式，计划从单一农资供应商向综合农业服务商的角色转变，同年公司成立了全资子公司史丹利农业服务有限公司，为种植大户、家庭农场、农业合作社等提供包括种子、化肥、农药、农机、农业技术、粮食贸易、金融和信息等一体化服务。2016 年公司的农业信息化服务平台史丹利农服平台正式上线，立足于农业信息化，建设农资供应系统、会员管理系统、金融支付系统和农业服务系统等。

2016 年 9 月，公司以自有资金 1.5 亿元收购安徽恒基种业公司 35% 的股权，标的公司持有恒基利马格兰种业 55% 的股权，进一步强化了公司在农业服务领域的核心优势。安徽恒基种业有限公司是一家现代化的中资企业，主要从事种子的培育、经营业务，利马格兰集团则是欧洲最大的种业公司，大田种子位居全球种业第四，蔬菜种子位居世界第二。恒基利马格兰作为利马格兰集团进入中国市场的唯一平台，可帮助公司整合从种子、肥料到粮食收购的种植产业链资源，进一步实施公司战略规划，完善农资一体化服务平台，公司将在业务上与恒基种业进行品牌共宣、渠道共享，开展“种肥一体化”方案的研究、开发、示范、推广，实现“良种良肥良法”配套技术的应用，实现优势互补，提高公司整体竞争力，逐渐进入新的发展阶段。

诺普信

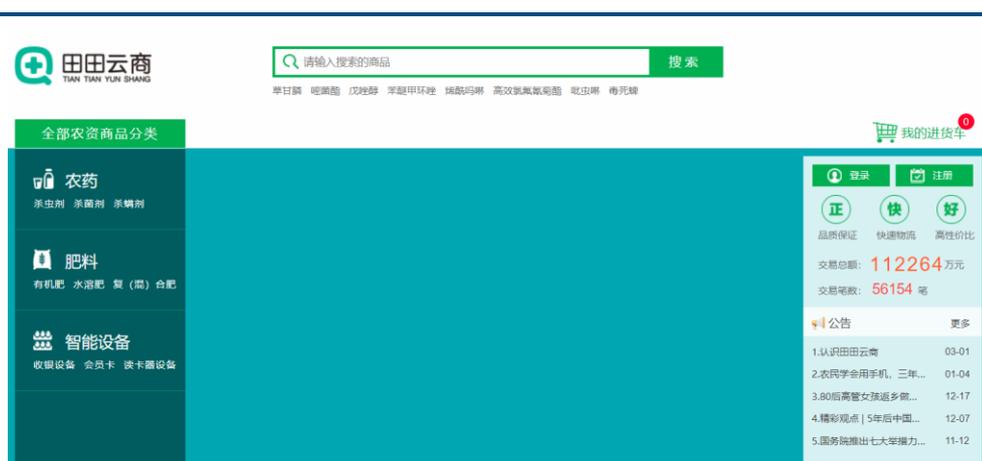
2015 年成立田田圈互联网联盟，立志将田田圈打造成为全国最优秀的农业服务商品牌和大三农互联网生态圈。通过参控股各地优秀经销商，在产品、技术服务、人才支持、管理优化等多方面对平台赋能，提升其原有农资分销业务效率，拓展农事服务、普惠金融、农业信息化服务、农产品供应链服务等多种新业态，推动单一作物产业链经营，打造区域领先的农业综合服务平台，大幅提升盈利能力和投资回报率。

截止 2018 半年报，田田圈控股经销商 50 家，参股经销商 110 家。2018H1 营业总收入 9.2 亿元，净利润 2196 万元。截止 2018H1 合并报表控股经销商 44 家，2018H1 新增 30 家。纳入合并报表控股经销商营业收入 9.1 亿元，同比增长 6.5 亿元。归母净利润 1552 万元，同比增加 774 万元。

图 79：田田圈门店



图 80：田田云商



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

复合肥行业龙头新洋丰和金正大最受益

为筛选复合肥板块上市公司，我们将板块内上市公司各指标作图总结如下。可以看到，行业龙头金正大、新洋丰在业绩增速、毛利率、存货及应收账款周转、ROE、现金流状况等方面均处于行业领先地位，并各具优势，金正大作为复合肥龙头，产销量连续 8 年夺冠，金丰公社模式成为农服先行者；新洋丰具备磷复肥一体化优势、钾肥进口权，积极面向现代农业延伸产业链。

图 81: 复合肥板块公司净利润增速 单位: %

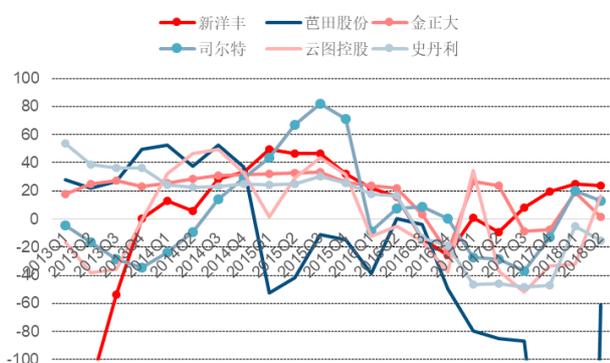


图 82: 复合肥板块公司毛利率 单位: %

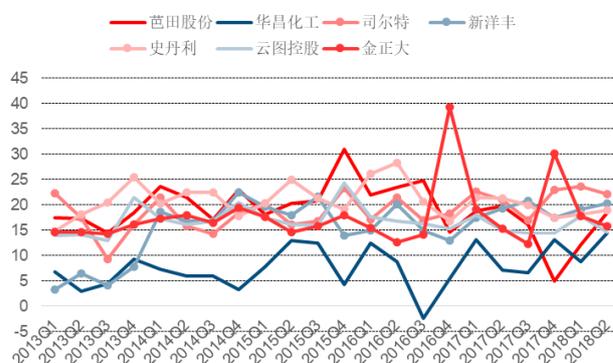


图 83: 复合肥板块公司存货周转天数

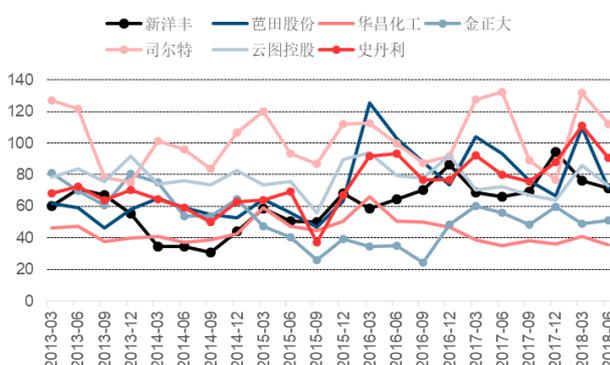


图 84: 复合肥板块公司应收账款周转天数

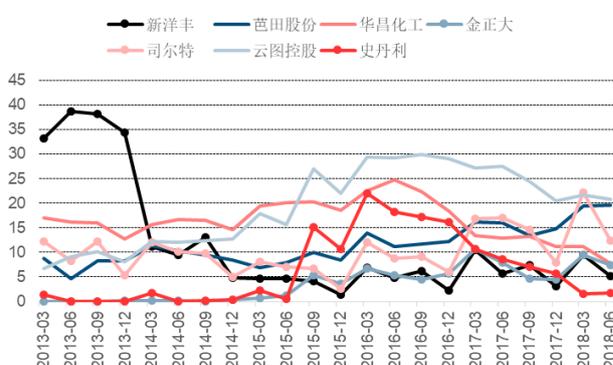


图 85: 复合肥板块公司 ROE 单位: %

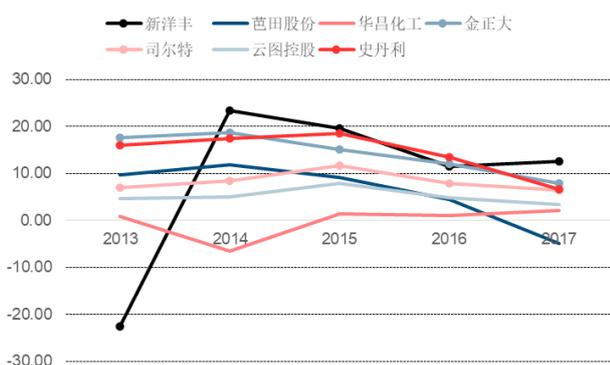
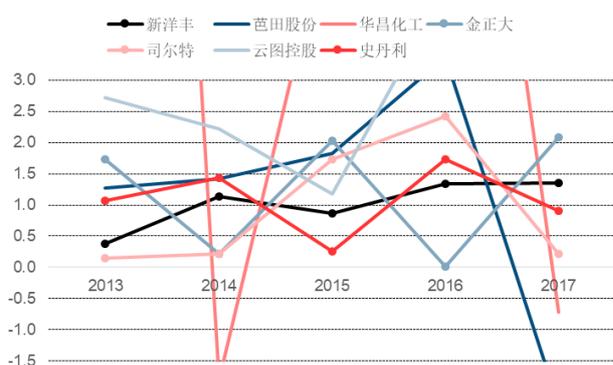


图 86: 复合肥板块公司现净比



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 18：复合肥板块标的估值

简称	总市值/亿元	PE				PB	营收增速				净利增速			
		2017	2018E	2019E	2020E	2018LF	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2016	2017	2018Q1	2018Q2
新洋丰	116	17.0	13.6	11.0	9.3	1.9	-14%	9%	8%	8%	-25%	21%	25%	25%
芭田股份	28	-27.8				1.5	-7%	3%	-6%	25%	-44%	-213%	-597%	-64%
华昌化工	37	64.7				1.4	0%	32%	-2%	12%	4%	87%	-94%	162%
金正大	213	29.8	18.4	14.5	11.7	2.1	6%	6%	20%	10%	-9%	-30%	28%	5%
司尔特	35	16.5	12.6	9.5	7.4	1.1	-5%	-8%	-1%	20%	-1%	-13%	20%	12%
云图控股	46	44.5				1.5	4%	27%	-15%	0%	-29%	-27%	-29%	24%
史丹利	55	20.4				1.3	-12%	-16%	-7%	4%	-17%	-47%	-6%	-18%

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

表 19：三大复合肥龙头概况

企业	产品	产能	毛利率	销售渠道
金正大	缓控释肥	200 万吨	12.49%	传统经销商销售渠道：公司现有营销人员 1892 余名，并具有 5000 余家一级经销商，近 10 万家二级经销商； 衣服平台：县级金丰公社近 100 家
	硝基复合肥	150 万吨	20.85%	
	水溶性肥料	30 万吨	22.54%	
	普通复合肥	340 万吨	17.00%	
新洋丰	磷肥	各类高浓度磷复肥	16.39%	县级代理 4500 余家，乡镇网络 6 万余家
	常规复合肥	800 万吨，其中磷酸一铵 180 万吨	19.73%	
	新型复合肥		24.72%	
史丹利	硫基	合计现有产能 520 万吨	20.26%	公司一级经销商达 3000 多家，二级经销商 10 万余家
	氯基		21.98%	

资料来源：公司公告、wind、中信建投证券研究发展部

金正大：复合肥龙头产销量 8 连冠，金丰公社打造农服先行者

公司复合肥产能总计 720 万吨，包括普通复合肥 340 万吨、控释肥 200 万吨、硝基肥 150 万吨、水溶肥 30 万吨；在建产能包括安徽 20 万吨普通复合肥；新疆 10 万吨水溶肥，20 万吨普通复合肥；北疆富康 20 万吨普通复合肥，20 万吨液态复合肥。2017 年公司复合肥产量 693 万吨，销量 689 万吨，产销量连续八年居国内第一位，其中缓控释肥产销量连续十年居行业第一位，市场份额超过 50%。在行业严重产能过剩，开工率维持在 30% 以下，产量连年下降的情况下，公司 2017 年开工率达到 90% 以上，产销量增速维持在 12% 以上，逆势高开工稳增长，凸显行业龙头的竞争实力。公司推行“引进来，走出去”的全球化战略布局，于 2016 年先后完成了对荷兰 Ekomanly、德国 Compo、西班牙 Navasa 的收购，加快全球布局。

2017 年 7 月，公司发起并控股金丰公社。2018 年金丰公社布局进展进一步加快，据公告，当前已建有近

100 家县级金丰公社农服机构，向着 18 年 150 家、五年建设 1000 家目标坚实推进；7 月，金丰公社与正大汉鼎签署合作协议，拟合作成立运营公司，投资畜禽废弃物资源化利用项目。金丰公社一方面可减少以前多层经销商的层级、降低上下游采购成本；另一方面公司汇聚种植业产业链全球资源，让这些优质资源为中国农民提供全方位的农业服务，提高种植户粘性、扩展肥料产品销量。

图 87：金正大历年营收及增速

单位：百万元

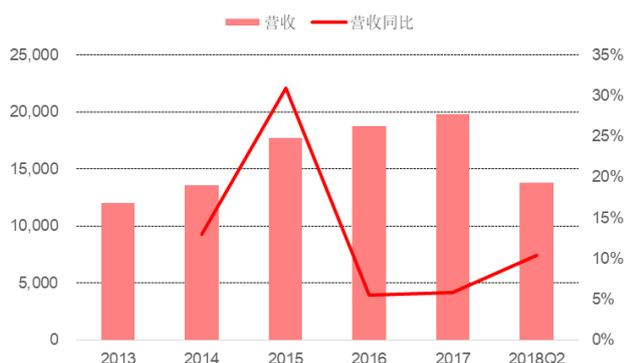


图 88：金正大历年净利及增速

单位：百万元

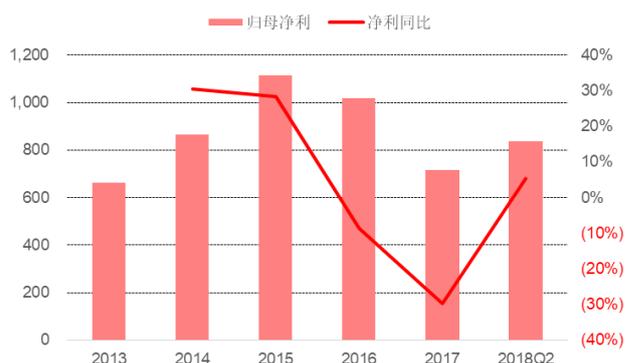


图 89：金正大历年毛利率和净利率

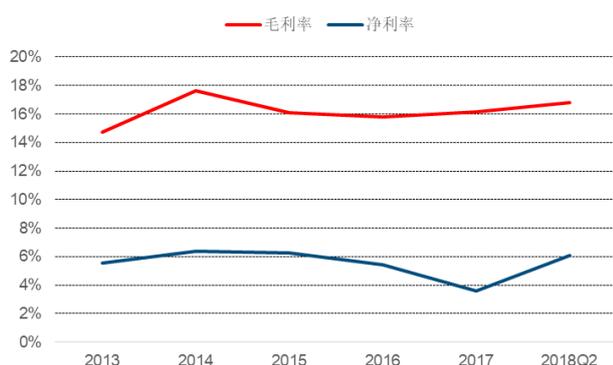
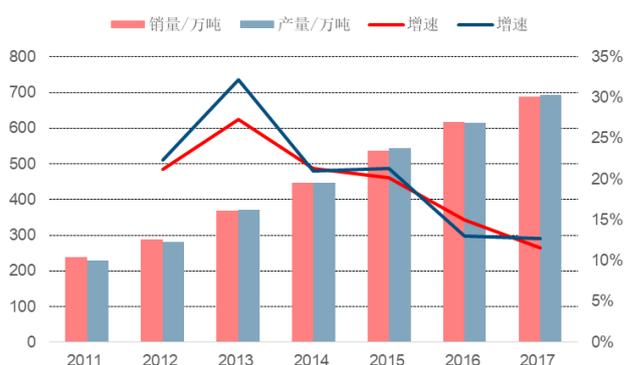


图 90：金正大历年复合肥产销量及增速

单位：万吨



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

新洋丰：一体化磷复肥龙头，高擎“转型”大旗大步迈向现代农业

公司目前形成年产 800 万吨高浓度磷复肥和新型肥料的生产能力，其中磷酸一铵产能 180 万吨，位列全国第一，同时公司具有 320 万吨低品位矿洗选能力，配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年。此外，公司是复合肥三大企业中唯一拥有钾肥进口许可的公司，产业链一体化优势显著。

图 91: 新洋丰历年营收及增速

单位: 百万元

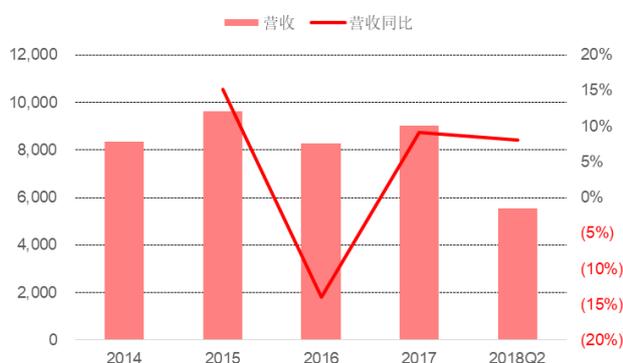


图 92: 新洋丰历年净利及增速

单位: 百万元

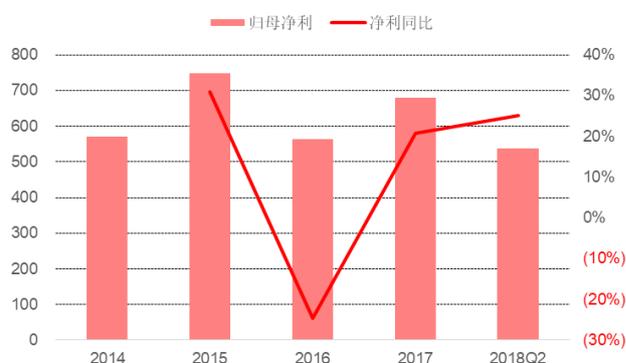


图 93: 新洋丰历年毛利率和净利率

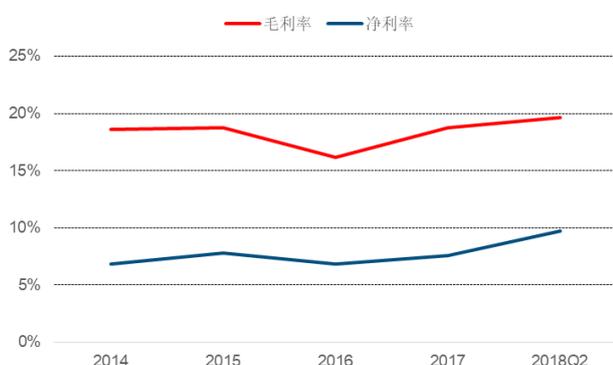
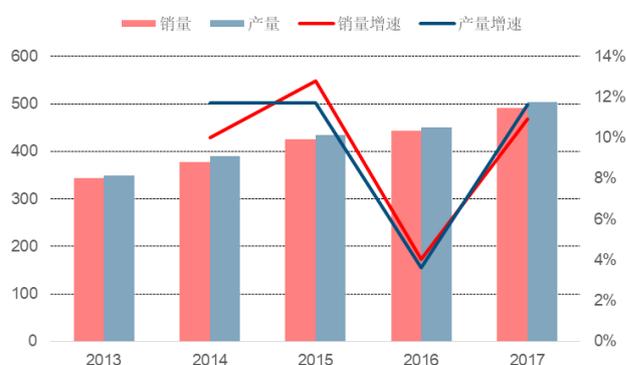


图 94: 新洋丰历年复合肥产销量及增速

单位: 万吨



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

公司高擎“转型”大旗，在继续做大做强做优肥料主业的同时，借助创新与资本的双轮驱动，以内生发展和外延式扩张相结合的方式，积极面向现代农业延伸产业链：先后购买澳洲综合性农场 Kendorwal、现金收购江苏绿港现代农业发展有限公司部分股权、洛川果业公司在陕西洛川和甘肃庆阳两地积极试点苹果产业各个环节的综合服务、参股象辑科技、合作设立产业并购基金等。近期公司发布公告与福建省玛塔农业建立战略合作伙伴关系，借助玛塔农业的牡蛎壳原材料资源优势，依托新洋丰渠道网络释放玛塔农业的产能和技术优势，快速占领和获取土壤调理剂市场份额，继续大力拓展现代农业产业链。

公司 8 月 8 日发布公告，拟在 6 个月内使用 1 亿元回购公司股份，并将其用于股权激励计划。同时公司控股股东洋丰集团、实控人杨才学承诺于 12 个月内不减持公司股份。这一计划充分体现充分体现公司管理层对公司发展的坚定信心。同时，公司也有望为公司核心员工，特别是一期员工持股计划参与者注入“强心剂”。

预计 2018-2019 年净利润分别为 8.5、11.0 亿元，对应 PE 为 12.7X、9.8X，维持增持评级。

表 20：新洋丰预测和比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	8,276.34	9,032.40	9,596.32	10,501.22	11,493.86
主营收入增长率	-13.96%	9.14%	6.24%	9.43%	9.45%
EBITDA（百万元）	981.05	1,152.20	1,363.78	1,680.92	1,823.98
EBITDA 增长率	-21.91%	17.44%	18.36%	23.25%	8.51%
净利润（百万元）	563.09	680.15	849.85	1,099.00	1,215.02
净利润增长率	-24.68%	20.79%	24.95%	29.32%	10.56%
ROE	10.86%	11.97%	13.01%	14.40%	13.74%
EPS（元）	0.430	0.520	0.638	0.825	0.912
P/E	18.86	15.60	12.72	9.84	8.90
P/B	2.10	1.90	1.66	1.42	1.22
EV/EBITDA	10.57	8.28	6.19	4.30	3.24

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

风险分析

国际油价大幅波动、农产品价格上涨不及预期、安全生产风险。

分析师介绍

罗婷：北京科技大学材料加工专业硕士，基础化工行业分析师；6年化工行业研究经验，专注于从行业供需格局和公司成长性等角度发现和挖掘投资机会。2012年、2017年新财富基础化工入围、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名、万得金牌分析师第二名。

研究助理 郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2年石油行业工作经验，2年基础化工研究经验。2017年新财富基础化工入围团队成员、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

报告贡献人

胡世超：北京大学化学专业博士，化工行业研究助理。

18811503608 hushichao@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859