

# 复合肥差异化发展蕴含结构性机会



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

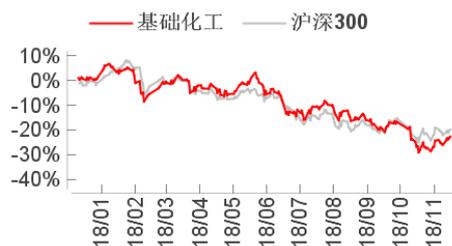
国家/地区 中国  
 行业 基础化工行业  
 报告发布日期 2018年12月09日

在上游单质肥强势和下游粮食价格疲软的背景下，复合肥行业陷入两头受压的困境。我们认为目前复合肥行业趋势性的整体复苏有待时间考验，然而在行业洗牌的过程中依旧蕴含着差异化发展带来的结构性机会，逻辑如下：

## 核心观点

- **大田种植收益依旧不理想：**虽然农产品价格较近年底部有所上涨但力度欠佳，种植收益的提升依旧落后于物质需求的增长，种田收益和进城务工收益差距不断拉大。且我国由于土地资源禀赋的弱势，不具备大规模推广机械化无人化种植的自然条件，导致当前种植大户的人力成本显著高于单体农户，不具备明显规模效应，甚至规模越大亏损越大。农业现代化崛起任重而道远。由于化肥在种植成本中占比较大，且复合肥相对于单质肥在单养分价格上还存在溢价，行业整体的趋势性复苏前景并不明朗，然而结构性机会尚存。
- **空间布局和产业配套决定差异化优势：**我国复合肥龙头企业有全国性布局和地方布局两种，区域布局的差异为销售战略明确方向，在复合肥高度同质化的背景下，企业最大限度发挥自身优势填补市场空缺的能力成为决定其发展空间的关键要素。而产业链配套的成本优势则决定了战略执行的强度、深度和持久度。目前种植收益不佳，化肥产品性价比成为农户选择化肥的核心因素，上游单质肥原材料强势又考验着企业化解成本压力的能力，故拥有优秀成本控制能力的企业能通过更具性价比的产品来赋予渠道更大的弹性调整空间，为区域布局战略提供坚实后盾。
- **营销红利吃尽，行业回归产品本身：**经过多年的教育和实践，农民的自主选择意识逐渐觉醒。且由于当前种植收益并未显著改善，农民对复合肥产品性价比的诉求更为强烈。虽然品牌优势尚存，但以往由营销方式建立的红利正被逐渐消化，传统的广告、馈赠等方式边际效用递减，行业回归产品本身，未来新型产品将以水溶肥、有机肥等方向发展，而进行差异化产品布局的企业具有领先的转型升级基础。

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉  
 021-63325888-7504  
 nijig@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860517120003

联系人 万里扬  
 021-63325888-2504  
 wanliyang@orientsec.com.cn

## 投资建议与投资标的

- 短期我们看好具有上游资源或单质肥产业配套的复合肥企业司尔特(002538, 买入)、新洋丰(000902, 买入)，二者也分别是区域和全国布局龙头企业的代表。长期看若行业整体性复苏，我们建议关注具有规模弹性和全国布局优势的史丹利(002588, 未评级)，并关注其未来新型复合肥比重提升推动转型升级的潜力。

## 风险提示

- 粮食价格不及预期；新型复合肥产品投放不及预期。

## 相关报告

尿素供需根本性改善，天然气助力景气上行：	2018-11-05
尿素海内外价格倒挂反转，景气持续：	2018-09-18
磷肥供需改善景气有望大幅上行：	2018-08-22

## 目 录

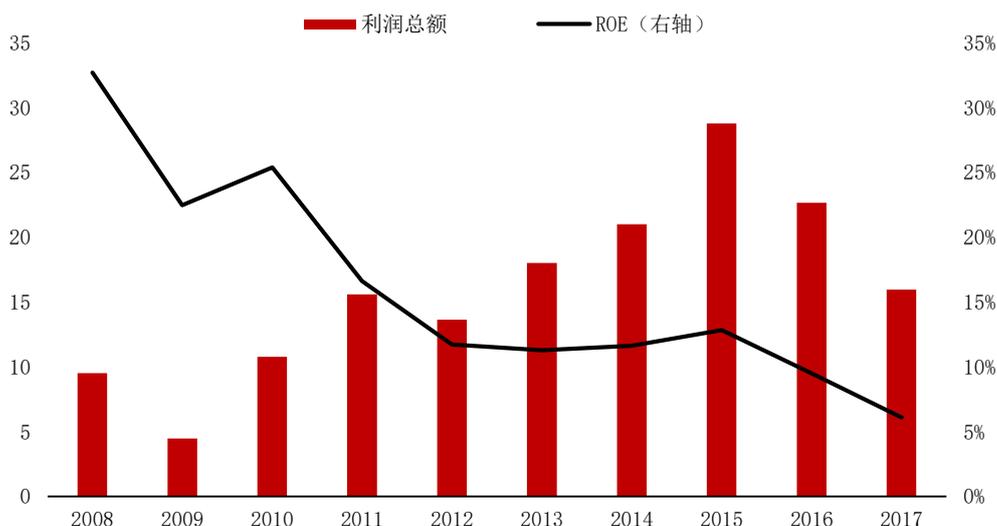
1	迷局中蕴含着结构性机会 .....	3
1.1	大田种植收益依旧偏低 .....	3
1.2	差异化发展创造机会 .....	5
2	区域布局模式决定战略方向 .....	6
2.1	企业存在差异化空间布局 .....	6
2.2	布局差异淡季销售战略差异 .....	8
3	产业配套优势决定战略强度 .....	9
3.1	复合肥受成本驱动被动涨价 .....	9
3.2	成本优势助推逆势增长 .....	10
4	回归产品差异化取胜 .....	11
4.1	行业回归产品本身 .....	11
4.2	新型复合肥助推转型升级 .....	13
5	投资建议 .....	14
6	风险提示 .....	14

## 1 迷局中蕴含着结构性机会

在近 20 年的时间里，复合肥施用量增长推动者行业规模和盈利的成长，尤其是 08 年国际油价登峰的通胀使得复合肥价格涨至历史高位，行业经历了一段繁荣光景。行业扩张显著加速，但 15 年以前复合肥上市公司平均 ROE 基本能维持 11% 以上的水平。然而随着需求增速放缓，加上 16 年前后玉米临储取消和种植面积调减导致玉米价格大跌，叠加化肥优惠政策取消的影响，行业盈利急转而下陷入低谷，而产能严重过剩的行业真实状况随之显现。据统计，15 年复合肥生产企业约 3000 家以上，整体行业产能近 2 亿吨但实际产量仅 6000 万吨左右，而产能过剩还伴随着同质化严重、质量参差不齐甚至劣币驱逐良币等弊病逐渐暴露，整体 ROE 跌至 5% 左右。

近两年环保供给侧改革推动上游原材料价格上涨，复合肥价格在成本支撑的作用下随之上涨。而在终端需求侧，种植结构调整的政策作用逐渐消化，玉米库存呈现明显回落，粮食价格也逐渐从底部缓慢复苏，复合肥行业在泥泞中似乎有望迎来趋势性的反转。然而我们认为，由于粮食价格上涨动力还相对疲软，加上行业格局未实现明显好转，说行业的整体趋势性反转还言之甚早；但同时我们也认为，在复合肥乃至整个农资行业在上下游的夹缝中发生变局的过程中，当前的困局正是企业差异化战略创造结构性机会的舞台。

图 1：复合肥上市公司利润总额（亿元）及 ROE（右轴）



资料来源：Wind、东方证券研究所

### 1.1 大田种植收益依旧偏低

16 年下半年起，粮食价格开始复苏，玉米价格至今已从底部上涨 30% 以上，并且在供给减量的基本面支撑下维持较好的上涨趋势。然而对比 10 年变迁，目前玉米价格每斤 0.9 元，仅比 08 年水平提升 0.2 元，与高峰时期的 1.2 元/斤依旧有较大差距。考虑到其他农资和人工投入成本的小幅增加，以农民自留地的成本测算，目前玉米单亩收益在 680 元左右，比 08 年仅提高 185 元。然而 10 年间 CPI 提高了 22%，就以最直观的房价今非昔比的变化来看，不到 200 元每亩的收益提升已与时代发展的节奏脱节。单亩利润 680 元，以单个农民家庭种植 10 亩地测算，一年种田利润 6000

多元，与进城务工的收益比相去甚远，且差距还在不断扩大，进一步体现种田不挣钱的困境，也导致农业劳动人口的不断流失。

**图 2：玉米期货结算价（元/吨）**



资料来源：Wind、东方证券研究所

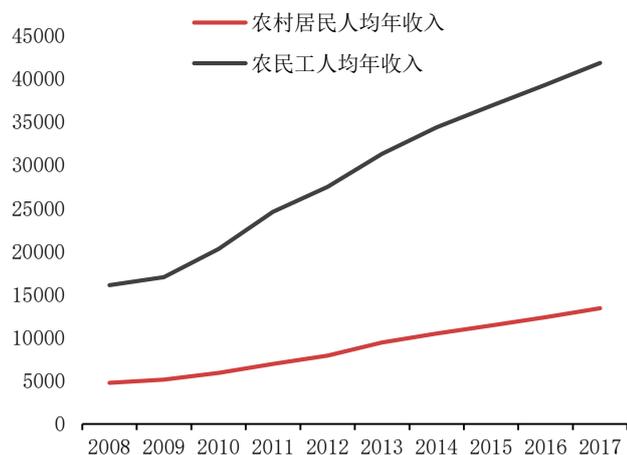
单体农民不挣钱，然而采取精作的种植大户的境况并没有好多少，甚至更差。由于以上测算是基于农民自留地的成本，即第一不考虑土地流转的费用，第二仅考虑农民自身人力和机械的投入甚至是不计自身劳动力的投入成本。倘若以种植大户的角度考虑，一方面土地流转费用平均在 700 元/亩左右（平原能够机械化的可达 800-1000 元/亩，北方受气候影响较大的 300-500 元/亩，山区大概 100-500 元/亩）；另一方面随着规模的扩大，额外人力的投入全部需要计入成本，而近几年人力成本也在不断增长，整体导致种植大户的成本显著提升。且随着产量规模的扩大，下游销售的风险也随之增大。以目前种植规模的盈利情况来看，往往 20 亩以下能够挣钱，20 亩以上的开支明显增大，而几百亩种植大户则常常面临亏损压力。总的来说，我国目前大田种植收益比依旧处于较低水平，“种地不挣钱”是行业普遍公认的现实，而能够坚持下去的大户，一方面是靠资本实力支撑，而剩下的则真的是情怀了。

**表 1：玉米每亩投入及产出十年对比（农民自留地不包含土地流转费，元）**

年份	化肥	农药	种子	人工及机械	亩产(斤)	价格(元/斤)	收益
2008	150	25	40	130	1200	0.7	495
2018	150	30	50	170	1200	0.9	680
增幅	0	5	10	40	0	0.2	185

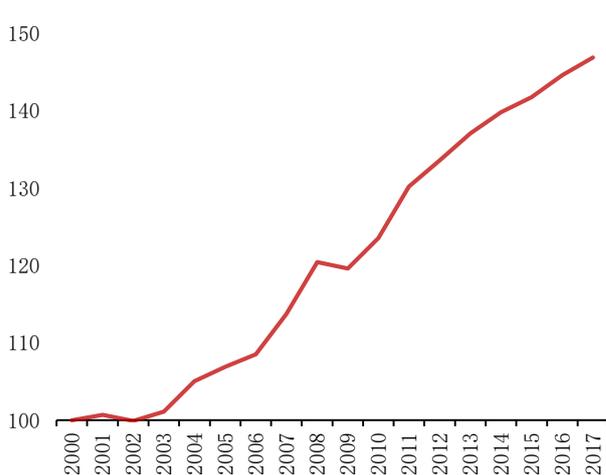
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 3：农民进城务工与种田收入（元）



资料来源：统计局、人社部、东方证券研究所

图 4：CPI 指数（以 2000 年为 100）



资料来源：Wind、东方证券研究所

## 1.2 差异化发展创造机会

虽然在国内农产品价格处于底部位置，然而在国际市场上，我国农产品并不具备竞争力，再加上较高的成本投入，我国农民两头承压。事实上，新中国成立之后的经济发展正是建立在“抽农补工”政策对工业发展的强大支持，但也让农业的发展做出了巨大的牺牲，我国农业投入长期不足。反观此次中美贸易摩擦，在双方贸易清单中，我们也深刻地体会美国似乎是真正意义上的“农业大国”，美国之所以能够以较低的农产品价格在全球市场占据重要地位并且成为出口的重要支柱，依赖的就是其先进的机械化水平及高额财政补贴对农业的支持。农业机械化无人化和政府补贴扶持确实为美国带来了农业的高度发达，也为我国农业现代化的发展带来了参考目标，然而对比我国农业发展的土壤与美国的差别我们发现，集中度的差距使得我国农业尤其是大田种植的复兴道路漫漫。集中度体现在土地资源分布和管理承包形式的两个方面。从地理资源禀赋来看，大规模机械化操作需要连片的平整耕地，而我国平原面积仅占国土面积 12%，与美国 50%左右的水平相去甚远；由于丘陵、山地和盆地区域的耕地不适宜施用大型机械作业，许多地区居民只能使用规模小、效率低的工具进行作业。而随着我国劳动力成本的不断上涨，我国玉米、大豆的人工成本已分别达到美国的 14.78 倍和 8.5 倍。而我国农业长期以往的个体式种植方式又使得集中化经营的推进困难重重，更何况据前文所述目前流转土地进行种植的大户面临的压力更大，二者共同导致我国农业的机械化覆盖难以实现质的飞跃。而在补贴方面，正由于规模小、渠道散，且人均耕地水平低，我国农业数据统计难度极大，而完备可靠的统计数据正是美国农业补贴政策实施的根基。

差异化的困局带来差异化的布局，也蕴含差异化的机会。整体而言，我国农业无论是从价格还是成本方面在国际上均不占据优势，农业现代化崛起任重而道远。由于化肥在种植成本中占比较大，且因为复合肥相对于单质肥在单养分价格上存在溢价，复合肥行业整体的趋势性复苏前景并不明朗，然而结构性机会尚存，具有差异化战略的企业有望得到逆周期的成长。我们认为，结构性机会体现在企业在空间布局、产业链配套以及产品服务转型三大主要方面的差异化发展中。

## 2 区域布局模式决定战略方向

从地理布局上看，我国复合肥龙头企业有全国性布局和地方布局两种。在空间上布局的模式也决定企业在不同市场的竞争战略。所谓“避其锋芒，击其惰归”，在复合肥高度同质化的背景下，企业发挥自身禀赋抢占份额的能力决定其发展空间。全国型企业可利用其渠道网络优势实现规模效应，地方型企业则可通过精耕细分领域填补部分市场空白，二者面临着不同的机遇和挑战。可以说区域布局的差异为销售战略明确方向。

### 2.1 企业存在差异化空间布局

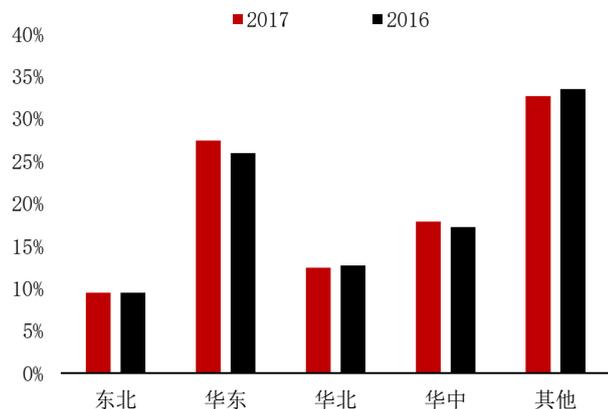
复合肥受运输成本相对较高的影响，销售半径一般为生产基地周边的 500 公里，若要实现在全国种植地布局，必须以全国几大关键省份为核心建立生产基地进行辐射。以典型上市公司为例，全国性布局企业前三甲为金正大、新洋丰和史丹利，三者均在东北、华北、华中、华南及西部等地区建立生产基地和相应营销渠道。例如金正大拥有传统渠道一级代理商 5000 余家，二级代理商 10 万余家；新洋丰拥有一级代理商 4500 多家，终端零售商 6 万多家；史丹利拥有一级经销商 3000 多家，10 多家村级经销网点。全国性产业布局是生产和营销网络共同构建的成果。另一方面，上市公司中以司尔特、六国化工和芭田为代表的区域型复合肥企业则将目标市场锁定为某些特定区域。其中，司尔特的生产基地均在安徽，主要销售区域为华东地区尤其是皖南地区；六国化工生产基地集中在安徽、湖北和江西；芭田股份的布局较为分散，但主战场集中在华南和华东地区。我国复合肥企业在空间上的战略布局基本上由上述公司模式为代表，全国性布局企业具有强大的网络覆盖优势，而由于我国种植区域分散的特点，地区型企业则通过差异性经营在其各自强势领域获得充分发展的空间。

**表 2：复合肥龙头企业产能布局**

公司	主要生产基地分布
史丹利	山东、广西、吉林、湖北、河南、江西、辽宁、甘肃、新疆
新洋丰	山东、湖北、广西、吉林、四川、江西、新疆（在建）
金正大	山东、安徽、辽宁、河南、广东、湖北、云南、贵州、新疆
芭田股份	深圳、江苏、贵州、广西
六国化工	安徽、江西、湖北
司尔特	安徽

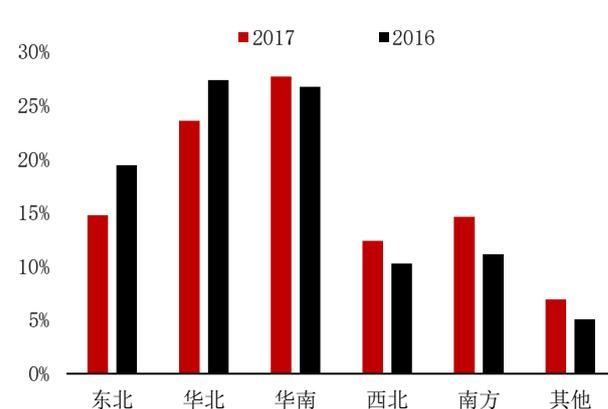
资料来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

图 5：史丹利全年营收地区分布



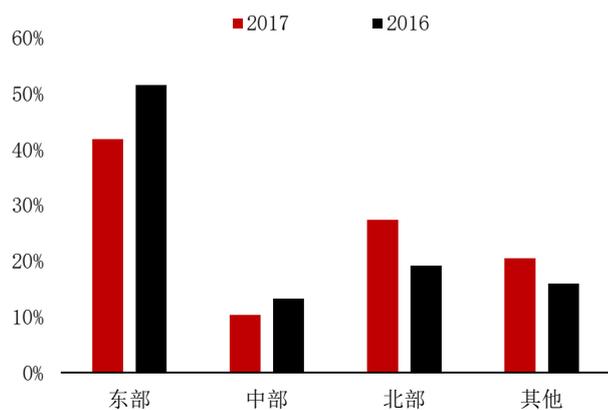
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 6：新洋丰全年营收地区分布



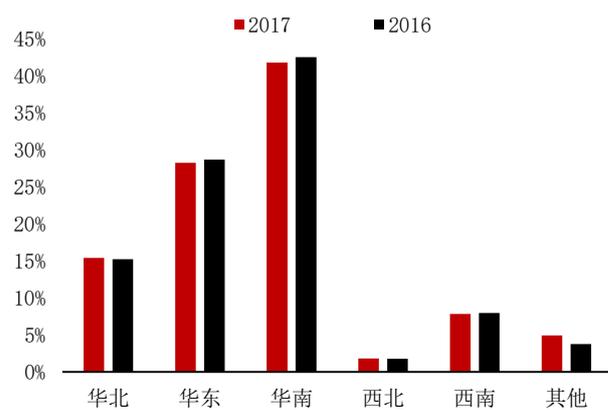
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 7：金正大全年营收地区分布

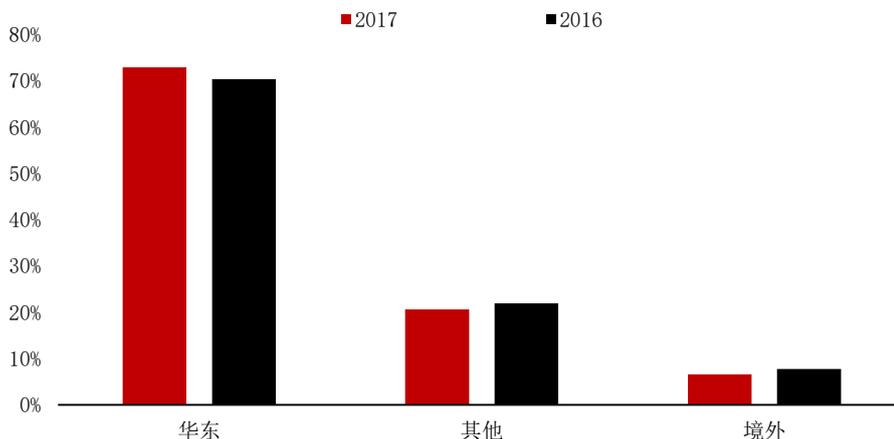


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 8：芭田股份全年营收地区分布



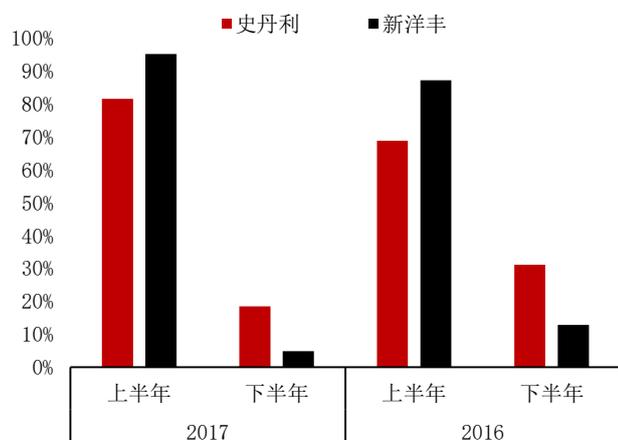
资料来源：Wind、东方证券研究所

**图 9：司尔特全年营收地区分布**


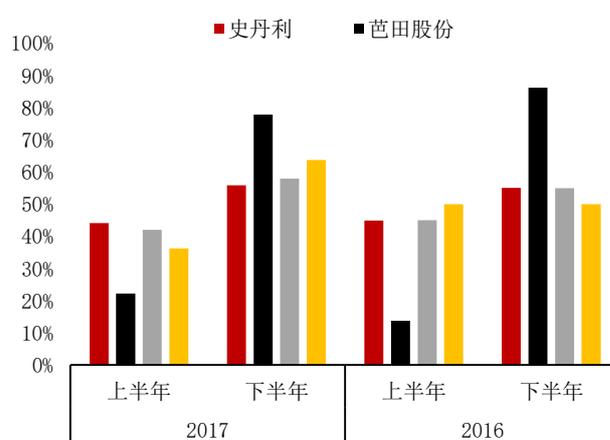
资料来源：Wind、东方证券研究所

## 2.2 布局差异淡旺季销售战略差异

我国领土广阔，作物种植时节差异较大，也带来了用肥需求在时间上的差距，而企业将会通过不同地理区域种植的淡旺季差别进行相应战略部署。例如华东地区主粮产区为水稻、冬小麦等。水稻产区有传统冬储化肥的习惯，而冬小麦生长周期长，用肥量及用肥周期长，重点集中在下半年施肥，故华东地区复合肥下半年的需求量高于上半年。相较华东地区，其他不同地区呈现不同的季节性特征，例如东北地区主要种植的农作物为水稻、玉米和春小麦等，主要集中在上半年播种，用肥季节集中在上半年故东北地区复合肥上半年的需求量高于下半年。

**图 10：代表企业东北地区上下半年营收分布**


资料来源：Wind、东方证券研究所

**图 11：代表企业华东地区上下半年营收分布**


资料来源：Wind、东方证券研究所

正是根据用肥高峰时期的差异，复合肥销售可分为正常经营季销售和淡季淡储销售，企业一般在淡储销售会给予客户一定的价格优惠。对于如金正大、新洋丰、史丹利在同行业上市公司中规模较大，生产基地进行全国布局，南北方均有生产基地的企业，一般其淡储销售相对较低。而对于例如司尔

特、六国化工这类产地集中、区域性较强的企业，为增加企业产品的销量，减少竞争压力，一般都会在自己的非核心销售区域，较多的采用淡季淡储销售，进行差异化竞争。

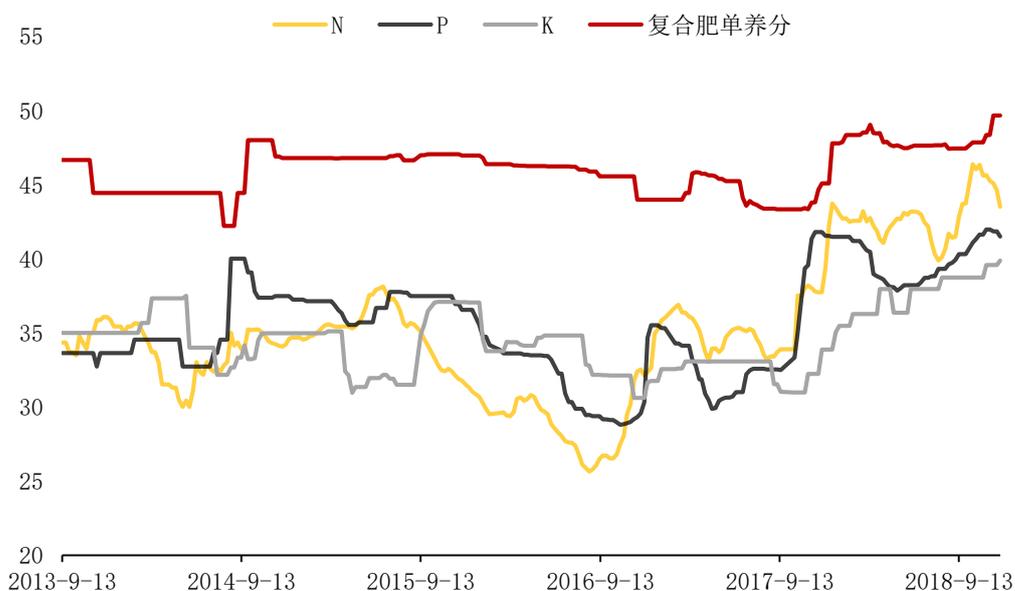
### 3 产业配套优势决定战略强度

如果说区域上的布局模式决定了企业营销战略的方向，那么产业链配套的成本优势则决定了战略执行的强度、深度和持久度。在作物价格疲软的背景下，产品性价比成为农户选择化肥的核心因素，上游单质肥原材料强势又考验着企业化解成本压力的能力。故拥有优秀成本控制能力的企业能通过更具性价比的产品来赋予渠道更大的弹性调整空间，进攻成本较为刚性的企业难以覆盖的领域。而产业链配套将成为企业在当前上游强势和下游疲软两头挤压困境中脱颖而出的核心竞争力。

#### 3.1 复合肥受成本驱动被动涨价

受我国近两年供给侧改革及环保压力的推动，在全球供需格局改善的背景下，氮磷钾单质肥景气均进入上行通道，单质肥的单养分价格平均值较 16 年的低位不到 30 元上升至当前的近 40 元。复合肥受成本支撑，单位养分价格亦从 17 年底上涨。但复合肥的涨价并不是供需的改善而是受上游成本涨价的推动被动上涨，故向下传导承压。从近五年数据可以看出，复合肥单位养分与单质肥单位养分的平均价差在 11 元左右，即相当于下游农户愿意承担复合肥同样养分较单质肥 11 元的溢价。而目前该价差仅为 8 元左右，虽离最低点已有所好转，但距离回归历史平均水平仍有一定距离。

图 12：氮磷钾单质肥及复合肥单位养分价格（元）



资料来源：百川资讯、东方证券研究所

图 13: 氮磷钾单质肥及复合肥单位养分价差 (元)



资料来源: 百川资讯、东方证券研究所

### 3.2 成本优势助推逆势增长

复合肥行业按照基因的不同可分为生产主导型和营销主导型两种。作为资源密集型行业，当前行业盈利中枢向上游资源和重资产端移动，具有原材料生产能力的企业无疑最有优势。从整个产业链的供给格局看，复合肥不如单质肥，单质肥又不如其上游如无烟煤、磷矿、钾肥等资源品，因此原则上还是买肥不如买矿。例如，虽然磷酸二铵价格不断上涨，但由于 17 年底磷矿石严重减产限产，对没有配套磷矿石自给的企业而言，上游强势将导致终端产品价差缩窄。复合肥处于矿石-单质肥-复合肥产业链的最下游，供给格局也最不明朗，故从生产侧上看似乎也不具备全行业普惠的逻辑。

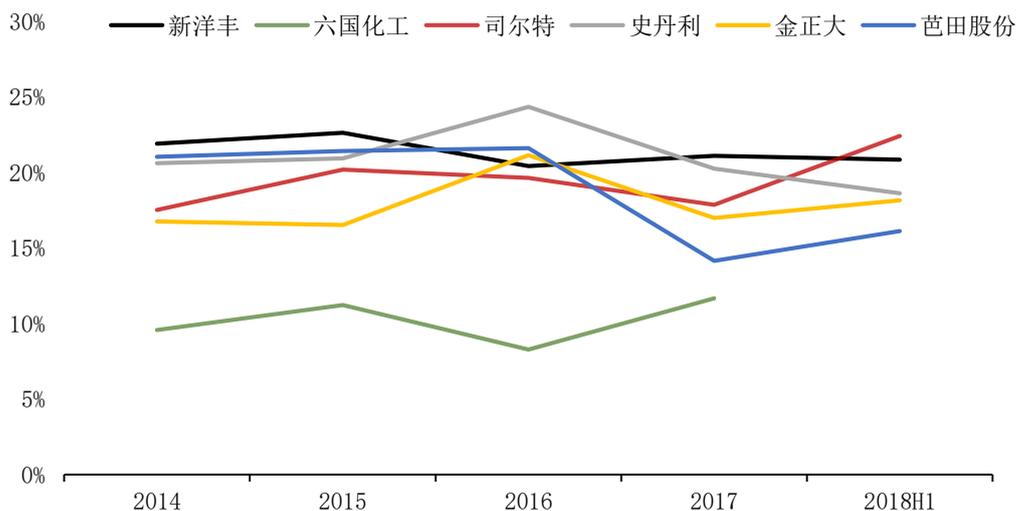
图 14: 磷酸二铵价差与磷矿石均价 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、东方证券研究所

然而结构性机会犹存，在全行业受上游挤压而被动涨价的趋势下，对原材料单质肥成本的控制能力是企业实现利润的核心基础，也是实现差异化优势并逆势增长的核心竞争力。从上市公司来看，我们认为司尔特和新洋丰最具优势。作为全国型布局的前三甲企业，新洋丰是唯一具备磷酸一铵自给并配套低品位矿洗选能力，配套硫酸、合成氨等产能，还具有一定量钾肥进口权的企业。司尔特作为地区性的复合肥龙头，不仅能磷酸一铵自给，还能实现更上游的磷矿石部分自给，公司近年不断整合安徽丰富硫资源，完善资源型原材料自给能力，具备强大的成本控制能力。资源和产业链配套带来的差异化优势在二者较为稳定的复合肥毛利率与单质肥完全依赖外购的企业的差距上体现得淋漓尽致，而司尔特甚至实现了毛利率逆势上扬。成本优势为营销战略的执行强度提供了坚实后盾和充裕的操作空间，能够更好地配合公司实现战略布局在广度或深度上的强化。

图 15：可比公司复合肥毛利率



资料来源：Wind、东方证券研究所

## 4 回归产品差异化取胜

复合肥行业在我国萌生及成长的模式以及产品高度同质化的特性决定了一直以来企业的发展大多以营销为主要驱动方式。经过多年的教育和实践，农民的自主选择意识逐渐觉醒。且由于当前种植收益并未显著改善，农民对复合肥产品性价比的诉求更为强烈。虽然品牌优势尚存，但以往由营销方式建立的红利正被逐渐消化，传统的广告、馈赠等方式边际效用递减，行业回归产品本身，而进行差异化产品布局的企业具有领先的转型升级基础。

### 4.1 行业回归产品本身

从海外来看，美国的复合肥施用主要是基于大规模农场和高度机械化模式，农场主自行采购单质肥根据土壤需求而混配为复混肥（BB肥），这种模式有利于因地制宜科学施肥，但前提是农场主较高的科学文化素质水平；欧洲的和其他地区的大型复合肥企业往往都是传统单质肥企业或者综合化工性企业，一般都是先有单质肥产业再进行下游延伸，故大都具备原料肥的产业链甚至上游矿产

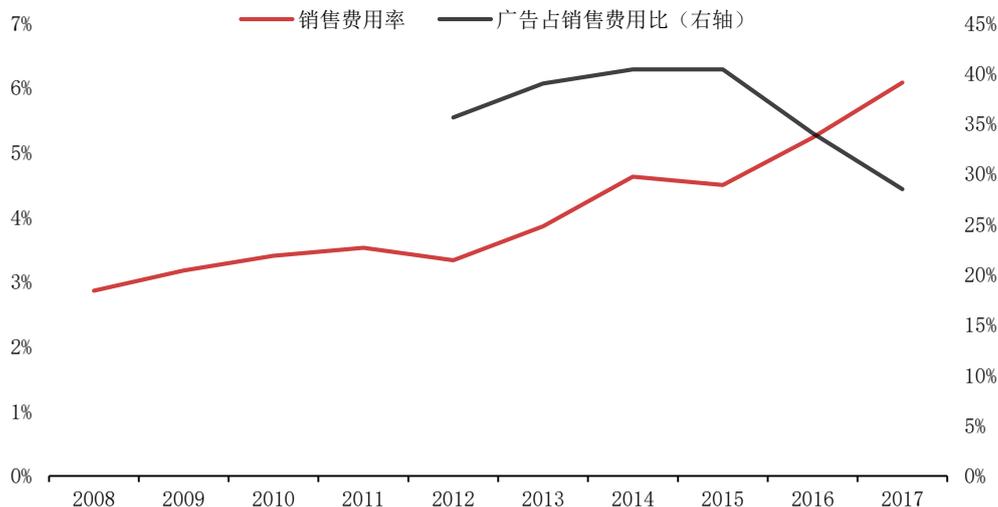
资源配套，且已有产业已为其建立好了较为完善的销售渠道和客户资源，行业集中度也较高。故至 21 世纪初，发达国家氮肥复合化率已达到 50% 以上，磷肥、钾肥 90% 都是以掺混、复混等方式使用，而同期我国化肥复合化率不到 30%。我国于 50 年代起以氮肥为主力肥，60 年代开始使用磷肥，70 年代开始使用钾肥，为 NP 复合肥、NPK 复合肥生产创造了前提。我国复合肥生产开始于 70 年代，主要以低浓度为主，且历经较长时间才被农民所接受。直至 90 年代才进入复合肥快速发展期，所以我国复合肥真正的成长时期也就 20 多年。由于工艺简单、行业壁垒低，大量企业涌入，且大多都是以营销驱动的单纯复合肥生产的模式，并没有成熟的上下游配套建设。由于参与者众多，产品同质化严重，竞争激烈；而农民收入水平低，对化肥敏感性高，尤其是对存在溢价的复合肥的接受度需要不断教育，这也决定了我国复合肥行业的扩张高度依赖营销模式来实现跑马圈地。

在营销手段小到在田里乡间推广产品时给农户赠送 T 恤、脸盆等日用品，大到在央视黄金时段投放广告或者赞助节目，例如天气预报的轮播广告或是赞助“星光大道”等等。通过广告打响全国知名度并同时获得央视等机构的背书已获得农民信赖，这种模式虽然会带来较大的营销成本，但在行业剧烈竞争初期的确能够凭借企业强大资金实力建立壁垒。然而随着时间的推移，广告带来的边际效用递减，尤其是在行业进入低谷时，反而会给企业带来较大的负担。而且一旦在大平台通过广告在农民心中建立了形象就陷入积重难返的境地，持续投放广告的真正意义从宣传品牌变成了告诉农民企业依旧活着，所以企业短时间内也很难完全放弃这种方式。尽管如此，我们也能发现企业在努力摆脱过度依赖广告进行营销的模式。虽然行业平均销售费用率近几年不断保持增长趋势，由 08 年的 3% 增至 6%，但广告支出占销售费用比已由近年的顶峰 40% 下滑至不到 30%，我们认为营销方式将持续向着更加多元化并将更加围绕产品本身，以线下实际推广和配套服务的模式为方向转变。例如目前厂商或者渠道往往在旺季推出几款性价比极高甚至是亏本的“爆款肥”进行限量发售，从而赢得农民热追进而带动常规肥料的销售。

图 16：复合肥企业央视节目赞助等营销投放



资料来源：互联网、东方证券研究所

**图 17：复合肥上市公司销售费用率及广告费用占销售费用比**


资料来源：Wind、东方证券研究所

## 4.2 新型复合肥助推转型升级

经过多年的实践，农民对化肥的自主意识已逐渐觉醒。而随着经济条件的改善，农民事实上并不是没钱，而是怕产品效果不好，故以农民的差异化痛点出发是产品由传统的同质化转型的关键。化肥产业也将从以往单纯的土壤营养学拓展到植物营养学，不仅仅要考虑土壤的营养成分配比，更要考虑植物对养分的吸收效果。宏观方面看，我国多年来化肥利用率低下及盲目施用等问题造成资源浪费也造成了土壤板结、有机质含量下降、污染和病虫害等多重后果。粗放式农业发展模式将朝着兼顾经济效益和生态效益及社会效益的模式转变，规模化、专业化的生产模式增加，经济作物比重不断提升。而化肥行业也将相应进行产业结构升级，传统化肥工业是以煤、石油和天然气等不可再生资源为原料，且需要大量水资源，属于典型资源密集型行业，而新型肥料是减少肥料资源消耗的重要途径之一，包括水溶肥、有机肥等新型产品将是未来发展的方向。营销模式由传统的产品宣传转为技术服务与新型产品相配套将成为下一个阶段行业的趋势所在。

**表 3：国家有机肥推广相关政策**

时间	政策	相关内容
2015.2	《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》	示范推广缓释肥料、水溶性肥料、液体肥料、叶面肥、生物肥料、土壤调理剂等高效新型肥料
2016.5	《土壤污染防治行动计划》	鼓励农民增施有机肥、减施化肥，对畜禽规模养殖集中区鼓励作物种植与畜禽粪便综合利用结合
2017.2	《开展果菜茶有机肥替代化肥行动方案》	以果菜茶生产为重点实施有机肥替代化肥，到 2020 年，果菜茶优势产区化肥用量减少 20% 以上
2017	中央一号文件	首次提到将“开展有机肥替代化肥试点”

资料来源：政府网站、东方证券研究所

**表 4：相关新型复合肥产品方向**

公司	产品序列
新洋丰	特肥、有机肥+配方肥、缓控释肥、生态级肥等
史丹利	生物刺激素、水溶肥、复合微生物菌肥海藻生物菌剂及高端有机肥等
司尔特	复合微生物肥、生物有机肥、有机-无机复合肥、氨基酸水溶性肥料

资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 5 投资建议

展望未来,我们认为粮食价格上涨趋势已成定局,只是对复合肥行业的支撑力度还有待时间的验证。从投资的角度,我们建议从行业中选取短期具有差异化优势或是长期具有明显上升潜力的企业。建议关注司尔特、新洋丰和史丹利。

司尔特和新洋丰我们前期均有深度报告,二者最大的优势是具有资源或是单质肥的配套,具有领先的成本控制能力,能够通过较大的渠道弹性去争取空白市场,二者分别是区域布局 and 全国布局的生产主导型复合肥企业的代表。此外司尔特近年研发投入占营收比维持在 3%以上,在同业中位居前三,而其可转债募投的新型复合肥项目亮点多多。史丹利是我国复合肥上市公司前三甲,作为全国布局的营销主导型企业,近年受到上游原材料强势和自身产品结构较为单一的影响,业绩显著下滑;但如果未来长期农产品价格持续上涨推动复合肥呈现行业性机会,公司以其领先的规模和渠道优势将展现巨大弹性;另一方面,截至 18H1 公司新型复合肥的比重由去年同期 12%提升至 17%,仍具有较大提升潜力,且公司每年研发费用投入占营收比也在 3%左右,给未来产品结构提升蓄力。

**表 5：公司业绩弹性测算（市值截至 20181207）**

公司	市值（亿元）	产能（万吨）	单位市值产能（万吨/亿元）	每上涨 100 元 EPS 提升
司尔特	36.4	150	4.12	0.142
新洋丰	120.9	620	5.13	0.324
史丹利	48.6	520	10.70	0.306

资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 6 风险提示

1. 粮食价格不及预期：若粮食价格未如预期维持稳健上行趋势,或是中国大量进口美国农产品对国内价格产生冲击,则将对复合肥行业整体需求带来负面冲击,行业竞争还将激烈化,增大企业的不确定性。
2. 新型复合肥投放不及预期：若企业新型复合肥投放不及预期,将影响产品转型升级节奏,降低竞争力提升的空间。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

