



# 基础化工行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

**基础化工组**

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：杨翼莹（执业 S1130520090002）

yangyiying@gjzq.com.cn

## 化肥行业跟踪：不确定因素增多影响海外市场，国内外将有小幅联动

### 核心观点

上半年海外部分化肥产品的价格风险已经获得较多释放，行业具有一定的改善基础。2021年以来，受到粮食价格提升的影响，化肥需求支撑较强，价格跟随性上涨，进入2022年，主要的化肥生产出口国俄罗斯受到俄乌冲突影响，化肥海运出口受到限制，供给阶段性短缺叠加北半球的春耕需求，化肥价格大幅上行。而自2022年中开始，多品种化肥进入价格下行阶段，经过近一年的调整期，目前主要的化肥品种的风险因素已经获得较多释放，行业具有阶段性改善的基础。

**海内外化肥价格差回归合理区间，氮磷出口略有改善，有望形成部分产品的联动变化。**我国是传统的农业大国，氮肥和磷肥在满足国内需求的基础上，还通过出口参与部分海外市场，但自21年四季度开始，为了抑制国内化肥价格跟随海外价格大幅上行，我国开始针对化肥出口进行法检，2022年上半年，化肥出口限制大幅提升，出口量骤减；但今年以来，国内外化肥差回归至合理范围内，法检对化肥出口的限制开始减弱，上半年化肥出口同比增长明显，虽然还未回到21年水平，但出口提升有望对国内供给压力进行缓解；叠加上半年，主要出口品种氮肥、磷酸二铵的重点采购国家都有一定程度的推迟，因而出口订单有望阶段性支撑国内化肥市场运行。

**钾肥：价格风险有效释放，海外价格运行触底有望获得改善。**上半年印、中大合同相继确定，钾肥上半年价格有加速调整，进入年中，海外钾肥价格已经位于相对低位，而乌克兰粮食出口不确定性提升，厄尔尼诺天气的影响不确定，针对粮食安全有一定程度的担忧，而俄罗斯化肥开始考虑征收关税、加拿大罢工事件等，钾肥供给端的不确定因素提升，叠加上半年巴西、东南亚进入施肥旺季，海外价格有提升基础，形成阶段性价格改善。

**磷肥：上半年差异化运行，一铵具有改善空间，二铵运行有所支撑。**上半年国内外磷肥皆处于下行阶段，但国内磷酸二铵一体化企业集中度较高，议价权相对较强，出口一定程度上形成支撑，整体运行相对平稳；但一铵企业行业集中度较低，产业链配套不足，用肥淡季对于需求的支撑减弱，磷酸一铵的价差大幅收窄，行业进入亏损阶段，倒逼行业开工大幅下降，供给回落消化库存，目前国内处于低库存，低盈利状态，海外主要施用一铵的南美地区将进入施肥旺季，对于磷酸一铵价格上行有一定支撑，国内外有望形成联动影响。

**氮肥：出口有望分散国内的供给影响，异常天气值得关注。**近几年来，由于能源价格剧烈波动，氮肥的生产成本波动剧烈，在常规供需的影响外形成了较大影响，而近年来国内外能源价格有较大回落，后期主要关注能源价格对于氮肥成本的影响；而另一方面，国内今年有新增产能在下半年投产，国内将形成供给的新增量，但上半年我国主要的尿素出口国招标量较少，有望在下半年有所提升，预计出口将有望分散部分国内的新增产能压力。

### 投资建议与估值

行业大方向依然确定，新增产能受限，落后产能淘汰，长期看格局改善将有望带动行业盈利改善；而中短期看，我国法检对出口限制影响减弱，分散国内供给压力，经过近1年的行业调整，大部分化肥的价格风险获得释放，行业进一步下行压力较小；叠加地域冲突、天气因素、运输因素等问题，及部分国家的施肥季刚性采购需求，钾肥、磷酸一铵等产品有望形成一定的支撑和改善，多数化肥将以阶段性区间运行为主，建议关注：①自身具有相对成本优势的生产企业，能够获得超行业水平的盈利空间；②关注有上下游产业链配套的生产企业，可以平滑行业波动风险；③关注能够具有成长空间化肥企业，在新增产能受限的情况下，具有成长空间。

### 风险提示

政策大幅影响国内化肥行业供给风险；化肥贸易政策变动风险；全球局势变动风险；原材料价格剧烈波动风险；全球新增产能变动风险；粮食价格变动风险。



## 内容目录

一、粮食周期持续影响化肥景气度，短期行业影响因素增多.....	4
1.1、局部纷争引起行业担忧，粮食安全的关注或将再度影响化肥运行.....	4
1.2、厄尔尼诺天气加大了对于粮食的关注度，不确定性因素增多.....	6
1.3、化肥价格高位回落，需求有望修复，出口影响有所减弱.....	7
二、钾肥：行业运行释放触底信号，海外价格有望获得改善.....	9
2.1、大合同加速行业价格调整，带动风险充分释放.....	9
2.2、供给局势变化，海外价格有望出现回升空间.....	11
三、磷肥：上半年差异化运行，一铵具有改善空间，二铵运行有所支撑.....	12
3.1、上半年海外磷肥价格持续调整，下落空间相对有限.....	12
3.2、国内一铵有望跟随海外联动修复，二铵运行有支撑.....	14
四、氮肥：市场出口需求有支撑，异常天气值得关注.....	15
4.1、典型的能源加工产品，成本受到能源联动影响较大.....	15
4.2、法检政策影响减弱，出口需求分散国内的供给压力.....	17
五、投资建议.....	20
六、风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1： 全球人口仍然在持续提升.....	4
图表 2： 全球耕地面积仍然持续增长.....	4
图表 3： 资源属性越强的化肥品种的全球贸易占比越高.....	4
图表 4： 全球化肥和粮食价格的运行趋势有一定的关联度.....	5
图表 5： 俄乌粮食产量共占全球的 7%左右.....	5
图表 6： 俄乌粮食出口占全球粮食贸易的 2 成左右.....	5
图表 7： 2022 年俄乌冲突加速了海外玉米和小麦价格上行.....	6
图表 8： 乌克兰冲突后粮食产量出现明显下滑.....	6
图表 9： 黑海协议签订后，粮食安全担忧明显减弱.....	6
图表 10： 1982-2022 年厄尔尼诺发生强度及影响.....	7
图表 11： 国内化肥价格回落，对于化肥施用量有一定程度的改善.....	8
图表 12： 我国化肥出口量获得一定程度的修复.....	8
图表 13： 全球钾肥产能分布.....	9
图表 14： 2022 年全球钾肥产量分布.....	9
图表 15： 钾肥国内外价格在 2022 年都出现了明显上行，冲高后进入调整期.....	9



图表 16: 我国历年的大合同签订情况	10
图表 17: 我国可以实现钾肥部分自给	10
图表 18: 我国钾肥进口货源更为充分	10
图表 19: 2022 年我国钾肥进口国占比分布	11
图表 20: 2023 年上半年我国钾肥进口国占比分布	11
图表 21: 海外巴西市场价格稍有启动, 旺季需求有支撑	11
图表 22: 上半年我国钾肥进口较多 (万吨)	12
图表 23: 上半年国内钾肥生产同比增长	12
图表 24: 磷肥原材料价格上半年持续下行 (美元/吨)	12
图表 25: 海外磷酸一铵产品及价差变化 (美元/吨)	13
图表 26: 海外磷酸二铵产品及价差变化 (美元/吨)	13
图表 27: 磷矿资源分布不均导致多数国家依赖进口	13
图表 28: 俄罗斯在全球磷肥产能分布中占比较高	13
图表 29: 2021 年我国磷酸二铵出口国家占比	14
图表 30: 2023 年上半年我国磷酸二铵出口国家占比	14
图表 31: 国内磷酸一铵价差在上半年受到较大压缩	14
图表 32: 磷酸一铵的开工率倒逼下行, 供给减弱	14
图表 33: 磷酸一铵出口同比改善但仍表现相对较弱	15
图表 34: 磷酸一铵国内外的产品价差变化 (元/吨)	15
图表 35: 国内磷酸二铵产品价差相对较好	15
图表 36: 磷酸二铵出口形成一定的支撑	15
图表 37: 氮肥价格受到能源价格影响较大	16
图表 38: 国内尿素价格同样受到原材料煤炭的影响	16
图表 39: 二季度尿素行业库存逐步走低	17
图表 40: 二季度复合肥价差有所提升 (元/吨)	17
图表 41: 冬季用能未有明显压力, 供能平稳	17
图表 42: 尿素冬季生产平稳, 开工保持较高水平	17
图表 43: 尿素上半年生产同比提升 (万吨)	17
图表 44: 尿素下半年预计仍将有产能提升 (万吨)	18
图表 45: 2021 年尿素一半以上出口到印度	18
图表 46: 2023 年印度出口量占比大幅下降	18
图表 47: 上半年尿素出口略有提升, 但未完全恢复	19
图表 48: 尿素国内外价差回归正常水平 (元/吨)	19
图表 49: 印度上半年招标相对较少, 下半年需求有望提升	19
图表 50: 化肥行业相关公司汇总情况	20

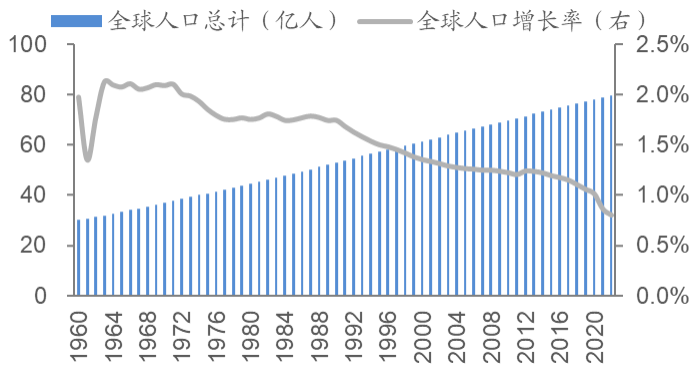


## 一、粮食周期持续影响化肥景气度，短期行业影响因素增多

### 1.1、局部纷争引起行业担忧，粮食安全的关注或将再度影响化肥运行

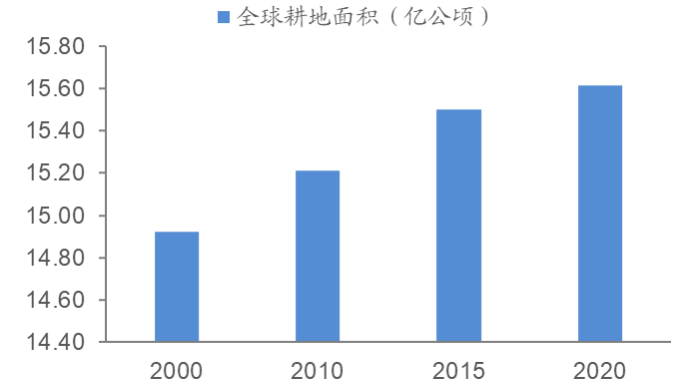
人口和耕地面积是长期影响化肥使用量的关键因素。虽然化肥使用量受到价格、天气、政治、产品结构等多个因素影响，并在短周期内形成一定的波动，但拉长维度看，伴随全球人口提升，粮食需求仍在进一步增长，耕地面积需要持续提升保证粮食安全，因而施肥面积和单亩施肥量都需要有保证，化肥使用量仍有小幅提升空间，保证粮食安全成为长周期内化肥刚性需求的主要支撑。

图表1：全球人口仍然在持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

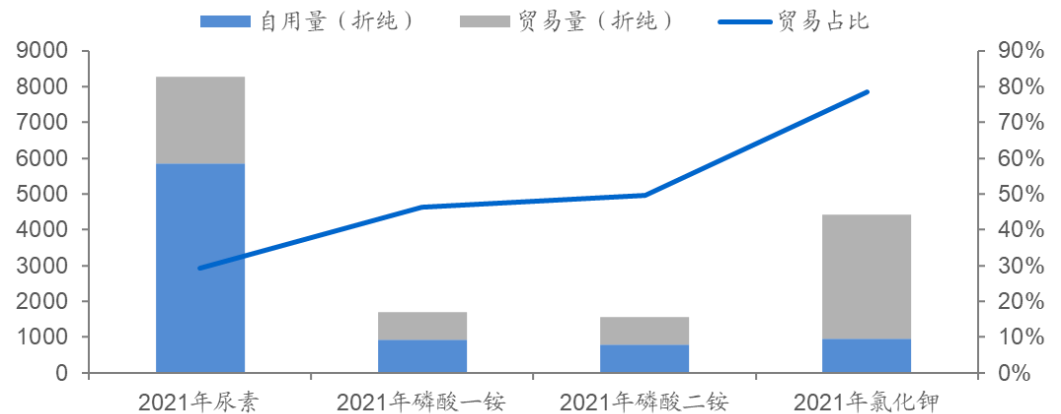
图表2：全球耕地面积仍然持续增长



来源：FAO，国金证券研究所

而中短周期看，粮食价格和贸易格局的变化是化肥运行的较大扰动项。在农业运行中，化肥是保证粮食产量的重要农资品种，而氮磷钾三种化肥产区和全球主要的农作物产区具有明显的差异分布，资源属性越强的产品在全球贸易中的占比越高，因而化肥的贸易格局会对化肥市场产生极大影响；另一方面，作为化肥的主要下游需求领域，农作物尤其是粮食的价格变化也会对化肥需求产生影响，作为简单的考虑投入产出比的情况，如果粮食价格提升，作为主要的成本项，化肥价格的敏感度将有所下降，从大周期来看，具有一定的价格支撑因素。

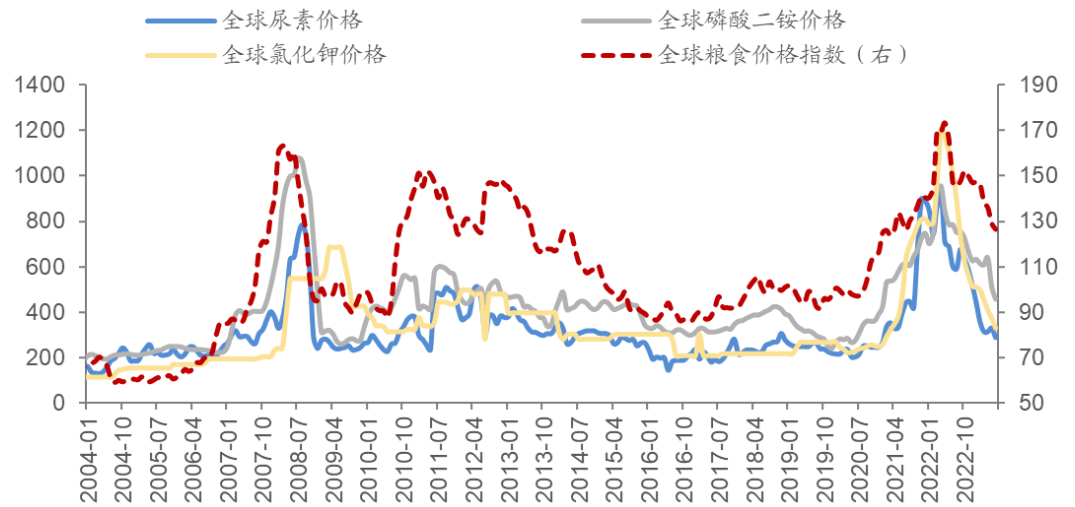
图表3：资源属性越强的化肥品种的全球贸易占比越高 (万吨)



来源：国际肥料工业协会，国金证券研究所



图表4: 全球化肥和粮食价格的运行趋势有一定的关联度 (美元/吨)

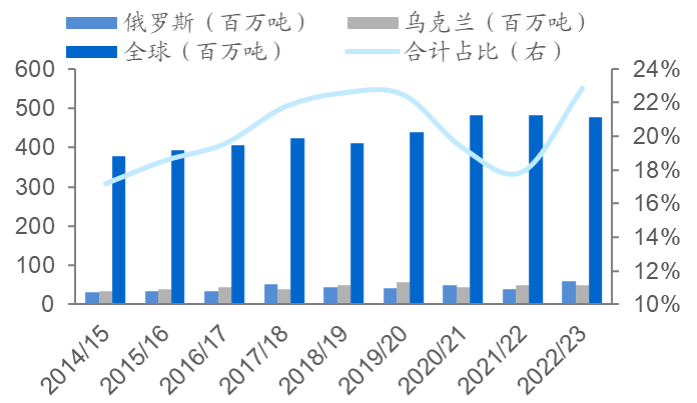
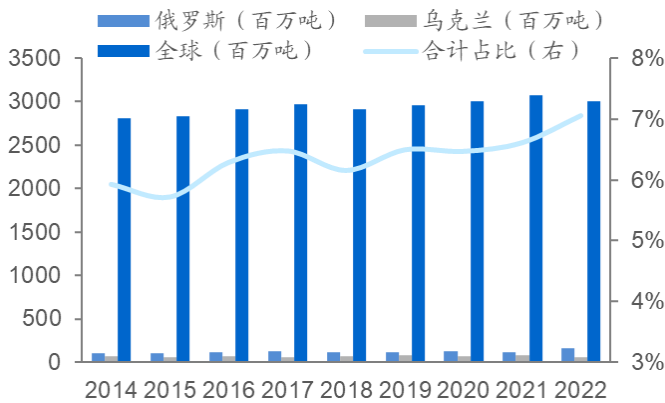


来源: 世界银行, FAO, 国金证券研究所

粮食贸易是全球多数国家保证粮食安全的重要方式, 而其中俄、乌双方是出口的重要力量。虽然从俄乌粮食产量上看, 整体占全球粮食产量的比重不足1成, 但由于其地广人稀的影响, 俄罗斯和乌克兰在满足自身需求外, 有大量的小麦等粮食产品用于出口, 占全球粮食贸易量的2成左右, 如果双方局势发生变化, 对于全球粮食供给会产生非常大的影响。

图表5: 俄乌粮食产量共占全球的7%左右

图表6: 俄乌粮食出口占全球粮食贸易的2成左右



来源: FAO, 俄罗斯农业部, 国金证券研究所

来源: FAO, 俄罗斯农业部, 乌克兰农业部, 国金证券研究所

俄乌冲突事件 2022 年影响了全球粮食贸易, 2022 年粮食价格位于相对高位。由于近几年谷物消费量逐步攀升, 粮食产量增长幅度有限, 粮食价格进入上行区间, 价格缓慢上行, 但 2022 年俄乌冲突爆发后, 作为主要的小麦和玉米产地, 俄乌双方的粮食生产出口都产生影响, 粮食安全的担忧推动了小麦和玉米的期货价格大幅攀升。



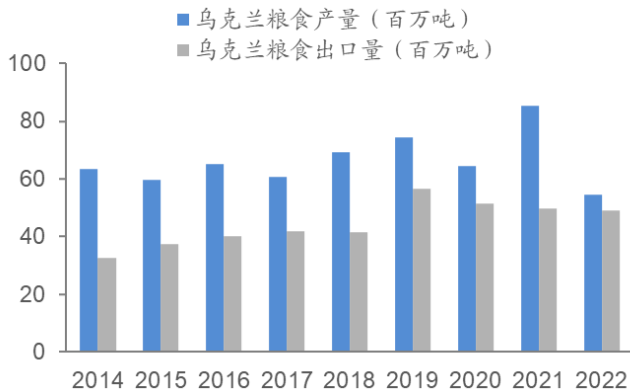
图表7: 2022年俄乌冲突加速了海外玉米和小麦价格上行



来源: Wind, 国金证券研究所

而自俄乌冲突以来, 2022/23 年度, 全球的粮食产量确实受到了较大影响, 乌克兰的粮食产量和出口量皆有明显下行, 作为全球主要的粮仓, 粮食在短周期内供给相对紧张, 但伴随着 2022 年 7 月黑海协议的签订, 粮食贸易获得了较好的修复, 粮食安全的担忧明显下行, 全球的谷物价格也出现了明显调整, 且伴随着后续粮食增产的预期, 粮食价格处于逐步回落趋势。

图表8: 乌克兰冲突后粮食产量出现明显下滑



来源: FAO, 国金证券研究所

图表9: 黑海协议签订后, 粮食安全担忧明显减弱



来源: FAO, 国金证券研究所

然而 7 月黑海协议的中断再次引起担忧, 局部地区的局势变化或将再次引起行业对于粮食供给的担忧。目前看, 近期的局势针对粮食的贸易产生了直接的影响, 短期对于农资的运输还未体现, 但考虑到俄乌双方在全球粮食和化肥的领域的重要地位, 如果局势持续变化, 不排除全球粮食及化肥价格会再次进入大幅波动状态。而其后, 俄罗斯开始酝酿对于化肥出口征收关税, 如果真正开始执行, 对于海外化肥价格又将形成影响。

### 1.2、厄尔尼诺天气加大了对于粮食的关注度, 不确定性因素增多

厄尔尼诺现象, 是指在秘鲁沿岸和赤道东太平洋洋面上几年发生一次的大规模高水温现象。正常情况下, 西太平洋降水丰沛, 而在赤道中、东太平洋降水量极少, 但当厄尔尼诺现象发生时, 西太平洋降水减少, 造成严重干旱, 赤道中、东太平洋降水明显增多, 暴雨成灾。据 NOAA 统计, 自 1950 年起, 全球共发生 22 次厄尔尼诺事件, 其中出现过 3 次超强级别事件, 分别为 1982-1983 年、1997-1998 年和 2014-2016 年, 看到这个时间点我们很容易想到 1982 年北江水灾、1998 年特大洪水、2016 年长江洪灾。虽然粮食价格的变动受到的因素影响较多, 比如供给、地缘整治、政策等, 但极端天气仍然是非常重要的影响因素。

2023 年 6 月 8 日, NOAA 宣布厄尔尼诺现象已经形成, 而且预计将在接下来几个月持续增强, 在 7 月 13 日的信息显示, 厄尔尼诺有超过 90% 的可能性将持续到北半球的冬季, 并在整个秋季持续增强, 冬季达到峰值, 暂定强度为中强, 但升级为超强的可能性约为五分之一。



图表10: 1982-2022年厄尔尼诺发生强度及影响

发生时间	持续时间 (月)	峰值 时间	强度	不同区域产生的影响
1982-1983	14	1982.12	超强	东南亚、巴西中北部、印度、澳大利亚降水偏少；中国南方和巴西南部夏季降水偏多
1986-1988	19	1987.1	强	印度、东南亚夏季降水偏少
1991-1992	14	1992.1	强	非洲南部经历了最严重的一次干旱；东南亚、巴西中北部、澳大利亚降水偏少；中国北方夏季和美国南部次年春季少雨
1994-1995	7	1994.12	中	美国遭受了有记录以来最严重的洪水和暴风；东南亚前期降水偏少，后期偏多；巴西中北部降水偏少，南部偏多
1997-1998	12	1997.11	超强	巴西中北部、东南亚、中国北方降水偏少；巴西南部、中国南方、阿根廷降水偏多
2002-2003	10	2002.12	中	澳大利亚遭受了史上最严重的干旱；印度、东南亚、澳大利亚东北、巴西中北部降水偏少；中国南方、美国南部、阿根廷、巴西南部降水偏多
2004-2005	7	2004.9	弱	东南亚、澳大利亚东北、巴西降水偏少
2006-2007	5	2006.12	弱	东南亚、澳大利亚干旱；阿根廷降水偏多
2009-2010	10	2009.12	中	印尼、巴西中北部干旱；巴西南部、阿根廷、乌拉圭降水偏多
2014-2016	19	2015.10	超强	中国、英国、巴基斯坦、印度、尼泊尔、巴西部分地区暴雨洪涝；中国冬季低温寒潮，降雪线压至1951年以来最南；美国夏季高温冬季暴雪；俄罗斯暴雪，为1936年以来最大暴雪；玻利维亚及非洲多国干旱
2018-2019	10	2018.10	弱	欧洲夏季持续性高温干燥天气；印度西南部特大洪灾；澳洲东部严重旱情；欧美多地低温暴雪以及全球多地的森林大火和强对流天气

来源：文献资料整理，国金证券研究所

从历史的厄尔尼诺天气的发展情况看，厄尔尼诺发生的时间、强度不同，产生的影响也有所不同。但考虑到几个方面的问题：①今年的厄尔尼诺发生的时间相对较早，强度不断加强，对于粮食作物的生长季影响时间拉长；②极端天气下异常的生长环境，对原本适宜种植的作物产生影响，如果有干旱或者洪涝发生，影响有可能放大；③去年中国夏季经历较长时间的高温干旱天气，水电供给受到影响导致局部地区的工业用电产生了一定的限制，在刚刚经历过极端天气的背景下，今年入夏后，异常的天气极多，容易提升市场对于天气的敏感度。

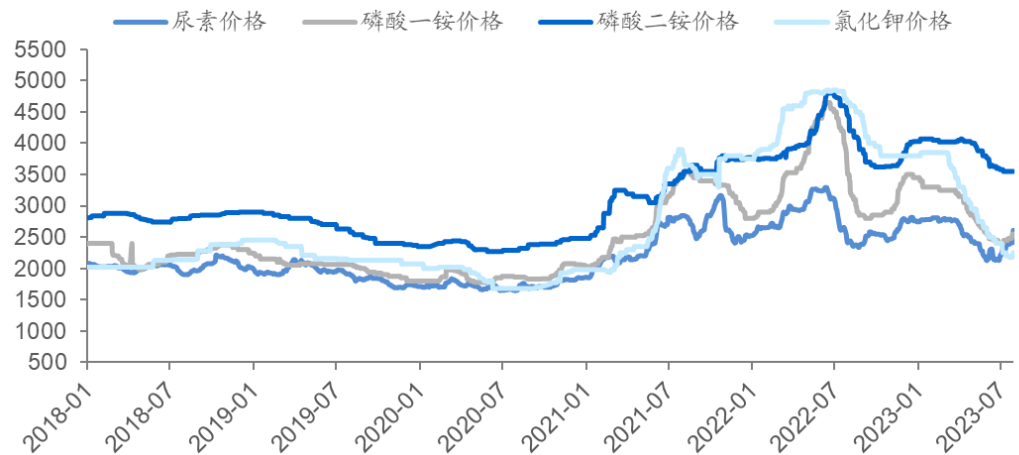
因而在今年这种环境下，对于粮食生产、贸易的影响因素增多，各个国家对于粮食安全，对于农资储备的重视程度也有望加强。

### 1.3、化肥价格高位回落，需求有望修复，出口影响有所减弱

化肥价格高位回落，需求有望逐步获得修复。我们常说拉长时间维度看，化肥具有一定的刚性需求属性，但过高的价格对于全球尤其是发展中国家的农业产生一定的施用压力，而伴随今年二季度化肥价格加速回落，化肥的短期高价抑制影响将有所减弱，化肥的施用量有望获得一定程度的改善。



图表11: 国内化肥价格回落, 对于化肥施用量有一定程度的改善 (元/吨)

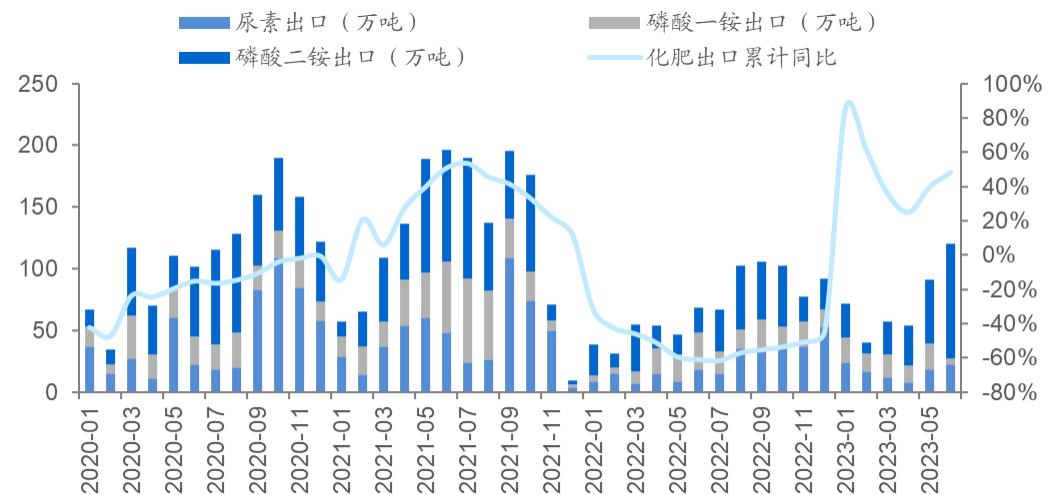


来源: Wind, 国金证券研究所

而从全球的化肥运行情况看, 海外化肥价格自 2022 年下半年开始进入明显的下行周期, 多数买涨不买跌的产品采购策略使得主要的化肥进口国在采购方面相对谨慎, 经过近 1 年的价格调整, 海外的库存压力将有所改善, 目前看尿素、磷酸一铵等产品价格回落至常规区间范围内, 叠加天气、局部贸易冲突等不确定因素频发, 下游的采购积极性有所回升, 有望带动产品需求支撑改善。

出口法检对于氮肥和磷肥的限制影响有所减弱, 出口货源消化有望逐步获得改善。我国是典型的农业大国, 在化肥产能配套方面也布局相对充分, 在国内氮肥和磷肥的产能相对充足, 在满足国内化肥需求的基础上, 也有部分产品出口供给海外尤其是周边的亚洲市场, 但自 2021 年下半年开始, 海外化肥价格在粮食价格支撑下持续攀升, 为保证国内化肥稳定有序供应, 法检对国内化肥产品的出口形成了明显限制, 导致国内货源相对充分, 出口受限, 国内化肥同海外价格有明显差距。但今年海外化肥价格持续下行, 多数产品的国内外价格回归到正常区间范围内, 虽然我国目前依旧执行法检政策, 但对于出口的限制已经有明显改善, 今年海外市场将对国内产能消化形成了一定的支撑。

图表12: 我国化肥出口量获得一定程度的修复



来源: Wind, 国金证券研究所

上半年, 我国出口尿素 100.5 万吨, 磷酸一铵 92.7 万吨, 磷酸二铵 241 万吨, 整体同比增长近一半。国内春耕结束后, 出口需求开始支撑国内化肥运行, 但仍未完全恢复至 21 年的水平, 分产品来看上半年我国尿素、磷酸一铵出口仍然相对较少, 国内尿素主要以煤为主要原材料, 一季度国内尿素成本相对较高, 进入二季度才有较大回落, 预计下半年出口将具有一定的相对优势; 而国内磷酸一铵由于价差大幅收窄, 开工下行, 供给减少, 出口也相对有限, 但下半年磷酸一铵主要需求国进入需求旺季, 预计未来将有进一步的支撑动力。



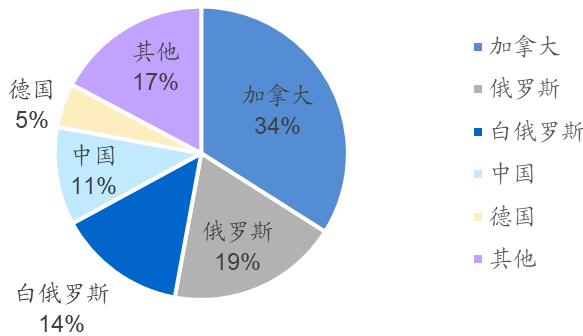


## 二、钾肥：行业运行释放触底信号，海外价格有望获得改善

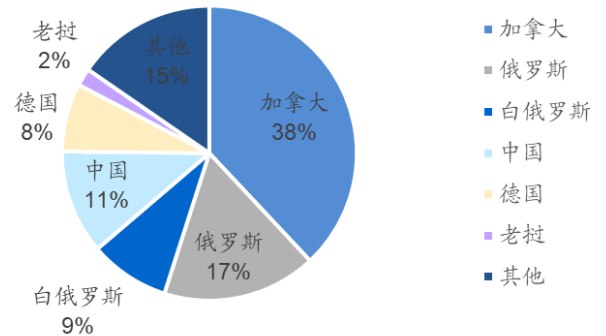
### 2.1、大合同加速行业价格调整，带动风险充分释放

2022 年钾肥行业多重因素影响供给，钾肥价格大幅攀升。钾肥资源属性极其明显，资源分布不均导致全球钾肥供给端高度集中，其中加拿大、俄罗斯和白俄罗斯三家占据了近 7 成左右的钾肥产能，而第四大生产国中国因为是传统的农业大国，钾肥自身供给尚且不足，还需要进口，因而在全球钾肥供给端三家的影响力极大。但 2021 年底，白俄罗斯的钾肥受到美国的制裁，导致其出口贸易受到极大的影响；2022 年 2 月，俄乌战争爆发，俄罗斯的化肥出口出现明显波折，两国钾肥的港口运输至今都未获得完全恢复，可以看到，2022 年俄罗斯和白俄罗斯的生产、销售受到了明显影响，期间叠加加拿大港口工人罢工等事件，钾肥供给紧缩导致供不应求，价格一路飙升。

图表13：全球钾肥产能分布



图表14：2022 年全球钾肥产量分布

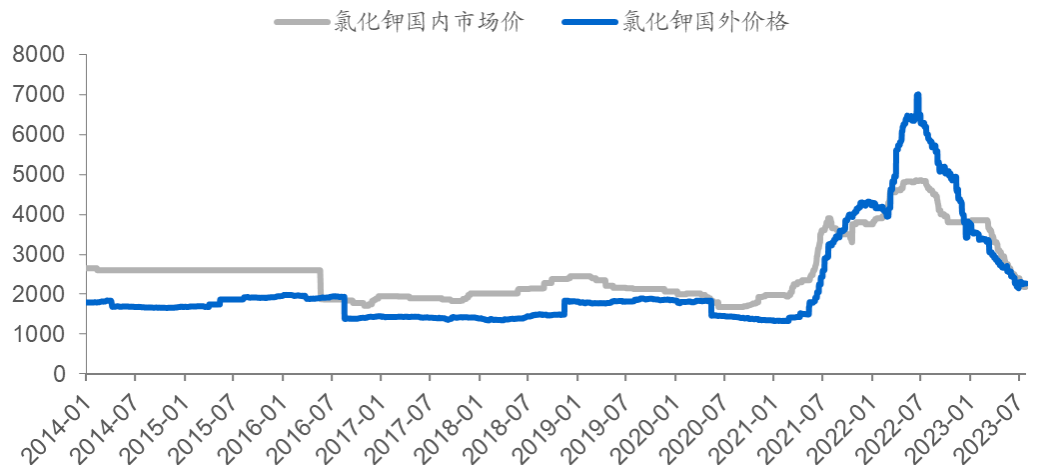


来源：IFA，国金证券研究所

来源：Argus，国金证券研究所

海外供给变动较为明显，产品价格大幅冲高后开始回落。相比于海外市场，中国的钾肥议价权相对更为充分，国家对于农业的关注度极高，对于化肥价格具有较强的影响力，且中国市场有约一半的钾肥可以自供，叠加国储供给，短时间钾肥格局的剧烈变化虽然同时会影响全球市场，但相比海外，国内的变化幅度相对可控。而进入 2022 年下半年，全球主要农业大国最大的施肥旺季逐步过去，钾肥的供给端虽然仍然受到影响，但边际影响在逐步减弱，过高的钾肥价格在需求淡季条件下会一定程度影响需求，因而钾肥价格开始进入回落区间，一直持续到 2023 年上半年，在北半球春耕期间稍有停滞，价格继续下行。

图表15：钾肥国内外价格在 2022 年都出现了明显上行，冲高后进入调整期（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

印度、中国大合同相继落地，钾肥价格调整逐步进入尾声。自钾肥价格高位回落经历了近 1 年的时间，年初以来，对钾肥价格的判断多为前高后低，因而大合同签订的不确定性有所提升，但进入 4 月，印度的大合同率先落地，到岸价 422 美元/吨，6 月我国大合同价格落地 CRF307 美元/吨，明显低于当时时点的国内外钾肥价格，大合同签订后，钾肥价格持续回落，进入 7 月底，钾肥价格已经向大合同价格贴近，相比于此前有大合同的低价参



照，价格风险因素已经获得有效释放。

图表16: 我国历年的大合同签订情况

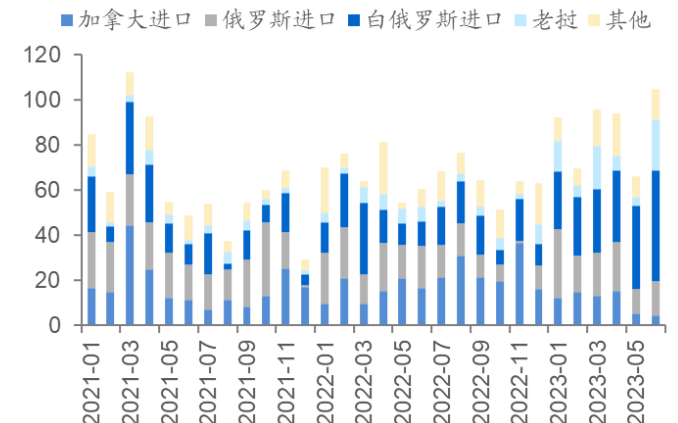
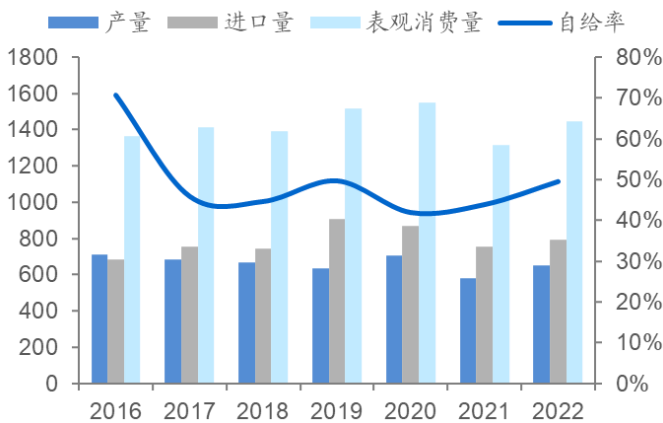
时间	供应方	日期	价格 (美元/吨)
2008	加拿大、俄罗斯、白俄罗斯	2008/4/15	580
2009	未签订大订单	-	-
2010	白俄罗斯钾肥公司	2009/12/21	350
2011	白俄罗斯钾肥公司	2011/1/13	400
2012	加拿大 Canpotex、白俄罗斯钾肥公司	2012/3/20	450
2013	白俄罗斯钾肥公司	2013/1/4	400
2014	俄罗斯 Uralkali	2014/1/20	305
2015	白俄罗斯钾肥公司	2015/3/19	315
2016	白俄罗斯钾肥公司	2016/7/14	219
2017	俄罗斯 Uralkali	2017/7/13	230
2018	白俄罗斯钾肥公司	2018/9/17	290
2019	未签订大订单	-	-
2020	白俄罗斯钾肥公司	2020/4/30	220
2021	白俄罗斯钾肥公司	2021/2/10	247
2022	加拿大钾肥公司 Canpotex	2022/2/15	590
2023	加拿大钾肥公司 Canpotex	2023/6/6	307

来源: 隆众资讯等, 国金证券研究所

我国钾肥供给来源更为充分, 大合同价格易对海外价格形成支撑。相比于印度、巴西等主要的钾肥需求大国, 我国虽然也是钾肥进口依赖国, 但国内盐湖可以提供一定程度的钾盐产能, 可以形成近一半的产品自给; 另一方面, 我国国土同俄罗斯接壤, 本就有部分货源通过陆路边贸运输, 而此次俄罗斯同白俄罗斯的港口运输受到限制, 而我国可以通过中欧铁路进行贸易, 在不占用其海运运力的条件下, 实现钾肥交易, 因而国内货源供给较为充足。

图表17: 我国可以实现钾肥部分自给 (万吨)

图表18: 我国钾肥进口货源更为充分 (万吨)



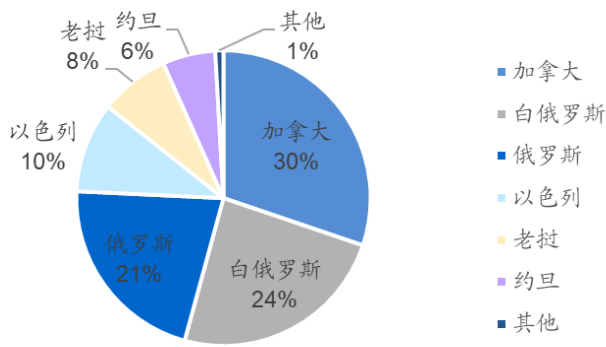
来源: 百川资讯, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

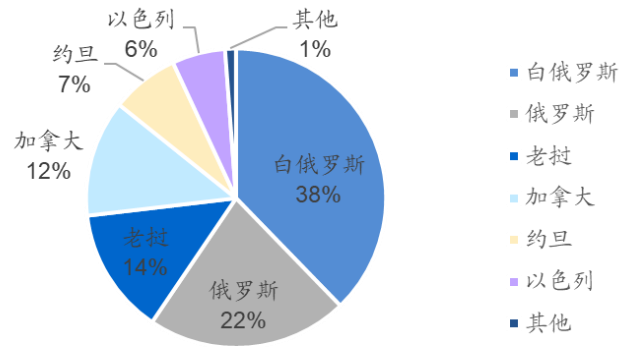
2022 年, 俄罗斯和白俄罗斯短时间运输受到限制, 寻找解决方案需要时间, 导致我国从加拿大进口量跃居第一位, 但进入 2023 年, 陆路运输逐步提升运力, 白俄罗斯和俄罗斯运输到中国的货源明显增多, 占比提升至国内第一、第二位。因而相比海外, 我国对钾肥进口的议价权有所提升, 叠加国内大合同溢价模式, 我国成为全球钾肥价格洼地, 我国大合同价格对海外价格有望形成支撑, 若海外价格接近中国大合同价格, 下行空间将极为有限。



图表19: 2022年我国钾肥进口国占比分布



图表20: 2023年上半年我国钾肥进口国占比分布



来源: 海关总署, 国金证券研究所

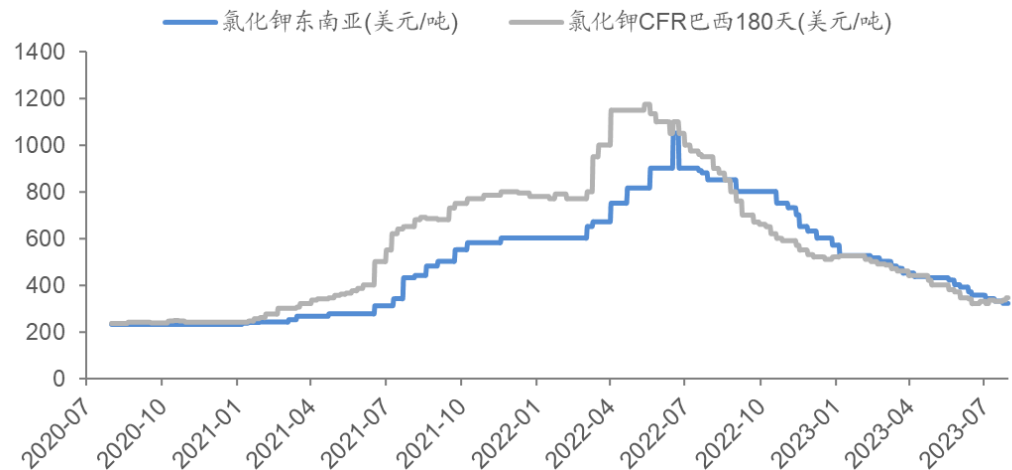
来源: 海关总署, 国金证券研究所

## 2.2、供给局势变化, 海外价格有望出现回升空间

海外市场不同区域的供需主体有所差异, 钾肥运行趋势略有不同。从不同区域的价格运行情况来看, 大的供需影响基本相似, 但具体区域略有不同: 巴西位于南半球, 主要的需求旺季位于下半年, 主要以加拿大和俄罗斯、白俄罗斯货源为主, 而俄罗斯和白俄货源供给出现问题后, 巴西市场的货源主要来自于加拿大, 而巴西的农业相对发达, 机械化程度强, 在前期出现问题后, 快速提升价格形成了有效备肥, 因而货源获取相对充足后, 巴西市场价格率先实现冲高回落, 后续东南亚市场跟随性下行。

自去年下半年以来, 全球钾肥市场持续下行, 巴西等市场采购谨慎后逐步消化库存, 而进入年中, 巴西市场将逐步进入采购旺季, 叠加全球钾肥供给的主要国家白俄罗斯、俄罗斯并未完全恢复, 且伴随局势变化有可能进一步产生不确定性, 叠加加拿大主要的进口货源还受到港口罢工的影响, 巴西的采购迫切程度有望提升, 7月下旬, 巴西钾肥价格已经开始有所反应, 超过东南亚钾肥价格, 预计后续伴随采购订单的逐步开启, 巴西市场对于钾肥运行支撑将有提升。

图表21: 海外巴西市场价格稍有启动, 旺季需求有支撑



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

东南亚下半年也有一定的施肥需求, 预计钾肥价格将出现跟随性变化。另一个钾肥施用的主要地区东南亚属于一年两种的典型地区, 在下半年有施肥需求支撑。2022年由于价格异常高位, 无论是终端使用量还是区域库存都有一定程度的压制, 伴随价格逐步回调以及农业种植需求的提升, 钾肥的施用量将有一定程度的改善, 预测东南亚的价格也将有望跟随巴西市场的价格有一定的回暖。

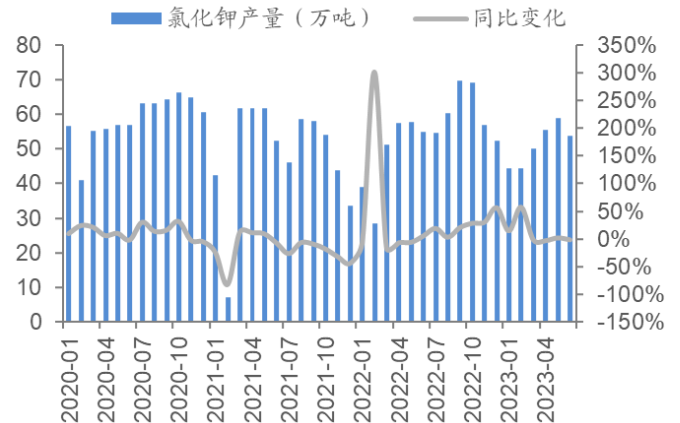
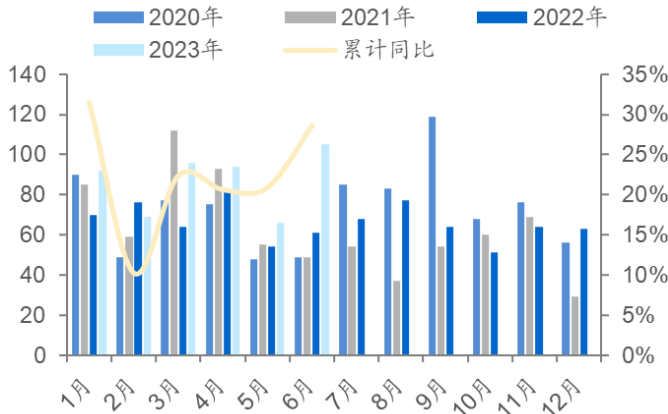
国内钾肥供给稳中向好, 上半年进口数量增多, 国内钾肥供给相对充裕。从目前来看, 上半年我国进口氯化钾522万吨, 同比增长116万吨, 进口数量明显增多; 而同时国内钾肥生产企业上半年开工较好, 累计产量同比增长6.4%, 整体国内市场货源相对充足, 而进入下半年, 需求相对平稳, 库存储备充足, 叠加国家对于农资运行的关注程度, 预计钾肥价格将以区间平稳运行为主。而另外考虑到我国今年上半年, 进口钾肥的价格相对较



高，从贸易的角度看钾肥的下行压力也相对有限。

图表22：上半年我国钾肥进口较多（万吨）

图表23：上半年国内钾肥生产同比增长



来源：Wind，国金证券研究所

来源：百川资讯，国金证券研究所

短期的偶发因素叠加季节性对国际市场产生影响，长期有望逐步形成供需平衡，预测中长期钾肥价格长期将以区间运行为主。从短期时间节点看，由于三大主流供应国家都有一定的扰动因素，叠加特殊区域的季节性刚性需求，价格存在上行动力，而对于长期来看，虽然短时间内的运输、结算等问题仍未解决，但相较于 2022 年的影响已经有所缓解，预期伴随运输问题的逐步解决、新建产能的逐步释放，钾肥价格将有望回归区间运行态势，但由于大头的新增产能释放需要时间，预计近 1-2 年内的运行仍好于此轮钾肥涨价之前。

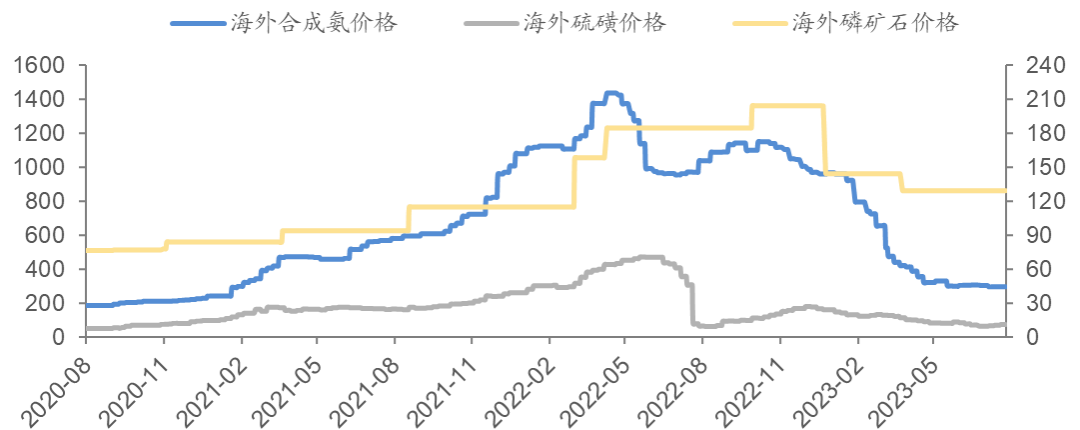
### 三、磷肥：上半年差异化运行，一铵具有改善空间，二铵运行有所支撑

#### 3.1、上半年海外磷肥价格持续调整，下落空间相对有限

2021 年以来，受到粮食价格上行影响，海外化肥价格持续提升，作为化肥重要的中间产品合成氨在海外主要以天然气作为原料，受到海外经济复苏的影响，油气价格持续提升，成本支撑合成氨大幅上涨，而进入 2022 年 2 月，俄乌冲突加重了行业成本压力，合成氨价格急速上行；同样海外硫磺主要通过炼油环节进行生产，叠加大下游需求的支撑，硫磺价格实现了长周期缓慢提升；而作为磷肥核心的磷源供给，前期跟随农业景气度提升，磷矿价格稳步增长，进入 2022 年 2 月，俄罗斯磷肥供给不确定性大幅提升，磷矿价格进一步上行，成本支撑磷肥价格持续提升。

而 2022 年下半年，持续了近 2 年大的下游上行周期停滞，磷酸一铵和磷酸二铵进入下行调整阶段，伴随终端产品价格的逐步回落，下游采购节奏明显趋向谨慎，先期进行库存消化，进入刚性采购阶段，终端需求支撑不足，整体产业链价格跟随性回落。

图表24：磷肥原材料价格上半年持续下行（美元/吨）



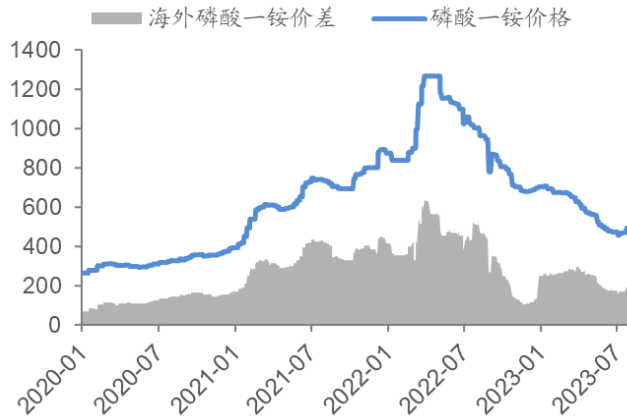
来源：百川资讯，Wind，国金证券研究所

经过近 1 年时间的调整，海外磷肥价差已经较前期有明显回落，至 2022 年底时，磷肥价差已经跌落至行业底部，行业运行相对承压，上半年北半球进入需求旺季，借助需求支撑

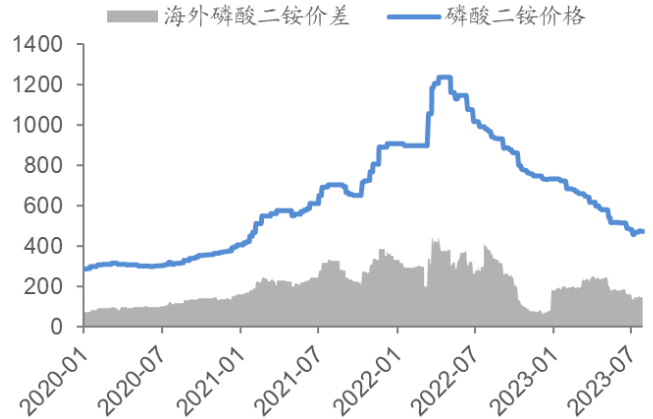


行业挺价，磷肥价差出现回升，但需求旺季过后，磷肥价差有一定程度的回落。

图表25：海外磷酸一铵产品及价差变化（美元/吨）



图表26：海外磷酸二铵产品及价差变化（美元/吨）

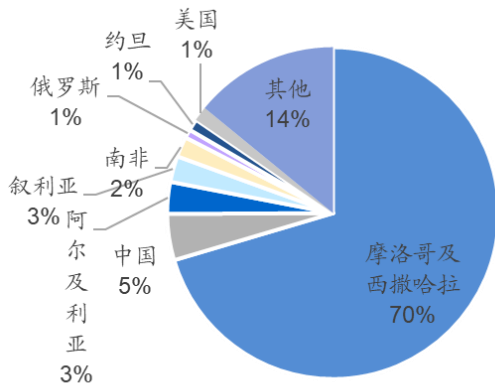


来源：百川资讯，Wind，国金证券研究所

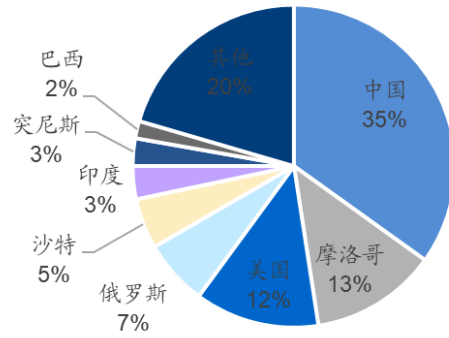
来源：百川资讯，Wind，国金证券研究所

磷肥类似于钾肥具有比较明显的资源属性，高度分布不均的资源格局导致磷肥的产能也出现了区域集中的状态，其中主要磷肥老牌供给国俄罗斯受到俄乌战争的影响，形成了较大磷肥供给不确定，伴随磷肥价格风险的逐步释放，需求国将逐步开启正常的采购需求，且在局势不明朗之前，部分依赖进口的农业大国需要进行较为充分的库存保障。

图表27：磷矿资源分布不均导致多数国家依赖进口



图表28：俄罗斯在全球磷肥产能分布中占比较高



来源：USGS，国金证券研究所

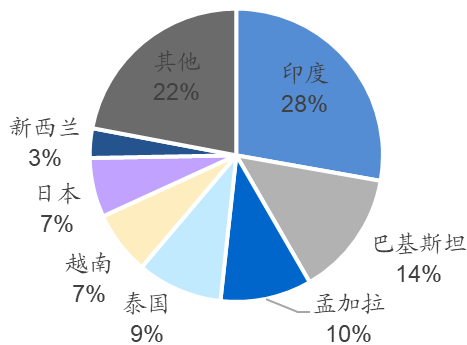
来源：IFA，国金证券研究所

磷酸一铵将逐步进入南半球需求旺季，有望形成价格支撑。虽然磷肥整体运行趋势相似，但不同种类运行稍有差异。磷酸一铵主要以复合肥使用为主，巴西是典型的需求地区；而磷酸二铵主要是直接施用，东南亚及印度的应用更为广泛。下半年是南半球的施肥旺季，以巴西为代表的企业对于磷酸一铵的产品需求支撑相对较强，磷酸一铵的价差经过二季度的调整，整体也进行了较多的回撤，生产企业具有较强的挺价意愿，在旺季需求支撑下磷酸一铵整体运行将有望获得一定程度的修复。

磷酸二铵东南亚国家仍有采购需求，有望形成需求支撑。东南亚及印度等地区有较多为一年两种，而今年上半年部分地区干旱少雨，导致化肥采购积极性较弱，虽然上半年我国二铵净出口量约为 241 万吨，同比去年增长较多，但仍然低于法检限制前 2021 年的水平，同时从出口地区来看，我国上半年主要出口地区集中于印度，但传统的东南亚需求大国比如巴基斯坦、孟加拉、泰国、越南等国家进口都有明显的推迟，预计下半年东南亚国家的施肥需求仍将对全球磷酸二铵运行形成支撑。

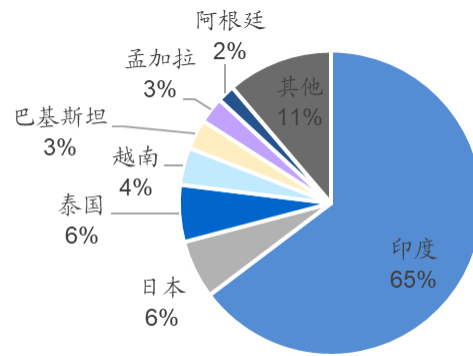


图表29：2021年我国磷酸二铵出口国家占比



来源：海关总署，国金证券研究所

图表30：2023年上半年我国磷酸二铵出口国家占比



来源：海关总署，国金证券研究所

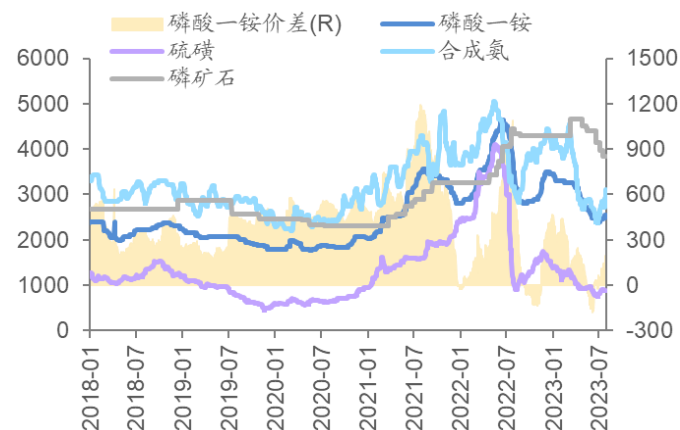
### 3.2、国内一铵有望跟随海外联动修复，二铵运行有支撑

虽然同为磷肥，但一铵和二铵的行业格局具有明显差异。磷酸一铵生产企业多数为单环节布局为主，行业集中度相对分散，产品定价权相对有限，因而在需求支撑不景气或者原材料剧烈波动过程中会有比较明显的盈利承压；但二铵生产企业相对集中，规模较大，且多数企业具有较好的产业链配套能力，对于行业的把控力较强，因而在常规化运行过程中，二铵行业的运行态势相对较稳。

磷酸一铵上半年需求支撑不足，行业大幅压缩。今年上半年，由于终端农产品价格有较大幅度的下行，导致种植积极性有所降低，化肥施用的积极性减弱；而另一方面，磷酸一铵在去年下半年出口减弱的情况下，价格已经开始有明显回调，且原材料价格依然持续下行，大趋势下行的状态下，下游无论是经销商还是复合肥厂采购决策都将极为谨慎，以刚性需求支撑为主，价格下行大幅压低产品价差。

行业盈利降低，行业供给大幅减弱，产量明显下行。一季度国内施肥旺季，需求支撑相对较好，产品价差有一定程度的支撑，但进入二季度，价差大幅收窄，行业内亏损企业增多，未有一体化配套的企业逐步开始降低负荷或检修，行业开工率明显下行，上半年我国磷酸一铵产量约为455万吨，环比下降约17.5%，下行幅度明显。

图表31：国内磷酸一铵价差上半年有较大压缩（元/吨）



来源：Wind，百川资讯，国金证券研究所

图表32：磷酸一铵的开工率倒逼下行，供给减弱



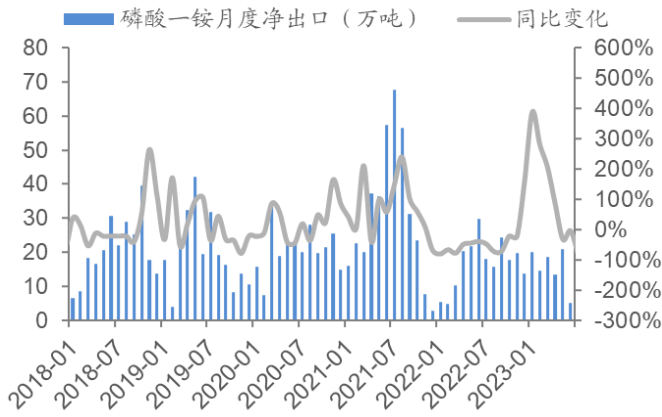
来源：百川资讯，国金证券研究所

法检对于磷肥出口的限制减弱，库存获得较大消耗。去年上半年，法检导致磷酸一铵出口受限，但今年上半年磷酸一铵的出口有所修复，虽然较疫情前此前的平均水平仍然表现较弱，但相比去年在一定程度上形成了需求支撑。而生产量明显减少，出口增多，下游刚性采购为主，导致国内的磷酸一铵库存获得了大幅的消化，磷酸一铵库存处于明显低位。

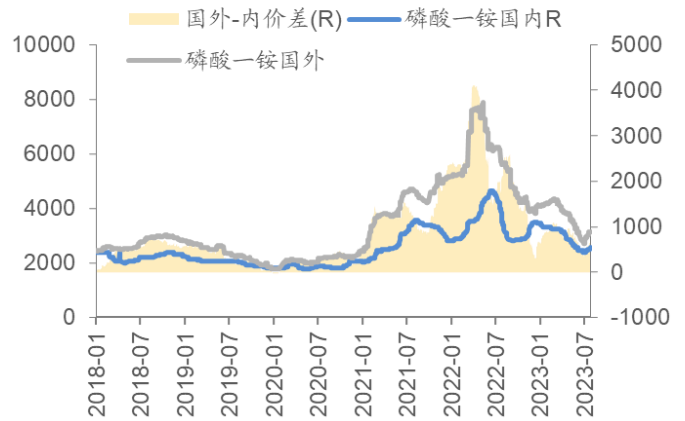
下半年磷酸一铵主要的应用市场将进入需求旺季，海外市场已经有表现，国内有望形成联动影响。下半年南半球作为磷酸一铵的主要应用市场，将进入需求旺季，叠加前期价格下行采购较少带来的影响，下半年海外磷酸一铵市场将形成刚性需求支撑，海外价格已经有所反应。我国虽然磷酸一铵的出口占比相对二铵较少，但国内库存较低，具有较好基础，产品盈利水平极低，厂家有挺价意愿，国内磷酸一铵市场有望跟随海外趋势获得修复。



图表33: 磷酸一铵出口同比改善但仍表现相对较弱



图表34: 磷酸一铵国内外的产品价差变化(元/吨)

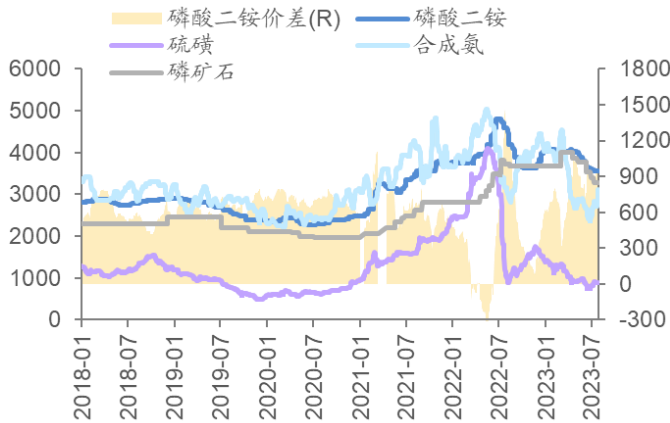


来源: Wind, 国金证券研究所

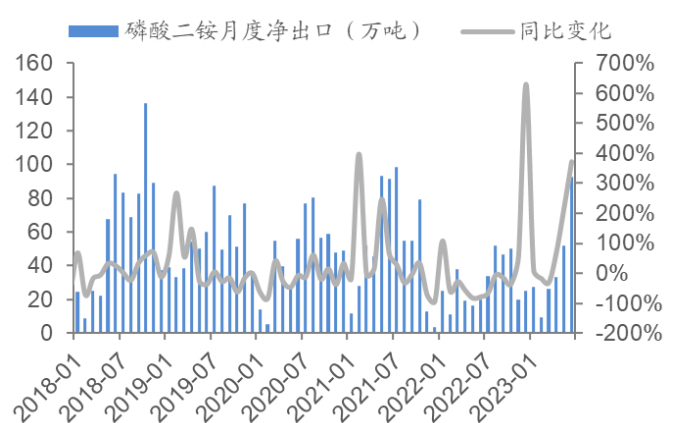
来源: Wind, 百川资讯, 国金证券研究所

相比于磷酸一铵, 磷酸二铵上半年运行略好, 出口形成一定的需求支撑。磷酸二铵生产企业一体化布局相对较多, 且行业集中度相对较高, 整体运行情况相对较好。上半年, 一季度国内需求支撑较好, 二季度出口数量逐步攀升, 但二季度磷酸二铵净出口 177.75 万吨, 虽未达到 2021 年水平, 但形成了较好的需求续力, 因而磷酸二铵运行相对较好; 进入下半年, 东南亚秋季需求仍有支撑, 且前期由于外汇等问题未有明显采购的国家还将有持续的采购需求, 预计下半年出口需求仍有支撑, 同时国内秋季冬小麦备肥将逐步在三季度起步, 预计整体二铵运行仍将有一定的支撑。

图表35: 国内磷酸二铵产品价差相对较好(元/吨)



图表36: 磷酸二铵出口形成一定的支撑



来源: Wind, 百川资讯, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 四、氮肥: 市场出口需求有支撑, 异常天气值得关注

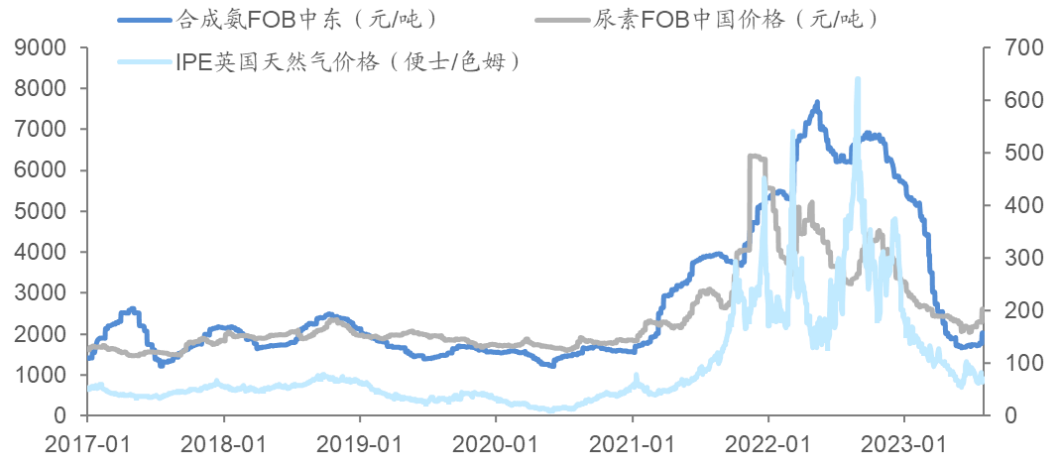
### 4.1、典型的能源加工产品, 成本受到能源联动影响较大

氮肥, 叠加能源加工和农业需求双重属性。氮肥本质上是能源加工环节, 海外多以天然气为原料生产, 而国内主要以煤炭作为原料, 因而能源供给格局和趋势变化会极大程度上影响氮肥的生产成本; 而另一方面, 氮肥作为三大肥料之一, 本身的需求具有刚性叠加季节性的影响, 因而尿素短期的影响因素相对较多。

能源全球定价, 局部冲突叠加天气担忧导致氮肥行业仍然存在较大不确定性。海外合成氨及尿素主要是以天然气作为主要原材料, 虽然尿素有全球供需的周期性波动, 但同原材料价格的变动大趋势高度相关。而作为主要的天然气供给国俄罗斯的局部地区形势、能源出口政策都将大幅影响氮肥的生产成本; 另一方面, 天然气还是欧洲等众多国家依赖的能源供应来源, 因而不确定的天气变化也有对于能源需求变动产生影响。而从目前的局势变化来看, 俄乌冲突的不确定依然存在, 且近期黑海协议事件、化肥关税事件等问题不断产生, 未来是否会进一步演绎难有定论, 而对于局部地区的异常高温或会提升能源需求, 因而尿素成本端的不确定性有所提升。



图表37: 氮肥价格受到能源价格影响较大

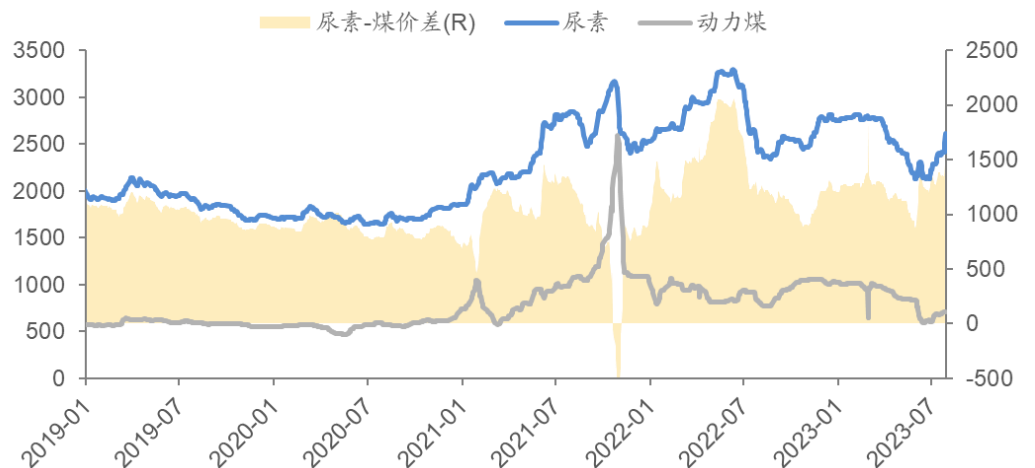


来源: Wind, 国金证券研究所

在我国尿素运行同样受到前段原料煤炭价格的影响。在我国尿素运行主要以煤作为主要原材料，而自 2021 年以来，我国煤炭价格波动区间明显扩大，前期尿素是主要受到供需影响的煤化工产品，现阶段受到能源价格的影响程度有所提升。而自 2021 年，国内煤炭价格大幅攀升后，虽然在不同阶段有所回升，但是相较于此前的煤炭价格已经有大幅提升，跟随着的国内尿素价格获得了中枢性的上移。

二季度国内煤炭价格调整，尿素明显弱势运行，伴随煤炭价格阶段触底，短期形成成本支撑。受到我国特殊国情决定，尿素一般在冬储和春耕阶段具有较好的需求支撑，自去年 12 月开始，原材料价格波动较小，农业需求形成较好支撑，尿素国内价格维持相对平稳，但进入二季度，国内需求逐步转弱，叠加煤炭价格开始有调整趋势，下游经销商、复合肥生产商明显转为按需采购，价格下行趋势明显，且由于需求支撑不足，产品盈利受到了明显压缩，阶段性行业盈利跌至承压位，直至 6 月底，煤炭价格加速调整向下后开始有所反弹，叠加国内热夏预期，尿素成本形成筑底支撑。

图表38: 国内尿素价格同样受到原材料煤炭的影响 (元/吨)



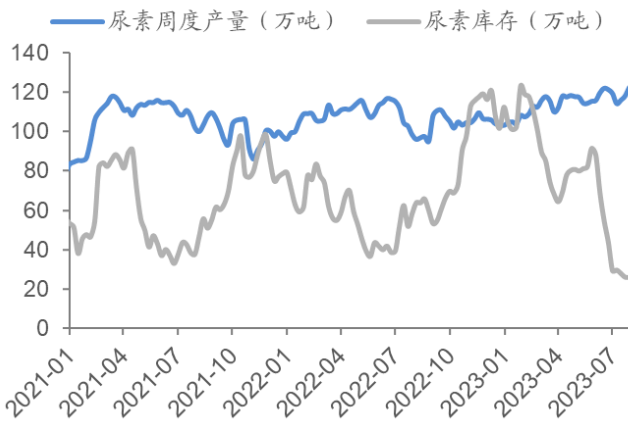
来源: Wind, 百川资讯, 国金证券研究所

一季度国内农业需求表现较好，二季度价格调整后，季度末带动下游需求释放。一季度是我国传统的用肥旺季，叠加前期的备肥需求，一般尿素具有全年较好的表现；而进入二季度，尿素主要表现为阶段性需求，但由于行业供给充分，成本支撑不足，产品价格不断下行，导致下游采购相对不足，库存在二季度前期有所累计，但伴随复合肥价差逐步有所修复，原材料触底可见，下游采购节奏稍有回暖，消化了前期的库存，行业具有挺价基础。



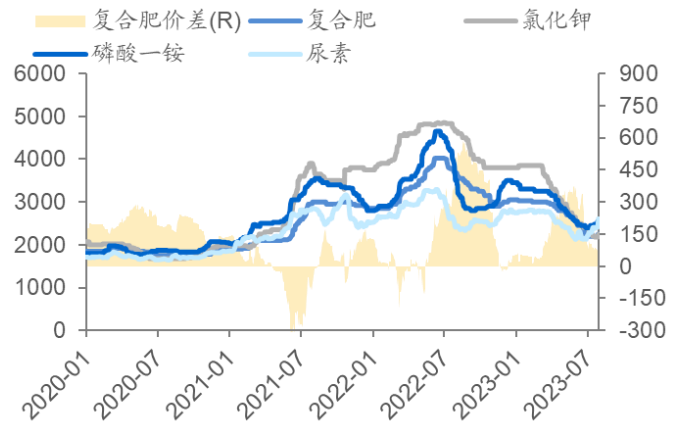


图表39：二季度尿素行业库存逐步走低



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表40：二季度复合肥价差有所提升（元/吨）

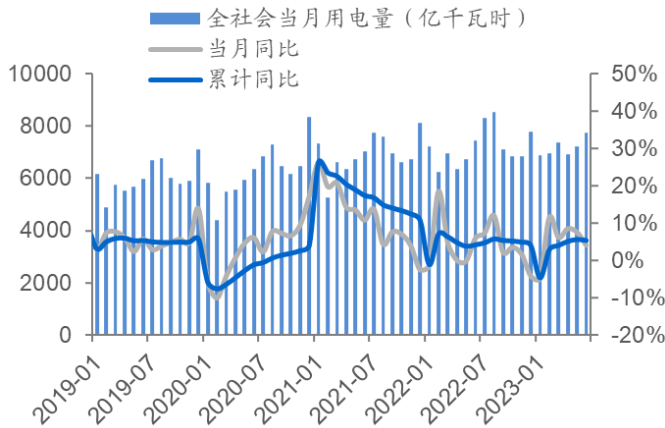


来源：百川资讯，Wind，国金证券研究所

#### 4.2、法检政策影响减弱，出口需求分散国内的供给压力

煤头尿素生产维持高负荷运行，上半年尿素产量有所提升。2022年冬季一方面受到国内疫情影响需求较弱，另一方面冬季用能相对平稳，整体燃煤供电压力不大，行业并未出现往年因为环保或者能源保供等问题而对氮肥行业产生开工限制的现象，因而今年煤头尿素生产并未受到较大影响，行业整体开工维持高位水平，行业供给明显提升。上半年尿素产量同比增长约100万吨，行业供给有一定增长。

图表41：冬季用能未有明显压力，供能平稳



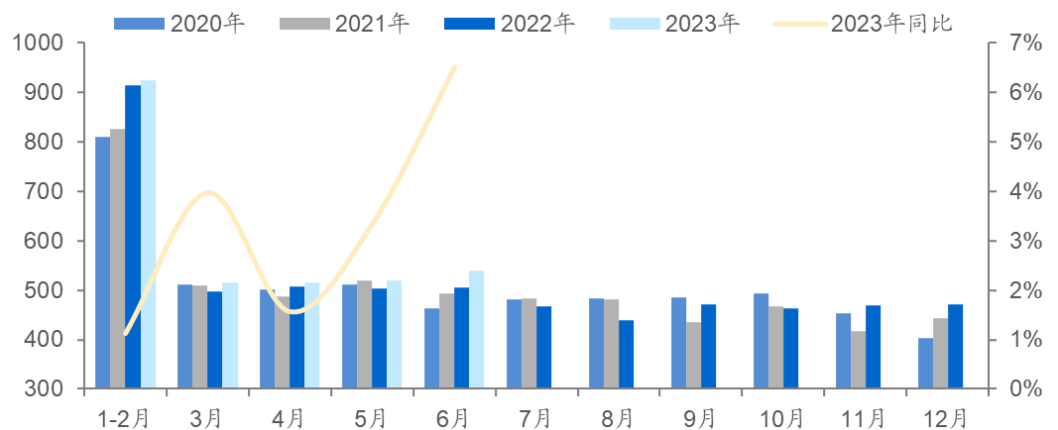
来源：Wind，国金证券研究所

图表42：尿素冬季生产平稳，开工保持较高水平



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表43：尿素上半年生产同比提升（万吨）





来源：百川资讯，国金证券研究所

行业新增产能主要以搬迁入园、落后产能替换为主，新增产能相对有序。根据统计今年将有超过 500 万吨的尿素装置投产，但细究来源看，其中多以改造升级或者搬迁入园装置为主，新增产能约为 200 万吨左右。但由升级改造和搬迁入园的装置前期生产阶段性停滞，因而新装置建成还是将提供部分增量，根据全年新增产能来看，下半年投产装置相对较多，预计环比上半年生产将有一定程度的增量，行业供给小幅提升。

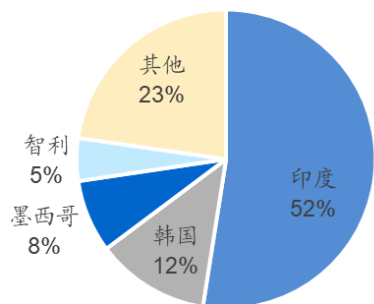
图表44：尿素下半年预计仍将有产能提升（万吨）

生产企业	地点	产能（万吨）	投产/计划投产时间	项目类型
晋煤明水	山东济南	40	2023年1月	替换
新疆中能万源	新疆昌吉州	60	2023年5月	续建
七台河勃盛	黑龙江七台河	30	2023年7月	新建
晋煤明水	山东济南	40	2023年7月	替换
华鲁恒升荆州	湖北江陵	100	2023年3季度	新建
河南心连心	河南新乡	70	2023年3季度	替换
甘肃刘化	甘肃白银	35	2023年4季度	替换
安徽昊源	安徽阜阳	40	2023年4季度	替换
华强化工	湖北当阳	80	2023年底	替换
河南延化	河南新乡	80	2023年底	搬迁改造
<b>总计</b>		<b>575</b>		

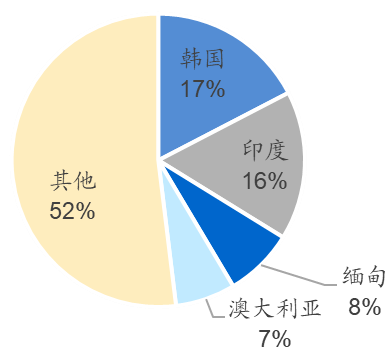
来源：百川资讯等，国金证券研究所整理

上半年出口量有限，东南亚及印度等地区仍有采购需求，预计出口有望分散国内供给压力。由于我国尿素产能相对充足，在满足国内需求的同时还有近 1 成左右的产品供给海外市场，而其中印度市场占据了主要份额。但根据今年的运行情况来看，上半年我国尿素净出口约 100 万吨，虽然同比去年出口量略有增长，但并未恢复至往年水平，整体供给海外占比相对较小。

图表45：2021年尿素一半以上出口到印度



图表46：2023年印度出口量占比大幅下降



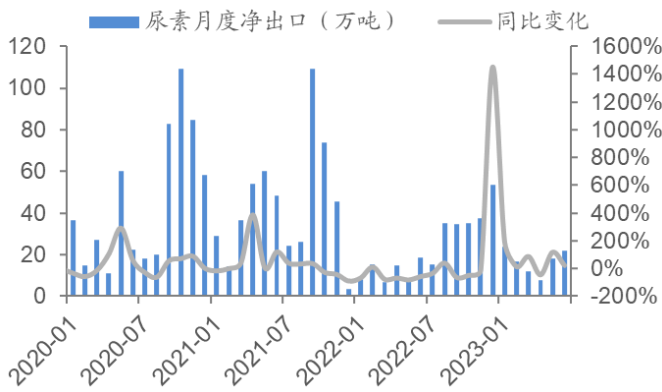
来源：海关总署，国金证券研究所

来源：海关总署，国金证券研究所

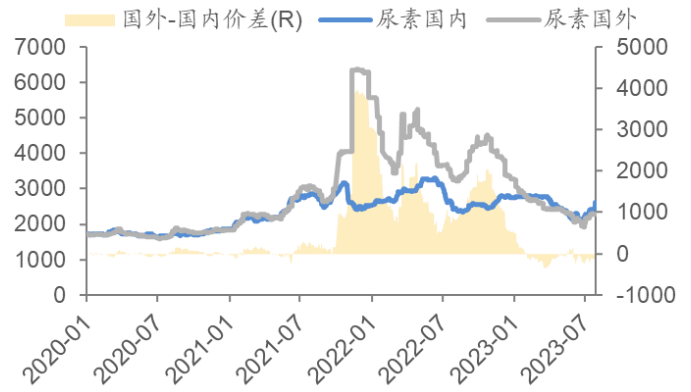
从目前看，国内外尿素价差基本回归正常水平，前期通过法检限制出口价格将有明显好转，整体出口有望继续获得修复。而对比印度今年的整体尿素招标情况，上半年由于海外尿素价格持续下行，印度采购有明显推迟，上半年印度进行招标次数明显偏少，下半年印度逐步进入用肥旺季，预计招标数量将有提升，进一步带动我国尿素出口提升，分散国内尿素供给压力，预计下半年如无特殊以外情况，产品将以区间运行为主。



图表47: 上半年尿素出口略有提升, 但未完全恢复



图表48: 尿素国内外价差回归正常水平(元/吨)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 百川资讯, Wind, 国金证券研究所

图表49: 印度上半年招标相对较少, 下半年需求有望提升

开标日期	发起部门	到岸价(东)	船期	实际招标量(万吨)	中国中标量(万吨)
2021/3/22	RCF	379.87	4月28日	80.25	55
2021/5/4	MMTC	356.99	6月21日	55	6
2021/5/25	RCF	408.88	6月30日	56.5	32
2021/6/24	RCF	509.95	8月11日	77.9	20
2021/7/22	RCF	509.50	8月31日	120	70
2021/10/1	RCF	665.50	11月11日	73	65
2021/11/1	RCF	-	12月10日	47	0
2021/11/11	IPL	998.50	12月31日	160	10
2021/12/23	IPL	899.50	1月31日	119	0
<b>2021年合计</b>				<b>788.65</b>	<b>258</b>
2022/2/7	IPL	596.45	3月20日	131	0
2022/4/26	IPL	716.50	5月15日	7.8	0
2022/5/11	RCF	721.30	7月5日	165	25
2022/7/20	IPL	517.00	8月31日	59	15
2022/9/9	RCF	675.25	10月21日	88	23
2022/10/17	IPL	655.00	12月5日	148	30
2022/11/14	NFL	578.77	12月22日	147	28
<b>2022年合计</b>				<b>745.80</b>	<b>121</b>
2023/1/23	IPL	-	2024年2月28日	长协招标计划60	-
2023/3/3	IPL	334.80	6月1日	110	
2023/6/12	RCF	284.90	7月17日	58.50	0
2023/8/9	IPL	预计高于6月	9月26日	预计100+	待公布
<b>2023年目前合计</b>				<b>328.50+</b>	

来源: 百川资讯, 公开资料, 国金证券研究所

尿素供给端依旧受限, 方向定调, 行业格局长期向好。自 2021 年碳减排方向确定后, 不同地区对于供给端进行了不同程度的管制, 但 2022 年整体疫情影响经济承压, 碳减排的要求在供给端影响减弱, 叠加前期推迟的产能投放, 2023 年行业具有一定的尿素产能投放, 对于煤化工未来格局出现了一定的分歧, 但 7 月底, 国家出台了推动煤化工产业健康发展的政策, 明确了未来新增产能依然受限, 且要求行业内落后产能在 2025 年前完成技



改升级，若持续无法达标则将淘汰，此次政策再次确定煤化工发展方向，对于新增产能、存量市场进行了明确规定，尿素作为典型的煤化工产品，大方向将受益于行业格局优化。

### 五、投资建议

行业大方向依然确定，新增产能受限，落后产能淘汰，长期看格局改善将有望带动行业盈利改善；而中短期看，我国法检对出口限制影响减弱，分散国内供给压力，经过近1年的行业调整，大部分化肥的价格风险获得释放，行业进一步下行压力较小；叠加地域冲突、天气因素、运输因素等问题，及部分国家的施肥季刚性采购需求，钾肥、磷酸一铵等产品有望形成一定的支撑和改善，多数化肥将以阶段性区间运行为主，建议关注：①自身具有相对成本优势的生产企业，能够获得超行业水平的盈利空间；②关注有上下游产业链配套的生产企业，可以平滑行业波动风险；③关注能够具有成长空间化肥企业，在新增产能受限的情况下，具有成长空间。

图表50：化肥行业相关公司汇总情况

行业	公司	2022年产能 (万吨)	2022年销量 (万吨)	化肥营收占比	化肥盈利占比	毛利率
氮肥	华鲁恒升	尿素 155	化肥 283.73	化肥 18%	化肥 25%	化肥 39%
	阳煤化工	尿素 232	尿素 215.45	尿素 30%	尿素 47%	尿素 13%
	四川美丰	尿素 63	尿素 36.27 复合肥 32.76	尿素 19% 复合肥 20%	尿素 30% 复合肥 6%	尿素 40% 复合肥 8%
	心连心化肥	尿素 320	尿素 271.3 复合肥 199.26	尿素 30% 复合肥 27%	尿素 44% 复合肥 18%	尿素 28% 复合肥 13%
	湖北宜化	尿素 156	尿素 148.07	尿素 17%	尿素 32%	尿素 36%
	云天化	尿素 200	尿素 195.93	尿素 7%	尿素 17%	尿素 42%
磷肥	湖北宜化	磷酸二铵 126	磷酸二铵 130.5	磷酸二铵 27%	磷酸二铵 28%	磷酸二铵 20%
	云天化	磷肥 555 复合肥 132	磷铵 460.68	磷酸一铵 6% 磷酸二铵 18% 复合肥 4%	磷酸一铵 13% 磷酸二铵 28% 复合肥 5%	磷酸一铵 35% 磷酸二铵 25% 复合肥 17%
	兴发集团	磷酸一铵 20 磷酸二铵 80	磷肥 101.16	磷肥 11%	磷肥 6%	磷肥 19%
	瓮福集团	磷酸一铵 48 磷酸二铵 262 其他化肥 40	磷酸一铵 19.14 磷酸二铵 148.91	磷肥 21%		磷肥 25%
	新洋丰	复合肥 798 磷酸一铵 185	磷肥 92.97 复合肥 383.76	磷肥 21% 复合肥 75%	磷肥 26% 复合肥 63%	磷复肥 14%
	司尔特	磷酸一铵和复合 肥 225	磷酸一铵 56.77 复合肥 78.33	磷酸一铵 40% 复合肥 47%	磷酸一铵 44% 复合肥 42%	磷酸一铵 24% 复合肥 20%
	川发龙蟒	工业级一铵 30 肥料 136	工业级一铵 31.83 肥料 144.41	工业级一铵 20% 肥料 43%	工业级一铵 36% 肥料 34%	工业级一铵 37% 肥料 16%
	云图控股	磷酸一铵 43 复合肥 550	磷酸一铵 32.14 复合肥 330.38	磷酸一铵 7% 复合肥 46%	磷酸一铵 6% 复合肥 48%	磷酸一铵 13% 复合肥 16%
钾肥	盐湖股份	500	494.11	56.27%	56.51%	79.44%
	藏格矿业	200	110.14	46.80%	40.49%	70.93%
	亚钾国际	100 (+200 在建)	91.02	98.10%	97.52%	72.30%
	东方铁塔	50 (+100 在建)	47.39	50.75%	92.24%	65.42%

来源：公司公告，国金证券研究所



## 六、风险提示

政策大幅影响国内化肥行业供给风险:化肥行业的结构性改善更多需要依托供给端的新建产能管控、落后产能淘汰,环保监管治理等政策落地,若政策变动将影响行业未来趋势;

化肥贸易政策变动风险:氮磷钾化肥都需要参与国际贸易,氮肥、磷肥需要出口,钾肥需要进口,法检等政策会对出口产生极大影响;

全球局势变动风险:全球化肥生产区域集中,贸易影响巨大,如果部分供给国的化肥出口、关税、运输等产生变动,会极大影响全球化肥价格;

原材料价格剧烈波动风险:若化肥原材料剧烈波动将大幅影响产品盈利空间;

全球新增产能变动风险:若氮肥、磷肥海外产能建设加速,或将影响国内产品出口;

粮食价格变动风险:拉长时间看,粮食价格对于化肥供需会产生较大影响,同时进一步影响化肥价格敏感度,因而若粮食价格产生剧烈波动,会对化肥产生影响。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究