

# 倒春寒多发春耕需求有所推迟，后续行情依然值得期待

——基础化工行业 事件点评

2018年03月20日

看好/维持

基础化工

事件点评

廖鹏飞	分析师	执业证书编号: S1480517090001
	liaopf@dxzq.net.cn	010-66554121
刘宇卓	分析师	执业证书编号: S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030
张明烨	分析师	执业证书编号: S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn	0755-82832017
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn	010-66554047

## 事件:

临近春耕，全国倒春寒多发且程度较重，以东三省和中原五省为主，截止目前；东北地区3月平均最高气温同比下降5-7℃，最低气温下降3-8℃；河北地区月均最高气温同比降3.5℃，最低气温降2℃；山东地区最近一周平均最高气温同比下降8℃，最低气温下降3℃；河南地区周均最高气温同比下降4℃，最低气温下降0.4℃。

## 观点:

### 1. 倒春寒推迟但不会降低终端用肥需求。

春耕市场化肥需求通常占全年需求的60%左右，渠道及下游备肥通常在1-4月份（近2-3年冬储备肥逐渐淡出），终端下游用肥通常在2-5月份。3月份以来全国以东北和中原地区平均气温下降显著，东北地区大雪天气明显影响备肥进展，天气异常以及化肥市场连年低迷下的产业链谨慎心态是目前农需备肥推迟的最重要原因。根据我们调研结果，复合肥厂家普遍反映一季度至今出货量低于预期，而东北基层农户表示二级经销商普遍无价可报，我们判断农资刚需虽有推迟但仍会释放，4月份开始随着气温回升下游将开始集中备货。对于单质肥来说，此半个月至一个月的下游备肥推迟将一定程度上缓解此前预期的需求集中释放下的供需紧张，但低库存、低开工下的整体春耕市场的紧平衡依然存在，预计春耕期间价格仍然强势，而复合肥厂家第二季度的销量值得期待。

### 2. 中长期依然看好复合肥行业迎来拐点。

从下游农产品价格看，玉米价格自2017年初国内玉米DCE期价以自2016年底部的1400元/吨上涨至目前的1800元/吨，基层农户种植玉米单亩收益也从2016年的盈亏平衡甚至亏损提升至2017年的约400元/亩，考虑到种植的滞后效应，2018年的玉米种植面积和单亩用肥量均大概率拐头向上，在能源价格提升+玉米深加工需求旺盛叠加下我们判断国内玉米中长期价格中枢不低於1800-2000元/吨；虽然国家降低水稻最低收购价，但调减幅度较低（10-20元/公斤），边际影响较小。在2016-2017连续两年的农产品低迷价格影响下，国内化肥复合化率连续下降，复合肥消费量从2015年的6000万吨降至2017年的5000万吨，我们判断在农产品需求自然增长+耕地面积不足+化肥零增长方案叠加下，复合化率提升的逻辑中长期依然有效，而农产品价格回暖是本轮拐点的直接催化。

### 3. 供给端虽然看点不大但边际改善中。

复合肥产能严重依然较为严重。在产能方面：全国 2017 年产能约 2.1 亿吨，行业产能利用率常年维持在 25% 附近。目前复合肥行业装置设备落后、环保不达标、规模无优势的老旧产能正加速退出市场；据卓创资讯统计，2017 年国内复合肥产能较 2016 年减少约 4%，统计数据实现首次下降。新建产能方面：未来国内几无新增产能，此前有规划的如鲁西新增尿素-复合肥装置大概率转产甲醇或液氨。开工方面：采暖季限产期间多家规模较大工厂受环保影响开工受限，如山东地区 10 吨以下锅炉禁开、20 吨以上锅炉禁止新建。虽然复合肥行业为轻资产行业，装置开停工容易实现，但重建渠道费用较高，再加上配套环保设施的费用，小厂家重新进入市场难度较大。

### 4. 期待行业龙头通过向农业服务的切入实现远期增长。

农产品价格回暖下的需求反转，是我们看好此次行业拐点的最主要的一个中期逻辑，若国内整体规模从去年的 5000 万吨回到 2015 年的 6000 万吨则意味着行业整体 20% 的增长，而龙头凭借渠道优势将有不低于行业平均的增长速度，考虑化肥行业零增长以及复合化率仍有空间，复合肥需求弹性将强于单质肥。放眼远期，行业整体规模增长和复合化率提升速度恐难以长期复制 2015 年之前的年均 10-20% 的复合增速，而此前农资公司在农业服务方面已经过长期摸索和多次模式迭代，我们认为未来通过产业链上游聚资源、中游搭平台、下游做服务从而完成农业产业闭环的大方向毋庸置疑，而农资主体通过渠道优化和农业服务提升自身品牌销量是一方面，本身农业服务的千亿市场更具想象空间；问题就在于在农业服务闭环进程化中何种模式、哪家主体、什么时间能够脱颖而出，这也是我们未来会持续关注和深入研究的方向。在农资主体中化肥企业相比农药和种子公司由于自身更大的营收体量在资金方面无疑更具优势，农药企业由于基层农户交互次数多在服务上更具优势。

### 结论：

看好下游需求回暖下行业迎来拐点，当前倒春寒天气农需虽有推迟但二季度行情依然可期，推荐龙头公司金正大、新洋丰和史丹利。

### 风险提示：

农产品价格大幅波动；单质肥价格大幅回落。

## 分析师简介

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。