

农林牧渔

复合肥有望迎来量价齐升，重点推荐优质行业龙头

农产品高价提升农户种植积极性，复合肥行业景气周期开启！

2021 年以来，国内大豆、玉米、中晚稻的现货价格持续上涨，达到近 10 年的最高价。我们认为，在全球疫情、各国粮食出口收紧、部分国家宽松的货币政策等因素影响下，国内外粮食价格在 2-3 年内有望保持高位，农民种植积极性持续提升。复合肥行业景气度与粮食价格有高度相关关系，粮食价格上涨，种植者为了保障更好的收益对于肥料投入程度更高。此外，从农产品结构来看，我国蔬菜、花卉、果树等经济作物比例不断增加，经济作物施肥的复合化率高于粮食作物。复合肥销售有望量价齐升，行业景气周期开启！

产业迎来转型升级，行业集中度加速提升

截至 2020 年 6 月底，全国农民专业合作社总数超过 220 万家，经营主体规模化、职业化对农资产品和服务提出了更高的要求，头部企业能够保持科技领先优势、服务创新优势，引领产品升级和服务增强趋势，在新型肥料产品和农化服务方面抢先布局，获得更多的发展机遇。在新冠疫情影响、“三磷”整治等环保标准趋严等因素下，复合肥行业洗牌速度加快，竞争优势向头部企业加速集中。2018-2020 年新洋丰和云图控股销量占全国化肥施用量比重连续三年提升。

短期来看，复合肥销售旺季将近，有望迎来量价齐升！

2021 年入春以来，单质肥价格上涨明显，代表区域的尿素和磷酸一铵的市场价格普遍上涨 30-40%。在价格快速上涨的阶段，经销商处于备货观望状态，拿货积极性降低，复合肥企业开工率下降，库存缓增；对比之下，渠道库存持续下降，有望见底。三季度迎来复合肥秋肥施用需求旺季，按照施肥节奏，基层采购需求近期逐步攀升，我们认为面对渠道库存见底、农户需求迫切的现实因素，经销商拿货意愿有望在 6-7 月加速释放，6-7 月开始复合肥企业销售有望迎来量价齐升新局面！

推荐标的：新洋丰、云图控股

我们认为，在行业景气度提升的大背景下，产品成本领先、满足下游多元化产品和服务需求、渠道完善的复合肥企业有望脱颖而出。

新洋丰：1) 公司自配 180 万吨磷酸一铵产能（全国第一），具备产业链一体化优势，降低复合肥成本。2) 公司近年来持续加码新型肥研发和技术服务，新型肥料将成为复合肥行业产品结构优化方向，且盈利能力高于常规肥，公司新型肥业绩有望迎来持续高增长，这将进一步改善公司毛利率。3) 公司一方面构建尽可能触达农资消费者的渠道体系；另一方面针对需求细化农化服务，加强客户粘性。我们预计 2021-2023 年公司实现收入 117.54/137.20/157.88 亿元，归母净利润 11.99/15.02/18.95 亿元，给予 21 年 25 倍 PE，目标价 23 元，维持买入评级。

云图控股：1) 公司拥有磷矿及磷复肥产能，且公司布局有氯化铵和硝酸铵的产能，降低公司生产成本；公司产能集中在湖北和四川，既靠近上游原料产地，又可以利用长江水运，物流成本低。2) 公司硝基肥及水溶性肥料均处于行业领先地位，已成为高端复合肥产品的领军品牌，未来在经济作物方面有望实现快速推广，并提升公司整体盈利能力。3) 强化渠道服务和品牌推广，公司复合肥销售有望高速增长。我们预计公司 2021-2022 年的收入 105.84/121.89 亿元，归母净利润 7.38/9.33 亿元，给予 21 年 20 倍 PE，目标价 15 元，维持买入评级。

风险提示：农产品和原材料价格波动、环保政策风险、竞争加剧风险、复合肥销量不及预期风险

证券研究报告

2021 年 06 月 05 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《农林牧渔-行业研究周报:2021 年第 22 周周报:修改《种子法》座谈会在京召开，关注种业改革带来的投资机遇》 2021-05-30
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2021 年第 21 周周报:继续重点推荐农业核心赛道龙头，关注下半年猪价景气机遇》 2021-05-23
- 3 《农林牧渔-行业研究周报:2021 年第 20 周周报:玉米期货价格再创新高，关注下半年猪价反弹机会》 2021-05-16

内容目录

1. 农产品高价提升农户种植积极性，复合肥行业长景气周期开启！	4
1.1. 农产品价格上涨，复合肥施用率提升	6
1.2. 复合肥施用率总体提升，经济作物复合肥施用率更高	8
2. 产业迎来转型升级，行业集中度加速提升	9
2.1. 新型复合肥、高端复合肥带来更多机遇，头部企业抢占先机	9
2.2. 经营主体规模化职业化提出更高要求，农业服务与产品结合是大势	10
2.3. 中小产能逐步退出，行业竞争格局持续改善	11
3. 短期来看，复合肥销售旺季将近，有望迎来量价齐升！	14
3.1. 前月单质肥涨价快，经销商呈观望态度，拿货主动性低	14
3.2. 秋肥时节临近，经销商批量补仓可能性较大	15
4. 推荐标的：新洋丰、云图控股	16
4.1. 新洋丰	16
4.2. 云图控股	16

图表目录

图 1：复合肥产业上下游	4
图 2：复合肥施用量与化肥使用量	4
图 3：复合肥占化肥施用量比例	5
图 4：各国每公顷耕地化肥消费量（千克）	5
图 5：国内部分农作物价格（元/吨）——2020 年以来价格上涨明显	7
图 6：农作物国际期货价格（美分/蒲式耳）	7
图 7：全国原粮收购价指数	7
图 8：肥料价格与谷物价格高度相关	8
图 9：主要粮食作物和经济作物每亩复合肥折纯用量（公斤）	8
图 10：农作物、粮食作物、经济作物播种面积（千公顷）	9
图 11：各类经济作物播种面积（千公顷）	9
图 12：主要复合肥企业研发支出总额占营业收入的比例	9
图 13：农民专业合作社累计值（万户）	10
图 14：家庭农场累计值（万个）	10
图 15：2014 年我国复合肥企业年产量普遍较低（家）	11
图 16：2011-2014 年我国化肥企业亏损数量逐年上升（家，%）	12
图 17：新洋丰和云图销量（万吨）及占全国化肥施用量比重	12
图 18：2020 年四季度以来全化肥价格上涨（元/吨）	13
图 19：我国氮肥产量和进出口情况（万吨）	13
图 20：我国磷肥产量及增速（折 100% P_2O_5 ，万吨，%）	14
图 21：我国钾肥进口依存度高（万吨）	14
图 22：我国钾肥库存（万吨）	14

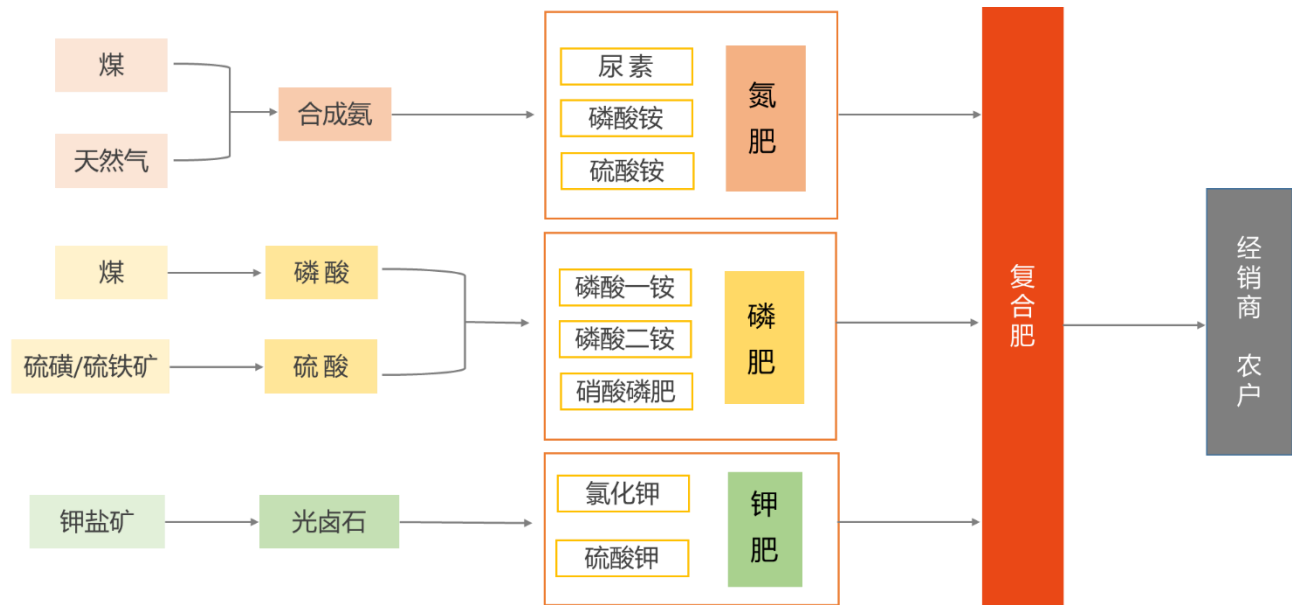
图 23：市场价(主流价):尿素(小颗粒)（元/吨）	15
图 24：市场价(主流价):磷酸一铵(55%粉状)（元/吨）	15
图 25：2020-2021 年复合肥企业开工率走势图	15
图 26：每年 2-3 季度是化肥销量旺季（万吨）	16
表 1：政策对于复合肥行业的影响	5
表 2：主要化肥企业加快高端新型复合肥布局	9
表 3：主要复合肥企业的农化服务	10

1. 农产品高价提升农户种植积极性，复合肥行业长景气周期开启！

复合肥是指由化学方法或混合方法制成的含作物营养元素氮、磷、钾中任何两种或三种的化肥，是农业生产领域中常用的肥料，属于我国重要的农资。相比单质肥，复合肥具有营养养分含量高、副成分少并且物理性状好等优点。

化肥产业链上游为煤、天然气、磷矿石、钾矿石等化工原料，中游通过酸化、合成反应、精制提纯等工艺方法得到磷酸、合成氨、光卤石等中间产品，进而合成三大基础化肥原料。三大基础化肥原料能够直接作为单质肥施用，也可进一步加工制成复合肥。化肥下游需求为农业，具有非周期性，其消费需求取决于人口增速及食品消费结构等因素。

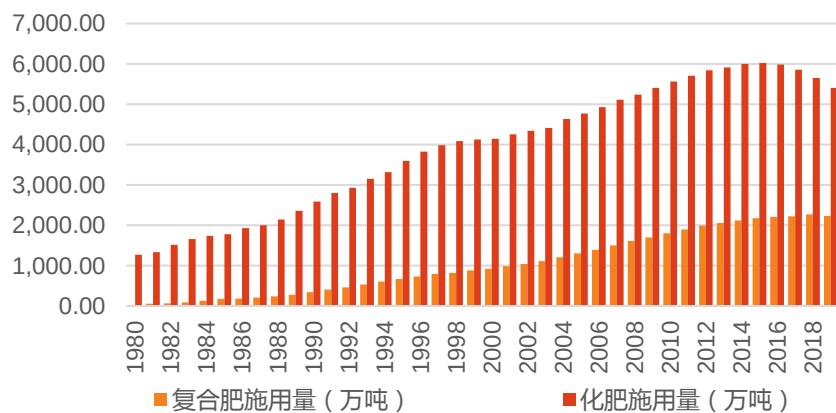
图 1：复合肥产业上下游



资料来源：化肥价格资讯公众号，天风证券研究所

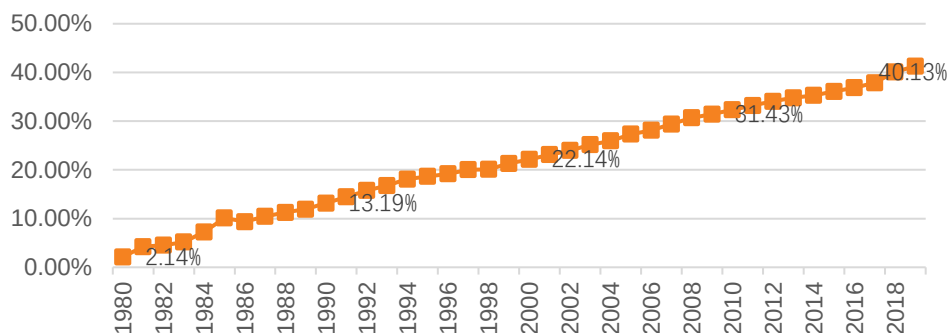
化肥的施用量在稳步增长后于 2015 年达到最高点 6023 万吨，之后逐年下降，2015~2019 年化肥施用量年增长率从 0.44% 下降至 -4.42%。1980—2019 年，全国复合肥施用量由 27.20 万吨增长至 2019 年的 2,230.67 万吨。复合肥施用量占化肥施用量比重逐年稳步上升，从 1980 年的 2.14% 上升至 2019 年的 41.28 %。

图 2：复合肥施用量与化肥使用量



资料来源：wind，天风证券研究所

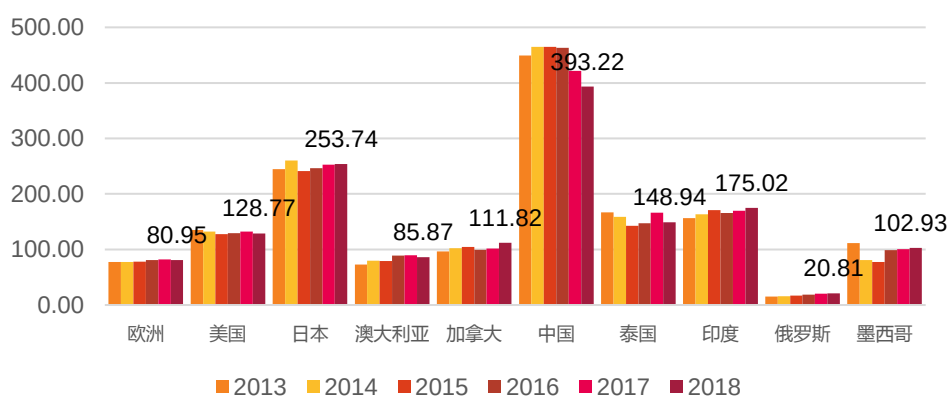
图 3：复合肥占化肥施用量比例



资料来源：wind，天风证券研究所

不合理使用现象突出，化肥使用量负增长。根据中国科学院院士赵玉芬，我国每年施用的氮肥在其被农作物吸收前，通过挥发、淋溶和径流逸失，损失超过 1000 万吨，造成土壤、地下水、地表水和空气的污染。根据中国科学院院士金涌，我国施肥水平是世界平均水平的 3 倍到 4 倍，氮肥利用率只有 30%至 35%，PM2.5 中的亚硝酸铵、亚硫酸铵是过度施用的尿素分解形成的。根据中国农业大学张福锁，农业化学品的大量投入导致土壤中养分、重金属以及有毒有机物富集，此类土地污染会直接威胁农产品质量安全。

图 4：各国家每公顷耕地化肥消费量（千克）



资料来源：wind，天风证券研究所

一系列政策出台以应对化肥施用不合理的情况。工业和信息化部推出的《化肥工业产业政策》中强调要加速推进化肥产品结构调整，重点发展高浓度基础肥料和高效复合肥；中国石油和化学工业联合会在《化肥工业十二五发展规划》中鼓励发展按配方施肥要求的复混肥和专用肥；农业部在《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》中提出到 2020 年实现“一控两减三基本”的目标；工信部在《推进化肥行业转型发展的指导意见》中要求企业采取多项举措促进行业升级，提高产能利用率，大力发展新型肥料，提升环保效益。各级部门和企业落实国家行业政策，通过示范效应带动缓（控）释肥的推广，为推动农业发展方式转换、化肥产业结构调整、转移农村劳动力做出贡献。

根据农业部于 2015 年提出《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，截止 2017 年，我国化肥已提前三年完成目标。2019 年中国农用化肥施用折纯量 5403.59 万吨。随着行业内多项优惠政策相继取消，如对企业补贴减少、化肥用气优惠取消、上调化肥的铁路运费、恢复征收增值税等，叠加环保政策趋严、原材料价格上涨等因素，能耗高、污染不达标的落后产能加速退出，产能进入负增长时代。

表 1：政策对于复合肥行业的影响

政策类别	代表性政策文件	政策内容	影响
供给侧结	《工业和信息化部	大力发展新型肥料，力争到 2020 年，我国新型肥料施用	降低氮肥磷肥过剩产能，倡导

结构性改革	部关于推荐化肥行业转型发展的指导意见》	量占总体化肥施用量的比重从目前的不到 10%提升到 30%。大力调整产品结构。一是鼓励开发高效、环保新型肥料。	适用新型复合肥，有利于有技术研发能力和高新技术研发能力和高新技术产品的复合肥加工企业。
行业政策	《石油和加工产业结构调整指导意见》	提高氮肥、磷肥准入门槛，限制低水平产能无需扩展。重点发展高效复合肥，缓控释肥等高端产品，提高钾肥供应能力和高浓度化肥的比例。争取到 2015 年，高浓度化肥比例提高到 85%，施肥复合率达到 40%以上。调整产业布局，争取到 2015 年，复合肥前十名企业产量比例提高到 50%以上	2015 年实际施肥复合率约为 35%，仍有明显缺口。此外，复合肥市场有典型的消费品属性，被终端农户消费，未来受惠农政策深化、耕种结构调整及规模化经营等因素推动，复合肥有较大提升空间。
粮食政策	《东北地区实行玉米粮食收储政策》 《关于切实加强高标准农田建设提升国家粮食安全保障能力的意见》	2016 年，在东北三省和内蒙古自治区将玉米临时收储政策调整为“市场化收购+补贴”的新机制，玉米价格由市场形成。 到 2022 年，全国要建成 10 亿亩高标准农田，以此稳定保障 1 万亿斤以上的粮食产能	玉米价格下跌，农民种植积极性降低。 利好高质量化肥的销售。
税收政策	《关于 2017 年关税调整方案的通知》	继续对小麦等 8 类商品实施灌水配额，税率不变。其中，对尿素、复合肥、磷酸氢铵 3 种化肥的配额税率继续实施 1%的暂定税率。	对化肥及相关产品出口关税做了较大幅度调整，降低了复合肥出口关税，利好复合肥出口。
环保政策	《土壤污染防治行动计划》	合理使用化肥。鼓励农民增施有机肥，减少化肥施用量。严禁将城镇生活垃圾、污泥、工业废物直接用作肥料。到 2020 年，全国主要农作物化肥，农药利用率提高到 40%以上，测土配方施肥技术推广覆盖率提高到 90%以上。	利空传统单质肥，利好新型复合肥。
上游原料政策	《关于推荐化肥用气价格市场改革的通知》 《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》 《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》	全面放开化肥用气价格，由供需双方协商决定。鼓励化肥用气进入是由天然气交易中心等交易平台，通过市场交易形成价格，实现价格公开透明 逐步取消化肥电价优惠，化肥生产用电执行相同用电类别的工商业用电价格；优惠价差较大的地方，分量不到位，2016 年 4 月 20 日起全部取消电价优惠 指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省(市)的磷肥和含磷农药制造等涉及磷矿、磷化工企业、磷石膏库的“三磷”专项排查整治行动	对行业整体成本结构造成压力。 增加下游成本，淘汰落后产能。 磷肥产量继续下滑。

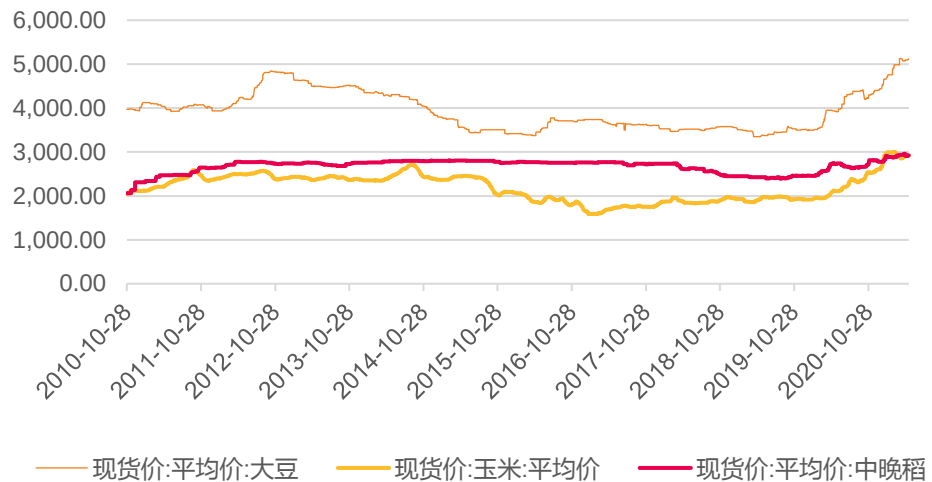
资料来源：中国政府网、发改委、人民网、新华网、天风证券研究所

1.1. 农产品价格上涨，复合肥施用率提升

国内玉米、大豆、水稻等价格迎来上涨。进入 2021 年，大豆、玉米、中晚稻的现货价格达到近 10 年的最高价。2021 年国家继续在稻谷主产区实行最低收购价政策，其中 2021 年生产的早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每 50 公斤 122 元、128 元和 130 元。与去年相比，早籼稻、中晚籼稻价格上涨 1 分/斤。2021 年国家继续在小麦主产区实行最低收购价政策，2021 年生产的小麦（三等）最低收购价为每 50 公斤 113 元。（较上年上涨 20 元/吨）。2021 年节后中储粮开仓收粮，黑龙江齐齐哈尔轮换玉米收购价格 1.45 元/

斤。

图 5：国内部分农作物价格（元/吨）——2020 年以来价格上涨明显

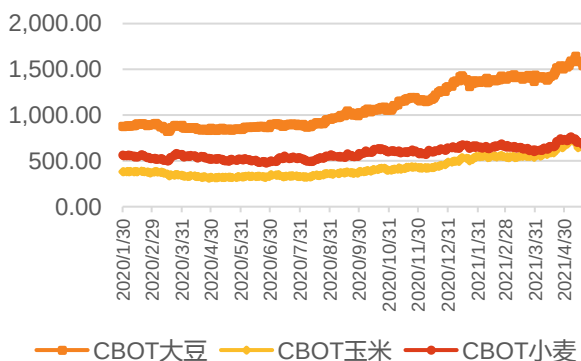


资料来源：wind，天风证券研究所

国际粮价迎来连续性上调。根据联合国粮农组织(FAO)5 月报告，4 月份粮食价格指数连续第 11 个月上涨，预计未来全球小麦和玉米产量将增长。联合国粮农组织发布了全球谷物产量、利用率、贸易和库存的新预测，预计 2020 年全球谷物产量为 27.67 亿吨，同比增长 2.1%。2020 年至 2021 年世界谷物利用率预计增长 2.7%，反映出中国和美国的饲料使用量高于此前预期。

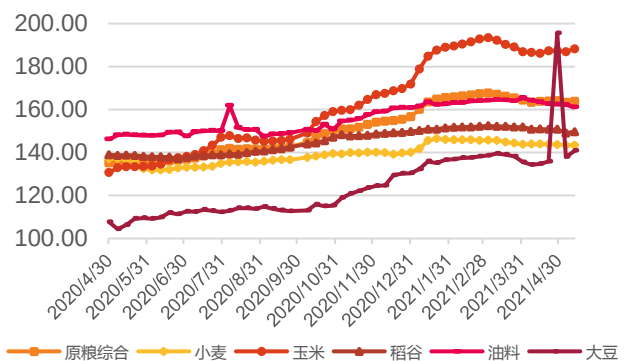
全球以及国内粮食价格有望持续高位，农民种植积极提升。在全球疫情持续蔓延的态势下，供应链不稳定、各国粮食出口收紧、部分国家宽松的货币政策等因素将持续影响全球农业生产，全球以及国内粮食价格有望 2-3 年内持续高位，农民种植积极提升：国家统计局河南调查总队于 2021 年 3 月组织专题调研，调研发现，受原材料成本上升和需求增加影响，化肥、种子、农膜、农业服务以及部分地区农药价格出现一定幅度上涨，但对农民生产积极性影响不明显，**国家粮食收购价格的提高和粮补政策带来的实惠使得农民生产积极性依然很高。**以 1 公顷水稻投入为例，成本共计 1.35 万元左右，产 7500 公斤计算，收入为 2.1 万元左右，纯利约为 7500 元。丰港乡李棚村农民李先生种植水稻 6.67 公顷，今年投入要比去年同期多 4000 元左右，但由于粮食收购价上涨，种粮积极性较高，扩大了种植规模。

图 6：农作物国际期货价格（美分/蒲式耳）



资料来源：wind，天风证券研究所

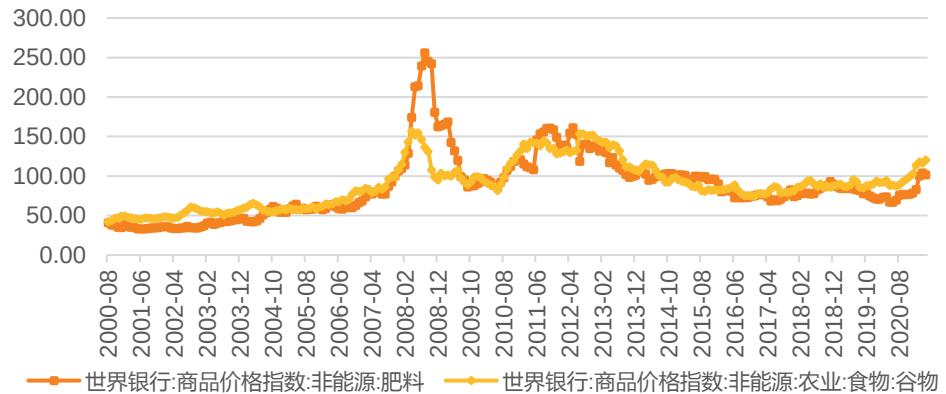
图 7：全国原粮收购价指数



资料来源：wind，天风证券研究所

从长期看，复合肥行业景气度与粮食价格有高度相关关系。粮食价格上涨时，种植者为了保障更好的收益，追求更高的产量和更好的性能，因此对于肥料投入程度更高——体现在施用量可能更大且更愿意买品种高的复合肥。高粮价的情况下，复合肥更可能卖高价。

图 8：肥料价格于谷物价格高度相关



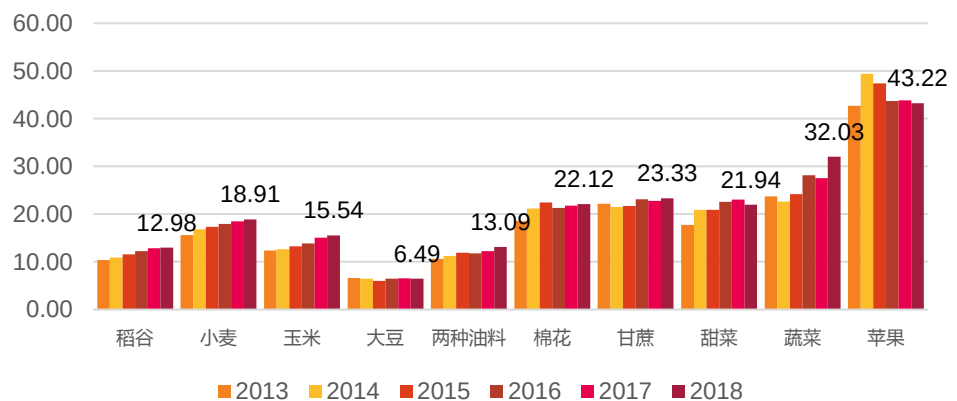
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 复合肥施用率总体提升，经济作物复合肥施用率更高

复合肥施用率总体提升。总体来看，作物复合肥施用量呈提升态势。根据河北农业大学研究，2014-2016 年，蔬菜施肥的 N、 P_2O_5 、 K_2O 复合化率均超过 90%，果树施肥的 N、 P_2O_5 、 K_2O 复合化率均超过 85%，小麦施肥的 P_2O_5 、 K_2O 复合化率均超过 85%。对于夏玉米和水稻，农户将原来用作基肥的复合肥部分转移至追肥上施用。从农资市场上看，尿素在肥料销售点普遍有售，单质钾肥（如氯化钾、硫酸钾）偶尔有销售，北方地区单质磷肥（如过磷酸钙、钙镁磷肥等）已基本消失，销售情况也间接反映了农户施肥复合化率的现状。

经济作物施肥的复合化率高于粮食作物。由于复合肥能够满足经济作物生育后期对养分多样性的需求，因其肥效明显，得到大量应用。经济作物施肥的复合化率高于粮食作物，蔬菜施肥的复合化率高于果树。另据欧盟化肥工业协会统计，欧盟施肥的 N、 P_2O_5 、 K_2O 复合化率为 25%、83%和 67%，我国施肥复合化率已超过欧洲水平。

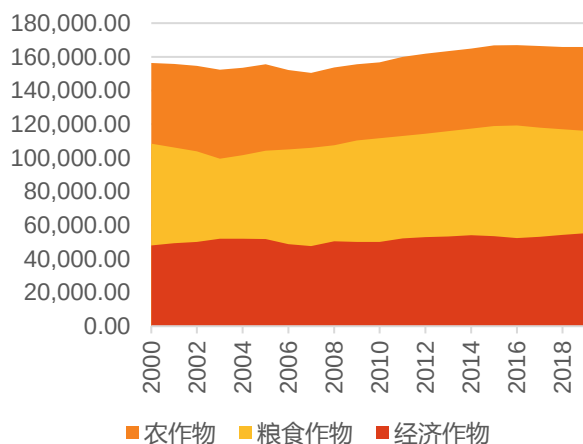
图 9：主要粮食作物和经济作物每亩复合肥折纯用量（公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

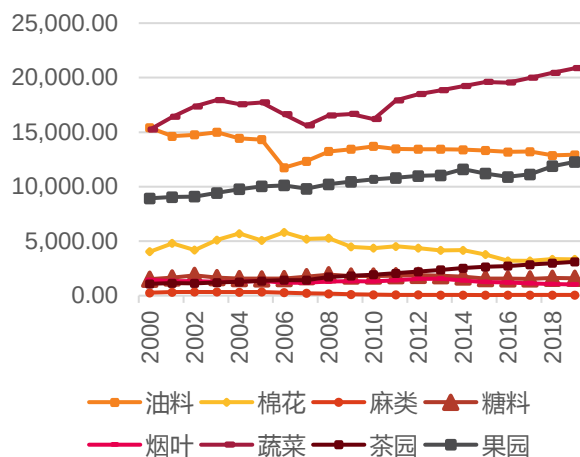
过去二十年中，粮食作物与经济作物播种面积比例基本维持 7：3。经济作物中蔬菜、果园、茶园播种面积稳步上升。近年来，我国种植结构发生新变化，蔬菜、花卉、果树等经济作物比例不断增加，农产品价格走高增加了农资价格的承压能力；随着国人对蔬菜水果需求的增长以及食品安全的重视，新型安全适用于蔬菜、水果生产的肥料需求逐年增加，对传统化肥企业提出转型升级的要求，缓控释肥、水溶肥、叶面肥、微生物复合肥、有机复合肥、腐殖酸肥料、复混肥料等占比未来会逐年提升。

图 10：农作物、粮食作物、经济作物播种面积（千公顷）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：各类经济作物播种面积（千公顷）



资料来源：wind，天风证券研究所

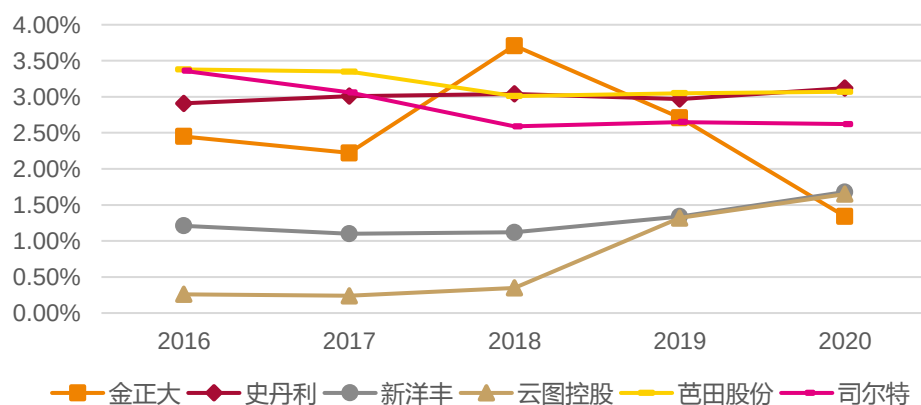
2. 产业迎来转型升级，行业集中度加速提升

2.1. 新型复合肥、高端复合肥带来更多机遇，头部企业抢占先机

新型、高端复合肥趋势值得关注。针对化肥不适当施用导致的土壤酸化、土壤板结、生物活性下降等情况，化肥企业已经研发出多类新型化肥应对。加上经济作物快速发展，不同经济作物对于化肥的需求更为多样化、精细化，新型复合肥的需求提升。

缓控释肥、硝基复合肥、水溶性肥料、微生物肥料以及套餐肥等为代表的高效、环保新型肥料产品有望获得迅速发展。发展新型高端复合肥需要重点关注土壤健康，提高新型肥料对环境的亲和力。龙头复合肥企业相较于中小型企业，能够保持科技领先优势、创新优势，从而获得更多的发展机遇。目前，新洋丰、云图控股等头部复合肥企业也在加大研发投入。

图 12：主要复合肥企业研发支出总额占营业收入的比例



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：主要化肥企业加快高端新型复合肥布局

企业	内容
新洋丰	2019 年，新洋丰推出“力赛诺”高端品牌定位，专注于高端肥料及与德国康朴专家合作品牌康朴®复合肥和康朴®诺泰克®稳定性复合肥的推广销售。公司现已推出了增产增效型、品质提升型、土壤改良型和新型液体肥四大类 30 余款新品。
云图控股	2019 年，云图控股与以色列的高效农业技术平台联合推出了专注养分吸收技术与作物品质的农业品牌 SOUPRO（施朴乐）。2020 年，公司推出全新特肥品牌 Cropup（棵诺），正式进军特肥市场。

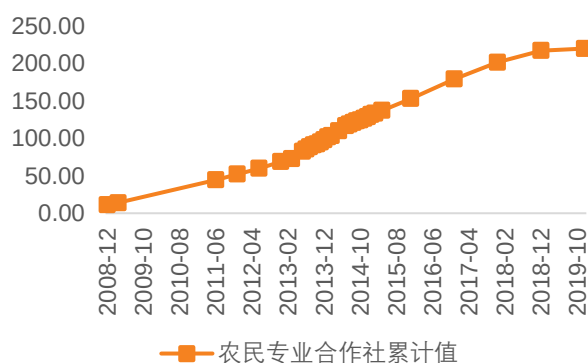
史丹利 在山东省沂蒙创业园动工兴建国内先进的年产 80 万吨双塔熔体造粒长效复合肥项目。高塔熔体造粒是世界复合肥行业一种先进的生产技术，其技术创新价值在于采用熔融尿素与磷、钾等原料，在充分混合后，从高塔顶部喷淋而下，自然冷却造粒。经权威专家认定，其技术指标已达到世界同行业领先水平。

资料来源：新洋丰公告，史丹利官网，南方农村报，天风证券研究所

2.2. 经营主体规模化职业化提出更高要求，农业服务与产品结合是大势

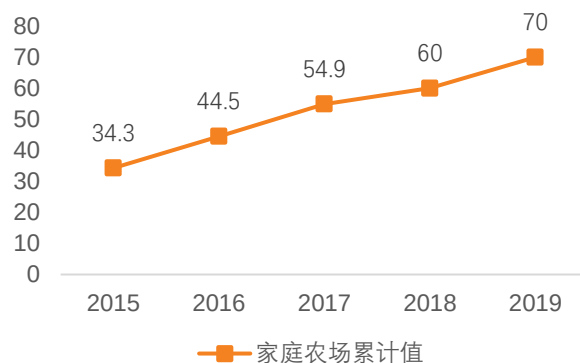
政府政策持续加大对于农业规模化种植的补贴，我国农业合作社数量保持增长。家庭农场、专业大户和农民合作社等规模化生产经营的组织迅速增加。到 2020 年 6 月底，全国农民合作社总数超过 220 万家；截至 2019 年底，全国家庭农场数量超过 70 万家。

图 13：农民专业合作社累计值（万户）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：家庭农场累计值（万个）



资料来源：农村农业部，天风证券研究所

新型农业经营主体对农资的消费具有参与农资团购方式购买肥料、更加关注肥料性价比、现用现购的消费特点，以及对肥料使用要求省工省力、提供技术服务、农村金融、种植解决方案、农产品收购等需求。这对肥料生产企业和流通环节产生深远影响。肥料企业的渠道需要进一步优化和趋于扁平化，并联合经销商、零售商打造全方面的综合服务和多元化经营能力，满足新型农业主题的全方位需求。土地流转和种植大户的出现，使技术服务已经成为农资市场竞争的核心。

农化服务推动龙头化肥企业从产品供应商向作物全营养综合服务商转变。随着规模化种植成为趋势，单一的产品销售已不能满足大农户需求，复合肥发展需要更加贴近农业、贴近农民。生产企业在卖产品的同时，要以农化服务为依托，实现产品与作物的精准对接，增强企业的盈利能力。在过去几年里，化肥企业都将重点放在了价格竞争及营销手段上，重形式轻内容。而现在农化服务已成为现代大型化肥企业扩大市场占有率、提升企业品牌认知度的重要手段。相较于小型化肥企业，大型化肥企业更有能力也率先将农化服务从传统的后勤服务升级成了公司的重要组成部分，并从单纯的指导科学施肥发展成了以现代农业为基点的综合性服务。

表 3：主要复合肥企业的农化服务

时间	企业	内容
2016.1.20	史丹利	与轩春霞等合资成立了 5 家农业服务公司。截至目前，史丹利公司已在东北、内蒙古、华北、华中、西北等地区共设立了合资公司 16 家，拟向周边地区的农业合作社、种植大户等提供农资、农机、农化植保服务、粮食仓储贸易、金融贷款等全套作物种植解决方案和流程服务。
2017.7.18	金正大	成立金丰公社，打造现代农业闭环产业链：上游汇聚种植业产业链的战略优质资源；中游为行业合作伙伴搭建平台，建立 1 000 家县级农业服务机构；下游为我国 5 000 万农民提供全方位种植服务；致力于引领我国农业迈向高品质、精益化、智慧化和可持续化的新时代
2017.5.6	中化农业	提出以现有产业基础和技术能力为依托，聚焦解决“耕地有效地适度规模化”和“把地种好”两个问题，实现商业模式创新；以新型的规模种植主体为核心，推动现有业务模式的转型，打造中化农业

的现代农业平台（MAP）模式。该模式将推动技术服务能力和体系的快速形成，使中化农业改变单纯依靠渠道分销产品的传统模式，进而抓住快速增长的规模种植户这一核心目标客户群，实现向技术服务渠道和“解决方案+产品包”的商业模式转型。现代农业平台战略是个全新的、以客户为导向的、互联网思维的战略，未来将按照“稳妥试点，快速复制”的原则推进。

2016.1.31 新洋丰 出资设立简称现代农业并购投资公司，开展智慧农业（农业大数据、物联网、农业电商及金融）、高端现代农机装备制造及农化服务等现代化农业领域股权投资。据悉此项目的实施可以加速现代化农业业务的市场布局，加速推进公司现代化农业业务的发展，加速企业向农业综合服务解决方案提供商的现代农业企业转型，成为公司新的经济增长点，并带动复合肥主业的进一步发展

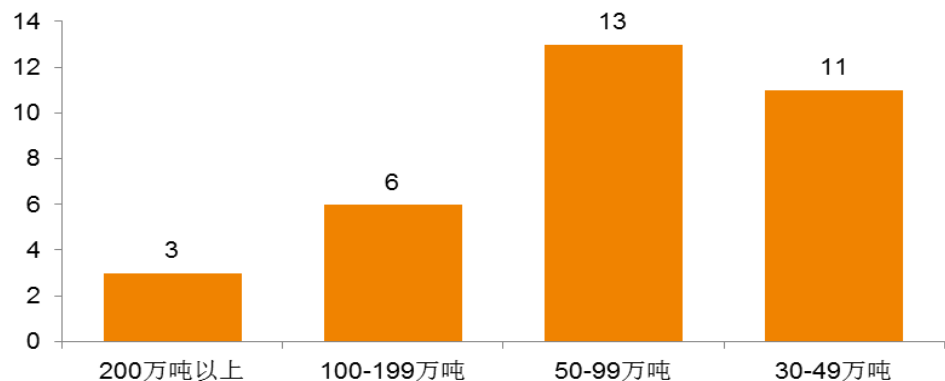
资料来源：《磷肥与复肥》期刊 2018 年 12 月文《我国复合肥产业发展现状、机遇与挑战》（作者 陈宏坤 1，王志刚 2），天风证券研究所

2.3. 中小产能逐步退出，行业竞争格局持续改善

国内复合肥行业集中度相对较低，行业格局较为分散。随着环保压力和竞争白热化，中小型企业复合企业逐渐关停，行业集中度将持续提升，龙头企业市场份额将逐渐扩大。在复合肥领域，市场份额的竞争将逐步进入质量、品牌、资金、技术、服务等综合能力竞争的阶段。存在造假和质量问题的肥料生产企业生存空间变窄，加之环保趋严、环保检查常态化，中小型企业复合企业将加速退出市场，行业集中度将不断提高。

此前我国复合肥企业年产量普遍较低，小产能居多。从产业格局来看，2014 年，我国复合肥生产企业有 5000 多家，产能在 30 万吨以下的小型企业占 90%以上，且该类企业中，只生产中低浓度复混(合)肥的企业至少有 2600 家，这些企业基本上生产复混肥，生产简陋，开工率非常低。2014 年全国产量在 200 万吨以上的企业有三家，产量在 100-199 万吨的企业约 6 家，产量在 50-99 万吨的企业 13 家，产量在 30-49 万吨的企业约 11 家，其他更多企业产量在 30 万吨以下，尤其 10-20 万吨的较多，而且存在大量的不足 10 万吨的小规模生产企业。

图 15：2014 年我国复合肥企业年产量普遍较低（家）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

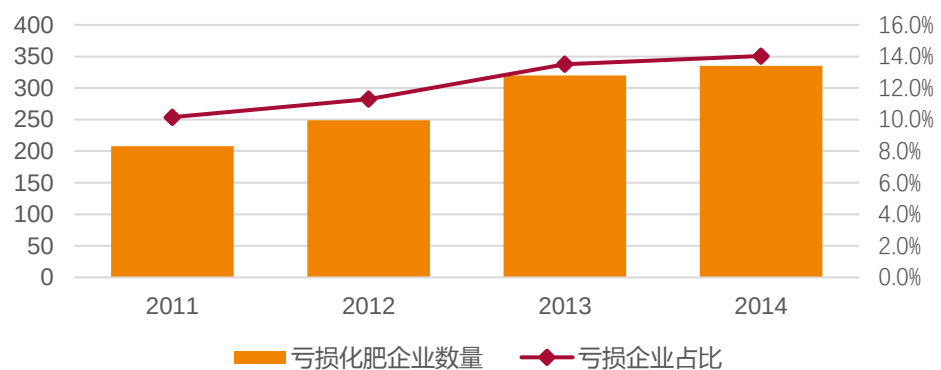
政策对于复合肥行业的质量要求不断提升。由于复合肥行业集中度低，生产企业数量众多，形成恶性竞争，资质不健全的中小型企业产品质量难以保证，大型企业产品同质化现象严重，以价格战、广告战等方式进行炒作和跟风，导致市场倾轧混乱。2020 年 12 月 29 日，国家市场监督管理总局组织发布复混肥等产品质量国家监督抽查结果，抽检抽查了 22 个省（区、市）244 家企业生产的 250 批次复混肥料产品，其中 19 批次产品不合格，不合格发现率为 7.6%。不合格项目涉及总氮、氧化钾、总养分、水溶性磷占有有效磷百分率、包装标识等。

随着环境问题的日益突出，“三磷”整治进一步加速行业产能去化。2019 年 4 月 30 日，国家生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，指导磷肥和含磷农药制造等涉及磷矿、磷化工企业、磷石膏库的“三磷”专项排查整治行动。经排查，湖北省共有“三磷”企业 210 家，其中存在突出环保问题的企业有 74 家，占比高达 35.24%。根

据国家统计局数据，2019 年我国磷酸一铵产量同比下降 3.75%。随着“三磷”整治的持续深入，行业准入条件及环保标准将不断提升，以及国家对磷矿开采的持续收紧，磷肥产量将继续下滑，其中拥有环保优势、资源优势的企业或将持续受益于行业的供给收缩趋势。**因此环保生产也成为肥料生产的发展方向**，企业必须优化工业“三废”处理工艺、提升资源回收利用技术、探索绿色发展方向才能持续发展。

中小产能逐步退出，行业集中度提升。受前几年农作物价格下降的影响，在下游需求和国家环保及化肥零增长政策压力下，中小产能逐步退出，化肥行业发生结构性变化，强者愈强，弱者淘汰。2011-2014 年年我国化肥企业亏损数量逐年上升。到 2018 年，国内磷肥产量排名前 5 的省产量占全国磷肥总产量的 85.7%，前 10 名企业的产量占全国磷肥总产量的 63%以上。随着国内磷肥生产企业不断发展壮大，特别是兼并重组力度增强，并购案例增多，基础肥料企业数量减少，大型、综合性、跨行业、跨地区的企业集团增加，我国磷肥产业集中度大幅度提高。

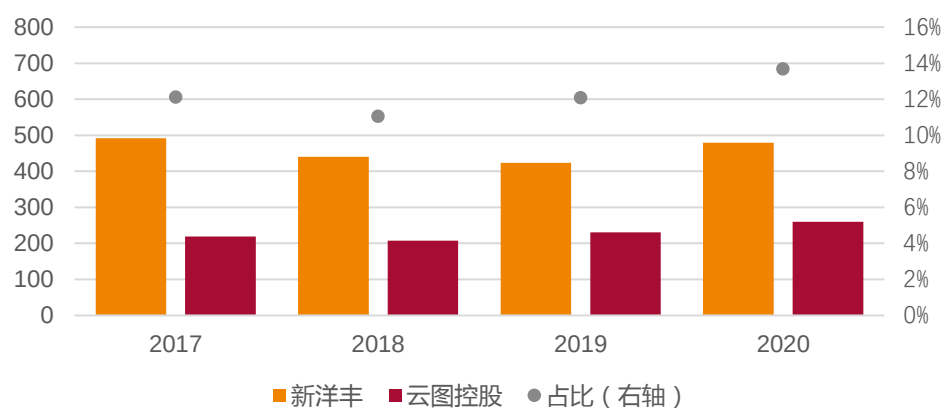
图 16：2011-2014 年我国化肥企业亏损数量逐年上升（家，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

复合肥行业洗牌速度加快，竞争优势向头部企业集中。随着农民对肥料品牌、产品质量辨识度的大幅提高，肥效相近但价格较低的产品、价格相同但肥效较好的产品更容易受到农民青睐，产品的性价比或成为复合肥市场竞争的制胜关键。

图 17：新洋丰和云图销量（万吨）及占全国化肥施用量比重



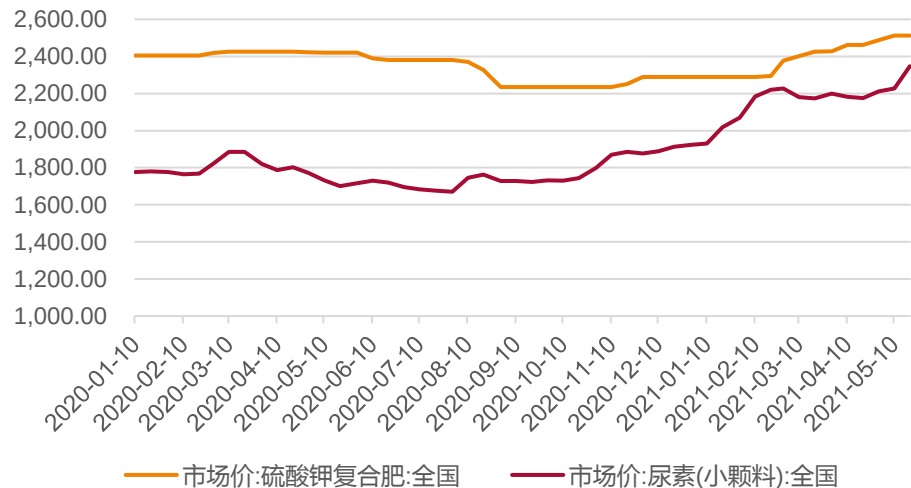
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所 注：2020 年全国施用量参考 2019 年数据及零增长目标

根据《世界化肥产业格局及竞争力研究》，世界化肥的生产集中分布在亚洲、北美洲以及欧洲，占据了世界化肥生产总量的 90%以上，其中又以东亚、北美、南亚、东欧为化肥的主产区域。亚洲东部的中国，南亚的印度、巴基斯坦，北美的美国、加拿大，东欧的俄罗斯、白俄罗斯等国都是世界化肥生产国的典型代表。自 20 世纪 90 年代末亚洲一举超越北美洲成为世界最大的化肥主产区以来，世界化肥生产区域的分布整体保持不变，亚洲一直是世界化肥生产的第一大区域，北美洲位列第二位，欧洲紧随其后，此后依次是非洲、南

美洲和大洋洲。

复合肥对于基础肥料以及其他原材料依赖性较强，其生产过程是氮、磷、钾单质肥料的再加工。多数复混肥料生产企业处于肥料消费地，缺乏能源、硫、磷、钾矿资源，基本依靠外购基础肥料进行物理掺混，企业生产规模和盈利状况深受基础肥料市场影响。基础化肥既是复合肥生产的原料，在一定程度上也是复合肥的替代品。从复合肥的生产成本构成来看，氮肥、磷肥、钾肥等基础原材料成本占比一般在 70%以上。因此，基础化肥的价格变化对复合肥行业的盈利能力有较大影响。近十年来，复合肥价格走势与氮、磷、钾单质肥原材料价格走势基本匹配，原材料价格波动对复合肥的价格影响较为明显。

图 18：2020 年四季度以来全化肥价格上涨（元/吨）

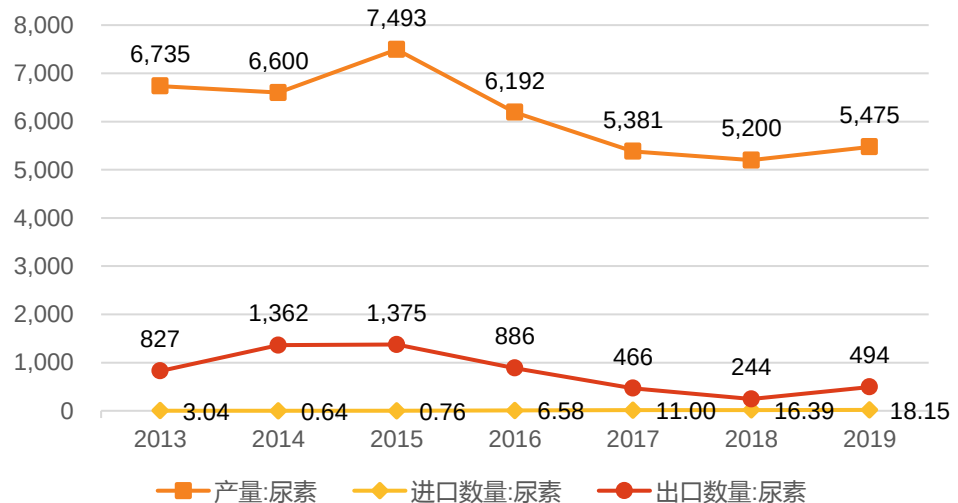


资料来源：wind，天风证券研究所

分类来看：

氮肥：尿素、合成氨、氯化铵、碳铵、硫铵等为常见的氮肥品种，其中尿素是最主要的氮肥品种。虽然近十多年来我国氮肥施用量占化肥总施用量比例持续下降，但氮肥依然是我国最主要的化肥品种。国内氮肥供应过剩，2019 年产销率为 180%。未来氮肥作为单质肥料直接施用的比率有望持续下降，其作为复合肥原材料的比率则会持续上升。全球氮肥生产以天然气为主要原料，而我国氮肥企业面临天然气成本较高与用气量限制的问题，因此氮肥生产更依赖煤炭。

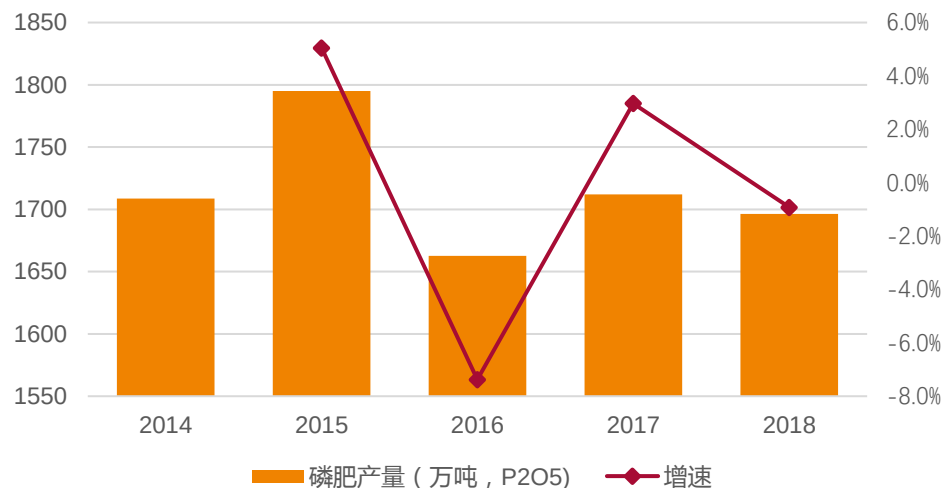
图 19：我国氮肥产量和进出口情况（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

磷肥：磷肥中的磷元素主要来源于磷矿石与硫磺，我国磷矿资源储量较高，硫磺资源相对

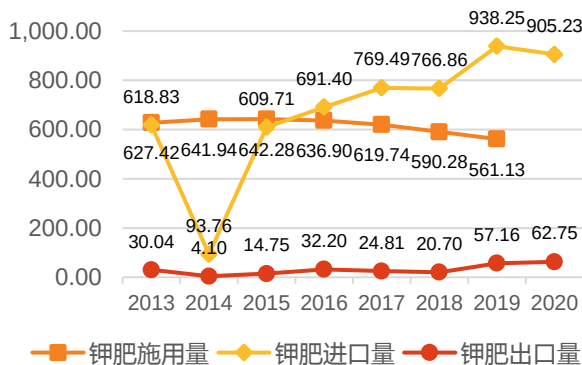
匮乏。我国磷肥工业从零起步，目前已成为磷肥产销第一大国，产能过剩也是磷肥行业面临的重大问题。磷酸一铵是生产复合肥的主要原材料，生产主要集中在云、贵、川、鄂等省份。作为全球最大磷肥生产国，近三年来，随着供给侧改革的推进、落后产能不断出清、安全环保监管力度加强，我国磷肥行业产能有所下降。根据国家统计局数据，2019 年我国累计生产磷酸一铵 1672.7 万吨，同比下滑 3.75%，我国磷肥产量自 2017 年起连续三年收缩。此外，根据工业和信息化部发布的《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》提出的调控目标，到 2020 年，我国磷肥产能达到 2400 万吨，产能利用率提升至 79%。未来我国磷肥行业原料结构将持续改善，产品结构进一步升级。

图 20：我国磷肥产量及增速（折 100% P₂O₅，万吨，%）

资料来源：中国磷复肥工业协会，天风证券研究所

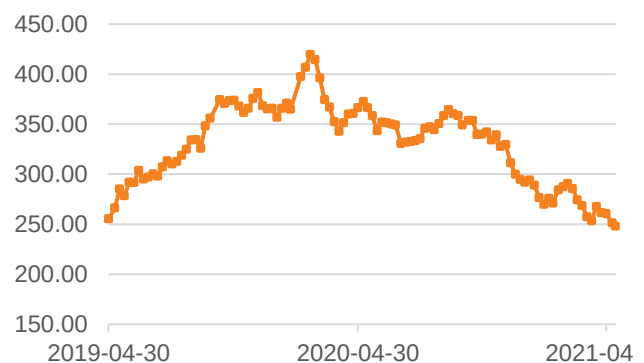
钾肥：复合肥中钾元素主要来源于氯化钾、硫酸钾等单质钾肥。全球钾矿储量丰富，但分布极不均匀，可开采钾矿主要分布在加拿大、俄罗斯等 12 个国家，其中加拿大拥有全球 60% 以上的优质钾肥资源。我国是严重缺钾的国家，钾肥自给率徘徊在 50% 左右，钾肥企业相较于其他化肥企业资源属性更强，具备稀缺性特征。

图 21：我国钾肥进口依存度高（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：我国钾肥库存（万吨）



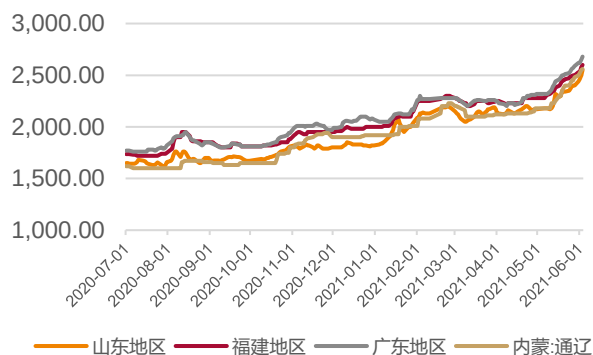
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 短期来看，复合肥销售旺季将近，有望迎来量价齐升！

3.1. 前月单质肥涨价快，经销商呈观望态度，拿货主动性低

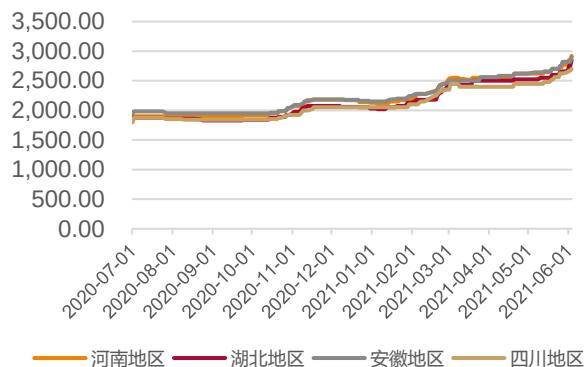
今年以来，特别是 2-3 月之后，单质肥价格上涨明显，例如代表区域的尿素和磷酸一铵的市场价格普遍上涨 30-40%。主要区域的尿素市场价从年初不足 2000 元/吨上涨至 2500-2700 元/吨；磷酸一铵市场价从年初不足 2200 元/吨上涨至 2700-3000 元/吨。

图 23：市场价(主流价):尿素(小颗粒) (元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

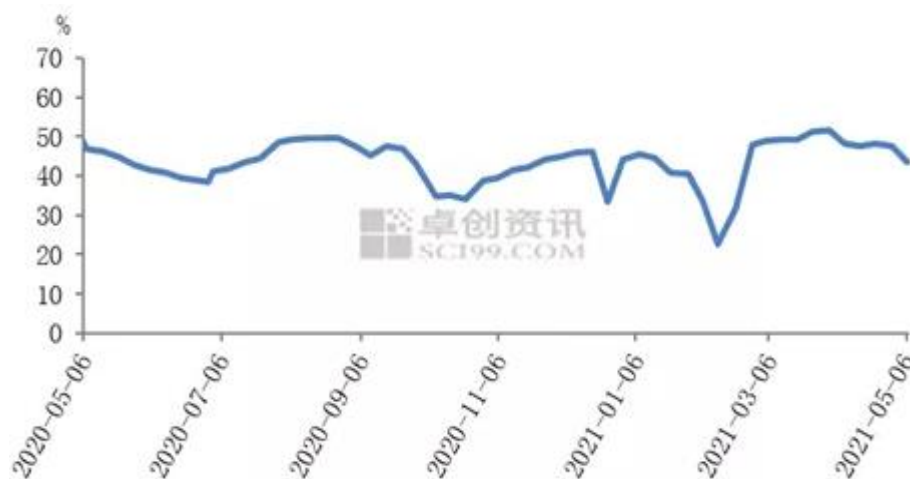
图 24：市场价(主流价):磷酸一铵(55%粉状) (元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

在价格涨幅较快的阶段，经销商出现不敢拿货的观望情绪。根据每日经济报道，尽管当下化肥行业整体行情向好，但相关参与者却也比较谨慎，经销商担心销售端价格上不去，利润会被压缩，因此不敢备货，拿货积极性降低。

图 25：2020-2021 年复合肥企业开工率走势图



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

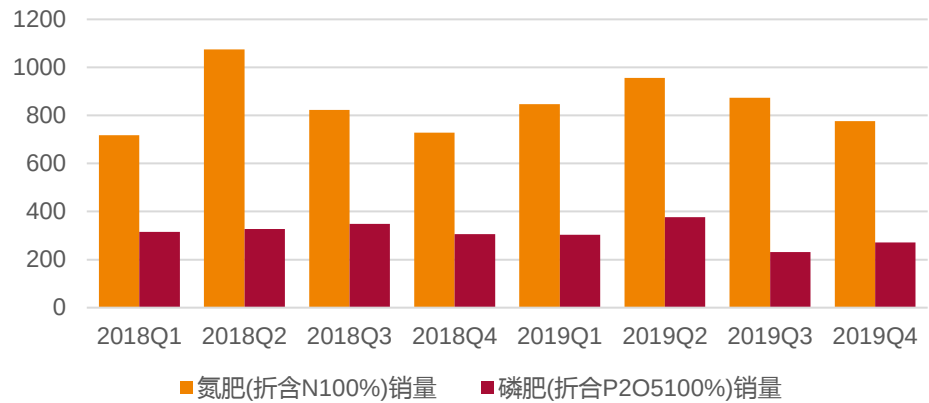
据卓创资讯数据显示，截止到5月6日，复合肥开工率约43.55%，较4月底下滑4.09个百分点，较去年同期下滑3.32个百分点，卓创资讯认为，复合肥开工率持续下滑，并不是肥企无单生产，而是肥企库存缓增。

3.2. 秋肥时节临近，经销商批量补仓可能性较大

部分地区有“秋肥是金，冬肥是银，春肥是铜”的农谚，秋肥对于积累作物在果实采收之后的营养、恢复土壤肥力有积极意义，根据农化网在果树施肥方面的数据，秋施基肥比冬、春施基肥可增产14%~30%。

三季度迎来复合肥秋肥施用需求旺季，按照施肥节奏，基层采购需求加强释放，经销商在6-7月备货的意愿增强。每年2-3季度也是化肥销售的旺季，为了应对农户旺盛的用费需求，连续多月未加强备货的经销商在6-7月批量补仓可能性较大。

图 26：每年 2-3 季度是化肥销量旺季（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为，因渠道库存见底、农户需求迫切，经销商因前期价格快速上涨而压制的拿货意愿有望在 6-7 月加速释放。对于复合肥生产企业来说，**接下去的几个月的复合肥企业销量存在超预期的可能。**

4. 推荐标的：新洋丰、云图控股

我们认为，在行业景气度提升的大背景下，产品成本领先、满足下游多元化产品和服务需求、渠道完善的复合肥企业有望脱颖而出。

4.1. 新洋丰

公司优势

- 1) 公司自配 180 万吨磷酸一铵产能（全国第一），具备产业链一体化优势，能够大大降低复合肥成本。
- 2) 公司近年来开始组建技术服务团队，持续加码新型肥研发和技术服务，新型肥料将成为复合肥行业产品结构优化方向，且盈利能力高于常规肥，公司新型肥业绩有望迎来持续高增长，这将进一步改善公司毛利率。
- 3) 随着我国农业规模化、新型农业经营主体持续增加，公司一方面构建尽可能触达农资消费者的渠道体系；另一方面针对需求细化农化服务，加强客户粘性。

我们预计，2021-2023 年公司实现收入 117.54/137.20/157.88 亿元，同比增长率将达到 16.74%/16.72%/15.08%，实现归母净利润 11.99/15.02/18.95 亿元，同比增长率将达到 25.62%/25.25%/26.13%，继续给予买入评级。

风险提示：农产品和原材料价格波动；政策风险；成本测算局限性；竞争加剧

4.2. 云图控股

公司优势

- 1) 成本领先。公司生产成本领先的原因有二：一是产业链一体化布局带来的协同优势，公司拥有磷矿及磷复肥产能，且公司布局有氯化铵和硝酸铵的产能，都将显著降低公司生产成本；二是区位优势，公司产能集中在湖北和四川，既靠近上游原料产地，又可以利用长江水运，物流成本低。
- 2) 产品升级，提升盈利能力。公司研发实力强，硝基肥及水溶性肥料均处于行业领先地位

位，已成为高端复合肥产品的领军品牌，未来在经济作物方面有望实现快速推广，并提升公司整体盈利能力。

3) 强化渠道服务和品牌推广，公司复合肥销售有望高增长。我们预计随着行业景气度的提升，2021-2022 年公司复合肥销售量有望加速增长。

我们预计公司 2021-2022 年的收入 105.84/121.89 亿元，同比增长 11.56%/15.16%；归母净利润 7.38/9.33 亿元，同比增速达到 47.90%/26.33%，继续给予买入评级。

风险提示：农产品和原材料价格波动、公司复合肥板块业务发展不及预期

风险提示

- 1、农产品和原材料价格波动风险。复合肥的上游为氮磷钾等原材料，下游为农产品，农产品和原材料的价格波动可能影响复合肥企业的收入和利润空间。
- 2、环保政策趋严风险。复合肥行业的环保政策总体趋严，长期来看对于突显头部公司竞争力具备积极作用，但是短期可能会影响公司的产能释放、产品销售。
- 3、竞争加剧风险。目前行业出现集中度提升的趋势，但是总体竞争仍较为激烈。
- 4、复合肥销量不及预期风险。复合肥行业出现集中度提升、头部企业销量不断增加的趋势，但是因新冠疫情、竞争加剧、政策变动等因素，企业可能出现复合肥销量不及预期风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com