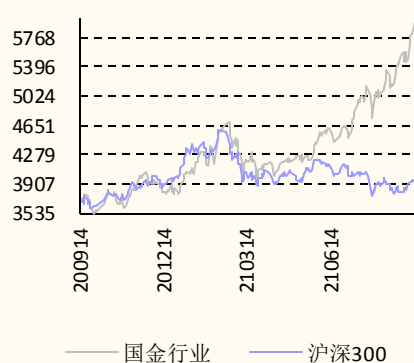


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	6005
沪深300指数	4992
上证指数	3715
深证成指	14706
中小板综指	14077



相关报告

- 1.《氯碱、磷化工延续上涨，氯化亚砷景气上行-【国金化工】行业研究...》，2021.9.12
- 2.《新能源材料具有持续成长动能-【国金化工】行业研究周报》，2021.9.6
- 3.《EVA光伏料：低碳时代催生的优质赛道-EVA光伏料行业深度》，2021.8.29
- 4.《政策推动行业转型升级，新材料将获大发展-【国金化工】行业研究...》，2021.8.29
- 5.《工业硅价格持续向上，继续看好新材料板块-【国金化工】行业研...》，2021.8.22

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

云南能耗管控黄磷供给，偏紧状态明显拉长

行业观点

- 云南是我国主要的黄磷产地，极大程度上影响我国的黄磷供给。受到我国磷资源分布和下游应用的影响，我国的黄磷产能主要分布于云南、四川、贵州、湖北以及江苏等地区，其中云南是我国主要的黄磷产地，2020年云南省的黄磷产量约占我国总产量的一半，是主要的供给区域。而今年以来，云南地区黄磷产能先后多次经过限产影响，导致我国黄磷整体行业开工率较往年有明显下行。
- 汛期影响突出，行业整体供给明显下行。由于黄磷属于“三高”行业，高污染、高耗能、高排放，在生产中，单吨黄磷耗电量超过14000度，因而利用云南水电的优势较为突出，也使得整体黄磷行业在汛期开工明显提升，2020年下半年整体的产量约产全年产量的6成以上。而今年5月云南缺水，叠加后期云南限电，黄磷整体产量明显低于往年，5月至8月，由于供给端的限产，黄磷同比产量下行超过20%。
- 黄磷下游有含磷农药、精细磷化工领域的刚性需求支撑。黄磷作为热法路线的关键产品，下游主要应用于含磷农药、含磷氯化物以及热法磷酸等领域，其中高品质要求的热法磷酸以及含磷农药、三氯化磷等领域具有不可替代性，成为黄磷下游的刚性需求。近年来伴随着湿法净化磷酸对部分黄磷热法磷酸替代，下游对于黄磷需求呈现相对刚性，短期难以形成替代。
- 供给不足持续消耗库存，黄磷价格冲高提升。自二季度以来，黄磷价格供给显著低于往年，持续消耗黄磷整体库存，库存低位状态下，黄磷下游需求刚性支撑，对黄磷价格形成有效提升。今年以来黄磷价格已经呈现了三波显著提价，带动黄磷价格明显提升。
- 限能对磷肥行业实质产量影响相对较小，但基本面偏强状态下，边际影响有望放大。此次限能对于磷肥行业没有明确产量限制，仅对于磷肥生产单位能耗高于行业水平进行重点监控限产，对于小规模产能将产生一定的影响。然而相比于黄磷的产量集中，云南上的磷肥占比相对较小，磷酸一铵占比不到10%，磷酸二铵占比相对较高约为接近30%，但二铵行业集中度高，企业规模较大，整体行业相对有序，因而从实际影响看相对较小。但目前来看，磷肥行业基本面运行强势，成本支撑强，库存水平低，下游需求良好，在基本面偏强运行状态下，预期对行业的边际影响可能将有所放大，磷肥行业将维持强势运行。值得关注的是，肥料不同于一般的大宗化工品，下游涉及民生领域，未来保证粮食安全，稳定农资价格稳定相对较为重要，化肥涨价需要理性。进入三季度，行业将逐步开启冬储，预计下游需求较为稳健，预期磷肥将维持偏强运行，在相对合理区间内维持高位。

投资建议

- 黄磷行业供给侧改革有望提升黄磷价格中枢，短期云南限能将明显带动黄磷维持价格高位。黄磷行业持续进行供给端的治理，新增产能严格受限，相比于以往的行业发展，黄磷行业的政策壁垒明显提升，而伴随小规模企业的清退，黄磷的价格中枢有望逐步提升。而此次云南限能将明显将今年的黄磷景气周期延长，主流区域供给受限，库存明显低位，下游有刚性需求支撑，黄磷价格维持高景气，主要的黄磷生产企业 ST 澄星、兴发集团、云图控股等。

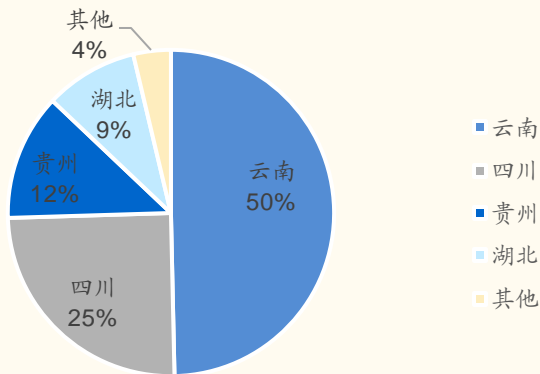
风险提示

- 云南限能的真正政策落地情况，下游价格传动能力不及预期等。

云南能耗管控将大幅影响黄磷供给，黄磷供给偏紧状态明显拉长

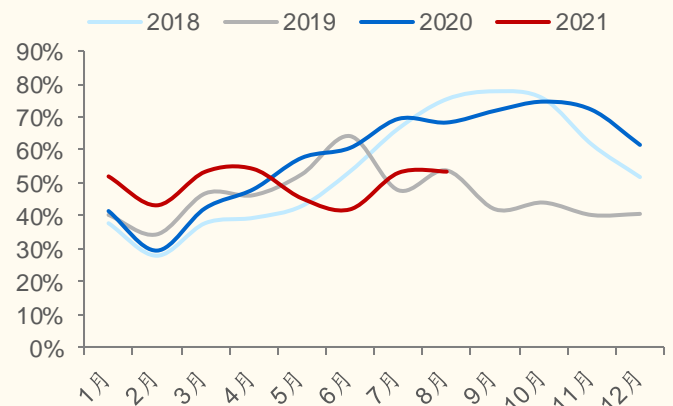
- **云南是我国主要的黄磷产地，极大程度上影响我国的黄磷供给。**受到我国磷资源分布和下游应用的影响，我国的黄磷产能主要分布于云南、四川、贵州、湖北以及江苏等地区，其中云南是我国主要的黄磷产地，2020年云南省的黄磷产量约占我国总产量的一半，是主要的供给区域。而今年以来，云南地区黄磷产能先后多次经过限产影响，导致我国黄磷整体行业开工率较往年有明显下行。
- **汛期影响突出，行业整体供给明显下行。**由于黄磷属于“三高”行业，高污染、高耗能、高排放，在生产中，单吨黄磷耗电量超过14000度，因而利用云南水电的优势较为突出，也使得整体黄磷行业在汛期开工明显提升，2020年下半年整体的产量约产全年产量的6成以上。而今年5月云南缺水，叠加后期云南限电，黄磷整体产量明显低于往年，5月至8月，由于供给端的限产，黄磷同比产量下行超过20%。

图表 1: 2020 年我国黄磷产量分布情况



来源：百川资讯，国金证券研究所

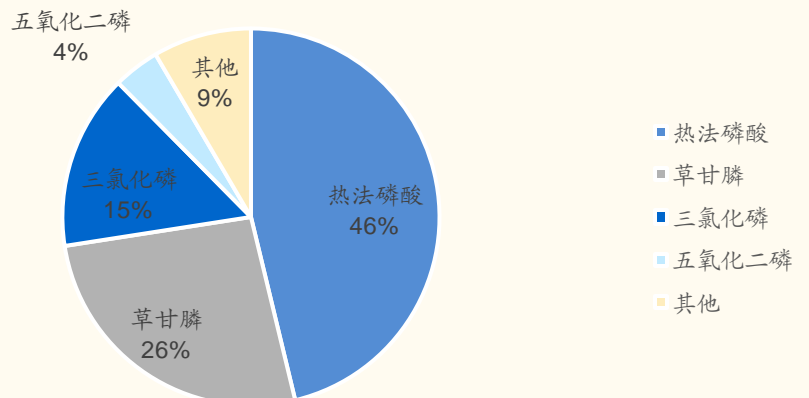
图表 2: 黄磷行业开工率变化



来源：百川资讯，国金证券研究所

- **黄磷下游有含磷农药、精细磷化工领域的刚性需求支撑。**黄磷作为热法路线的关键产品，下游主要应用于含磷农药、含磷氯化物以及热法磷酸等领域，其中高品质要求的热法磷酸以及含磷农药、三氯化磷等领域具有不可替代性，成为黄磷下游的刚性需求。近年来伴随着湿法净化磷酸对部分黄磷热法磷酸替代，下游对于黄磷需求呈现相对刚性，短期难以形成替代。

图表 3: 2020 年黄磷下游应用占比



来源：百川资讯，国金证券研究所

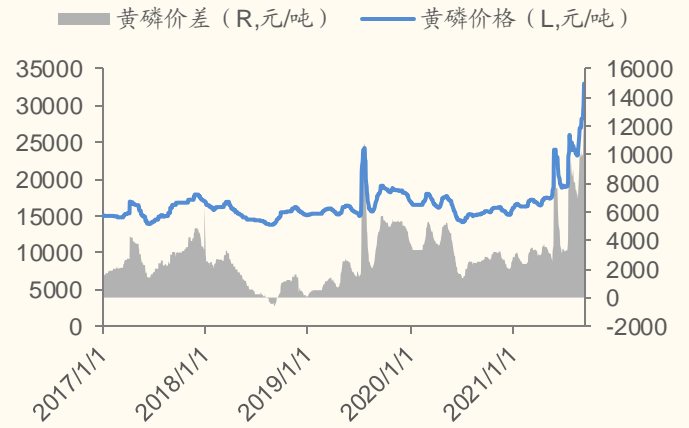
- **供给不足持续消耗库存，黄磷价格冲高提升。**自二季度以来，黄磷价格供给显著低于往年，持续消耗黄磷整体库存，库存低位状态下，黄磷下游需求刚性支撑，对黄磷价格形成有效提升。今年以来黄磷价格已经呈现了三波显著提价，带动黄磷价格明显提升。

图表 4: 我国黄磷库存情况 (万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 5: 黄磷价格及价差变化情况 (元/吨)



来源: 国金证券研究所

- **黄磷行业供给侧改革有望提升黄磷价格中枢，短期云南限能将明显带动黄磷维持价格高位。**黄磷行业持续进行供给端的治理，新增产能严格受限，相比于以往的行业发展，黄磷行业的政策壁垒明显提升，而伴随小规模企业的清退，黄磷的价格中枢有望逐步提升。而此次云南限能将明显将今年的黄磷景气周期延长，主流区域供给受限，库存明显低位，下游有刚性需求支撑，黄磷价格维持高景气。
- **限能对磷肥行业实质产量影响相对较小，但基本面偏强状态下，边际影响有望放大。**而延伸到磷肥领域，此次限能主要针对高耗能行业，对于磷肥行业没有明显产量限制，仅对于磷肥生产单位能耗高于行业水平进行重点监控限产，对于小规模产能仍将产生一定的影响。然而相比于黄磷的产量集中，云南上的磷肥占比相对较小，磷酸一铵占比不到 10%，磷酸二铵占比相对较高约为接近 30%，但二铵行业集中度高，企业规模较大，整体行业相对有序，因而从实际影响看相对较小。但目前来看，磷肥行业基本面运行强势，成本支撑强，库存水平低，下游需求良好，在基本面偏强运行状态下，预期对行业的边际影响可能将有所放大，磷肥行业将维持强势运行。
- 但值得关注的是，肥料不同于一般的大宗化工品，下游涉及民生领域，未来保证粮食安全，稳定农资价格稳定相对较为重要，化肥涨价需要理性。进入三季度，行业将逐步开启冬储，预计下游需求较为稳健，预期磷肥将维持偏强运行，在相对合理区间内维持高位。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402