

## 基础化工行业周专题（4.9—4.14）

投资建议：强于大市（维持）  
 上次建议：强于大市

### 海外农化企业龙头 2023 年经营情况分析

#### ► Nutrien（化肥）：量增价减致盈利承压，24 年业绩指引相对乐观

Nutrien 是全球化肥行业具备代表性的公司。2023 年 Nutrien 营收和调整后的 EBITDA 分别下滑 23% 和 50%，主要系全球化肥价格下跌影响。展望未来，公司预计 24 年全球钾肥市场供需将相对均衡，消费量将进一步增长至 6800-7100 万吨；公司预计氮肥供需偏紧，23-24 年全球氮肥需求将由 1.89 亿吨增长至 1.93 亿吨，但全球工业用氮仍未恢复至历史水平；公司预计 24 年全球磷肥消费量将从 5100 万吨增长至 5300 万吨。

#### ► 拜耳（农药）：预计 24 年全球农化产品价格将趋于稳定并逐步恢复

拜耳是农药行业具备代表性的公司。2023 年拜耳营收和不计特殊项目的 EBITDA 分别下滑 6% 和 13%，主要是受到草甘膦价格下行和处方药业务利润率下滑的影响。公司预计 2024 年的营业收入为 470-490 亿欧元，不计特殊项目的 EBITDA 为 107-113 亿欧元（经汇率调整）。公司预计 2024 年全球种子和作物保护市场将温和增长约 2%，包括草甘膦在内的农化产品的价格将趋于稳定并逐渐恢复到正常水平。

#### ► 投资建议：关注农化方向

23 年海内外化工品需求仍偏弱，且下游去库制约企业产销，大部分化工品价格、价差仍处较低水平。24 年化工品价格有望企稳，伴随补库恢复及终端需求复苏，或逐步迎来投资机遇。结合本篇，我们认为**农化**行业值得关注。24 年全球农化产品价格企稳或值得期待，建议关注钾肥行业龙头**亚钾国际**，高成长、壁垒深的制剂出海企业**润丰股份**、持续成长的原药白马**扬农化工**。

**风险提示：**国际钾肥价格大幅下滑；东南亚地缘政治风险；农药行业需求持续疲软；环保成本提升风险；安全生产风险。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：柴沁虎  
 执业证书编号：S0590522020004  
 邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊  
 邮箱：shenqh@glsc.com.cn  
 联系人：李绍程  
 邮箱：lishch@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《基础化工：海外轮胎龙头企业 23 年经营情况分析》2024.04.04  
 2、《基础化工：海外化工综合巨头和聚氨酯领先企业业绩解读》2024.03.29

## 正文目录

1. 农化：价格是业绩下滑的主因，24 年农化产品价格或趋于稳定 .....	3
1.1 Nutrien：量增价减致盈利承压，24 年业绩指引相对乐观 .....	3
1.2 拜耳：预计 24 年全球农化产品价格将趋于稳定并逐步恢复 .....	5
2. 投资建议：关注农化方向 .....	6
3. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1：Nutrien 营业收入及变化（十亿美元） .....	3
图表 2：Nutrien 调整后 EBITDA 及净利率（百万美元） .....	3
图表 3：Nutrien 对 2024 年业绩指引 .....	4
图表 4：全球钾肥需求量（氯化钾，百万吨） .....	4
图表 5：不同区域钾肥需求（氯化钾，百万吨） .....	4
图表 6：2024 年全球氮肥生产成本曲线 .....	5
图表 7：全球氮肥需求（百万吨） .....	5
图表 8：全球磷肥需求（五氧化二磷，百万吨） .....	5
图表 9：中国 DAP/MAP 出口量（百万吨） .....	5
图表 10：拜耳营业收入及结构（十亿欧元） .....	6
图表 11：拜耳不计特殊项目的 EBITDA（十亿欧元） .....	6

## 1. 农化：价格是业绩下滑的主因，24 年农化产品价格或趋于稳定

Nutrien 和拜耳是全球化肥和农药具备代表性的公司。

2023 年 Nutrien 营收和调整后 EBITDA 分别下滑 23%和 50%，主要系全球化肥价格下跌影响。公司预计 24 年全球钾肥市场供需相对均衡，氮肥和磷肥需求增加但供给或紧张。

2023 年拜耳营收和不计特殊项目的 EBITDA 分别下滑 6%和 13%，主要是受到草甘膦价格下行和处方药业务利润率下滑的影响。公司预计 24 年全球农化产品价格将趋于稳定并逐步恢复。

### 1.1 Nutrien：量增价减致盈利承压，24 年业绩指引相对乐观

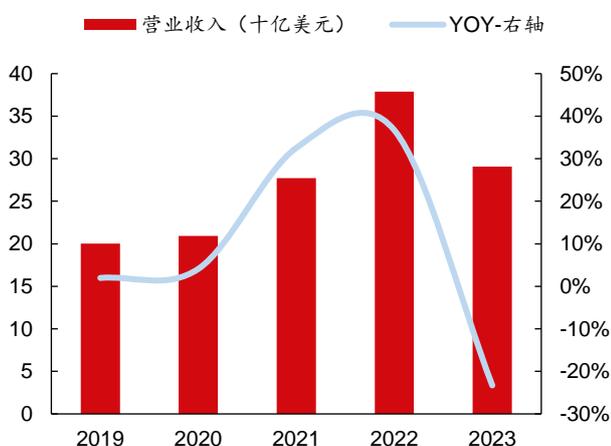
产品售价下滑致盈利承压，销量逆势增长，24 年业绩指引相对乐观。

受到 2022 年全球化肥价格波动影响，2023 年 Nutrien 公司所有业务板块售价同比下滑。2023 年全年公司实现营业收入 290.6 亿美元，同比下降 23%；实现调整后 EBITDA 60.58 亿美元，同比下降 50%；实现净利率 4%，同比下降 16pct。

分业务看，钾肥、氮肥和零售业务仍是公司主要利润来源，2023 年三者调整后 EBITDA 同比分别下滑 58%/51%/36%。

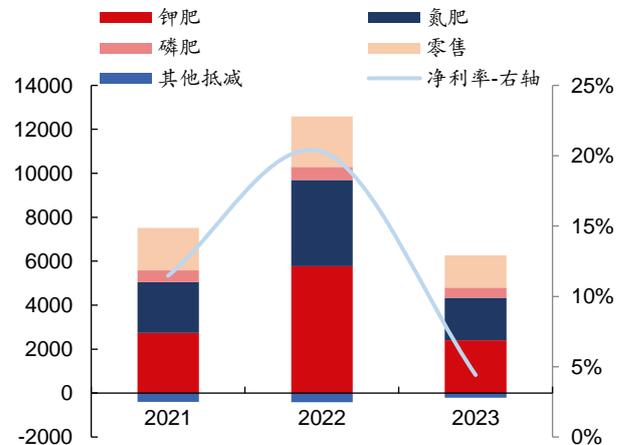
虽然产品价格下跌导致盈利承压，但公司销量仍逆势增长，2023 年钾肥销量同比增加 68 万吨至 1322 万吨，氮肥销量同比增加 14 万吨至 1042 万吨，磷肥销量同比增加 17 万吨至 255 万吨。

图表1: Nutrien 营业收入及变化 (十亿美元)



资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

图表2: Nutrien 调整后 EBITDA 及净利率 (百万美元)



资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

根据公司业绩指引，2024 年零售业务调整后 EBITDA 为 16.5-18.5 亿美元，钾肥销量为 1300-1380 万吨，氮肥销量为 1060-1120 万吨，磷肥销量为 260-280 万吨，其

中钾肥和氮肥有望成为主要增量。

根据公司“Mid-Cycle Scenario”下的指引，调整后 EBITDA 将增长至 70-75 亿美元。

图表3: Nutrien 对 2024 年业绩指引

业务板块	2023 年	2024 年指引		Mid-Cycle Scenario 调整后 EBITDA (十亿美元)
		低	高	
零售 (调整后 EBITDA, 十亿美元)	1.5	1.65	1.85	
钾肥销量 (百万吨)	13.2	13	13.8	7.0-7.5
氮肥销量 (百万吨)	10.4	10.6	11.2	
磷肥销量 (百万吨)	2.6	2.6	2.8	

资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

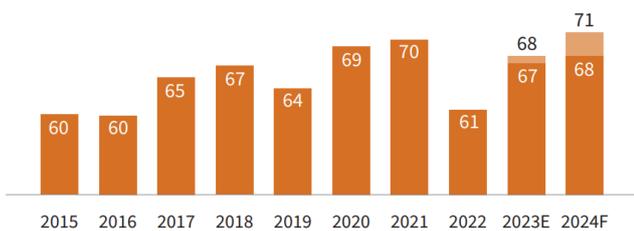
公司认为 24 年钾肥市场供需相对均衡, 氮肥和磷肥需求增加但供给或紧张。

### 1) 钾肥: 供需皆有增加呈均衡态势

公司估计 23 年全球钾肥消费量为 6700-6800 万吨, 增量来自于北美、中国和巴西。

公司预计 24 年全球钾肥市场供需将相对均衡, 消费量将进一步增长至 6800-7100 万吨, 增量主要来自于东南亚和拉丁美洲, 中国的进口量将较 2023 年有所下降。钾肥新增供给则主要来自于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯和老挝。

图表4: 全球钾肥需求量 (氯化钾, 百万吨)



资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

图表5: 不同区域钾肥需求 (氯化钾, 百万吨)



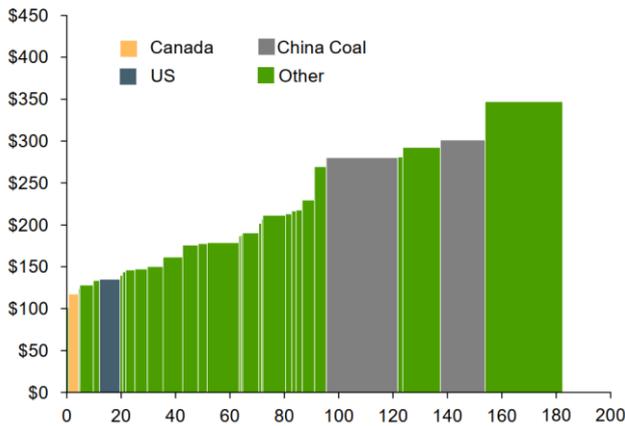
资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

### 2) 氮肥: 供应紧张, 需求小幅增长, 北美仍具成本优势

公司认为受到俄罗斯氨气出口受限、欧洲开工率降低和中国尿素出口限制影响, 预计 24 年全球氮肥供应将持续紧张。而与欧洲和亚洲相比, 北美的天然气价格具备较强竞争力, 公司预计 24 年 Henry Hub 的天然气价格仅为 2.5 美元/MMBtu。

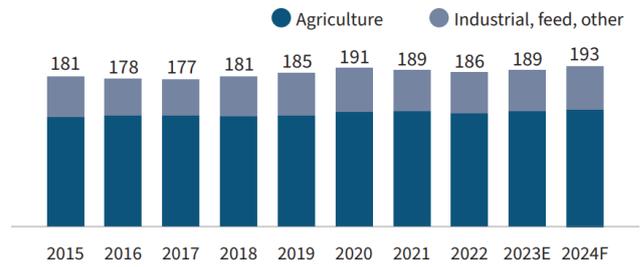
公司预计 23-24 年全球氮肥需求将由 1.89 亿吨增长至 1.93 亿吨, 但全球工业用氨仍未恢复至历史水平。

图表6: 2024 年全球氮肥生产成本曲线



资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

图表7: 全球氮肥需求 (百万吨)



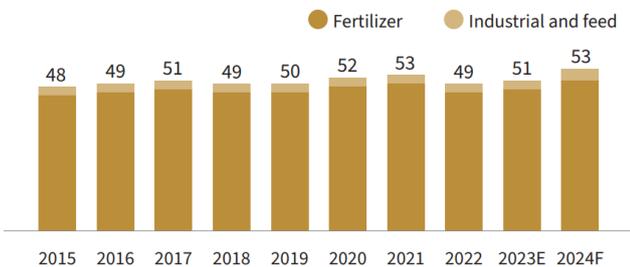
资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

### 3) 磷肥: 消费量小幅提升, 中国出口仍将受限

公司预计 24 年全球磷肥消费量将从 5100 万吨增长至 5300 万吨。北美市场由于渠道库存较低, 24 年一季度已展现出较强的磷肥需求。

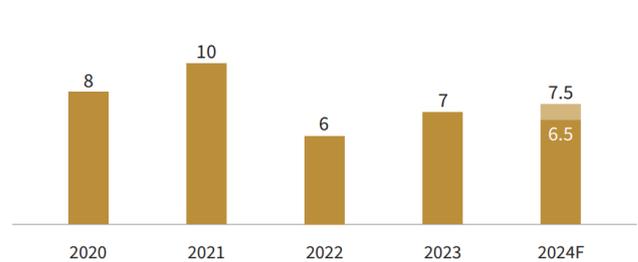
公司认为受到出口限制, 24 年中国的磷肥出口将保持在 23 年 700 万吨左右的水平, 较 21 年仍有较大降幅。

图表8: 全球磷肥需求 (五氧化二磷, 百万吨)



资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

图表9: 中国 DAP/MAP 出口量 (百万吨)



资料来源: Nutrien 年报, 国联证券研究所

### 1.2 拜耳: 预计 24 年全球农化产品价格将趋于稳定并逐步恢复

2023 年拜耳集团营业收入为 476.37 亿欧元, 同比下滑 6.1%; 不计特殊项目的 EBITDA 为 117.06 亿欧元, 同比下滑 13.4%; 不计特殊项目的 EBITDA 率为 24.6%, 同比下滑 2pct。

草甘膦价格下跌致作物科学盈利承压, 健康消费品业务同比增长。

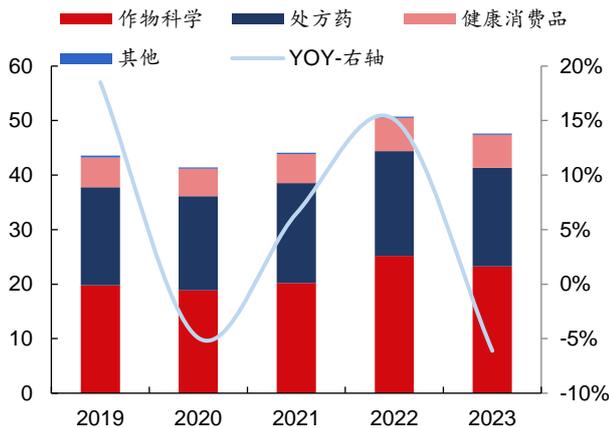
2023 年作物科学事业部营业收入为 232.70 亿欧元, 同比下滑 3.7% (经汇率与资产组合调整), 不计特殊项目的 EBITDA 为 50.38 亿欧元, 同比下滑 26.6%。该事业部收入和盈利下滑的主要原因是草甘膦价格的下跌, 以及通货膨胀导致的销货成本增加。但在除草剂销售额下降 26% (经汇率与资产组合调整) 的情况下, 公司杀菌剂

和种子与性状业务逆势增长，全年产品售价呈上涨趋势。

处方药事业部营业收入为 180.81 亿欧元，同比下滑 0.4%（经汇率与资产组合调整），不计特殊项目的 EBITDA 为 51.89 亿欧元，同比下滑 11.6%。

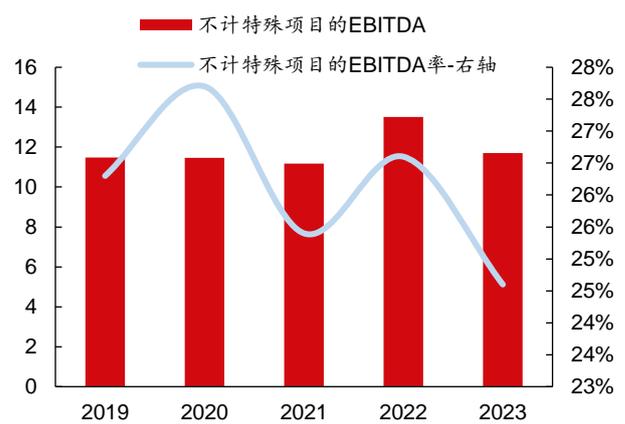
健康消费品事业部营业收入为 60.27 亿欧元，同比增长 6.3%（经汇率与资产组合调整），不计特殊项目的 EBITDA 为 14.11 亿欧元，同比增长 3.2%。

图表 10：拜耳营业收入及结构（十亿欧元）



资料来源：拜耳年报，国联证券研究所

图表 11：拜耳不计特殊项目的 EBITDA（十亿欧元）



资料来源：拜耳年报，国联证券研究所

拜耳预计 24 年全球农化产品价格将趋于稳定并逐步恢复。

拜耳预计 2024 年的营业收入为 470-490 亿欧元，不计特殊项目的 EBITDA 为 107-113 亿欧元（经汇率调整），作物科学事业部营业收入增长为负 1%至正 3%，处方药事业部营业收入增长为负 4%至 0%，健康消费品事业部营业收入增长为 3%至 6%，三大业务不计特殊项目的 EBITDA 率分别为 20%-22%、26%-29%、23%-24%。

拜耳预计 2024 年全球种子和作物保护市场将温和增长约 2%，包括草甘膦在内的农化产品的价格将趋于稳定并逐渐恢复到正常水平，杀虫剂市场的扩大亦将推动全球农化市场增长。

## 2. 投资建议：关注农化方向

23 年海内外化工品需求仍偏弱，且下游去库制约企业产销，大部分化工品价格、价差仍处较低水平。根据海外化工企业对 24 年的指引，24 年化工品价格有望企稳，伴随补库恢复及终端需求复苏，或逐步迎来投资机遇。结合本篇，我们认为 24 年农化行业值得关注。24 年全球农化产品价格企稳或值得期待，建议关注钾肥行业龙头亚钾国际，高成长、壁垒深的制剂出海企业润丰股份、持续成长的原药白马扬农化工。

### 3. 风险提示

#### 1) 国际钾肥价格大幅下滑

白俄钾肥制裁放松或其他意外因素可能导致钾肥价格大幅下滑，直接影响钾肥业务的盈利能力。

#### 2) 东南亚地缘政治风险

老挝或越南对中国的政治态度转变均可能影响中国海外企业的正常经营，进而有可能影响到相关公司境外钾肥业务的生产和出海。

#### 3) 农药行业需求持续疲软

如果农药行业需求持续低迷，可能会导致公司主要产品的价格走低、销量下滑，对公司业绩产生不利影响。

#### 4) 环保成本提升风险

社会和政府部门对环保的要求越来越严格，致使行业内不少小产能出清，不过与此同时也提升了公司的环保成本。如果未来环保成本大幅提升，可能会对相关公司短期业绩产生不利影响。

#### 5) 安全生产风险

农药中间体和产品存在一定毒性，如生产过剩中不慎泄露，将会对社会和相关公司未来业绩产生不利影响。

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼