

化学肥料制造业 (0103040310)

明年北半球进入用肥旺季时化肥有望率先复苏

曹新 化工行业 研究员
电话: 021-68818805
eMail: cx2@gf.com.cn

吕丙凤 化工行业 研究员
电话: 020-87555888-698
eMail: lbf2@gf.com.cn

与地产关联较强子行业短期内难有较好表现

目前, 化工行业整体已步入景气下行阶段。根据历史经验, 经济一旦进入下行通道, 在短期内复苏可能性就非常小。经济不景气的最直观特征就是房地产业及与房地产业关联度较强的建筑业、装饰业、家具业等行业的不景气, 而化工由于其大宗原材料行业的基本属性, 许多化工产品的终端需求都直接或间接与房地产紧密联系, 在房地产近期回暖预期较低情况下, 涂料、煤化工、盐化工、石油化工等细分子行业短期内难有较好表现。

明年北半球进入用肥旺季时化肥市场有望率先复苏

基于以下五点原因: 一是化肥行业与房地产业关联度较弱。二是化肥属于季节性需求产品, 每年都需要消耗, 周期性较短, 需求存在刚性。三是 08 年高价化肥抑制的部分需求将由于 09 年的化肥价格下跌而释放, 明年化肥需求将大幅增长。四是近两月来国家持续加大棉花、大豆收储力度, 力保农产品不降价。五是从“化肥淡储”和“三农投入”两个角度来揭示国家支农惠农政策力度循序渐进、刚性向上的特点, 国家未来将持续加大强农惠农政策力度。国家政策向来是主导我国农业市场和化肥市场的主旋律, 这将稳定农民明年种粮收益预期及播种面积, 对化肥行业重大利好。

赢利预测与投资评级

未来我们看好全尿素企业、钾肥企业及定位于中高端市场的复合肥企业, 继续给予持有评级。建议投资者主要关注这三个子行业的相关上市公司, 如专注于经营尿素业务的建峰化工和四川美丰、拥有钾矿资源的盐湖钾肥及定位于中高端市场的复合肥企业芭田股份。

风险提示

- 1、国外大豆继续冲击国内市场, 国家大豆收储计划难阻国内大豆价格下降趋势, 进而影响农民明年播种面积的风险。
- 2、受金融危机对实体经济影响, 2009 年北半球进入用肥旺季时, 国际市场需求疲软, 国内化肥产能仅依赖国内市场消化的风险。

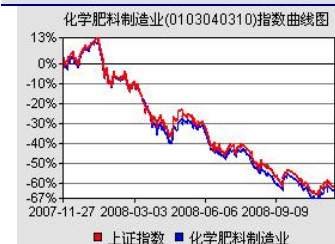
行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	14.25%	-16.28%	-62.53%
上证综指	11.29%	-18.12%	-60.55%

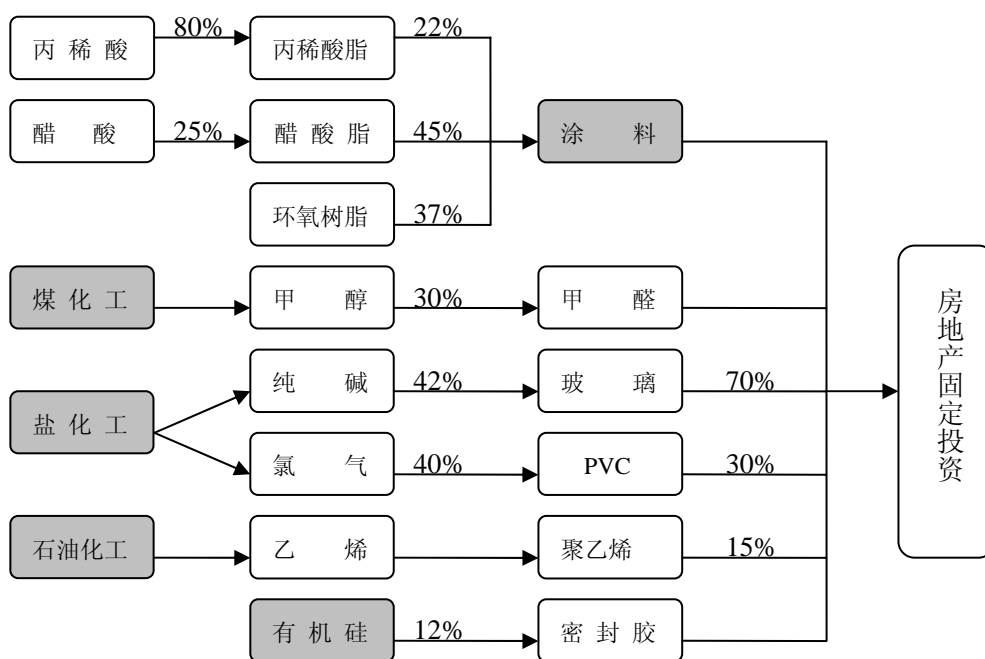
目录索引

一、与地产关联较强子行业短期内难有较好表现	3
二、明年北半球用肥旺季时化肥有望率先复苏.....	4
（一）化肥行业与房地产业关联度较弱.....	5
（二）化肥需求本身存在刚性.....	5
（三）2009 年农民化肥需求将大幅增长	9
（四）国家力保农产品不降价、稳定农民明年播种面积.....	9
（五）国家将持续加大强农惠农政策力度.....	11
三、盈利预测与投资评级.....	14
四、风险提示.....	15

一、与地产关联较强子行业短期内难有较好表现

目前，受全球经济不景气影响，化工行业整体已步入景气下行阶段。根据历史经验，经济一旦进入下行通道，在短期内复苏的可能性就非常小。经济不景气的最直观特征就是房地产业及与房地产业关联度较强的建筑业、装饰业、家具业等行业的不景气，而化工由于其大宗原材料行业的基本属性，像MDI、TDI、BDO、DMF、PVC、甲醛、涂料、树脂、添加剂、玻璃等许多化工产品的终端需求都直接或间接与房地产业紧密联系，在房地产业近期回暖预期较低的情况下，这些化工子行业短期内很难有较好表现。而化肥行业则不同，其支农特性及需求季节性导致其周期较短，每年农民都需要施用化肥，农民对化肥的需求存在刚性，且受“2008年化肥高价压抑的部分需求将在2009年释放”、“近期国家持续加大收储力度力保农产品价格不下降来稳定农民明年播种面积”等因素的综合影响，明年初北半球进入用肥旺季时，化肥市场有望率先复苏。

图1：化工产品需求与房地产固定资产投资的关系



数据来源：广发证券发展研究中心

化工行业属于典型的大宗原材料行业，上游与煤炭、石油、天然气等大宗能源紧密联系，下游主要为房地产业、建筑业、装饰业、家具业、汽车业、纺织业等提供原材料。在历史上，无论发达国家或新兴经济体，经济不景气的最直观表现就是房地产业及与房地产业关联度较强的建筑业、装饰业、家具业等房地产业链条上的所有子行业的不景气，在房地产业短期内回暖预期较低的情况下，为房地产业及其

上下游行业提供原材料的化工子行业在短期内自然不会有较好表现。此外，由于房地产业的产业关联度较强，其涉及到的化工产品种类较多，树脂、煤化工、盐化工、石油化工等几大类化工子行业都与房地产业的景气度密切相关，甚至化工行业中的高科技产品有机硅都是房地产固定投资中密封胶的主要原材料。

在这里，我们仅列举几类典型的化工产品，从房地产固定投资在它们的下游需求中所占的比例角度，来说明化工行业的大多数化工产品都与房地产业、建筑业、装饰业、家具业等房地产链条子行业存在息息相关的关系。例如，从最直观角度，任何房地产投资都需要涂料、装饰材料、玻璃、聚氯乙烯、乙烯、密封胶等这几类基础产品。但仅这几类产品，其背后就牵动着数十种化工产品需求。

首先来看涂料。涂料的原材料主要是环氧树脂、醋酸酯、丙烯酸酯等树脂类产品。据统计数据显示，37%的环氧树脂用于生产涂料、45%的醋酸酯用于生产涂料、22%的丙烯酸酯用于生产涂料，而环氧树脂、醋酸酯、丙烯酸酯等的生产又要涉及到许多种酸、醇类化工产品。例如25%的醋酸用于生产醋酸酯，80%的丙烯酸用于生产丙烯酸酯。可见，涂料或树脂业的景气度与房地产业息息相关。

其次，我们来看装饰材料。装饰材料中都含有甲醛成分，而30%的甲醇用于生产甲醛，目前作为煤化工主要产品的甲醇价格大幅下跌除了产能过剩之外，与房地产疲软所导致的下游甲醛需求量减少也不无关系。

再其次，我们来看玻璃行业。70%的玻璃用于房地产业，而42%的纯碱用于生产玻璃。此外，30%的PVC用于房地产业，40%的氯气用于生产PVC。纯碱、PVC外加氯气，整个氯碱化工行业的景气度与房地产业有很大关系。

然后，我们来看聚乙烯。15%的聚乙烯用于房地产业，而绝大部分的乙烯都用于生产聚乙烯，可见石油化工也与房地产业紧密联系。

最后，我们来看使用量较小的密封胶，它需要以目前化工行业中一种技术水平相对要求较高的高科技产品有机硅为原材料。据统计数据显示，约12%的有机硅用于生产密封胶，可见即使化工行业中的高科技产品也与房地产业紧密联系。

二、明年北半球用肥旺季时化肥有望率先复苏

从上文我们知道，涂料或树脂、煤化工、盐化工、石油化工、有机硅等化工主要细分子行业都与房地产业的景气度息息相关，在房地产业短期内回暖预期较低的情况下，我们预计未来短期内这些行业难有较好表现，相反与房地产业关联度较弱、行业周期性较短、需求存在刚性的化肥行业，在政府空间加大强农惠农政策力度进而对粮价及农民购买力构成有力支撑的大背景下，将有可能在明年北半球进入用肥旺季时率先复苏。原因主要基于以下五点：一是化肥行业与房地产业关联度较弱。二是化肥属于季节性需求产品，每年都需要消耗，周期性较短，需求存在刚性。三是2008年高价化肥抑制的部分需求将由2009年的化肥价格下跌而释放，明年化肥需求量将同比大幅增

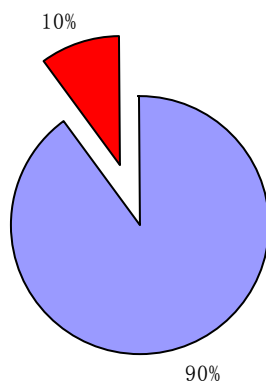
长。四是近两个月来，国家提早公布09年小麦最低收购价格及持续加大棉花、大豆收储力度等行为暗含着非常积极的政策信号：只要国内农产品价格持续下跌，国家就会持续加大收储力度。五是从“化肥淡储”和“三农投入”两个角度来揭示国家支农惠农政策力度循序渐进、刚性向上的特点，国家未来将持续加大强农惠农政策力度。国家政策向来是主导我国农业市场和化肥市场的主旋律，这将稳定农民明年种粮收益预期及播种面积，对化肥行业重大利好。

（一）化肥行业与房地产业关联度较弱

化肥行业属于支农产业，与房地产业不存在任何上下游关系，只有工业尿素与房地产业有稍许关系。尿素分为农业尿素与工业尿素两大类。平常我们所说的尿素主要是指用作肥料的农业尿素，工业尿素主要用于生产胶合板、三聚氰胺等，胶合板主要用作地板，三聚氰胺主要用于生产三聚氰胺甲醛树脂，这两种产品都属于房地产固定资产投资的下游产品。但工业尿素在全国尿素总产量中所占比例较小，还不到10%，平常很少有研究员提及，它不会影响整个尿素行业的发展趋势。据统计数据显示，2005年我国胶合板共消耗尿素250万吨，三聚氰胺共消耗尿素100万吨，其他工业领域共消耗尿素80-100万吨，2005年工业尿素总消耗量约为430-450万吨，仅占全国尿素总产量的10%左右。除工业尿素外，化肥行业与房地产业再无任何瓜葛。

图2：我国尿素消费构成（%）

■ 农用尿素 ■ 工业尿素



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）化肥需求本身存在刚性

化肥属于典型的“全年生产、季节性使用”的产品，每年都需要施用，周期性较短，且由于我国粮食产量与化肥施用量高度相关，农民对化肥的需求存在刚性，只要农民种粮，就必须施用化肥，尤其在耕地面积增长潜力有限而国家又坚决提高未来粮食产量的大政策背景下，粮食产量的提高只有一种途径，那就是提高单位面积粮食产量。据联合国粮农组织统计数据显示，施用化肥对提高粮食产量的贡献率在35%-40%左右，因此

在我国耕地面积增长潜力有限的条件下，这个任务的完成只有依靠未来多施用化肥来实现。

(1) 化肥的周期性较短

化肥属于典型的“全年生产、季节性使用”的产品，每年都需要施用，周期性较短。在我国，尿素的旺季一般包括每年的2-6月、9月1日-11月15日，其余时节为淡季；磷肥的旺季一般包括每年的2-5月、8-10月，其余时节为淡季；钾肥和复合肥用于经济作物的比例较大，旺季一般包括每年的3-9月，其余时节为淡季。只要种粮就需要施用化肥，即使在景气下行阶段也同样如此。

表1：主要化肥品种淡旺季划分

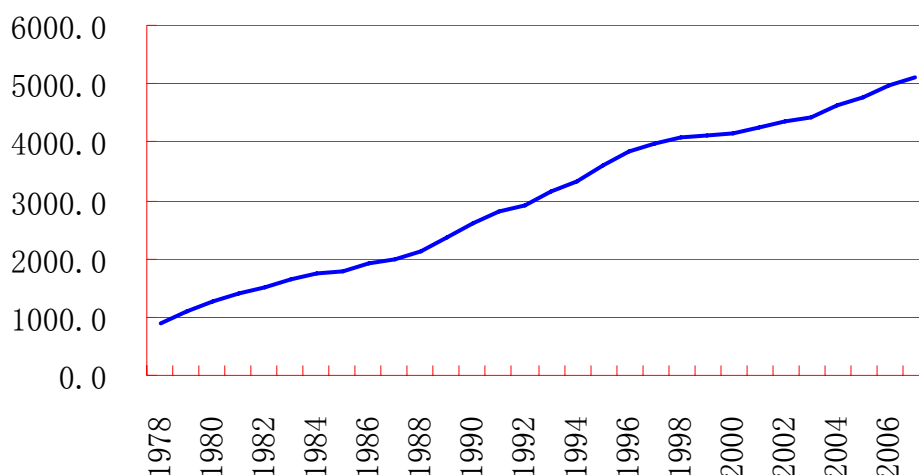
	旺季	淡季
氮肥	2-6月、9月1日-11月15日	1月、7-8月、11月16日至12月31日
磷肥	2-5月、8-10月	1月、6-7月、11-12月
钾肥及复合肥	3-9月	1-2月、10-12月

数据来源：国务院关税税则、广发证券发展研究中心

(2) 我国粮食产量与化肥施用量高度相关

化肥需求存在刚性是由我国粮食产量与化肥施用量高度相关所决定的。在1978-2007年长达30年的时间里，我国化肥需求的复合增长率约为6.24%，这30年间里我国化肥施用量单调上升，从来没有下降过，即使在粮价低迷的1997-2002年，我国化肥需求也增长了约1.36%。在这30年间，我国粮食产量与化肥施用量呈显著相关，相关系数高达0.9030。总之，化肥没有可替代产品，农户对化肥的需求存在刚性。

图3：1978-2007年我国化肥施用量（折纯）单调上升（万吨）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图4：1978-2007年我国粮食产量与化肥施用量（万吨）

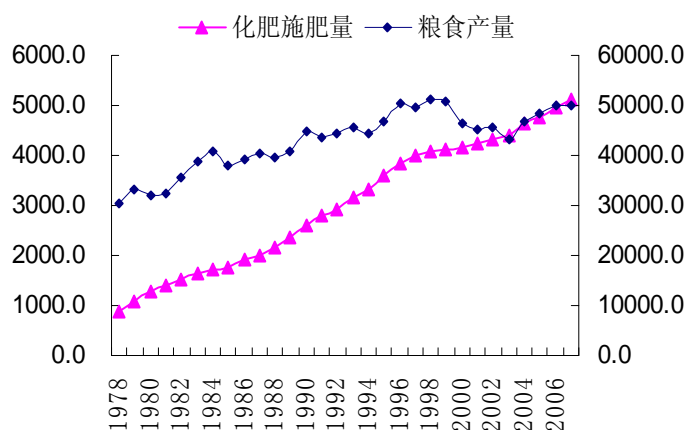
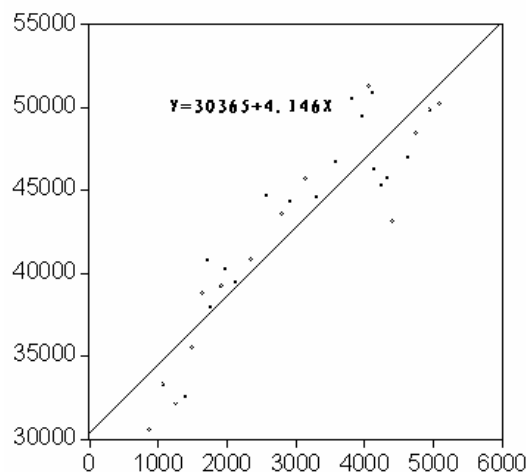


图5：粮食产量与化肥施用量高度相关



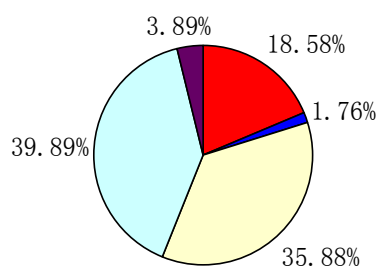
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（3）未来耕地面积增长潜力有限

根据全国土地利用变更调整，截止2005年底，我国耕地面积仅为18.31亿亩，约占全国总农用地面积的18.58%，位于牧草地和林地之后。2007年我国耕地面积下降为18.26亿亩，比1996年减少1.25亿亩，年均约减少耕地1100万亩。2008年10月23日，《全国土地利用总体规划纲要（2006-2020年）》发布。在纲要中，国家提出未来要守住18亿亩的红线，全国耕地保有量在2010年和2020年要分别保持在18.18亿亩和18.05亿亩。由于我国建设用地供需矛盾突出，每年都有部分非农建设用地占用耕地，如1991-1996年我国非农建设用地年均占用耕地441万亩，1997-2005年非农建设用地年均占用耕地305万亩。虽然每年国家都会通过加大复垦开发力度来补充耕地，但毕竟我国耕地资源补充能力有限，农用地特别是耕地面临非常严峻的形势，未来我国耕地面积增长潜力有限，守住18亿亩红线已成为国家未来努力的一个目标，增加耕地面积更是难上加难。

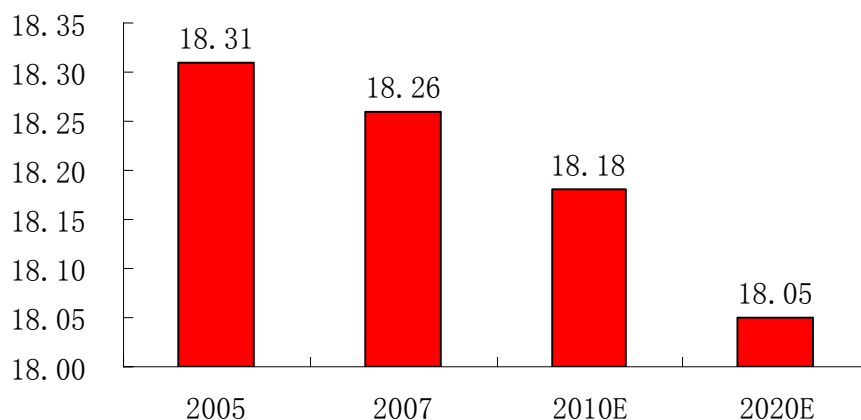
图6：2005年我国耕地面积在总农用地面积中占比（%）

■ 耕地 ■ 园地 ■ 林地 ■ 牧草地 ■ 其他农用地



数据来源：《全国土地利用总体规划纲要（2006-2020年）》、广发证券发展研究中心

图7：未来我国耕地保有面积走势（亿亩）

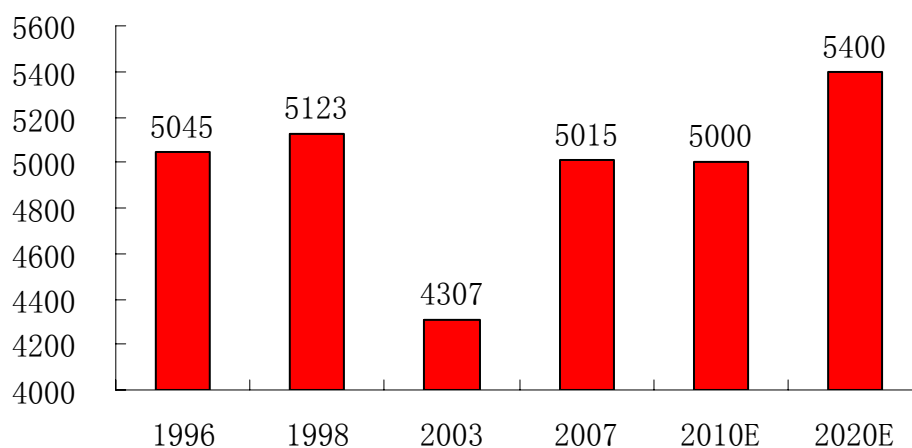


数据来源：《全国土地利用总体规划纲要（2006-2020年）》、广发证券发展研究中心

（4）未来国家力保粮食增产

2008年11月13日，国家发展和改革委员会首次公布了《国家粮食安全中长期规划纲要（2008-2020年）》。纲要提出未来我国粮食自给率要稳定在95%以上，到2020年我国粮食综合生产能力要达到5400亿公斤以上，而2007年我国粮食产量为5016亿公斤，这意味着在未来12年中，每年需要平均增产粮食32亿公斤。在我国耕地面积增长潜力有限的条件下，粮食增产的任务只有依靠提高单位面积粮食产量来完成，进而需要施用更多的化肥。

图8：我国粮食产量走势图（亿公斤）

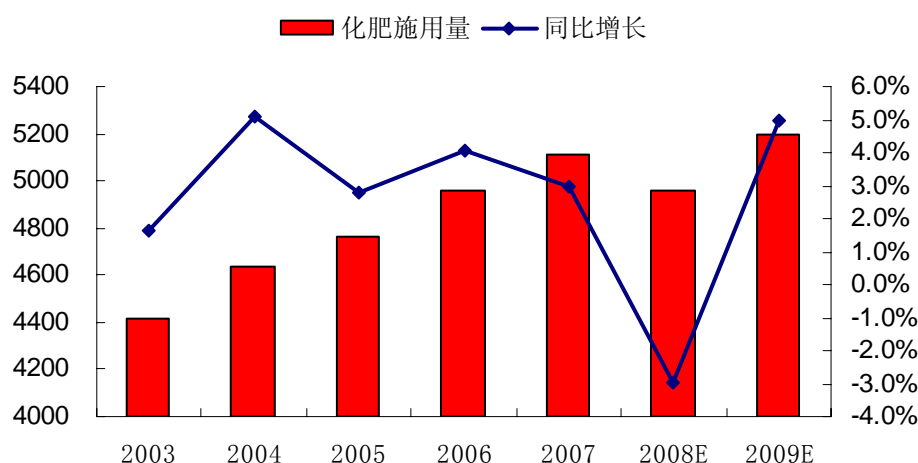


数据来源：《国家粮食安全中长期规划纲要（2008-2020年）》、广发证券发展研究中心

（三）2009年农民化肥需求将大幅增长

2008年受国际市场化肥价格的带动，国内化肥价格上涨到了有史以来最高水平，抑制了部分农民用肥需求。在上文我们提到，在1978-2007年这长达30年的时间里，我国化肥需求量单调上升，从来没有下降过。但由于受国际市场带动，今年上半年国内化肥价格上涨太高，我们预计2008年国内化肥施用量（折纯）将出现30年来的首次下降，平均下降幅度将在3%以上。但由于粮食产量与化肥施用量高度相关，农民可以一年不用肥，但不可以连续两年或三年不用肥。况且由于今年后半年的氮、磷肥产能过剩，明年氮、磷肥价格与今年相比将出现回落，在化肥价格下降的刺激下，08年化肥高价所压抑的部分用肥需求将在09年集中释放，09年化肥需求量必将同比大幅增长，增幅约在5%左右。

图9：近年来我国化肥施用量（折纯）及同比增长（万吨，%）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

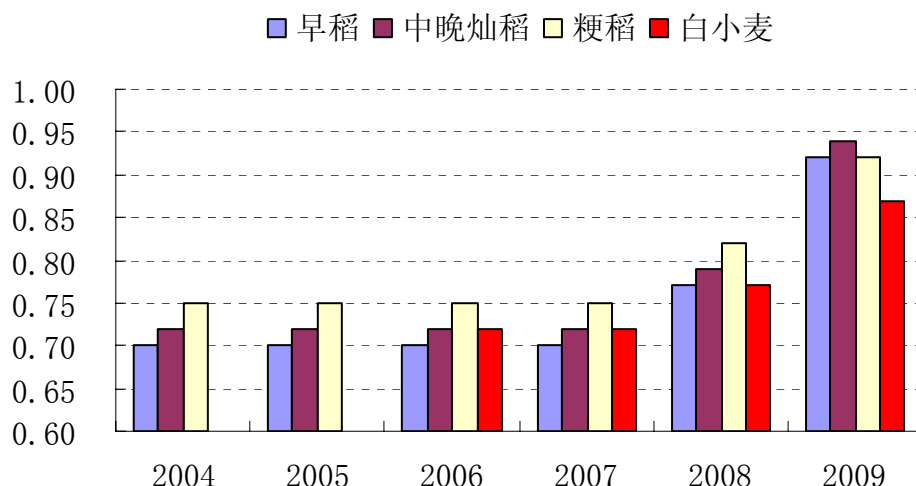
（四）国家力保农产品不降价、稳定农民明年播种面积

最近2月来，以“十七届三中全会”为代表的国家一系列支农惠农政策陆续出台，彰显了国家未来力保农产品增产、力保农产品不降价、力保农民种粮收益的坚定决心和信心。

（1）历史上最大幅度提高小麦最低收购价格

2008年10月19日，国家发展改革委、财政部、国家粮食局和中国农业发展银行4部门联合发出通知，决定从明年新粮上市起较大幅度提高2009年生产的小麦最低收购价水平：白小麦（三等，下同）、红小麦、混合麦每市斤最低收购价格将分别提高到0.87元/斤、0.83元/斤、0.83元/斤，比2008年分别提高0.10元、0.11元、0.11元，提高幅度分别为13%、15.3%和15.3%；稻谷最低收购价格也要较大幅度提高。这是有史以来我国粮食最低收购价提价幅度最高的一次，也是历史上国家公布次年小麦最低收购价格最早的一次，足见国家稳定农产品收购价格、稳定农民明年种粮收益进而稳定农民明年播种面积的决心。

图10: 近年来我国粮食最低收购价格 (元/斤)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

(2) 历史上最大幅度收储棉花: 22万吨+100万吨

2008年10月29日, 针对纺织企业带动国内棉花价格持续下跌的情形, 中储棉公司决定按价格1.26万元/吨 (高于市场价格) 再增加100万吨棉花收储计划, 这是我国棉花历史上最大的一次收储量, 相当于中储棉公司以往收储量的总和。需要引起注意的是, 中储棉10月中旬刚完成22万吨新疆棉收储计划, 两次共收储棉花122万吨, 共需资金约154亿元。由于政府托市, 在大宗商品里面棉花价格下降较慢, 仅下跌了8%左右, 根据历史上涤纶和棉花二者的正常价差关系, 目前7000元\吨的涤纶对应的棉花市场价格应该为1万元\吨, 而政府的收储价格却高达1.26万元/吨。

(3) 历史上最大幅度收储大豆: 150万吨+150万吨

11月24日, 据消息人士透露, 中国将在东北大豆主产区按每斤1.85元 (每吨比进口大豆高出300-400元) 新增150万吨国家收储大豆, 还有100万吨有待确认; 同时新增国家收储玉米500万吨、水稻750万吨, 借此稳定国内明年大豆、玉米等农产品种植面积, 保护农民种植积极性。需要注意的是, 今年10月为扭转国产大豆价格持续下滑局面, 国家已在东北大豆主产区按每斤1.85元挂牌收购150万吨大豆, 今年如此大的收购规模, 历史上从来没有过。

表2: 近2月国家托市政策一览

日期	事件	备注
2008年10月19日	提高2009年小麦最低收购价格15%;	提价幅度最高的一次;
2008年10月29日	在10月中旬刚完成22万吨新疆棉收储计划上, 中储棉再增加100万吨棉花收储;	收储力度最大的一次; 减缓了棉花价格下跌;
2008年11月24日	在10月收储150万吨大豆基础上, 将新增150万吨收储大豆、500万吨收储玉米、750万吨收储水稻;	大豆收储价格比进口价格贵300-400元/吨

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

总之，无论是提前公布09年小麦最低收购价格提价15%，还是在已收储22万吨新疆棉的基础上，为了阻止国内棉花价格下跌而新增100万吨棉花收储，亦或为了阻止国内大豆价格持续下滑，在已收储150万吨大豆的基础上，继续新增150万吨大豆收储，都彰显了国家未来力保国内农产品不降价、保障农民种粮收益、稳定农民明年种粮收益预期和粮食播种面积的决心。

（五）国家将持续加大强农惠农政策力度

（1）国家政策向来是控制农业市场和化肥市场的主旋律

国家政策向来是控制我国农业市场和化肥市场的主旋律。在我国农业发展史上，1993年和2004年是非常关键的两年。1993年由于受农业效益低下导致农民投肥量减少及进口化肥失控冲击国产化肥产业双重因素影响，国内化肥销售不畅，市场疲软，产品积压滞销，相当数量化肥企业尤其是小化肥企业减产或停产。在这种背景下，国家正式成立我国化肥冬储资金，使其在淡季发挥“蓄水池”作用，并在1994年采取增加投入、提高粮价和减轻农民负担等措施，导致农民购肥积极性高涨，化肥市场转旺，化肥企业高负荷生产，甚至连小化肥企业开工率都较高。1999-2003年，我国粮食连续4年减产，粮价低迷，2004年国家出台了“对农民种粮进行直补、发放良种补贴”等一系列政策调动农民种粮积极性，由于政策利好，当年粮食价格上涨6%左右，促使农作物种植面积增加，化肥施用量增加，政策利好促使粮价上涨给化肥价格以有力支撑。据统计资料显示，2004年是近几年来农村经济形势最好的年份，粮食生产扭转了连续四年持续下滑的颓势，全年粮食产量突破9100亿斤，粮食增长幅度自1997年以来首次突破了5%，达到9%。总之，国家政策支持带动粮价上涨进而引致农业用肥需求增加是化肥高价运行的动力。

“十七届三中全会”表明了国家未来持续支持“三农”的强烈决心。会议之后，根据10月17日国务院常务会议精神，国家发改委于20日宣布，为确保农民增产增收，促进粮食和农业生产，国家将继续加大强农惠农政策力度，其中包括：全力组织开展主要农产品收购，较大幅度提高2009年度粮食最低收购价格；统筹考虑化肥等农资价格和粮食价格的变动情况，进一步增加农资综合补贴，建立化肥等农资价格上涨与提高农资综合直补联动机制；提高良种补贴标准，扩大补贴范围；扩大农机具补贴范围和种类，提高补贴标准。此外，国家还将进一步完善化肥市场调控机制，适当扩大化肥淡季商业储备规模和启动实施《全国新增1000亿斤粮食生产能力规划（2009-2020）》等。

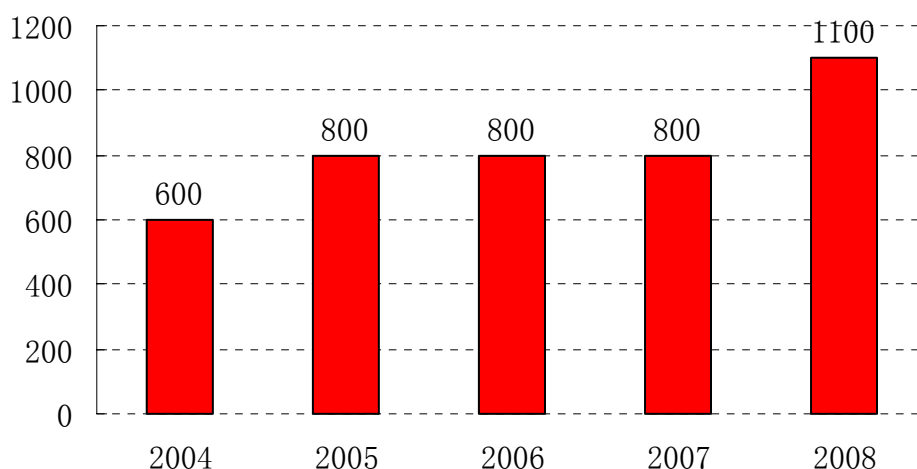
下文，我们从国家化肥淡季商业储备及对“三农”补贴两个角度，来展示国家支农惠农政策力度的持续性及向上刚性。

（2）新增300万吨化肥淡储、首次实行百万吨DAP专项储备

2004年11月，国家发改委、财政部向国务院提出建立化肥淡储的意见，经同意后，国家发改委在2005年1月出台化肥淡季商业储备管理办法。淡储制度对化解化肥常年生产、季节使用矛盾、提高供应保障发挥了重要作用。

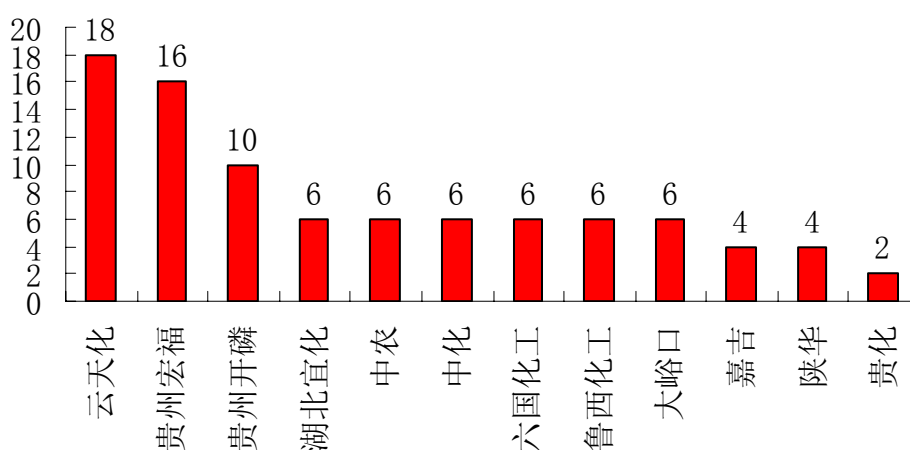
2008年我国化肥淡储规模为1100万吨，比2007增加了300万吨，涨幅为37.5%，其中1000万吨指标优先给了近两年淡储工作搞得较好的40家化肥生产与流通企业，其余100万吨通过公开招标的方式选择淡储企业。目前，由于国家高关税政策导致企业出口受阻、库存堆积严重、资金周转困难，国家由新增300万吨淡储对化解化肥“全年生产、季节性使用”矛盾、消化国内部分过剩产能、帮助化肥企业尽快度过严冬起到了一定作用。此外，为保证农民秋季用肥、促进农业生产的稳定发展，我国于今年7月首次实行百万吨DAP专项储备，企业中标结果见下图。

图11：我国历年化肥淡储规模（万吨）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

图12：2008年我国首次百万吨DAP淡储中标结果（万吨）



数据来源：中华商务网、广发证券发展研究中心

（3）支农惠农政策循序渐进、刚性上升

在国家的支农惠农政策上，我们尤其需要关注的一点是：国家的支农

惠农政策力度是循序渐进、单调上升的。2004年国家开始对农民种粮进行直补及发放良种补贴和农机具购置补贴，2006年国家在全面取消农业税的基础上，为弥补种粮农民因柴油、化肥、农药、农膜等农资价格上涨给农民带来的生产成本增加，开始对种粮农民进行农资综合直补。2006年农资综合直补金额为120亿元，2007年上涨为276亿元，比2006年增加156亿元，2008年又比2007年增加156亿元，达到432亿元。考虑到2008年上半年化肥、农药、农膜、柴油等农业生产资料的价格攀升情况，国务院决定明年将统筹考虑化肥等农资价格和粮食价格的变动情况，进一步增加农资综合补贴，建立化肥等农资价格上涨与提高农资综合直补联动机制，而不是单纯地增加156亿元绝对值。因此，我们预测2009年国家对于农民种粮的农资综合直补增加额将高于156亿元。由于政策反映了国家对“三农”的态度，会严重影响农民下一年的种粮收益预期与播种面积，因此，我们预测从明年开始，国家的支农惠农政策力度会越来越大、刚性上升。而近期国家为了阻挡国内棉花、大豆价格的下滑而对进行二次收储的政策措施，也验证了这一点。

表3：2004-2009年国家主要支农惠农政策一览

2004	开始对农民种粮进行直补、发放良种补贴（水稻）、发放农机具购置补贴
2005	出台《化肥淡季商业储备管理办法》
2006	全面取消农业税、开始对农民种粮发放农资综合直补
2007	农资综合直补增加156亿元(其他补贴科目也有增加)
2008	农资综合直补又增加156亿元；良种补贴覆盖到水稻、小麦、玉米、大豆四种粮食作物；首次专项储备100万吨DAP；新增300万吨化肥淡储
2009	建立农资价格上涨与提高农资综合直补联动机制

数据来源：财政部、广发证券发展研究中心

其中，对于“三农”的投入，据农业部统计，2007年中央政府对“三农”的总投入是4318亿元，比2006年增加了801亿元，涨幅高达23.6%，2008年“三农”预算安排达到5625亿元，比去年同期增加1307亿元，增幅高达30.3%，涨幅比2007年又抬高了6.7个百分点。其中，农资综合补贴高达432亿元，与2007年相比又上涨了156亿元，涨幅高达75%；良种补贴在70.7亿元的预算基础上又增加50亿元，计划金额为120.7亿元，同比增长81.23%；良种补贴覆盖范围扩大到水稻、小麦、玉米、大豆四种粮食作物，对4.4亿亩水稻全部实行良种补贴，小麦良种补贴面积由1亿亩增加到2亿亩，玉米良种补贴面积由3000万亩增加到2亿亩，大豆补贴面积0.4亿亩，合计良种补贴面积约占全国粮食总面积的56%；农机具购置补贴比去年翻了一番。

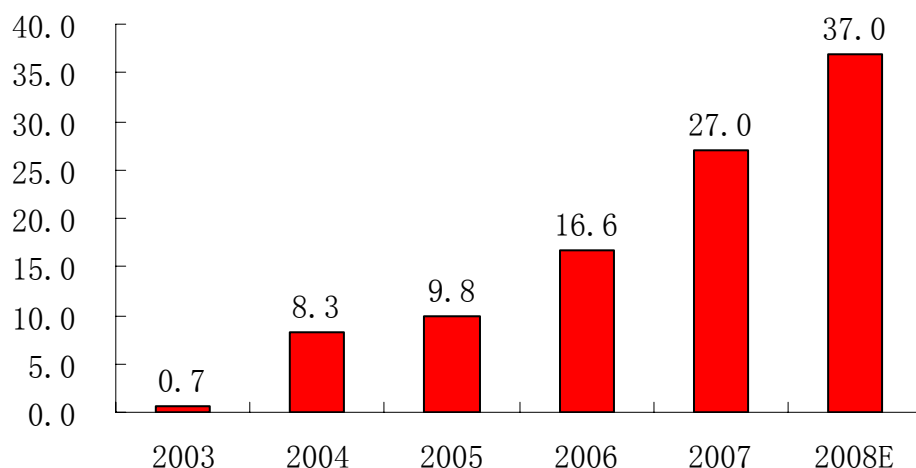
表 4: 2004-2008 年国家“三农”补贴力度 (亿元)

	对种粮农民的直接补贴资金		良种补贴	农机具购置补贴	三农投入合计
	粮食直补	农资综合直补			
2004	116	—	28.5	0.7	—
2005	132	—	38.7	3	2975
2006	142	120	41.54	6	3397
2007	151	276	66.6	20	4318
2008	151	432	120.7	37	5625

数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

通过计算可以发现, 2008 年仅对种粮农民的两项直接补贴资金就高达 633 亿元, 较 2007 年上涨了 48.2%, 预计 2008 年全国平均每亩补贴将上升为 37 元/亩。由于国家对农民的补贴收入只是停留在宏观层面, 为了从微观层面上具体感受国家财政补贴对农民种粮负担的减轻力度, 我们以小麦、水稻、玉米三种主要粮食作物的平均值作为统计口径, 对近年来农民因种粮而获得的直接现金补贴收入作简单计算如下。

图 13: 2003-2008 年种粮农民年现金补贴收入 (元/亩)



数据来源: 中国农业年鉴、广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资评级

基于上文分析, 未来我们看好全尿素企业、钾肥企业及定位于中高端市场的复合肥企业, 继续给予持有评级, 建议投资者主要关注这三个子行业的相关上市公司, 如专注于经营尿素业务的建峰化工和四川美丰、拥有钾矿资源的盐湖钾肥及定位于中高端市场的复合肥企业芭田股份。理由如下:

1、2008年尿素库存情况相对好于磷肥，2009年春耕时磷肥企业可能仍然面临消耗高库存的压力。此外，TDI、PVC、醋酸、DMF、甲醇、BDO等产品在房地产市场回暖之前短期内不会有太好变现。因此，我们看好拥有区域优势的大型全尿素企业，如肥料收入分别占其主营业务收入98%和80%以上的建峰化工及四川美丰。

2、钾肥由于其资源稀缺性特点，我们继续看好盐湖钾肥。

3、复合肥企业上游为尿素、MAP、氯化钾、硫酸钾等单质肥，单质肥成本占复合肥总生产成本的70%以上，08年氮、磷肥产能过剩将导致09年单质肥价格下降，复合肥上游原材料成本将下降。定位于中高端市场的优质复合肥贵在质量，销售价格波动幅度较小。例如，芭田股份，在08年后半年这么严峻的行业情形下，至今仍没有降低复合肥终端销售价格，我们预计其09年将受益于上游原材料价格的下跌（钾肥除外，由于钾肥依赖进口，国内复合肥企业都面临同样的钾肥价格，并不减弱公司在复合肥行业内的竞争力）。

表 5：化肥类上市公司盈利预测

产品	公司名称	EPS（元/股）			PE			评级
		07A	08E	09E	07A	08E	09E	
氮肥	建峰化工	0.58	0.78	0.81	11	10	9	持有
	四川美丰	1.01	0.48	0.57	8	10	9	持有
钾肥	盐湖钾肥	1.29	2.95	4.19	67	29	20	持有
复合肥	芭田股份	0.81	0.56	0.95	9	15	8	持有

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

四、风险提示

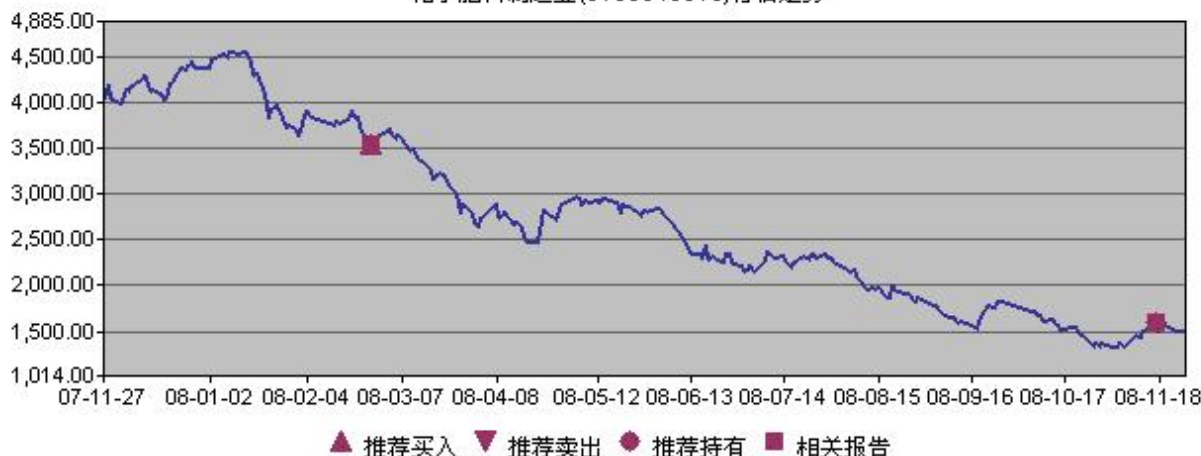
1、国外大豆继续冲击国内市场，国家大豆收储计划难阻国内大豆价格继续下降趋势，进而影响农民明年播种面积。

2、受金融危机对实体经济影响，2009年北半球进入用肥旺季时，国际市场需求疲软，国内化肥产能仅依赖国内市场消化的风险。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

化学肥料制造业(0103040310)行情走势



相关研究报告

关税下调对磷肥行业重大利好	吕丙风	2008-11-17
化学肥料制造业(0103040310)	郑屹	2008-02-25

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。