

# Companies

## 中国化肥产品征出口特别关税或将成常态

为防止因大量出口导致国内市场供不应求或因出口拉动产品价格快速上涨,预计中国化肥产品的出口特别关税或将成常态。在出口特别关税成为常态的情况下,氮肥、磷肥的价格上涨将受到较大抑制,在行业成本上行的趋势下,整体盈利能力将呈下滑趋势,相关的资源或技术优势企业可以维持超过行业平均水平的利润

◎东莞证券 李隆海

经国务院关税则委员会第二次全体会议审议通过,并经国务院批准,从9月1日起,氮肥及合成氨的特别出口关税上调至150%,并实施至12月31日。从10月1日至12月31日,对除上述两种产品外的其他化肥及化肥原料继续征收100%特别出口关税。

### 尿素

关税调整后,9月份尿素出口关税为185%,四季度为175%。自从在4月20日加征100%的特别出口关税,尿素出口快速下滑,7月份尿素出口量仅14万吨,同比和环比同时下降73.08%、39.13%。在加征特别出口关税前,在国际尿素价格上涨带动下,2008年1-4月份出口量301万吨,同比增长3.1倍。而在5-7月份出口量为90万吨,同比减少12.62%,加征特别出口关税达到了抑制尿素产品出口过快增长,优先满足国内市场需求。

尿素价格三四季度本身为淡季,价格已经逐渐有所回落,但受到煤炭成本支撑,国内中小氮肥的尿素生产成本已经达到或接近2000元/吨。如果国际尿素价格进一步上涨至850美元/吨以上,四季度175%关税才有可能会出口 850美元对应税前离岸价1978元,900美元对应中国离岸价2100元,因此,尿素价格回落空间并不大,除非煤价大幅回落,尿素价格将难以跌破1900-2000元/吨,对华鲁恒升、湖北宜化等成本优势性企业影响不大,将获得合理的毛利率。

另外据市场传闻,年内尿素的生

产企业出厂限价将上调,目前为出厂限中准价1500元上下浮动15% (最高不超过1725元)。目前尿素的出厂价格均在2300元/吨左右,按照目前的无烟煤到厂价格,尿素的成本应该在1800-1900元/吨,1725元/吨的最高限价已经不合理。如果出厂限价顺利上调,很多企业账外的利润将会体现在报表内,对上市公司的业绩是个利好。

### 磷肥

磷肥 (DAP和MAP) 9月份出口关税为135%,四季度为120%。自4月份国家执行特别关税以来,国内磷铵出口受到抑制。以目前国际市场DAP价格1155美元/吨及四季度120%的出口关税计算,对应国内DAP产品价格应在3450元/吨左右,这与国内原料完全外购型企业的生产成本接近,并低于国内市场价格,国内出口动力依旧不足。尽管今年国内DAP和MAP产量明显下降,由于今年磷肥施用量明显下降,国内库存仍然较高,完全外购原料的企业有一定成本压力。因此,能否获得稳定的磷矿资源,降低成本,成为影响上市公司未来发展的重要因素。只有一体化的磷肥企业和磷矿石企业才能获得较好的收益,看好兴发集团这样拥有磷矿资源的企业。

### 钾肥

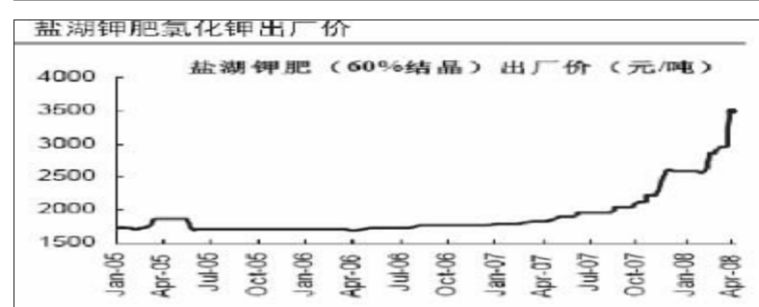
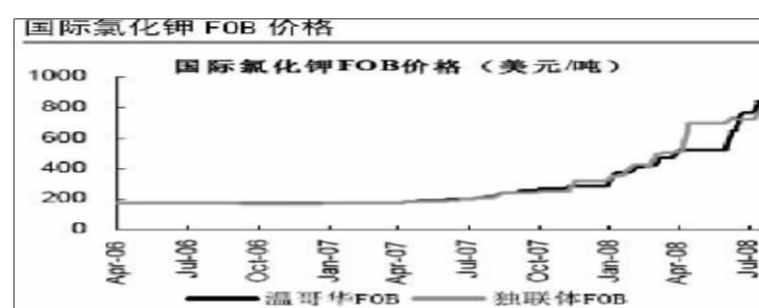
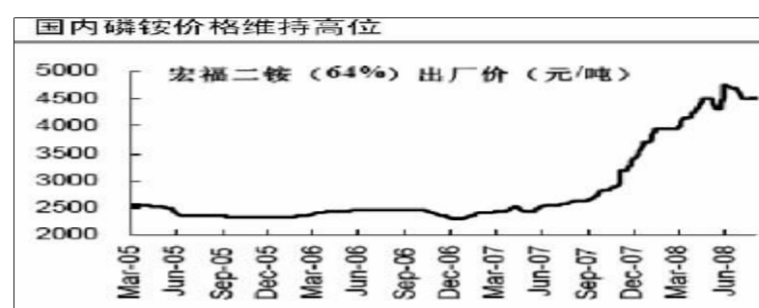
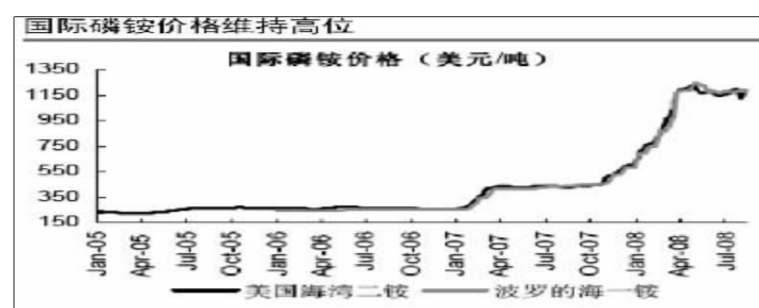
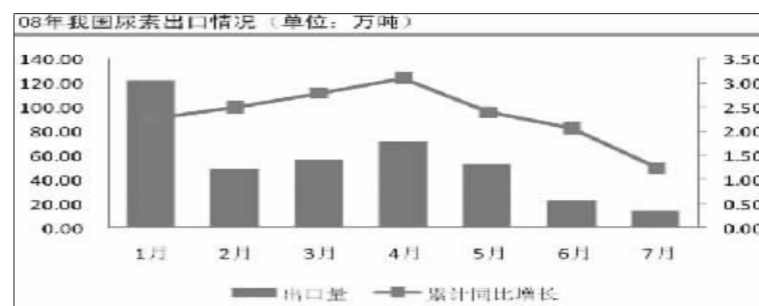
2007年我国氯化钾、硝酸钾、硫

酸钾等钾肥出口量合计为14.70万吨,与我国氯化钾941.35万吨进口量相比比重很低,因此,特别出口关税对国内市场价格基本没有影响,国内钾肥定价主要依据是进口钾肥价格。对国内影响较大的是国家要求国内生产企业和进口商需经过申请备案后方能提价的价格控制措施。到目前为止,发改委尚未对盐湖钾肥的出厂价和中化化肥的港口新货进行核准。但由于对进口商限价补贴等方式的可操作性比较差,最终国家只能将进口价格顺利传导,只有加强对农民的直补才是最佳方法。

10月份罗钾项目投产,2009年内钾肥自给率将有所提升,但供需缺口基本未变。目前中国钾肥进口价格仍是全球市场的低点,价差在400美元/吨左右。由于2008年进口量较少,钾肥库存量下降,预计2009年钾肥进口谈判压力较大,2009年钾肥进口价格仍将大幅上涨。

### 投资建议

为防止因大量出口导致国内市场供不应求或因出口拉动产品价格快速上涨,预计中国化肥产品的出口特别关税或将成常态。在出口特别关税成为常态的情况下,氮肥、磷肥的价格上涨将受到较大抑制,在行业成本上行的趋势下,整体盈利能力将呈下滑趋势,相关的资源或技术优势企业可以维持超过行业平均水平的利润,如华鲁恒升、湖北宜化等;钾肥依然是各化肥品种中最具备投资价值品种,钾肥价格将保持高位,维持对盐湖钾肥和冠农股份的推荐。



## 化肥出口繁荣已成追忆

本次关税的调整并没有出乎很多人的预料。国家曾经出台的对化肥征收100%的特别关税就表明了政府控制化肥出口的决心。中国一直在严格控制化肥市场价,造成了国内外价差过大,导致厂商产品出口动机强烈。但是从4月开始实行100%的出口关税后,我国的化肥出口增速显著降低。氮肥方面:尿素4月份共出口72万吨,较三月份有所增加,主要是由于前期的订贷交付所致,5月份开始,尿素出口53万吨,环比减少26.4%;6月份尿素出口23万吨,环比减少56.6%。随着中国尿素出口的持续减少,国际尿素价格开始继续走高。2008年8月1日,美国海湾尿素离岸价高达800美元/吨,按照目前最新汇率换算后为5465.6元/吨。如果按照现行的135%的出口关税来看,尿素出口仍然是有利可图,这也是市场之前为什么认为国家很有可能继续提高出口关税。

本次政策的出台,意味着2007年化肥行业出口一片繁荣的局面不会再来,也意味着会有更多的化肥企业开始把出口转内销,目前经销商对于储存尿素并不积极,这对于需要大量资本以解决淡季生产资金的尿素行业来说是非常不利的,预计短期内尿素价格会相应有所下滑。(太平洋证券)

## 尿素限价存在上调预期

调整幅度低于前期传言。此次氮肥及合成氨的特别出口关税上调至150%,低于此前传说的185%,但是即使如此的关税,国内氮肥的出口已不可能。另外,如果国际氮肥价格继续上涨,国家还可以继续调高出口关税。因此,这项政策的根本出发点是防止廉价的资源外流。

国家尿素限价存在上调预期。作为调整出口关税的对冲措施,国家近期很可能上调尿素限价。最近,国家发改委将就此事和行业内的企业以及各地国资委开会研究。目前尿素的出厂价格均在2300元/吨左右,按照目前的无烟煤到厂价格,尿素的成本应该在1800-1900元/吨,1725元/吨的最高限价已经不合理,如果上调限价,很多企业账外的利润将会体现在报表内,对上市公司的业绩是个利好。

化肥股的前期下跌已经反映此预期,行业存在交易性机会。化肥股近期调整幅度较大,股价已经反映关税调整的预期。如果作为对冲措施,国家近期上调尿素限价,行业存在交易性投资机会。(安信证券)

## 企业压力再次骤增

◎国海证券 陈东晓

财政部消息,经国务院关税则委员会第二次全体会议审议通过,并经国务院批准,从2008年9月1日起,氮肥及合成氨的特别出口关税上调至150%,并实施至2008年12月31日。从2008年10月1日至12月31日,对除上述两种产品外的其他化肥及化肥原料继续征收100%特别出口关税。另外,从2008年9月1日起至2008年12月31日,对除鸟粪外的动物或植物肥料征收460元/吨的出口暂定关税。

这是国家今年第三次对尿素产品调整出口关税。2008年2月,国家宣布对尿素等部分化肥品种暂定税率,提高到最高35%;从4月20日至9月30日用肥旺季内,对所有化肥及部分化肥原料在现有出口税率基础上,加

征100%的特别出口关税,尿素关税已达135%。

虽然目前国内产能相对过剩,但近期国际尿素价格居高不下,长期位于800美元/吨之上,在这种价格驱动下,即使是征收135%的出口关税,国内的尿素离岸价仍达到2300元/吨,和国内企业实际出厂价接近。所以,目前1725元/吨的最高限价无法阻挡出口。国家两次提高关税后仍然限制化肥出口增长,尿素出口量并没回落,反而大幅上升。今年1-6月份,国内累计出口尿素378万吨,比去年同期124万吨增加了253万吨,出口限制效果不理想。

这次氮肥及合成氨的特别出口关税上调至150%,依照目前国际市场尿素价格,基本上再次封杀了国内产品的出口空间,从而抑制国内产品出口过快增长,满足国内市场需求。而其他

相关的化肥类产品,比如磷酸等,自去年以来,对磷酸二铵、磷酸一铵、重钙等磷肥出口不断上调关税,在上次调整的135%出口关税条件下,与目前国际市场价格比,依然没有任何出口空间,企业已经完全停止出口。因此,正是因为出现了氮肥及合成氨等产品出口空间以及出口量,国家才再次调高该产品的出口关税。

目前,国内尿素价格未走出降价趋势,一般来说,在7月底市场需求结束之后,尿素价格就会回落。但今年7月份的尿素供给没有满足需求,今年的尿素市场已经延续到了8月。近期的铁路运输情况比较紧张,也影响尿素的运输。短期来看,国内整个行业受原料的影响,产量普遍下降,因此市场库存偏小的情况下,短期内市场价格将小幅回落高位盘整为主,预计整体价位在

2200-2300元左右,而企业的艰难日子将是未来的四个月。

2008年9月1日起新出口关税实施后,许多尿素将留在国内销售,在我国产能供大于求的形势下,必然会带来价格的竞争。同时目前的经销商对于储存尿素并不积极,这对于需要大量资本以解决淡季生产资金的尿素行业来说是非常不利的。但从国家“三农”政策以及粮食安全的大局看,农资产品——尿素等价格的下滑符合目前国家整体利益。

今年下半年,由于煤炭价格涨幅过大,导致许多化肥企业利润下降甚至亏损。在高煤价与化肥低限价政策挤压下,以烟煤为原料的化肥企业,其合成氨综合成本较以无烟煤为原料的化肥企业每吨要低许多,都已经感受到了较大的盈利压力,而目前出口关税的再次提高,对整个行业中企业无疑都是雪上加霜。

## 推动国际尿素价格上涨

◎银河证券 李国洪

化肥行业出口税上调整体影响不大,主要原因如下:

(1) 尿素出口量很小,即便全部停止出口,国内依然供应紧张。1-6月国产尿素出口378万吨,同比增长206.9%,占全国半年尿素总产量的13%左右,国内尿素总需求年增长率早已超过GDP增速,当前随着粮食等农产品价格上涨,国内农业尿素需求增速达15%左右,相当于一年增加尿素用量约840万吨,如都不出口,供给增加756万吨,这还没有算全国工业用尿素每年需求增长300万吨,可见本次出口税上调实际影响不大。

激国际、国内尿素价格上涨。很多人(包括政府部门)认为限制出口增加国内供给会平抑化肥价格,实际不然,因为尿素不同于一般商品,国内与国际存在一倍以上的价格差,在高额利润的作用下走私成为必然。我国是全球最大的尿素生产国,总出口量对国内总产量来讲不大,但对周边越南、泰国等农业国来讲,从中国进口量占他们国家的总量比较大,因此本次上调出口税会刺激国际尿素价格上涨。实际上本次出口税上调了50%,按目前国内尿素均价2400元/吨计算,实际每吨尿素出口税增加1200元出口成本,目前中国周边国家尿素价格在4600元/吨人民币左右,其价格将因从中国进口尿素

成本上升而上涨20%左右,特别是市场会认为走私成本也将随着出口税增加而增长,走私成本上升也会推动国际尿素涨价。

(2) 此次出口税上调意味着价格管制的进一步放松。尿素全国销售均价2400-2500元/吨,已经明显超出国家1725元/吨的限价,国家并不是不知道,大幅度调高出口税政策说明政府对尿素限价政策已经失去信心。政策已经意识到化肥行业销售特点无法进行价格管制,因为化肥销售分散,多数农民又不要发票,零售价没法管,管出厂价又都可以通过成立销售公司绕过。因此,中国政府已经认识到,进行价格管制不如出口税调控更有力,而且上调出口税从保护国内资源政

策上更容易理解。但没有考虑周全的是,中国已经成为全球最大的尿素生产国,出口税上调会带动国际尿素价格上涨进而推动国内尿素价格上涨。

(3) 国内尿素行业上市公司大多数是以国内销售为主,很少有企业外销,出口税的上调不会影响到多数上市公司销量,而销售价格反而会因上调出口税而上调,因此,对多数上市公司来讲上调出口税是利大于弊的。

由于出口税的上调不会改变国内化肥供需的基本格局,会刺激国际、国内尿素价格上涨,而市场会认为“利空”而低开,从而形成较好的买入时机,建议关注湖北宜化。

### ■相关公司

#### 华鲁恒升(600426) 业绩增速预期下降

公司主导产品是尿素和DMF。财政部通知,从2008年9月1日起,氮肥及合成氨的特别出口关税上调至150%,并实施至2008年12月31日。在国家严格限制出口、高价位抑制需求增长的背景下,尿素价格虽然仍将维持高位,不会大幅下跌,但继续上涨的空间也很小。而DMF受供给增加、下游需求不旺等影响,近期价格下滑,后期上涨的动力也不足。

蒸汽是公司生产动力来源之一,在主导产品价格上涨乏力的背景下,上升的蒸汽成本不能有效转移,公司的业绩增速预期将降低。执行新的蒸汽价格标准后,公司净利润2008年将减少约6800万元,2009年将减少约18000万元,折合EPS分别为-0.137、-0.363元/股。

仍然看好公司的长期价值,因为公司是煤化工一体化企业,其核心优势在于具有先进的煤化工生产工艺及完整的煤化工产业链,采用价格较低的烟煤做原料,产品具有较好的成本优势。但是,成本上升导致业绩增速预期下降已不可避免。(国都证券)

#### 湖北宜化(000422) 特别关税无碍行业龙头地位

公司2008年上半年实现营业收入39.8亿元,同比增长79.3%;利润总额6.17亿元,同比增长128.23%;净利润3.63亿元,同比增长109.4%;扣除非经常性损益后净利润3.61亿元,同比增长87.61%;每股净资产3.718元,每股收益0.67元。

报告期内公司营业收入大幅增长主要由于太平洋化工及湖北香溪化工全面投产,公司产品量价齐增所致。公司2007年利润稳定增长主要来自其尿素和磷酸二铵产品的贡献,2008年在化肥行业“两头受挤”背景下,公司尿素和磷酸二铵仍分别保持27.83%和19.03%的水平实属不易。公司季戊四醇毛利较上年减少60.47%,主要由于原材料甲醇价格上涨所致,但其所占总收入和利润约9%和6%,对总收入和利润水平影响有限。

公司投资5.1亿元控股的鄂尔多斯新联合化工具有60万吨合成氨、104万吨尿素产能,预计2008年10月建成投产,保守认为该项目2009年顺利达产,公司将拥有尿素产能约250万吨/年。

公司产品技术先进,产业链完整,居行业龙头。目前公司估值比较安全,考虑到国际化肥行业水平和我国企业的高成长性,在化肥行业征收特别关税的前提下,维持“增持”评级。(太平洋证券)

#### 盐湖钾肥(000792) 业绩释放在下半年

公司上半年实现营业收入15.19亿元,净利润5.1亿元,分别同比增长-0.23%和3.13%,EPS为0.66元,公司业绩表现一般。这主要是政策调控和公司惜售两个方面原因造成的。国家发改委为保障钾肥供应出台了钾肥价格监管的通知,但具体政策迟迟未出台,国内钾肥价格基本处于真空状态,影响公司产品销售,2008年上半年公司共销售钾肥61.9万吨,而去年同期销售90万吨以上。

在考虑价格上升,需求下降等情况下,国内钾肥供求将偏紧,国内钾肥政策有望近期出台。保守估计价格放开后,盐湖钾肥的氯化钾价格为4800元/吨(含税),假定公司全年销售钾肥200万吨,那么,公司全年钾肥销售均价在4092元/吨,产品成本按900元/吨,公司增值税80%返还,那么,盐湖钾肥2008年EPS为3.37元。如果盐湖钾肥和盐湖集团按1:3的换股比例来测算,合并后的权益产量将达178万吨,因而,预计2008年钾肥的完全成本在950元/吨左右,合并后的公司2008年的EPS为3.12元。(中信建投)

#### 冠农股份(600251) 参股子公司签40亿大单

冠农股份公告持有20.3%股权的国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司和下游客户签订了2009年的销售合同,农业用硫酸钾72万吨。该批合同价格为5700元/吨(暂定价),结算方式为先款后货,合同价格为暂定价,合同执行过程中逐月定价,合同履行期限:2009年1月-12月。该批合同的总价款约为40亿元人民币,合同的签订确保了罗钾公司2009年度硫酸钾产品出口保持稳定的销售,该合同的执行对持有罗钾公司20.3%股权的冠农股份2009年度将带来重大影响。

国内钾肥价格本身受国家管制影响低于国际水平,同时国内钾肥企业(罗钾和盐湖集团未来的钾肥产能都能达到300万吨以上)的产能成长性将远高于国际公司,给予2009年12-15倍的动态市盈率水平完全是合适的。

由于国内中农和中化等进口商并不直接销售钾肥给农民等终端环节,国家限制国内价格补贴中农中化的方式执行难度很大,尽管最近进口商还未接到发改委的报价核准通知,最终进口钾肥价格能够传导在国内传导。

罗钾公司2009年实现100万吨左右的销售量,销售价格在6000元/吨左右实现的可能性很大,维持对罗钾2009年45亿净利润的预测和冠农股份3.94元EPS的预测。(中金)