

评级：看好

核心观点

翟绪丽

首席分析师

SAC 执证编号：S0110522010001

zhaixuli@sczq.com.cn

电话：010-81152683

甄理

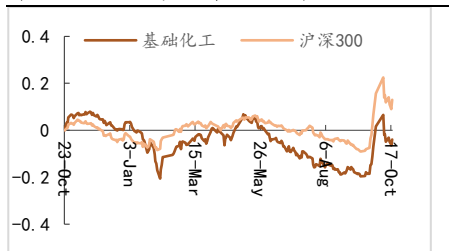
行业分析师

SAC 执证编号：S0110524070001

zhenli@sczq.com.cn

电话：021-58820301

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 硫酸涨幅居前，兴发集团前三季度业绩同比增长
- 天然橡胶延续上涨，湖北宜化签署子公司股权转让合同
- 天然橡胶涨幅靠前，三美股份拟对外投资丰富产品结构
- 【首创化工】2023 年策略报告——周期起伏中寻求确定性，关注龙头股、磷化工、氟化工三条主线

### ● 氮肥：

三季度价格迎来回调，近期价格有所反弹。

三季度受到天气的影响，秋季用肥的需求有所推迟，叠加供给端相对宽松，尿素价格呈现下行趋势，价差也同步收窄。根据百川盈孚数据，9月底尿素毛利已不足100元/吨。四季度有冬储备肥需求，叠加部分装置迎来检修，尿素价格有企稳趋势，价格下探空间有限。海外方面，10月以来，尿素迎来上涨，波罗的海价格最新 FOB 报价为 332.5 美元/吨，较9月底上涨了20美元/吨，中东的紧张局势也为尿素贸易带来隐患。国内方面，在宏观政策利好的背景下，10月以来尿素价格也有所修复，曾修复到1900元/吨后又回落。整体来看，海内外尿素价格都呈现一定反弹迹象，目前盈利水平处于低位，冬储备肥的临近有望缓解供需矛盾。标的选择建议关注**华鲁恒升、湖北宜化**。

### ● 磷肥：

磷矿延续高景气，磷铵价格有望维持高位。

综合来看，目前磷铵仍维持在较高水平，首先在原料端磷矿价格处于高位，成本端有所支撑，另外磷铵新增产能有限，供给格局较好。国务院6月发布的“2024-2025 节能降碳行动方案”提出，延续重点监控黄磷、磷铵的新增产能，政策的出台显示对供给端的强约束。当前一铵和二铵的行业库存处于中低水平，随着冬储临近，下游仍存补货意愿，磷铵价格有望维持当前水平。标的选择建议关注**云天化、新洋丰、川恒股份、兴发集团**。

### ● 钾肥：

钾肥供给相对宽松，中东局势升级为钾肥贸易带来隐忧。

今年以来，虽然国内氯化钾产量有所下降，但氯化钾进口量同比继续增长，市场库存维持较高水平，氯化钾整体呈现宽松的局面，叠加秋季用肥的后移，三季度氯化钾价格呈现下行趋势。近期氯化钾价格有小幅反弹，截至2024.10.17国内氯化钾报价2442元/吨，较9月底上调41元/吨。中东局势的升级也为钾肥贸易带来隐忧，10月以来海外氯化钾价格也有所反弹。我们认为钾肥是典型的寡头行业，全球67%的钾盐资源集中在加拿大、白俄罗斯以及俄罗斯三个国家，分布极不平衡。地缘冲突势必带来贸易风险，增加航运成本，也在一定程度支撑钾肥价格，价格下探有限。标的选择建议关注**亚钾国际**。

### ● 风险提示：

氮肥：新增产能大量投放，供需矛盾加剧；

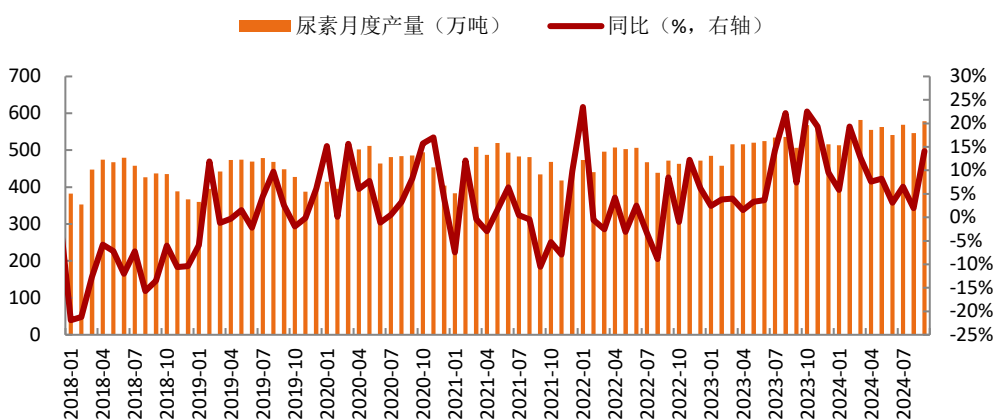
磷肥：磷矿石价格下跌，成本端价格下行；

钾肥：价格持续下行，经销商采购热情减弱。

## 1 氮肥：秋肥临近尾声，尿素价格有所反弹

9月尿素月度产量同比增长，开工率维持较高水平。2024年1-9月国内尿素产量为4993.20万吨，同比增长8.64%；9月尿素产量为578.05万吨，同比增长14.07%，截至10月16日开工率达到84.55%，维持在较高水平。截至10月11日尿素周度库存为19.8万吨，环比微增，整体处于中低水平。

图 1：9月尿素产量同比增长



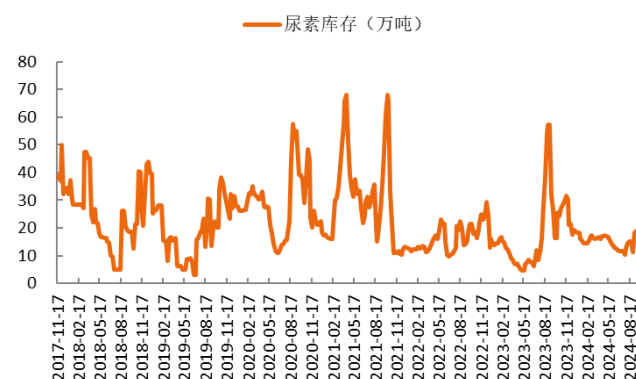
资料来源：百川盈孚，首创证券

图 2：尿素开工率维持高位



资料来源：wind，首创证券

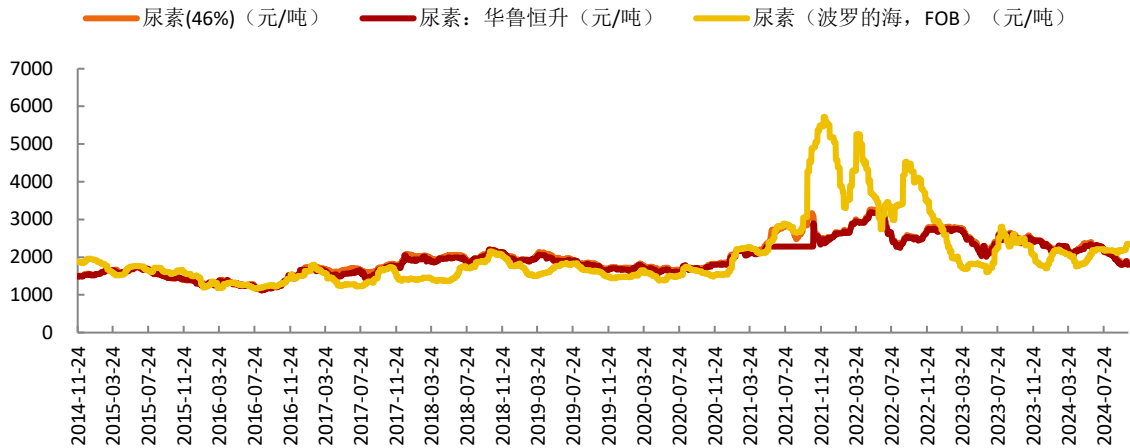
图 3：尿素库存处于中低水平



资料来源：百川盈孚，首创证券

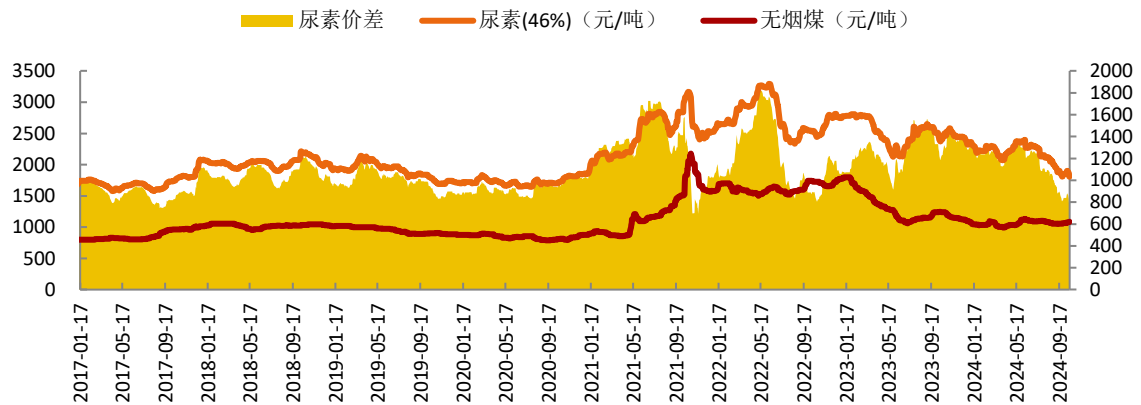
三季度价格迎来回调，近期价格有所反弹。三季度受到天气的影响，秋季用肥的需求有所推迟，叠加供给端相对宽松，尿素价格呈现下行趋势，价差也同步收窄。根据百川盈孚数据，9月底尿素毛利已不足100元/吨。四季度有冬储备肥需求，叠加部分装置迎来检修，尿素价格有企稳趋势，价格下探空间有限。海外方面，10月以来，尿素迎来上涨，波罗的海价格最新FOB报价为332.5美元/吨，较9月底上涨了20美元/吨，中东的紧张局势也为尿素贸易带来隐患。国内方面，在宏观政策利好的背景下，10月以来尿素价格也有所修复，曾修复到1900元/吨后又回落。整体来看，海内外尿素价格都呈现一定反弹迹象，目前盈利水平处于低位，冬储备肥的临近有望缓解供需矛盾。标的选择建议关注华鲁恒升、湖北宜化。

图 4：海外尿素价格明显回升



资料来源：wind，百川盈孚，首创证券

图 5：尿素价差有所收窄



资料来源：wind，百川盈孚，首创证券

图 6：尿素毛利处于较低水平

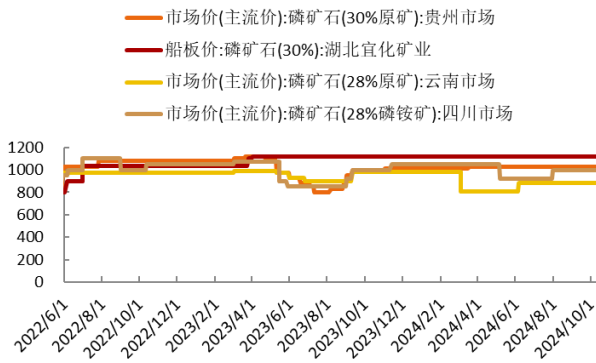


资料来源：百川盈孚，首创证券

## 2 磷肥：磷矿延续高景气，磷铵价格有望维持高位

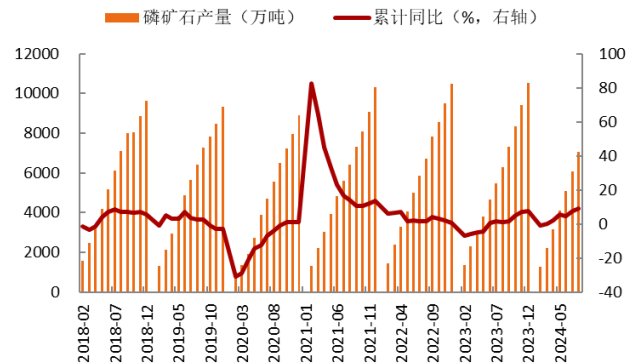
供需格局良好，磷矿依旧维持高景气。根据国家统计局数据，今年1-8月国内磷矿石累计产量为7071.47万吨，同比增长9.1%；目前湖北、四川、云南、贵州等磷矿产区磷矿价格仍然维持高位，贵州、湖北30%品位磷矿石价格维持在1000元/吨以上。磷矿作为战略资源具有不可再生性，国家严格有序的控制磷矿的开采。我们认为磷矿作为保障磷肥的重要原料，其资源价值将愈发提升。

图 7：磷矿价格维持高位



资料来源：wind，首创证券

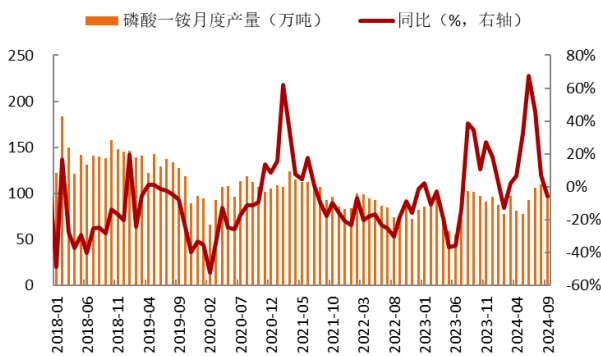
图 8：磷矿石产量保持增长



资料来源：wind，首创证券

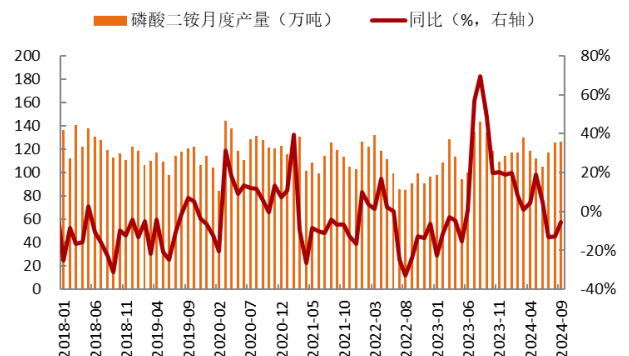
9月磷铵产量同比下降，二铵库存有所上升。今年1-9月份磷酸一铵产量为823.72万吨，同比增长12.02%；磷酸二铵产量为1069.24万吨，同比增长1.3%；9月份磷酸一铵产量95.2万吨，同比减少5.95%；磷酸二铵产量126.65万吨，同比减少5.63%；9月份一铵和二铵开工率分别为55.58%和66.09%。库存方面，一铵库存相对较低，二铵库存有所增加。整体来看，前三季度磷铵产量保持稳步增长，9月份略有下降，开工率维持在中等水平。

图 9：9月一铵产量同比下降



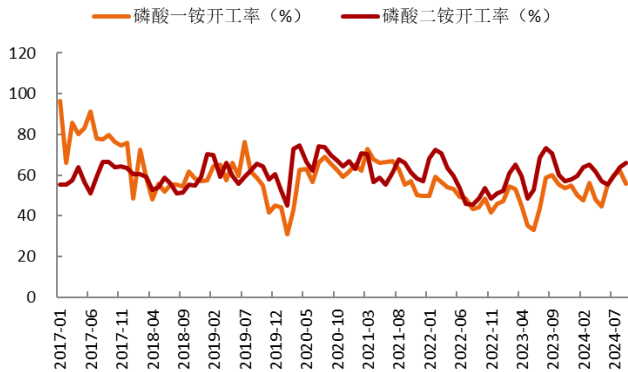
资料来源：百川盈孚，首创证券

图 10：9月二铵产量同比下降



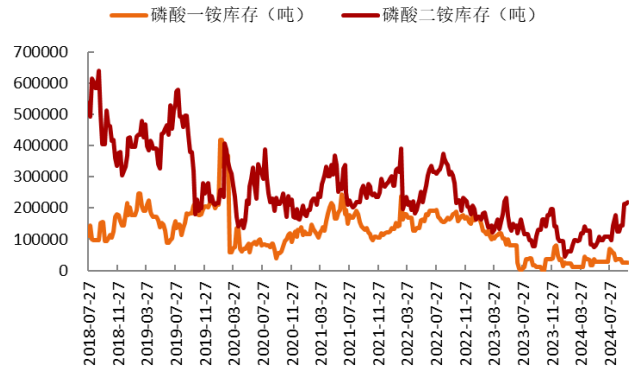
资料来源：百川盈孚，首创证券

图 11：磷酸一铵开工率维持中等水平



资料来源：百川盈孚，首创证券

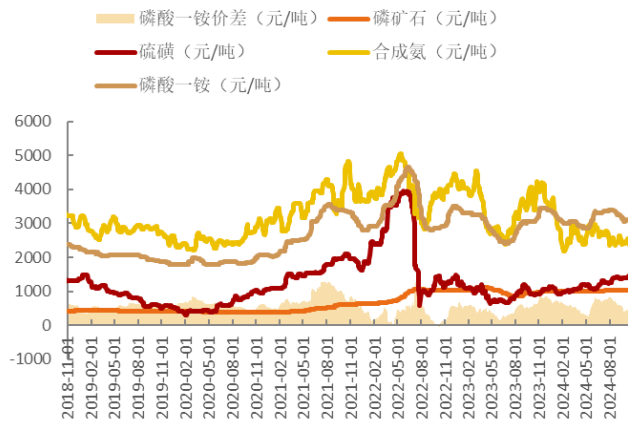
图 12：二铵库存有所增加



资料来源：百川盈孚，首创证券

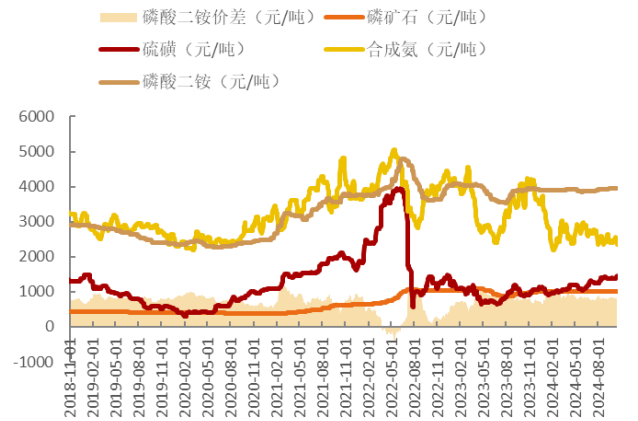
10 月磷酸一铵价格有所上行，冬储临近有望拉动需求。回看三季度，在夏季用肥的拉动下，叠加供给偏紧，磷酸一铵表现强势，价格一度上行到 3400 元/吨；磷酸二铵基本维持震荡上行的趋势。10 月以来磷酸一铵展现上行趋势，截至 2024.10.17，磷酸一铵和二铵分别报价 3100 元/吨和 3955 元/吨，较 9 月 30 日分别上涨 50 元/吨和 10 元/吨。价差方面，成本端硫磺价格有所上涨，随着一铵价格回落，一铵价差收窄；二铵价格的稳步上行减缓了成本端的压力，价差相对平稳。

图 13：一铵价差有所收窄



资料来源：wind，首创证券

图 14：二铵价差相对稳定

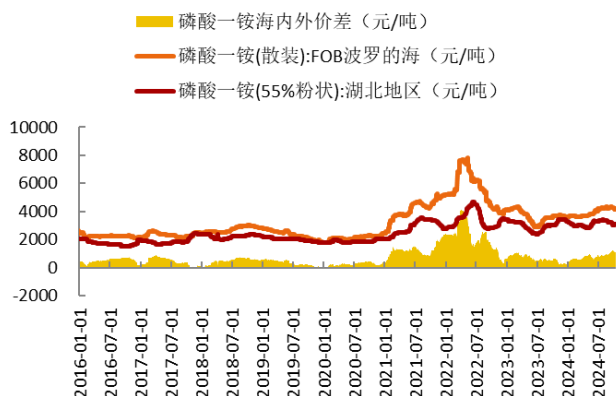


资料来源：wind，首创证券

磷酸一铵海内外价差走阔，海外磷酸二铵价格略高。海外方面，主要进口国库存偏低，农业需求释放，磷酸一铵价格保持上涨。4-6 月份受到南亚地区招标的影响，磷酸二铵价格下行，此后随着用肥旺季到来，价格反弹。截至 2024.10.16，海外磷酸一铵和二铵报价分别为 4218.21 元/吨和 4166.10 元/吨，一铵仍有较大价差缺口。

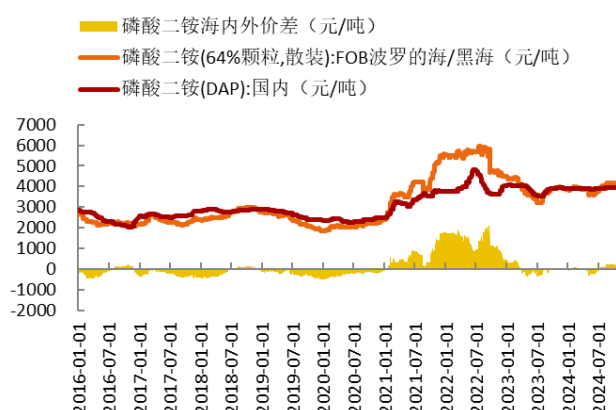


图 15: 一铵海内外价差明显



资料来源: wind, 首创证券

图 16: 二铵海内外价差较小



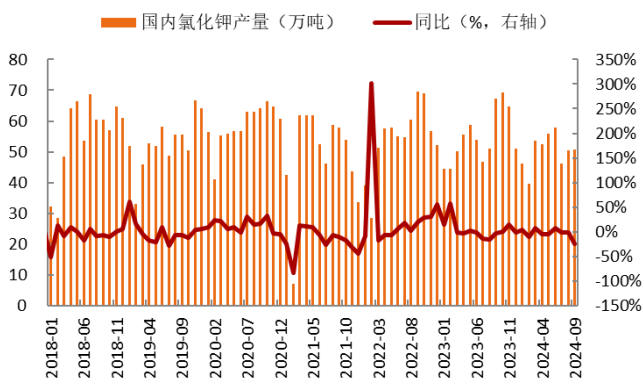
资料来源: wind, 首创证券

**磷矿延续高景气，磷铵价格有望维持高位。**综合来看，目前磷铵仍维持在较高水平，首先在原料端磷矿价格处于高位，成本端有所支撑，另外磷铵新增产能有限，供给格局较好。国务院 6 月发布的“2024-2025 节能降碳行动方案”提出，延续重点监控黄磷、磷铵的新增产能，政策的出台显示对供给端的强约束。当前一铵和二铵的行业库存处于中低水平，随着冬储临近，下游仍存补货意愿，磷铵价格有望维持当前水平。标的选择建议关注云天化、新洋丰、川恒股份、兴发集团。

### 3 钾肥：钾肥价格回暖，中东局势升级为钾肥航运带来隐忧

前 9 月氯化钾产量同比下降，市场库存相对充足。2024 年前 9 月，国内氯化钾产量为 452.62 万吨，同比减少 4.16%；9 月份国内钾肥产量为 50.66 万吨，同比减少 24.66%。由于秋季用肥延后，8 月以来氯化钾库存明显增加，截至 2024.10.11 氯化钾库存达到 271.4 万吨。

图 17: 9 月氯化钾产量同比下降



资料来源: 百川盈孚, 首创证券

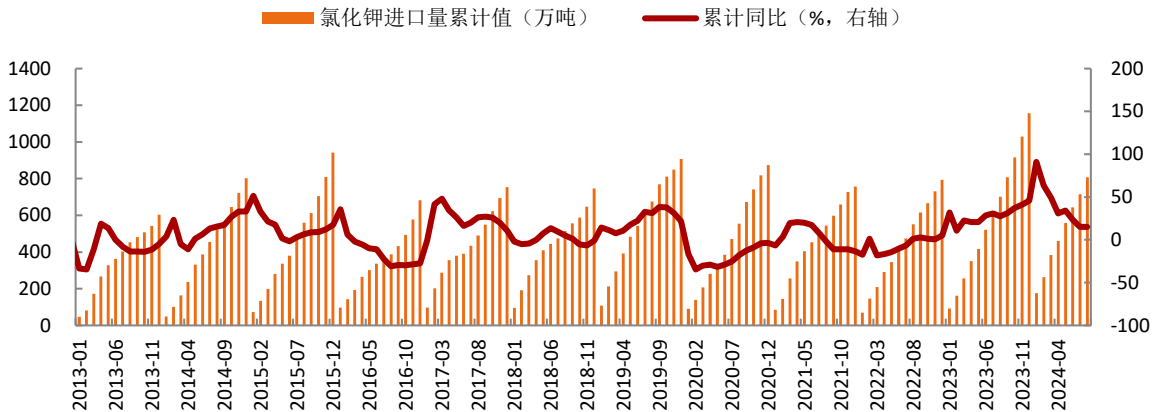
图 18: 氯化钾库存处于中高水平



资料来源: 百川盈孚, 首创证券

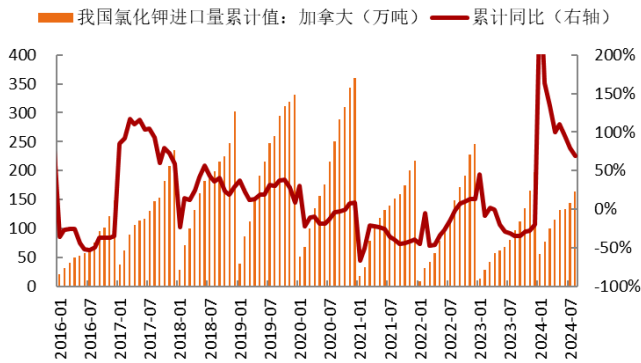
**氯化钾进口同比增加，俄罗斯进口量和增速位居前列。**2023 年我国氯化钾进口量创新高，达到 1157 万吨，今年前 8 个月我国氯化钾进口量为 808 万吨，同比增长 15.1%，继续保持增长。从主要的进口国家来看，白俄罗斯的进口量出现下降，而从加拿大、俄罗斯以及老挝进口的氯化钾保持增长，其中从俄罗斯进口量最大，达到 275 万吨，同比增长 105%，进口量和增速位居前列。

图 19: 氯化钾进口量同比增长



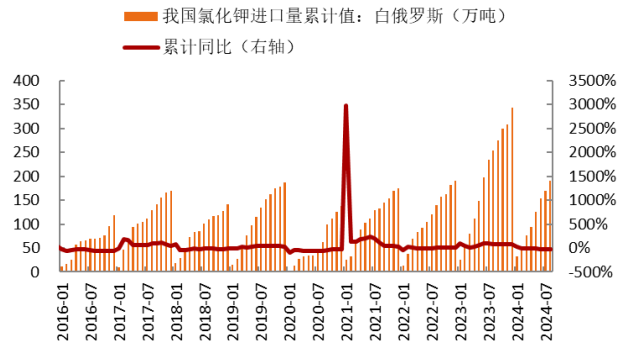
资料来源: wind, 首创证券

图 20: 我国从加拿大进口氯化钾数量同比增长



资料来源: wind, 首创证券

图 21: 我国从白俄罗斯进口氯化钾数量同比减少



资料来源: wind, 首创证券

图 22: 我国从俄罗斯进口氯化钾数量同比增长



资料来源: wind, 首创证券

图 23: 我国从老挝进口氯化钾数量同比增长

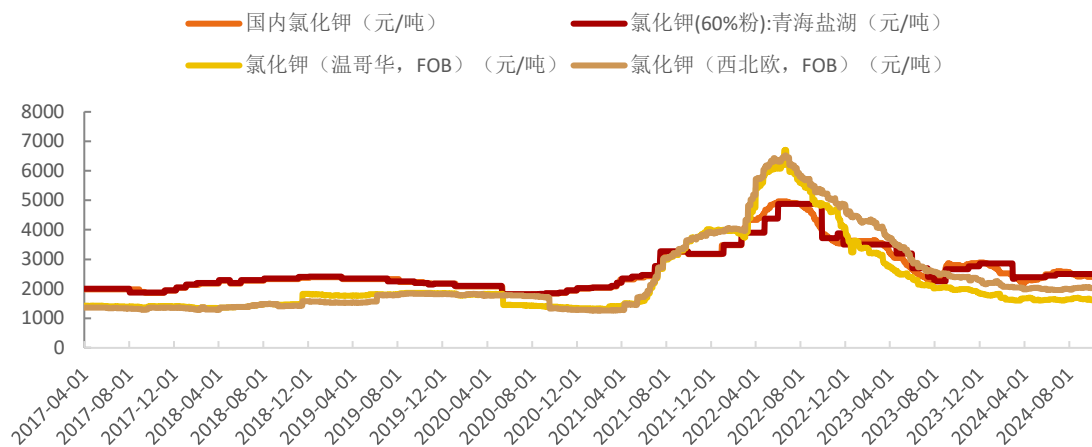


资料来源: wind, 首创证券

钾肥供给相对宽松，中东局势升级为钾肥贸易带来隐忧。今年以来，虽然国内氯化钾产量有所下降，但氯化钾进口量同比继续增长，市场库存维持较高水平，氯化钾整体呈现宽松的局面，叠加秋季用肥的后移，三季度氯化钾价格呈现下行趋势。近期氯化钾价格有小幅反弹，截至 2024.10.17 国内氯化钾报价 2442 元/吨，较 9 月底上调 41

元/吨。中东局势的升级也为钾肥贸易带来隐忧，10月以来海外氯化钾价格也有所反弹。我们认为钾肥是典型的寡头行业，全球67%的钾盐资源集中在加拿大、白俄罗斯以及俄罗斯三个国家，分布极不平衡。地缘冲突势必带来贸易风险，增加航运成本，也在一定程度支撑钾肥价格，价格下探有限。标的选择建议关注亚钾国际。

图 24：10 月氯化钾价格有所反弹



资料来源: wind, 百川盈孚, 首创证券

## 4 风险提示

氮肥：新增产能大量投放，供需矛盾加剧；

磷肥：磷矿石价格下跌，成本端价格下行；

钾肥：价格持续下行，经销商采购热情减弱。



## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 4 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

甄理，化工行业分析师，清华大学有机化学博士，1 年化工实业工作经验，2022 年 6 月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现