

# 农化系列报告之钾肥篇：供需格局优化，价格稳中看涨

## 海外市场高度集中，新增产能投产进度存疑

三大氯化钾主产国储量 CR3 达 52%，产量 CR3 达到 64%。截至 2016 年，三大主产国出口至海外市场氯化钾量占全球总出口量的 76.3%。其中加拿大国内产量的 97% 出口海外市场，白俄罗斯 94%，俄罗斯 81%。

贸易方面，北美地区钾肥联盟 Canpotex 由 PotashCorp（加拿大）、Agrium（加拿大）和 Mosaic（美国）三家厂商组成，合计总产能 3220 万吨，全球占比 36%，其中 PotashCorp 和 Agrium 于 2018 年 1 月合并为 Nutrien，寡头效应进一步凸显。

随着全球部分老矿井服务年限逐渐到期，近年来部分矿井面临淘汰退出（据 PotashCorp 统计，2016-2020 年间关闭的钾肥产能近 700 万吨）。另一方面，虽然未来仍有相当规模的新增产能面临投产，但其投产进度一直存疑，仍面临不确定性。预计全球钾肥开工率将由 2017 年的 73% 逐步攀升至 2022 年的 77%。

## 国内市场不断优化，近半依赖进口

截至 2017 年，中国共有氯化钾产能 950 万吨，产量 820 万吨，开工率 86%，进口依存度 47%。受资源禀赋制约，预期未来钾肥行业开工率稳中向上。

## 需求预期 3% 年增长，核心增量仍看中国

Potash 预测，结合未来几年新产能投放情况，全球钾肥供需将持续优化，预计钾肥需求将以约每年 3% 左右的增速递增。

国内玉米价格和进口玉米价格倒挂，预期国内玉米价格持续上涨。种植面积小幅回升叠加农民用肥积极性，望带来化肥需求量持续增长。

国内钾肥港口库存显著回落。2018 年钾肥进口大合同签订 CFR290 美元/吨，同比去年的 230 美元/吨上涨 60 美元/吨。2019 年，中国联合印度一起，仍将是钾肥全球市场的价格洼地。

## 相关标的关注

我们认为全球钾肥市场供需格局将进一步优化，考虑到中国钾肥价格仍处于全球市场的价格洼地，国内钾肥价格大概率将维持稳中有涨。标的方面，建议关注钢结构和钾肥双主业驱动，未来仍有 150 万吨新增产能增量的“东方铁塔”，以及国内钾肥龙头“盐湖股份”、“藏格控股”。

**风险提示：**新增产能投产提前；下游需求不及预期；油价超跌引发农产品价格持续低位。

## 化学原料

维持

增持

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号：S1440518100005

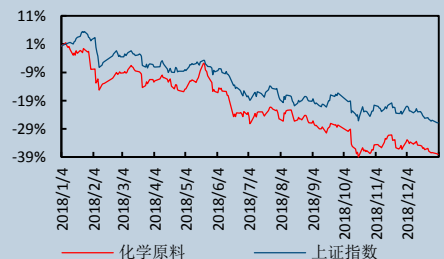
黄帅

010-85130726

执业证书编号：S1440518010001

发布日期：2019 年 01 月 04 日

## 市场表现



## 相关研究报告

## 目录

钾：植物生长必须营养元素 .....	6
海外市场高度集中，新增产能投产进度存疑 .....	7
资源分布集中，储量 CR3 超 50% .....	7
产量 CR3 达 64%，其中超九成出口供给全球市场 .....	8
供给格局高度集中，BPC 瓦解后竞争加剧 .....	10
老矿逐渐枯竭，新矿投产进度存疑 .....	11
国内市场不断优化，近半依赖进口 .....	12
用肥结构持续优化，氮磷钾比例已近发达国家水平 .....	12
资源税从价计征，逆周期效应显著 .....	13
环保趋严，开工率维持高位 .....	14
施行进口许可制，进口依存度近 50% .....	15
需求预期 3% 年增长，核心增量仍看中国 .....	16
需求预期保持 3% 增长，供需结构更加优化 .....	17
农村劳动力缺乏，人均耕地面积减少，提高单位产量迫在眉睫 .....	18
粮食作物：玉米价格回暖，带动化肥需求企稳回升 .....	19
库存显著回落，中国仍是全球钾肥市场价格洼地 .....	23
相关标的关注 .....	24
东方铁塔：在建 150 万吨产能，未来高增长 .....	25
盐湖股份：国内最大钾肥生产企业 .....	26
藏格控股：钾肥资源寡头，盈利能力突出 .....	28
风险提示 .....	30

## 图目录

图 1: 氯化钾产业链 .....	6
图 2: 钾肥下游需求结构 .....	6
图 3: 预测全球钾肥开工率将逐步提升 .....	7
图 4: 全球钾盐储量分布 .....	7
图 5: 2016 年全球氯化钾产量分布 (万吨) .....	8
图 6: 2016 年全球氯化钾出口构成 (万吨) .....	9
图 7: 加拿大氯化钾产量及出口 (万吨) .....	9
图 8: 俄罗斯氯化钾产量及出口 (万吨) .....	9
图 9: 白俄罗斯氯化钾产量及出口 (万吨) .....	9
图 10: 海外氯化钾主产区到岸价 (美元/吨) .....	11
图 11: 2016-2020 年间钾肥产能退出情况 .....	12
图 12: 中国钾肥使用强度区域差异 .....	13
图 13: 我国钾肥资源税改革 .....	14
图 14: 中国氯化钾产能、产量及开工率 (万吨) .....	15
图 15: 中国氯化钾近一半依赖进口 (万吨) .....	16
图 16: 中国在过去 5 年钾肥需求增速最快 .....	17
图 17: 钾肥供需更趋于合理 .....	17
图 18: 全国种植面积、人均播种面积 .....	18
图 19: 我国单位面积粮食产量和施肥量呈高度相关性 (公斤) .....	19
图 20: 我国三大农作物播种面积及同比 .....	19
图 21: 玉米播种面积及价格 .....	20
图 22: 玉米价格与油价关系 (美元/桶, 元/吨) .....	20
图 23: 玉米国内外价差情况 (元/吨) .....	20
图 24: 玉米库存情况 (千吨) .....	20
图 25: 小麦播种面积及增速 (千公顷) .....	22
图 26: 稻谷播种面积及增速 (千公顷) .....	22
图 27: 玉米市场价及临储价格 .....	22
图 28: 小麦市场价及最低收购价 .....	22
图 29: 稻谷市场价及最低收购价 .....	23
图 30: 小麦国内外价差情况 (元/吨) .....	23
图 31: 小麦库存情况 (千吨) .....	23
图 32: 稻谷国内外价差情况 (元/吨) .....	23
图 33: 稻谷库存情况 (千吨) .....	23
图 34: 中国主要港口钾肥库存量统计 (万吨) .....	24
图 35: 国内氯化钾市场价 (元/吨) .....	24
图 36: 2013-2018, 中国-印度钾肥进口大合同价格对比 (美元/吨) .....	24
图 37: 公司 2018 年中报营收结构 .....	25
图 38: 公司近年营收结构变化 .....	25

图 39: 公司近年营收变化及同比 .....	26
图 40: 公司近年归母净利润变化及同比 .....	26
图 41: 公司近年净利率及 ROE 变化.....	26
图 42: 公司 2018 中报营收结构 .....	27
图 43: 公司近年营收结构变化 .....	27
图 44: 公司氯化钾产销量 (万吨) .....	27
图 45: 公司近年营业收入变化及同比 .....	28
图 46: 公司归母公司净利润及同比 .....	28
图 47: 公司近年净利率及 ROE 变化.....	28
图 48: 公司 2018 中报营收结构 .....	29
图 49: 公司近三年营收结构变化 .....	29
图 50: 公司近三年氯化钾产销率 .....	29
图 51: 公司近年营收变化及同比 .....	30
图 52: 公司近年归母净利润变化及同比 .....	30
图 53: 公司近年净利率及 ROE 变化.....	30

## 表目录

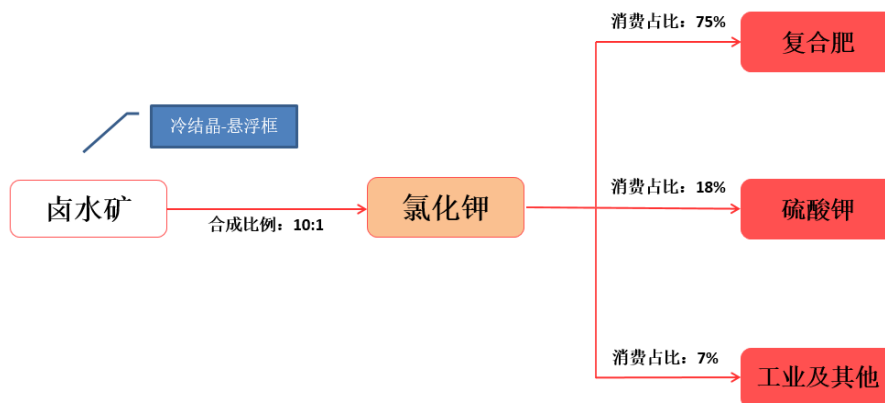
表 1: 2017 年全球钾肥储量（氧化钾当量） .....	8
表 2: 全球主要钾肥生产企业产能 .....	10
表 3: 全球钾肥产能退出情况 .....	11
表 4: 全球钾肥新增产能情况 .....	12
表 5: 中国 1980-2017 年氮磷钾化肥施用比例变化（十万吨） .....	12
表 6: 我国钾肥资源税税率 .....	14
表 7: 中国氯化钾主要生产企业产能情况 .....	15
表 8: 我国钾肥进口许可情况 .....	16
表 9: 全球玉米市场变化情况 .....	20
表 10: 全球小麦市场变化情况 .....	21
表 11: 全球大米市场变化情况 .....	21
表 12: 三大农作物相关政策 .....	22

## 钾：植物生长必须营养元素

钾，是植物生长发育所必需的营养元素。许多植物需钾量都很大，就矿质营养元素而言，它在植物体内的含量仅次于氮。另外，钾有多方面的抗逆功能，它能增强作物的抗旱、抗寒、抗病、抗盐、抗倒伏等能力，从而提高作物抵御外界恶劣环境的忍耐能力，这对作物稳产、高产有明显作用。农业生产实践证明，施用钾肥对提高作物产量和改进品质均有明显的作用。肥效的大小，主要取决于其氧化钾含量。目前主要钾肥品种有氯化钾、硫酸钾、磷酸二氢钾、钾石盐、钾镁盐、光卤石、硝酸钾、窑灰钾肥等，其中又以**氯化钾**为主要品种。

需求方面，人们日常生活中的果蔬粮食等作物均需要钾肥的施用。据中国产业信息网数据，钾肥下游施用作物包括果蔬（17%）、玉米（15%）、水稻（12%）、大豆（9%）、甘蔗（8%）、油棕（7%）和小麦（6%）等。

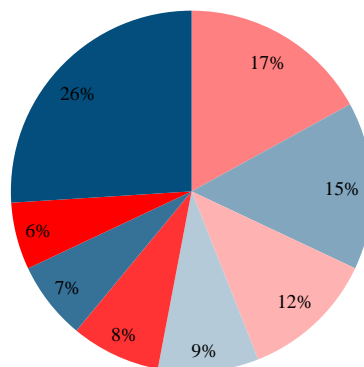
图 1：氯化钾产业链



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

图 1：钾肥下游需求结构

■ 果蔬 ■ 玉米 ■ 水稻 ■ 大豆 ■ 甘蔗 ■ 油棕 ■ 小麦 ■ 其他

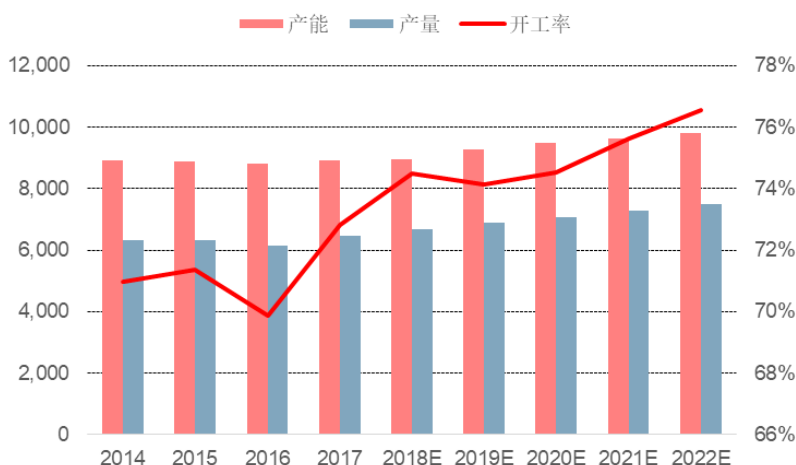


资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

## 海外市场高度集中，新增产能投产进度存疑

截至 2017 年，全球共有钾肥产能 8900 万吨，产量 6480 万吨，开工率提升至 73%。据 Potash 此前预测，随着全球需求的持续增长和新增产能的后续释放，预计全球钾肥有效供给将逐步提升。到 2022 年，预计全球钾肥产能将达到 9814 万吨，产量 7512 万吨，开工率将稳步提升至 77%。

图 3：预测全球钾肥开工率将逐步提升



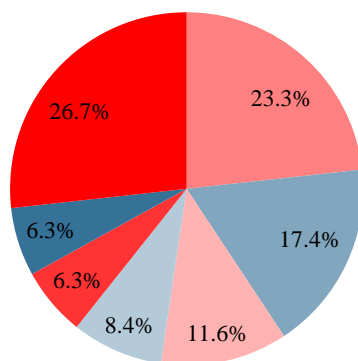
资料来源: Potash, 中信建投证券研究发展部

## 资源分布集中，储量 CR3 超 50%

资源储量方面，目前全球钾盐储量 43 亿吨，主要分布在北美和东欧中亚，其中加拿大最多，占全球的 23.3%；白俄罗斯第二，占全球的 17.4%；俄罗斯第三，占全球的 11.6%。前三大钾盐资源国储量占比达到 52.3%。

图 4：全球钾盐储量分布

■加拿大 ■白俄罗斯 ■俄罗斯 ■中国 ■约旦 ■以色列 ■其他国家



资料来源: 加拿大政府网站, 中信建投证券研究发展部

**表 1：2017 年全球钾肥储量（氧化钾当量）**

国家	氧化钾当量 (百万吨)	储量占比	主要矿床分布
加拿大	1000	23.3%	Fundy 盆地, 新不伦瑞克, Eelk Point 盆地, 萨斯克彻温
白俄罗斯	750	17.4%	斯塔罗宾矿床, 彼里皮亚特
俄罗斯	500	11.6%	维尔赫涅卡姆氯化钾矿床, 涅普钾盐矿床, 上卡姆矿山, 日梁钾盐矿床
中国	360	8.4%	青海察尔汗湖, 新疆罗布泊
约旦	270	6.3%	死海
以色列	270	6.3%	死海
其他国家	790	26.7%	-
<b>全球</b>	<b>4300</b>	<b>100%</b>	

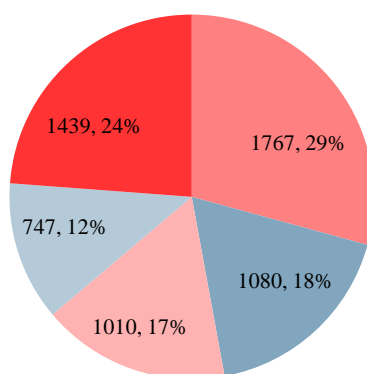
资料来源：加拿大政府网站，中信建投证券研究发展部

## 产量 CR3 达 64%，其中超九成出口供给全球市场

产量方面，2016 年全球氯化钾产量 6043 万吨，其中加拿大产量 1767 万吨，占比 29.2%；俄罗斯 1080 万吨，占比 17.9%；白俄罗斯 1010 万吨，占比 16.7%；相对于储量占比 52%，产量 CR3 达到 64%，氯化钾三大主产国的实际供给能力更为有效。

**图 5：2016 年全球氯化钾产量分布（万吨）**

■加拿大 ■俄罗斯 ■白俄罗斯 ■中国 ■其他国家



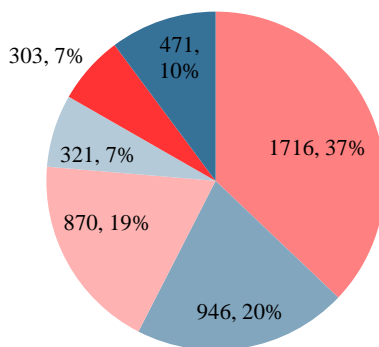
资料来源：加拿大政府网站，中信建投证券研究发展部

其次，从供给市场来看，三大氯化钾主产国自用量较小，每年有效产出更多地供给到全球市场。截至 2016 年数据，全年共实现氯化钾总出口量 4626 万吨，其中加拿大出口 1716 万吨（占比 37.1%），白俄罗斯出口 946 万吨（占比 20.4%），俄罗斯出口 870 万吨（占比 18.8%）。三大主产国出口至海外市场氯化钾量占全球总出口量的 76.3%。三大主产国出口占比均处在较高水平，其中加拿大有效供给的 97% 用于出口海外市场，白俄罗斯也高达 94%，俄罗斯 81%。



图 6：2016 年全球氯化钾出口构成（万吨）

■ 加拿大 ■ 白俄罗斯 ■ 俄罗斯 ■ 德国 ■ 以色列 ■ 其他国家



资料来源：加拿大政府网站，中信建投证券研究发展部

图 7：加拿大氯化钾产量及出口（万吨）

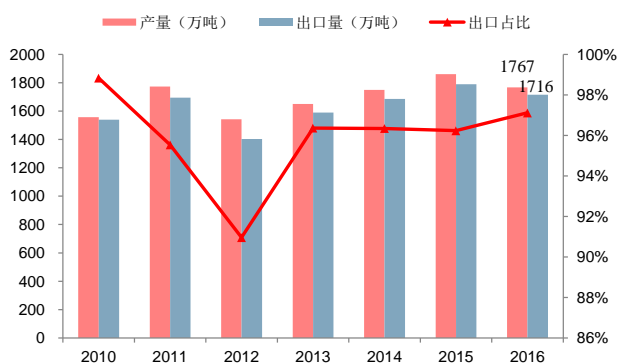
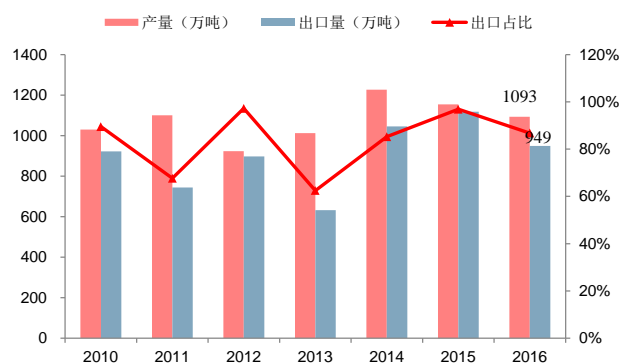
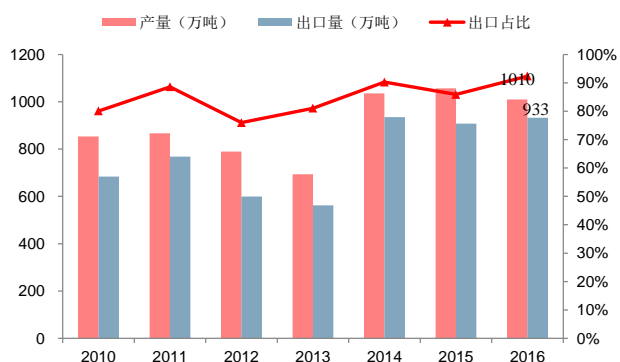


图 2：俄罗斯氯化钾产量及出口（万吨）



资料来源：加拿大政府网站，knoema，中信建投证券研究发展部

图 9：白俄罗斯氯化钾产量及出口（万吨）



资料来源：加拿大政府网站，knoema，中信建投证券研究发展部

## 供给格局高度集中，BPC 瓦解后竞争加剧

由于钾盐资源储量和供给的高度集中，钾肥的全球供给格局也越发清晰。

加拿大钾矿资源品位高、地质条件简单、易于开采，资源主要分布在中南部的萨斯喀彻温省和东南部的新不伦瑞克省。目前，加政府共颁发了 181 个钾矿矿权区块，总面积约 4.3 万平方公里。现有萨省钾肥公司（PCS）、美盛公司（Mosaic）、加阳公司（Agrium）三个钾盐运营公司（其中 PCS 和 Agrium 已于 2018 年初合并为 Nutrien），生产矿井共 10 个。

俄罗斯和白俄罗斯是世界钾盐第二大集中区。主要含钾盆地和地区有 6 个：前乌拉尔边缘拗陷带、第聂泊尔—顿涅兹盆地（乌克兰—白俄罗斯）、前喀尔巴阡拗陷带、滨里海盆地、中亚含钾盆地和东西伯利亚涅帕盆地。现在开采的俄罗斯乌拉尔地区的上卡姆矿山和白俄罗斯的斯塔罗宾矿山，都是世界级的巨型矿床。

**表 2：全球主要钾肥生产企业产能**

国家	公司	产能/万吨	占比
加拿大	Nutrien	1970	22.1%
	Mosaic	1250	14.0%
俄罗斯	Uralkali	1500	16.9%
白俄罗斯	Belaruskali	1150	12.9%
德国	K+S	700	7.9%
以色列	ICL	530	6.0%
约旦	Arab Potash	270	3.0%
智利	SQM	180	2.0%
	其他	1350	15.2%
	<b>合计</b>	<b>8900</b>	<b>100%</b>

资料来源：Potash，中信建投证券研究发展部

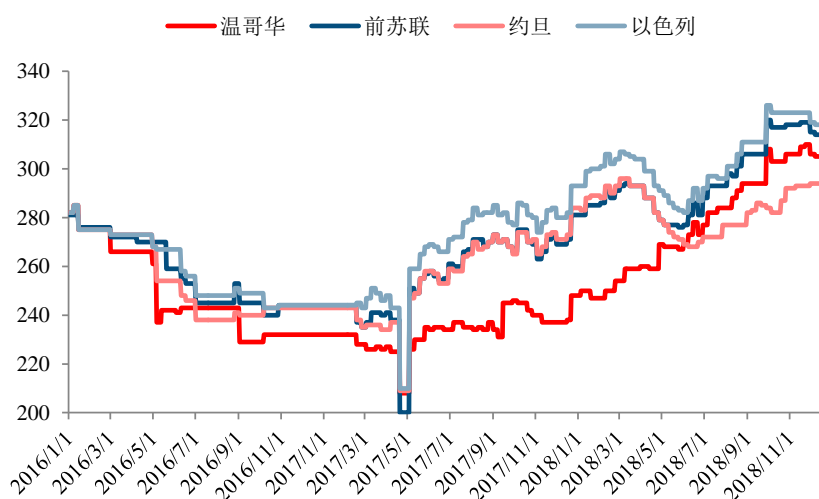
贸易方面，**两大贸易联盟占据了全球钾肥总供给的三分之二**。其中北美地区钾肥联盟 Canpotex 由 PotashCorp（加拿大）、Agrium（加拿大）和 Mosaic（美国）三家厂商组成，合计总产能 3220 万吨，全球占比 36%，其中 PotashCorp 和 Agrium 于 2018 年 1 月合并为 Nutrien。BPC 钾肥联盟由 Uralkali（俄罗斯）和 Belaruskali（白俄罗斯）组成，合计总产能 2650 万吨，全球占比 30%。

Canpotex 是世界最大的钾肥出口商，控制全球钾肥市场价格。其成立于 1969 年，代理各公司在萨省产区面向境外买家的销售，统一制定销售价格。该公司从钾肥产品在钾矿现场装载火车之后拥有所有权，并负责所有后续运输和市场营销工作。Canpotex 主要通过温哥华港耐普顿（Neptune）码头和美国波特兰港 5 号码头进行出口。Canpotex 会根据市场需求，控制钾肥供应量和市场价格，保持行业垄断地位，以维持其高额利润。BPC 成立于 2005 年，由俄罗斯乌拉尔钾肥公司（占股 50%）、白俄罗斯钾肥生产公司（占股 45%）、白俄罗斯铁路公司（占股 5%）共同组建，承担两家钾肥生产商的产品出口。

2013 年以前，两大钾肥联盟控制着全球钾肥市场，导致钾肥价格一直维持在较高水平。2013 年 7 月，Uralkali 退出 BPC 联盟，全球钾肥联盟破裂，钾肥生产商扩产降价争夺市场份额造成钾肥价格一路下跌。2017 年下半年以来，随着全球人口持续增长，对钾肥的需求以约每年 3% 左右的增速递增，而已有钾矿由于开采年限较长逐渐濒

临枯竭，同时新开钾矿投产进度缓慢，供需两端的双重压力下钾肥价格重回上升通道。

图 10：海外氯化钾主产区到岸价（美元/吨）



资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

## 老矿逐渐枯竭，新矿投产进度存疑

随着全球部分老矿井服务年限逐渐到期，近年来部分矿井面临淘汰退出（据 PotashCorp 报告统计，2016-2020 年间关闭的钾肥产能近 700 万吨）。据不完全统计，未来仍将有相当规模的新产能逐步投产，全球钾肥供需基本面依旧略显宽松。IFA 预测，到 2021 年，全球钾盐供应将逐步增长，新增产能将大部分来自北美、东欧和中亚，其中北美将贡献全球供给的 35%，东欧中亚将贡献 34%，其后东亚 14%，其他地区 17%。

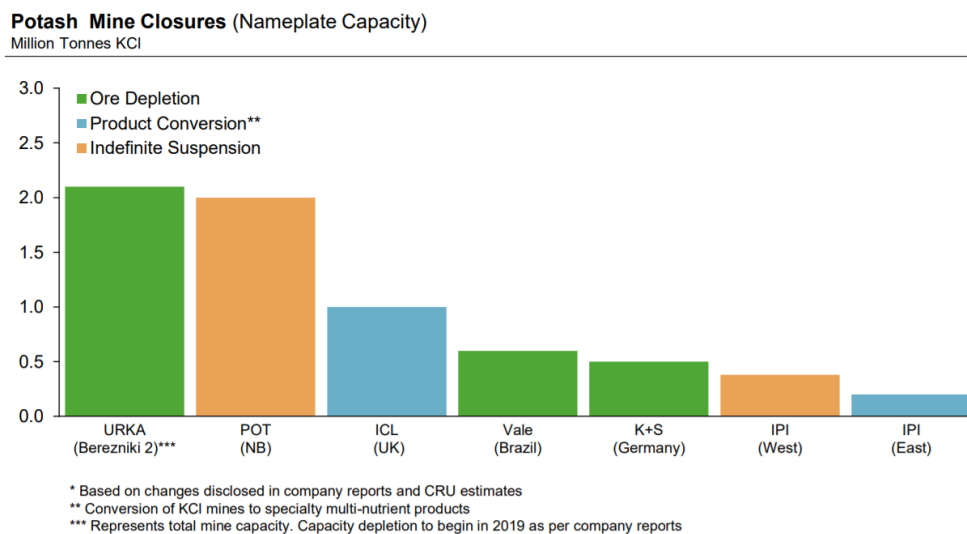
另一方面，虽然未来仍有相当规模的新增产能面临投产，但其投产进度一直存疑，仍面临不确定性。根据目前统计的产能退出和新增产能情况，预计全球钾肥开工率将由 2017 年的 73% 逐步攀升至 2022 年的 77%，开工率中枢持续攀升的过程中，我们预计钾肥价格将继续维持稳中有升趋势。

表 3：全球钾肥产能退出情况

	产能/万吨	退出时间
Mosaic	50	2014
PotashCorp	120	2015
Intrepid	55	2016
ICL	90	2018
K+S	65	2018
Vale	85	2019-2021
Uralkali	210	2019 年起逐步减产
总计	675	

资料来源：PotashCorp、公开资料、中信建投证券研究发展部

图 11：2016-2020 年间钾肥产能退出情况



资料来源: PotashCorp、中信建投证券研究发展部

表 4：全球钾肥新增产能情况

	产能/万吨	投产时间	预计达产时间	投产当年产量/万吨
Garlyk	140	2017 年 3 月		少量
K+S	200	2017 年 6 月		40
Eurochem	230	2018 年 3 月	2024-2025	
Eurochem	230	2019 年 1 月	2024-2025	
Acron	200	2019 年		

资料来源: 公开资料、中信建投证券研究发展部

## 国内市场不断优化，近半依赖进口

### 用肥结构持续优化，氮磷钾比例已近发达国家水平

近年来，我国在化肥施用结构方面不断优化。1980 年，我国氮肥、磷肥、钾肥施用量比例为 1:0.3:0.05，钾肥投入严重不足；近年来施用结构不断优化，到 2017 年，我国 N:P:K 施用比例为 1:0.52:0.46，已和世界上发达国家氮磷钾 1:0.5:0.5 的比例相当。

表 1：中国 1980-2017 年氮磷钾化肥施用比例变化（十万吨）

年份	氮肥	磷肥	钾肥	复合肥	N:P:K
1980	93.4	27.3	3.5	2.7	1 : 0.30 : 0.05
1985	120.4	31.1	8.0	18.0	1 : 0.29 : 0.11
1990	163.8	45.2	14.8	34.2	1 : 0.33 : 0.15
1995	202.2	63.2	26.9	67.1	1 : 0.38 : 0.22
2000	216.2	69.0	37.7	91.8	1 : 0.40 : 0.28
2005	222.9	74.4	48.9	130.3	1 : 0.44 : 0.35

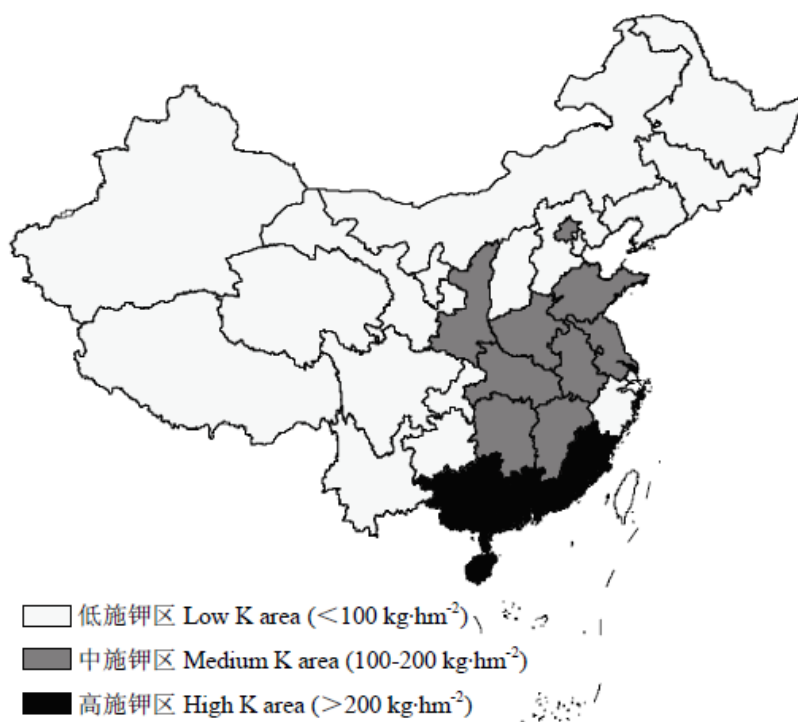
2010	235.4	80.6	58.6	179.9	1 : 0.48 : 0.40
2012	240.0	82.9	61.8	199.0	1 : 0.49 : 0.42
2017	222.2	79.8	62.0	222.0	1 : 0.52 : 0.46

资料来源:《中国统计年鉴》, 中信建投证券研究发展部

注: 复合肥按照氮磷钾 1:1:1 比例进行测算

国内钾肥施用方面, 目前高使用钾肥区 (>200 kg·hm<sup>-2</sup>) 主要分布在中国的福建、广东、广西和海南, 这些地区水热条件好, 淋溶作用强, 土壤酸度高, 钾元素含量低, 使用钾肥效果明显, 但钾流失量也很大。低使用钾 (<100 kg·hm<sup>-2</sup>) 的省区多达 18 个省区, 广泛分布于中国的西部和东北地区, 特别是青海、西藏、甘肃和贵州等省区明显不足。

图 13: 中国钾肥使用强度区域差异



资料来源:《中国化肥投入区域差异及环境风险分析》, 中信建投证券研究发展部

## 资源税从价计征, 逆周期效应显著

资源税是指以应税自然资源为征税对象, 对在我国境内开采应税矿、生产盐的单位和个人, 就其生产产品数量或者价格而征收的一定比例的税收。资源税目的在于促进中国自然资源的合理利用、发挥税制调节作用。

我国钾盐行业资源税改革可分为从量计征阶段和从价计征阶段:

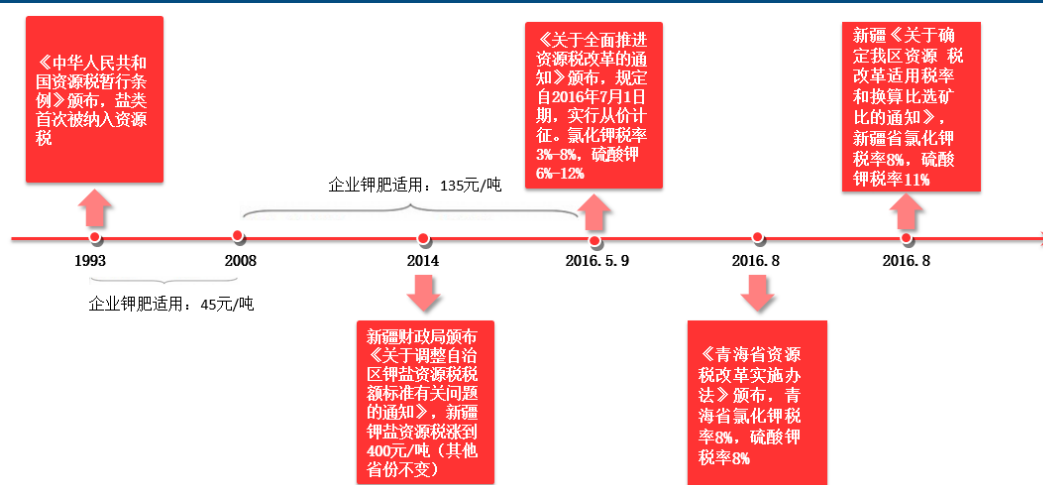
**从量计征阶段 (1993-2016):** 盐类自 1993 年其被纳入资源税应税科目, 采取从量计征的税制。2014 年 1 月 1 日起, 经新疆维吾尔自治区人民政府批准,《关于调整自治区钾盐资源税税额标准有关问题的通知》出台, 将天然卤水资源税税额标准调整为 2 元/吨, 而成品钾盐与提取卤水的折算比调整为 1: 200, 因此调整后的成品钾盐资

源税税额标准为 400 元/吨，较之前的 135 元/吨，税额增加了 196%，给当地企业造成了巨大税收负担。

**从价计征阶段（2016-至今）：**随着 2016 年《关于全面推进资源税改革的通知》，钾盐进入“从价计征”阶段，其中包括氯化钾和硫酸钾，二者税目均为非金属矿，征税对象为精矿，氯化钾适用税率幅度为 3%-8%，硫酸钾适用税率幅度为 6%-12%。

从价计征这种把税收和商品价格挂钩的方式，可以使企业逆周期效应显著。当市场疲软，产品价格下降时，资源税税额也相应减少，帮助企业降低生产成本，环节经济压力。而当市场回暖、商品价格上涨时，所需缴纳税额也同步上升，可用于弥补国家税收。

图 13：我国钾肥资源税改革



资料来源：政府网站，中信建投证券研究发展部

表 6：我国钾肥资源税税率

省份	品种	税率
新疆	氯化钾	8%
	硫酸钾	11%
青海	氯化钾	8%
	硫酸钾	8%

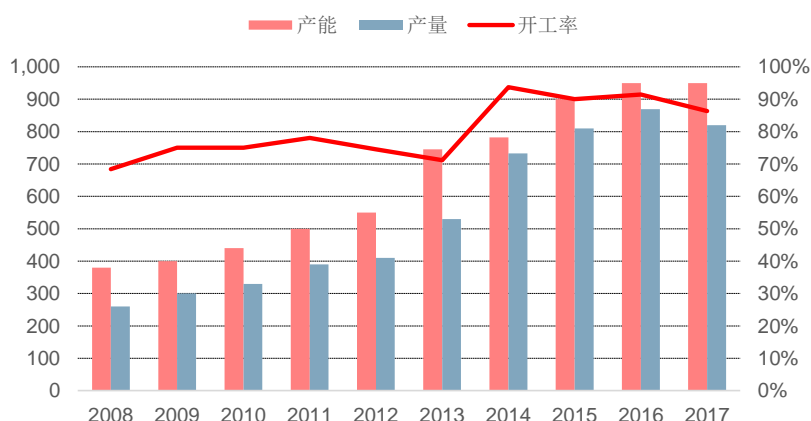
资料来源：省政府网站，中信建投证券研究发展部

## 环保趋严，开工率维持高位

2016 年以来随着国内加大环保检查和治理力度，对化肥行业的整治力度也有较明显提升。2017 年延续 16 年的高压态势，尤其是多次环保巡视督查以及对于“2+26”城市的专项治理导致华北地区的硫酸钾企业应环保因素处于低开工率状态，乃至淘汰出清。中央经济工作会议提出，2018 年要“打好污染防治攻坚战，要使主要污染物排放总量大幅减少，生态环境质量总体改善”。预期短期环保不会轻易放松，对国内化肥市场的影响将持续显现。

截至 2017 年，中国共有氯化钾产能 950 万吨，实现产量 820 万吨，开工率 86%。其中，产量自 2016 年达

到 869 万吨的基础上有所回落，开工率方面在 14-16 年均保持 90% 以上的水平同步回落，但依然维持高位。国内受到资源禀赋的制约，预期未来钾肥行业开工率将实现稳中向上。

**图 14：中国氯化钾产能、产量及开工率（万吨）**


资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

**表 7：中国氯化钾主要生产企业产能情况**

企业	产能/万吨
盐湖股份	550
藏格钾肥	180
中信国安	30
青海中航	25
青海地矿集团	20
康泰钾肥	15
兴元钾肥	8
<b>合计</b>	<b>828</b>

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

## 施行进口许可制，进口依存度近 50%

我国对钾肥进口实行进口许可制度，目前，国家允许直接进口钾肥用于经营的企业中，除了商务部门授权的中化、中农两家国营贸易经营企业外，还有华垦、中化建两家非国营贸易经营企业，以及若干家边境小额贸易经营企业。另外，商务部门核准 5 家复合肥企业和若干家外商投资企业直接进口自用钾肥原料。能够直接进口钾肥的复合肥企业包括鲁西化工、辽宁西洋特肥、鲁北企业集团总公司（鲁北化工大股东）、湖北洋丰股份有限公司（新洋丰大股东）及中国石油天然气集团公司。钾肥上涨的大背景下，拥有钾肥进口权的复合肥企业在钾肥原料的进口稳定性、质量保障和价格方面将具备优势。

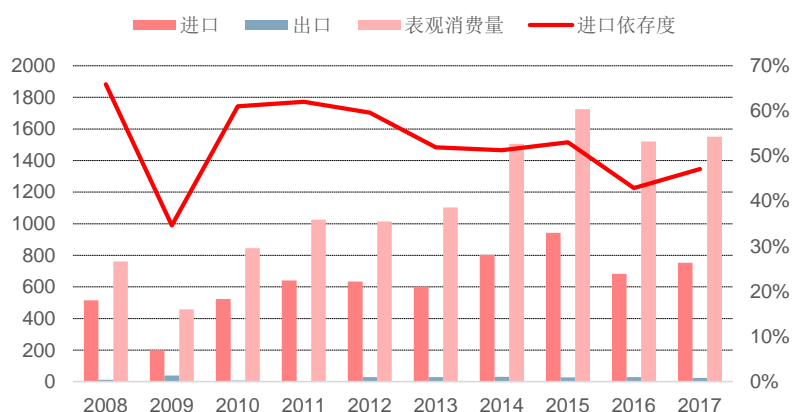


**表 8：我国钾肥进口许可情况**

类别	企业名称	备注
化肥国营贸易进口经营企业	1.中国化工进出口总公司 2.中国农业生产资料集团公司	原对外贸易经济合作部 2001 年第 28 号公告授权。
化肥非国营贸易进口经营备案	1.中国化工建设总公司 2.华垦国际贸易有限公司	原对外贸易经济合作部 2002 年第 50 号公告授权。
钾肥非国营贸易进口经营备案	1.山东鲁西化工股份有限公司 2.辽宁西洋特肥股份有限公司 3.山东鲁北企业集团总公司 4.湖北洋丰股份有限公司 5.中国石油天然气集团公司	商务部 2004 年第 52 号公告授权。但是商务部要求 5 家企业进口钾肥(氯化钾和硫酸钾)必须严格限制于本企业生产自用，不得用于经营销售。
化肥边境小额贸易进口经营权	经商务部核准的黑龙江、内蒙古、新疆等地边境贸易化肥进口企业	按《国务院关于边境贸易有关问题的通知》(国发[1996]2 号)获批的边境小额贸易化肥进口权。
外商投资企业自用及生产产品进口化肥	依法批准的外商投资企业，需要自用及生产产品(复合肥、钾盐等化工品)进口化肥原材料	在批准的范围内，自然获得非国营贸易化肥进口经营企业资格，不再另行备案，但不得直接销售。

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

近几年，伴随着国家对于中低田的大力改造，过去“重氮、轻磷、缺钾”的不合理性逐渐被纠正过来。在此过程中，国内对于钾肥的重视程度开始大幅提升。但由于中国钾矿资源稀缺，国内产量远不足国内需求，因此中国钾肥市场依旧依赖进口满足国内需求。虽然我国氯化钾产量位居全球三大主产国（加拿大、俄罗斯、白俄罗斯）之后列第四名，但作为农业大国下游大量复合肥也催生了大规模需求。相较于过去 50%-60%的水平，自 2016 年起我国氯化钾进口依存度有所回落。2017 年我国氯化钾产量 820 万吨，进口量 753 万吨，出口量 23.4 万吨，表观消费量 1550 万吨，**进口依存度 47%**。

**图 15：中国氯化钾近一半依赖进口（万吨）**


资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

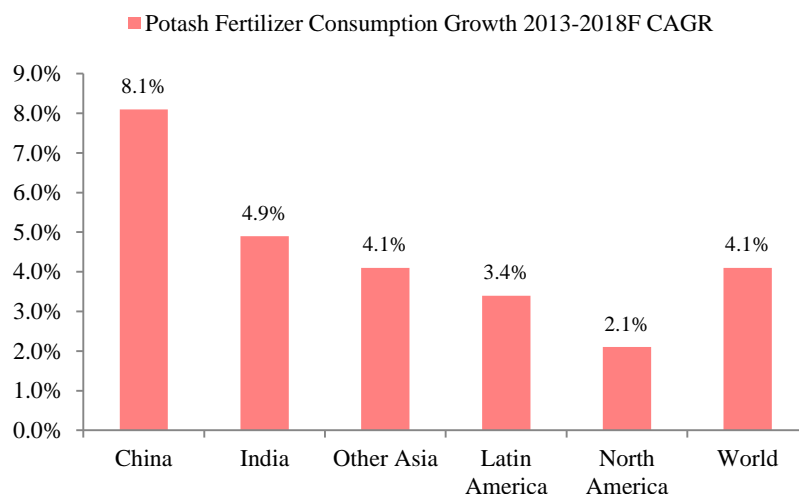
## 需求预期 3%年增长，核心增量仍看中国



## 需求预期保持 3% 增长，供需结构更加优化

从过去五年数据来看，2013-2018 年，全球钾肥消费量复合增速为 4.1%，其中中国、印度及其他亚洲地区成为了拉动需求增长的主要区域。中国钾肥消费量复合增速高达 8.1%，创全球之最，印度 4.9%，其他亚洲国家也和全球平均增速保持同步。

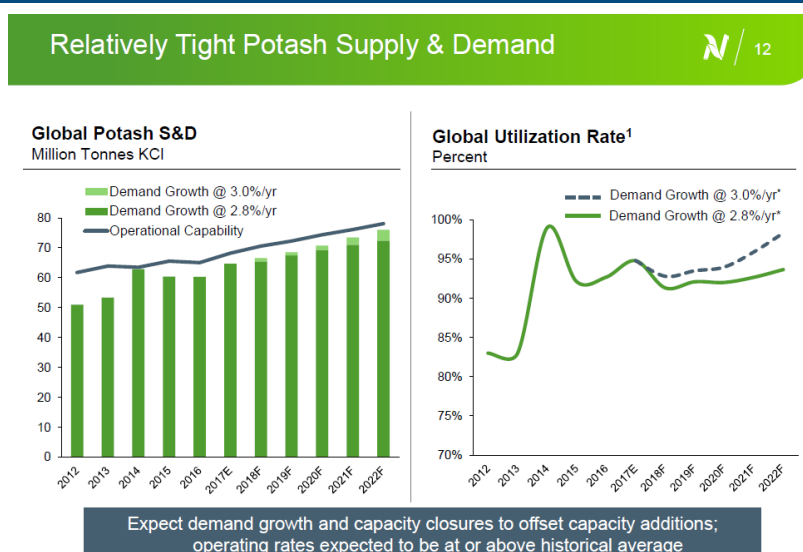
图 16：中国在过去 5 年钾肥需求增速最快



资料来源：Potash，中信建投证券研究发展部

据 potash 预测，结合未来几年新产能投放情况，全球钾肥供需将持续优化。需求方面，随着全球人口持续增长，预计钾肥需求将以约每年 3% 左右的增速递增。考虑到需求端 3% 的年增长预期，以及未来新增产能投放和退出的情况，未来全球钾肥供需结构将更加优化。

图 17：钾肥供需更趋于合理



资料来源：Potash，中信建投证券研究发展部

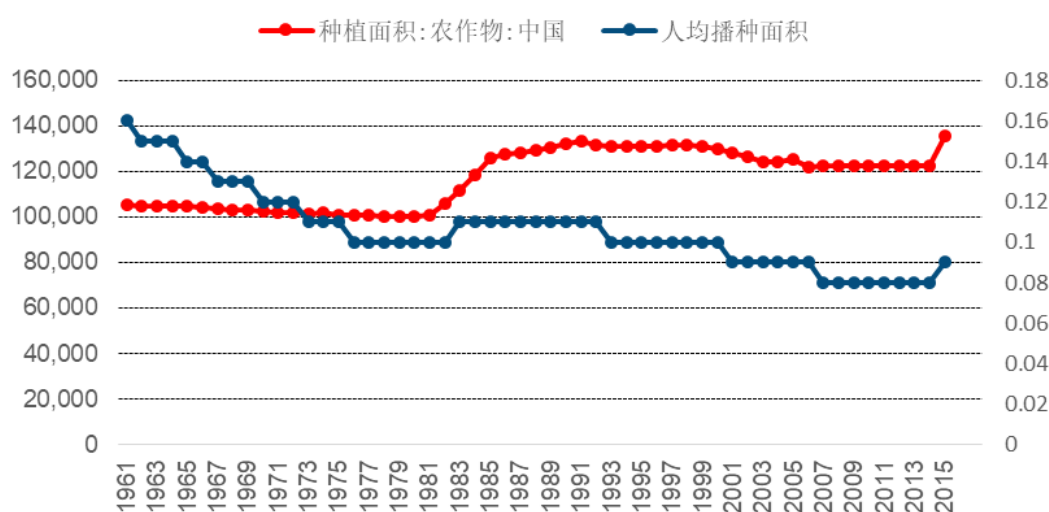
## 农村劳动力缺乏，人均耕地面积减少，提高单位产量迫在眉睫

中国的失业率逐年降低，劳动市场显现出一定趋紧状态。我国城镇化进程不断推进，城镇化步伐逐渐加快，截至 2012 年底我国城镇人口总数首次超过农村人口，农村劳动力减少，人工成本提高，预计未来我国的农村劳动力将进一步减少，人力成本将进一步提高。

截至 2017 年年末，我国总耕地面积为 20.23 亿亩，位居世界第三，然而我国近年来耕地面积不断减少，且人均耕地面积仅为 1.28 亩，这不到世界平均水平的 40%。根据我国国情，由于我国尚未开垦的土地开发难度大，所需投资多，继续扩大耕地面积的潜力已不大，这意味着我国粮食增产必须着力提高单位面积的农作物产量。

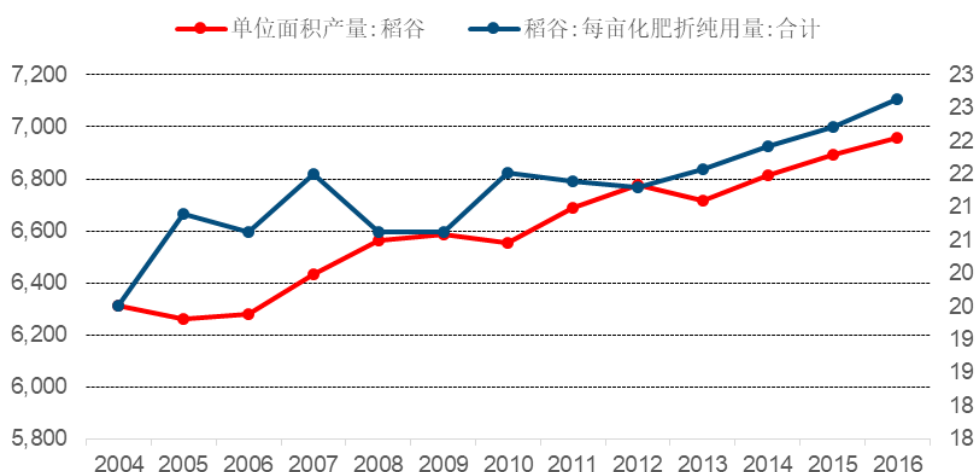
施肥不仅能提高土壤肥力，而且也是提高单位耕地面积农作物产量的重要措施。根据联合国粮农组织(FAO)统计，发展中国家粮食增产中，约 55%来自化肥的贡献，化肥在对农作物增产的总份额中约占 40%~60%。中国能以占世界 7%的耕地养活了占世界 22%的人口，可以说化肥起到举足轻重的作用。国内单位面积施肥量从 2005 年的 307 吨/千公顷增长到 2015 年的 362 吨/千公顷，与此同时，单位面积谷物产量也大幅提高，由 2005 年的 5225 吨/千公顷增长到 2015 年的 5984 吨/千公顷。

图 18：全国种植面积、人均播种面积



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

图 19：我国单位面积粮食产量和施肥量呈高度相关性（公斤）

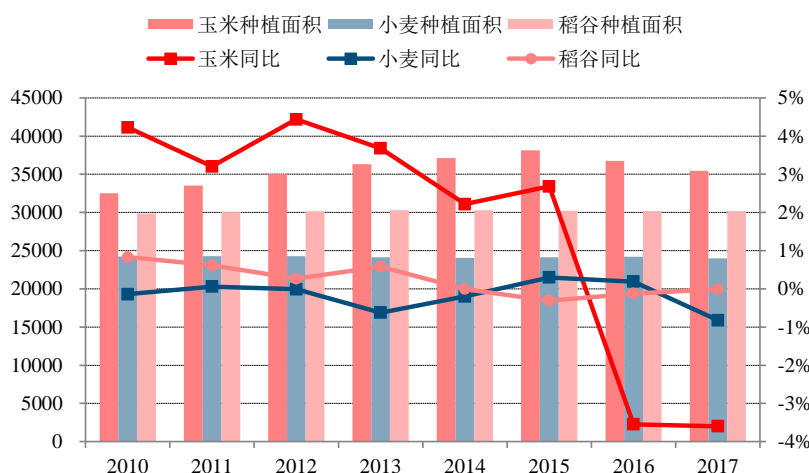


资料来源：Wind，中信建投研究发展部

## 粮食作物：玉米价格回暖，带动化肥需求企稳回升

化肥下游需求主要用于稻谷、小麦、玉米、蔬菜、水果等作物，其中稻谷、小麦、玉米三大农作物合计占比近 50%。近年来我国三大农作物种植面积均出现不同程度的下滑，其中以玉米尤为明显，2016、2017 我国已连续两年出现玉米种植面积负增长，种植面积分别下降 3.5%和 3.6%。

图 20：我国三大农作物播种面积及同比



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

## 玉米：全球库存下降叠加内外盘价格倒挂，涨价预期强烈

玉米种植面积连续负增长，来自于玉米供给侧改革的显著成效，主要是镰刀湾指导意见和玉米临储政策的取消。2015 年 11 月，农业部发布《农业部关于“镰刀弯”地区玉米结构调整的指导意见》，结合我国玉米供求状况和生产发展实际，提出了优化“镰刀弯”地区玉米种植结构的战略性调整。“镰刀弯”地区，包括东北冷凉区、北方农牧交错区、西北风沙干旱区、太行山沿线区及西南石漠化区，在地形版图中呈现由东北向华北-西南-西北镰刀弯状分布，是玉米结构调整的重点地区。“指导意见”中明确提出，力争到 2020 年，使得“镰刀弯”

地区玉米种植面积稳定在 1 亿亩，减少 5000 万亩以上。在过去的 2016、2017 两年，我国玉米种植面积已累计调减 4011 万亩（2016 年调减 2027 万亩、2017 年调减 1984 万亩），完成“十三五”调减任务的 80%。临储方面，2016 年我国取消了玉米临储政策，玉米价格大幅下跌，也是导致玉米种植面积大幅下降的原因。2017 年开始，随着供需格局的逐步转好以及原油价格重回上升通道，玉米价格已经开始触底反弹。

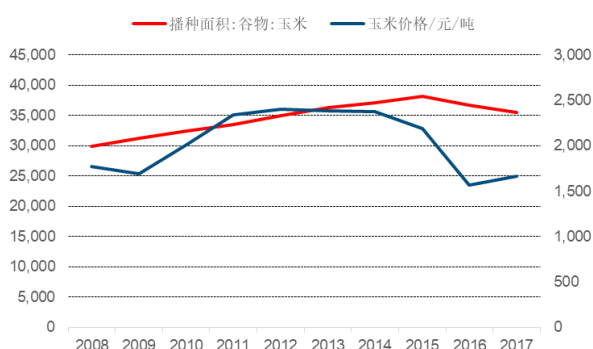
全球市场方面，据美国农业部预计，2018/2019 年度，全球玉米产量为 10.54 亿吨，同比增加 2056 万吨；消费量 10.88 亿吨，同比增加 2201 万吨；库存 1.52 亿吨，同比减少 3978 万吨。玉米产量增加的基础上，油价中枢提高带动消费量以更高速度提高，造成库存较大幅度下降。值得注意的是，当前国内玉米价格和进口玉米价格已经出现倒挂，在国际玉米价格持续上涨的情况下，国内玉米价格将继续上涨无疑。玉米价格持续上涨一方面将增加农民种植积极性，种植面积有望小幅回升；另一方面也将提高农民用肥积极性，两方面因素共同作用，将带来化肥需求量的增长。

表 9：全球玉米市场变化情况

	产量	消费量	库存量
2017/2018 年度/亿吨	10.33	10.66	1.92
2018/2019 年度/亿吨	10.54	10.88	1.52
同比变化/万吨	2056	2201	-3978

资料来源：世界粮油市场月报、中信建投证券研究发展部

图 21：玉米播种面积及价格



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 22：玉米价格与油价关系（美元/桶，元/吨）

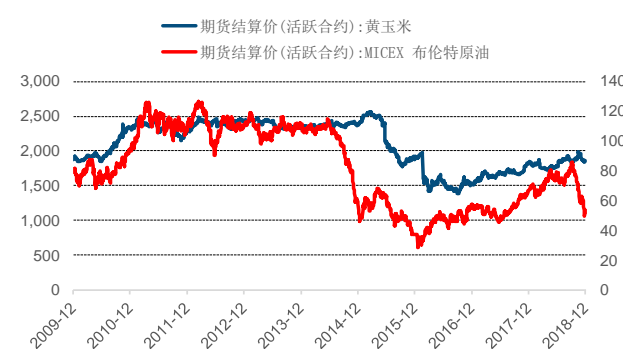
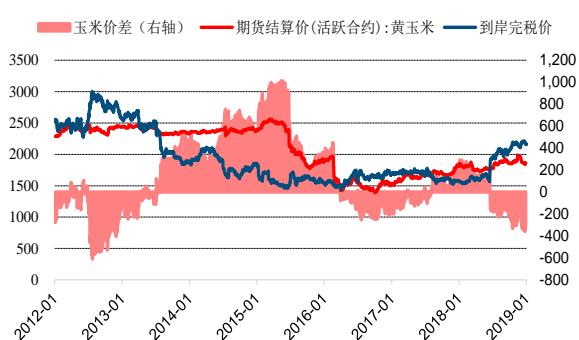
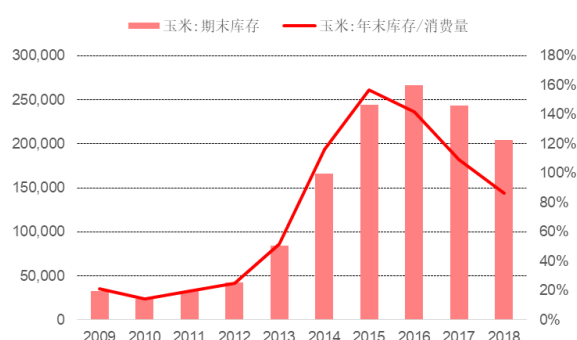


图 23：玉米国内外价差情况（元/吨）



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 244：玉米库存情况（千吨）



## 小麦&稻谷：全球库存下降，种植面积趋稳

小麦和稻谷方面，国家此前一直执行最低收购价政策，但 2016、2017 年，国家分别首次下调了稻谷和小麦的最低收购价，并且今后大概率继续调减，政策面将口粮价格市场化已是大势所趋。此前玉米临储的取消使玉米种植面积和价格出现大幅下滑。类比玉米，我们也对小麦和稻谷最低收购价对种植面积和价格的影响进行了测算。通过观察玉米历史上的内外盘价差和库存情况可以发现，2015 年取消临储政策前夕，国内期货市场（大连商品交易所）玉米价格在 2500 元/吨左右，而同期玉米进口平均单价在 1431 元/吨左右，内外盘价差（价差/国内价格，不计运输费和税费等）高达 40%以上，且国内玉米库存达到 2.44 亿吨，达到每年消费量的 157%，库存/消费比达到历史高点，供需失衡情况已经非常严重，临储价格严重偏离市场价格，这种情况下取消临储政策，市场势必受到巨大冲击。

对于小麦和稻谷，情况有所不同，2018 年初至今，小麦和大米的内外盘价差分别为 26%、45%左右，库存/消费比分别为 78%、64%，远低于 2015 年玉米的库存/消费比，即便取消最低收购价政策，对市场的冲击也要远小于玉米，况且口粮市场化政策一般情况下将分段实施，对最低收购价的取消进程也将逐年推进，对市场的影响会比玉米小得多。全球市场方面，据美国农业部预测，2018/2019 年度全球小麦和大米市场均存在产量下降消费量上升的情况，受此影响全球小麦和玉米库存水平均有下降，小麦库存下降尤其明显，价格上涨预期较强，对国内价格也将起到一定的支撑作用。

**表 10：全球小麦市场变化情况**

	产量	消费量	库存量
2017/2018 年度/亿吨	7.58	7.41	2.74
2018/2019 年度/亿吨	7.36	7.46	2.61
同比变化/万吨	-2166	524	-1262

资料来源：世界粮油市场月报、中信建投证券研究发展部

**表 11：全球大米市场变化情况**

	产量	消费量	库存量
2017/2018 年度/亿吨	4.89	4.81	1.44
2018/2019 年度/亿吨	4.88	4.85	1.44
同比变化/万吨	-81	377	-11

资料来源：世界粮油市场月报、中信建投证券研究发展部

此外，我国三大农作物的种植面积在经历多年调减之后，粮食供需状况已经得到了有效改善，玉米和稻谷库存量已经处于下降阶段，小麦库存上升也已经收窄，叠加全球粮食库存下降的大背景，国内粮食种植面积继续调减的可能性较小，相反存在企稳回升预期。化肥需求也将随之企稳回升。

图 25: 小麦播种面积及增速 (千公顷)

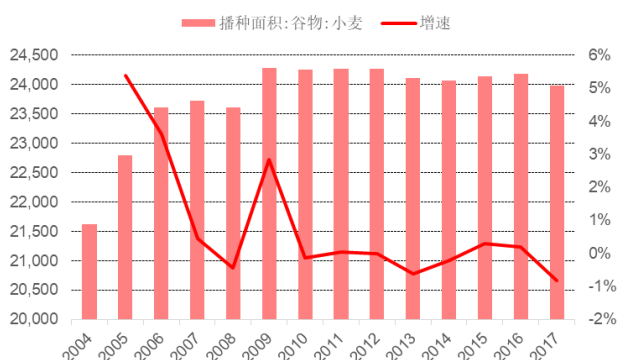
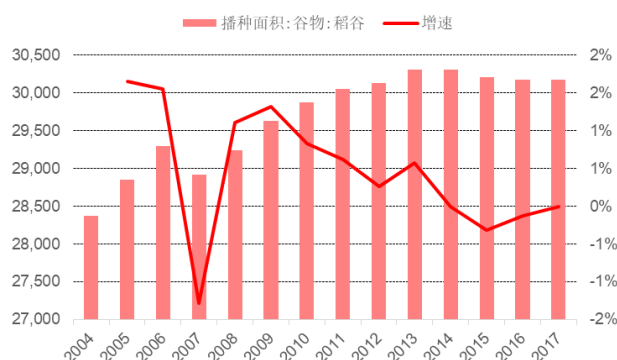


图 26: 稻谷播种面积及增速 (千公顷)



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 12: 三大农作物相关政策

品种	政策
玉米	2015 年 11 月, 农业部发布《农业部关于“镰刀弯”地区玉米结构调整的指导意见》, 提出到 2020 年, 使得“镰刀弯”地区玉米种植面积稳定在 1 亿亩, 减少 5000 万亩以上
小麦	2016 年取消玉米临时收储政策, 取消临时收储价格 (临时收储价格实际上等同于水稻和小麦的最低收购价) 2017 年首次下调最低收购价, 每 50 公斤由 118 元下调至 115 元
稻谷	2016 年首次下调最低收购价, 早籼稻由每 50 公斤 135 元下调至 133 元 2017 年再次下调最低收购价, 早籼稻由 133 元下调至 130 元; 中晚籼稻由 138 元下调至 136 元; 粳稻由 155 元下调至 150 元 2018 年再次下调最低收购价, 早籼稻由 130 元下调至 120 元; 中晚籼稻由 136 元下调至 126 元; 粳稻由 150 元下调至 130 元 2018 年调减水稻种植面积 1000 万亩

资料来源: 公开资料、中信建投证券研究发展部

图 27: 玉米市场价及临储价格

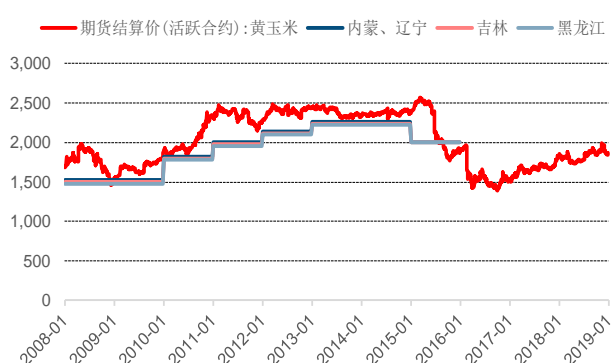
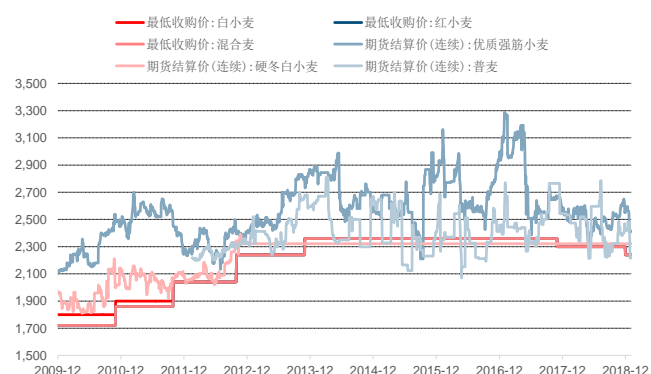


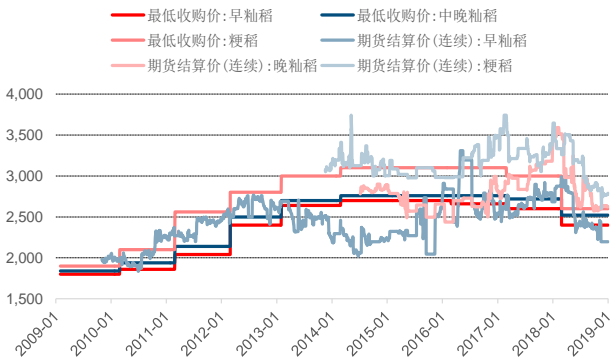
图 28: 小麦市场价及最低收购价



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部



图 29：稻谷市场价及最低收购价



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 30：小麦国内外价差情况（元/吨）

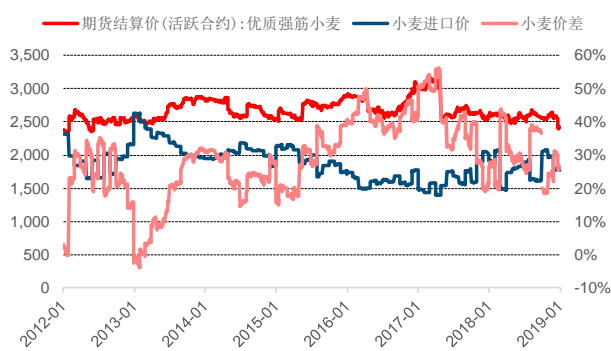


图 31：小麦库存情况（千吨）

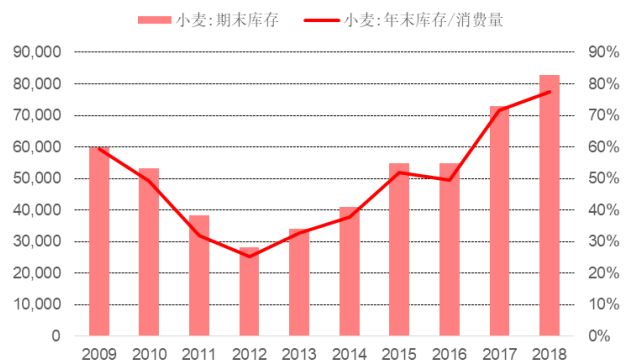


图 32：稻谷国内外价差情况（元/吨）

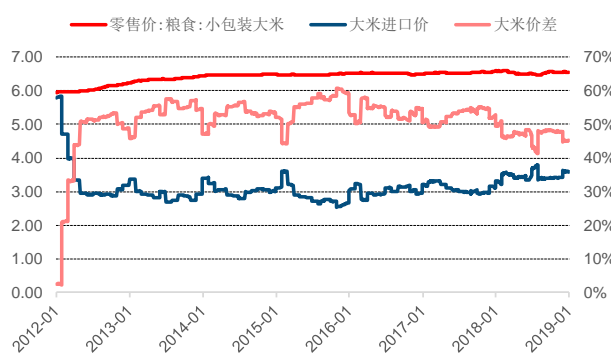
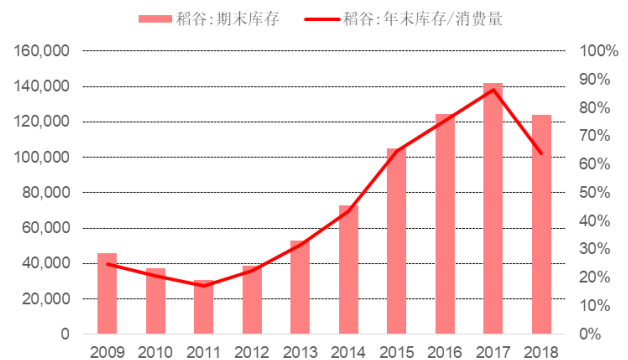


图 33：稻谷库存情况（千吨）



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

## 库存显著回落，中国仍是全球钾肥市场价格洼地

库存方面，由于钾肥大量以来进口，我们重点关注中国主要港口的钾肥库存情况。2015 年以来，国内农产品价格低迷、钾肥库存高企，主要港口钾肥库存有年初的 100 万吨出头增长至年底的高点 287 万吨（2015 年国内氯化钾产量 810 万吨，相当于当期国内产量的三分之一）。进入 2016 年以来，随着农产品价格的底部回暖，

需求端利好释放，钾肥库存也开始显著回落，基本维持在不到 200 万吨的库存水平。进入 2018 年，过去半年时间内，钾肥港口库存持续下滑，由 4 月份的 224 万吨降至 11 月低点 144 万吨。库存中枢的持续下降也在一定程度上间接推动了钾肥价格的持续上涨。截至 18 年 12 月底，国内氯化钾市场成交价（加权平均）报 2425 元/吨，已创下近年来新高。

进口合同定价方面，随着全球钾肥价格的显著上涨，2018 年钾肥进口大合同签订也是历经波折。9 月 17 日，在经历了长达 7 个月的谈判后，中国进口钾肥联合谈判小组和 BPC 达成一致，价格 CFR290 美元/吨，同比去年的 230 美元/吨上涨 60 美元/吨。2019 年，中国联合印度一起，仍将是钾肥全球市场的价格洼地。

图 34：中国主要港口钾肥库存量统计（万吨）

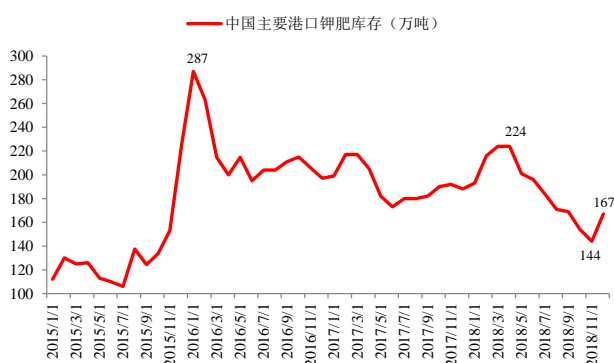
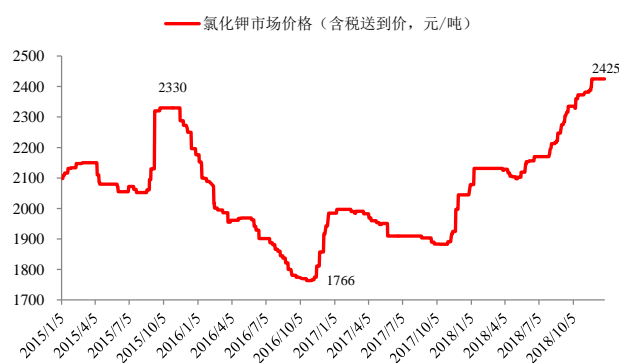
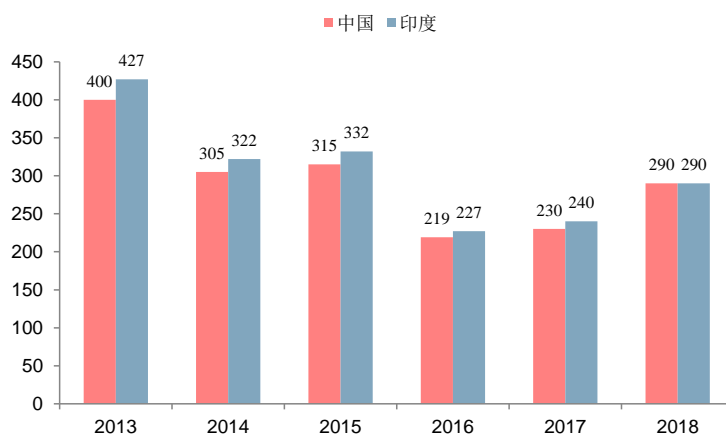


图 35：国内氯化钾市场价（元/吨）



资料来源：卓创资讯、中信建投证券研究发展部

图 36：2013-2018，中国-印度钾肥进口大合同价格对比（美元/吨）



资料来源：公开信息，中信建投证券研究发展部

## 相关标的关注

综上，一方面全球钾肥市场需求未来几年预期仍将保持 3% 左右增速增长，需求端依然具备空间；另一方面，2013 年 BPC 联盟解体后的效应已基本消化，未来新增产能虽有一定规模但投产进度尚存疑。我们认为全球钾肥



市场供需格局将进一步优化，考虑到中国钾肥价格仍处于全球市场的价格洼地，国内钾肥价格大概率将维持稳中有涨趋势。标的方面，建议关注钢结构和钾肥双主业驱动，未来仍有 150 万吨新增产能增量的“东方铁塔”，以及国内钾肥龙头“盐湖股份”、“藏格控股”。

## 东方铁塔：在建 150 万吨产能，未来高增长

公司是一家主营钢结构和铁塔类产品（输电线路铁塔、广播电视塔、通信塔）研发、设计、生产、销售和安装的高新技术企业，于 2011 年上市。公司于 2016 年 10 月底实施完成公司重大资产重组，公司主营业务范围进一步扩大，新增氯化钾的开采、生产和销售业务，四川省汇元达钾肥有限责任公司于 2016 年 10 月 31 日正式并入公司合并报表，公司由单一的钢结构制造企业转变为钢结构与钾肥产业并行的双主业上市公司。

**在建 150 万吨氯化钾项目带来后续增量。**自 2016 年收购四川省汇元达钾肥有限责任公司后，公司氯化钾业务开始贡献收入，2017 年氯化钾收入占总收入比例为 38.5%，截至 2018 年中报，其比例达到 43.62%，成为公司核心主营业务。汇元达钾肥有限责任公司之全资子公司老挝开元矿业有限公司在老挝境内拥有 141 平方公里的钾盐矿开采权，**目前拥氯化钾产能 50 万吨/年**，为老挝境内现存产能最大的氯化钾生产企业。此外，**老挝开元年产 150 万吨氯化钾扩产项目已在建设实施**，项目完成后将进一步扩大公司氯化钾生产规模。公司 2016、2017 年分别销售氯化钾 49.18 万吨和 48.59 万吨。

图 37：公司 2018 年中报营收结构

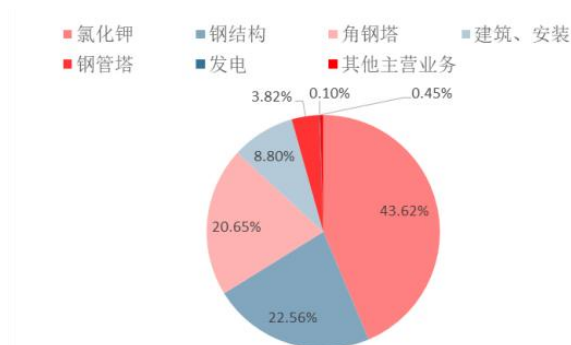
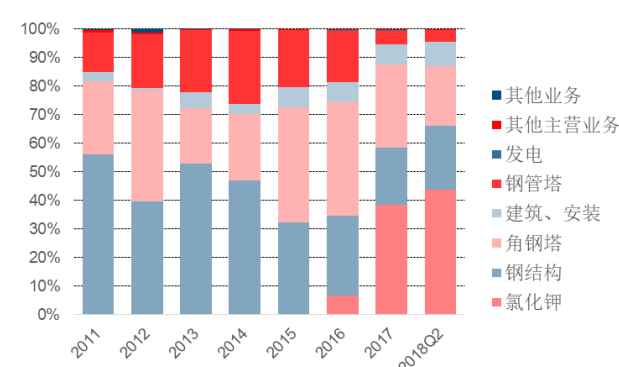


图 38：公司近年营收结构变化



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

氯化钾业务为公司注入新活力。公司自 2016 年进入氯化钾领域以来，积极提升老挝开元钾肥市场竞争力，开发新产品、拓展新市场，充分发挥钢结构制造+钾肥产业双轮驱动模式的优势，改善并增强了公司的盈利能力。截至 2018 三季报，公司实现营业收入 14.97 亿元，同比增 9.37%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比增 60.98%。截至 2018 年三季报，公司实现净利率 14.52%，ROE 为 3.05%。

图 39：公司近年营收变化及同比

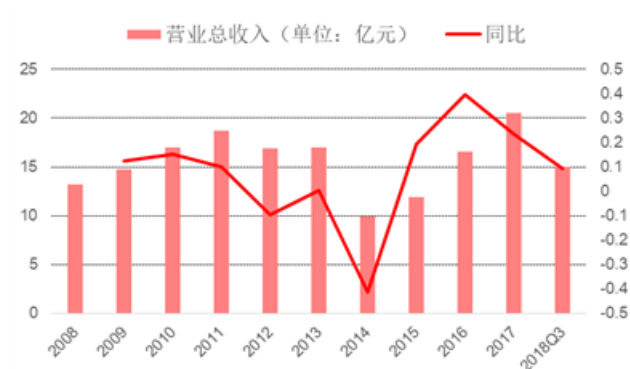
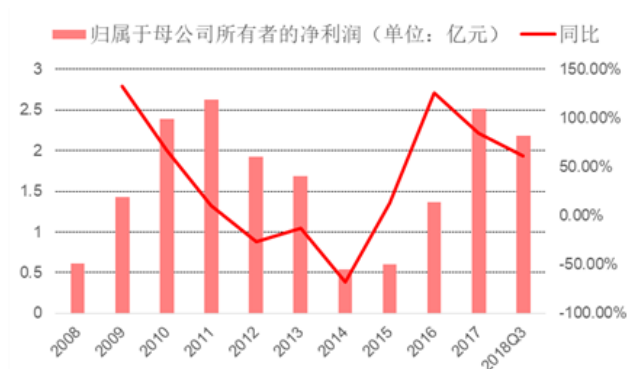
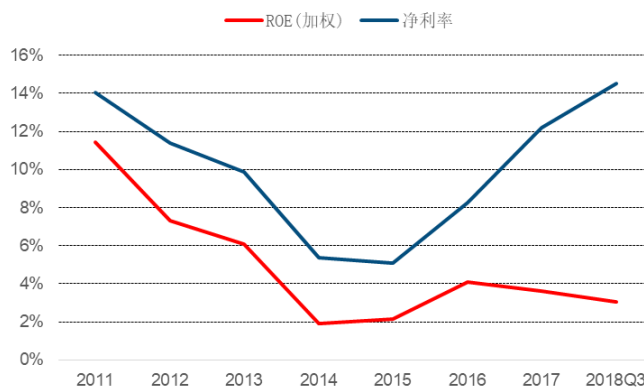


图 40：公司近年归母净利润变化及同比



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 41：公司近年净利率及 ROE 变化



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

## 盐湖股份：国内最大钾肥生产企业

盐湖股份，全称青海盐湖工业股份有限公司，公司主营：氯化钾的开发、生产和销售；盐湖资源综合利用；和包括水泥生产、商贸连锁业务以及酒店业务等其他业务。

**氯化钾为公司主营业务。**公司是国内最大的钾肥生产企业，**拥有钾肥设计年产能 500 万吨**。氯化钾为公司核心主营业务，虽然因公司不断从氯化钾单一业务扩展到精细化工等领域，公司氯化钾营收占比常年保持第一位。截至 2018 年中报数据，公司氯化钾收入占总营收比重 42.4%。此外，公司致力于扩大化工产品业务，2017 年 9 月公司成立全资子公司国际贸易公司，开展贸易业务，2018 年上半年取得贸易收入共 10 亿元，占总营收的 12.8%，是公司新拓展的业务。

图 42：公司 2018 中报营收结构

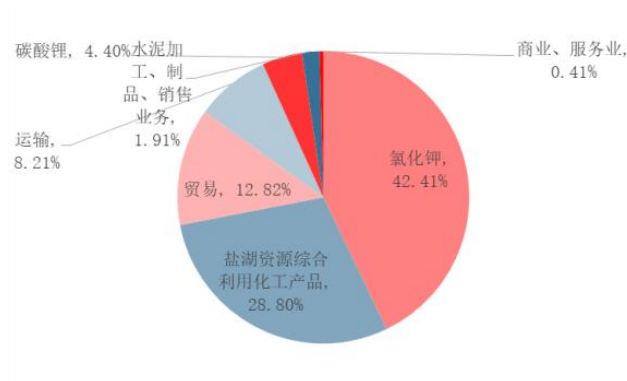
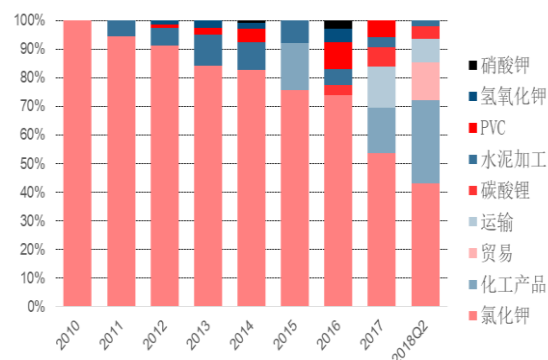


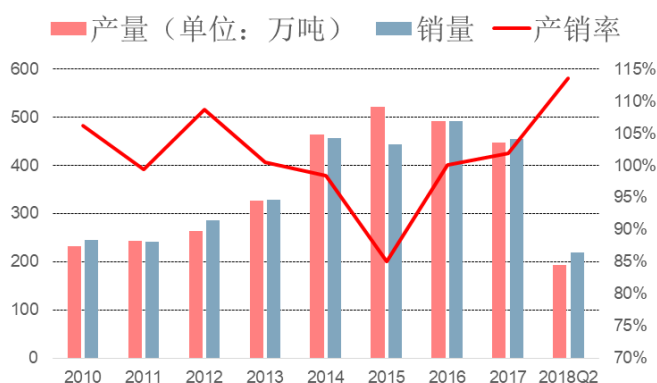
图 43：公司近年营收结构变化



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

**氯化钾产销率稳定。**生产方面，公司近年来生产整体保持稳定。公司 2013 年新增的 100 万吨氯化钾项目工程进度达到 70%，并于 2013 年 9 月 14 日开始投料试车，该项目试车基本达到了 100 万吨的产能，此后公司产量显著上涨，并于 2015 年达到峰值 521.3 万吨，截至 2018 年中报，公司实现氯化钾产量 219 万吨。销量方面，除 2015 年农产品价格低迷导致销量出现下降外，公司氯化钾销量基本与产量持平，产销率维持在 100%左右。

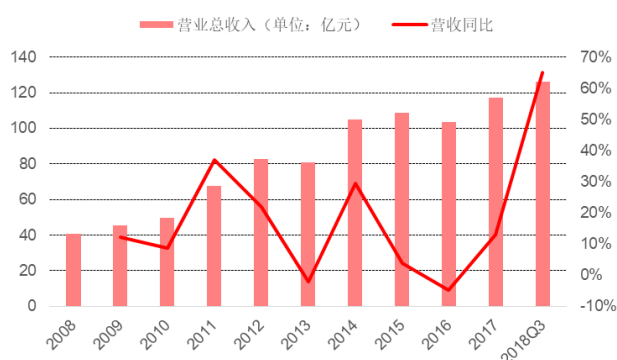
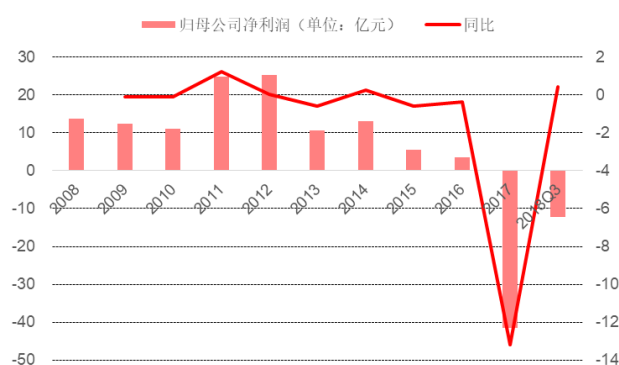
图 44：公司氯化钾产销量（万吨）



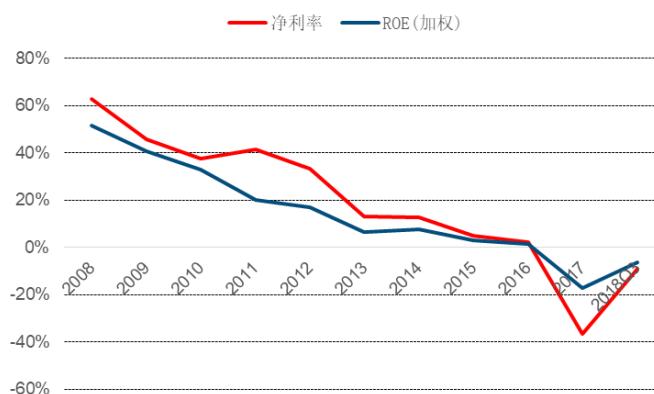
资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

**营收稳步增长，近两年连续亏损。**公司营收保持持续增长，截至 2018Q3，公司实现营收 126.3 亿元，已超过 2017 全年收入，同比增长 65.1%，创历史新高。主因报告期公司氯化钾、碳酸锂、及部分化工产品销量较去年同期增加；报告期钾肥均价较去年同期大幅增长 273 元/吨；以及 2017 年 9 月公司成立全资子公司国际贸易公司，报告期贸易收入增加。

公司归母公司净利润逐年下滑，其中 2017 年实现归属于上市公司股东的净利润-41.6 亿元，当期出现大额亏损的主因包括：原材料成本价格居高不下，钾肥销量减少；受海纳“2.14”、化工“6.28”安全事故影响，2017 年生产装置大部分时间处于停产中，市场景气度较高的 PVC、烧碱、水泥等均未能生产，并进行相关整改投入导致亏损增打；煤炭和天然气供给不足导致化工装置不能满负荷运行；海纳、金属镁等项目大规模转固致成本增加等。

**图 45：公司近年营业收入变化及同比**

**图 46：公司归母公司净利润及同比**


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

**图 47：公司近年净利率及 ROE 变化**


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

## 藏格控股：钾肥资源寡头，盈利能力突出

藏格控股股份有限公司（原金谷源控股股份有限公司）成立于 1996 年 6 月 25 日，2016 年公司重大资产重组收购藏格钾肥公司，从而开始涉足钾肥领域。公司全资子公司格尔木藏格钾肥有限公司主要从事氯化钾的生产和销售，已发展成为国内氯化钾行业第二大生产企业。同时，公司还开展了金属、能化产品、铜精矿等产品的相关贸易，且于 2017 年决定进军新能源领域。

**氯化钾为公司主营业务。**公司拥有察尔汗盐湖铁路以东矿区 724 平方公里的钾盐采矿权证，经过多年发展，公司的生产能力不断扩大，**主要产品氯化钾年生产能力达 200 万吨**。此外，公司于 2017 年 8 月进军新能源产业，在察尔汗盐湖建设年产 2 万吨的碳酸锂项目，目前该项目仍处于建设期，尚未投产。2016 年公司全部收入均来自氯化钾业务，近两年氯化钾占营收比例有所下降，但依然是公司最核心的主营业务。截至 2018 年中报，公司氯化钾业务实现收入 9.47 亿元，占营收比重的 83%。

图 48：公司 2018 中报营收结构

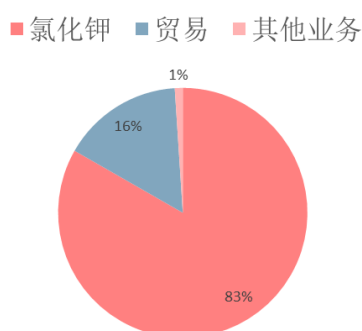
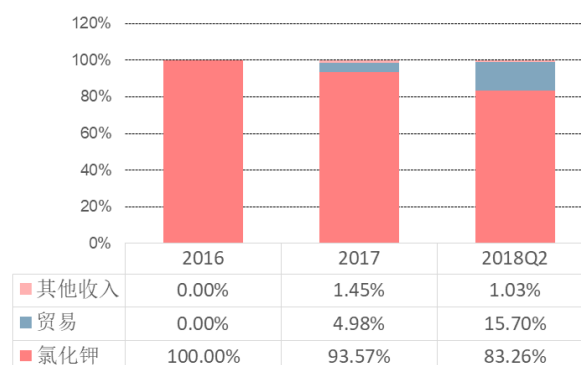


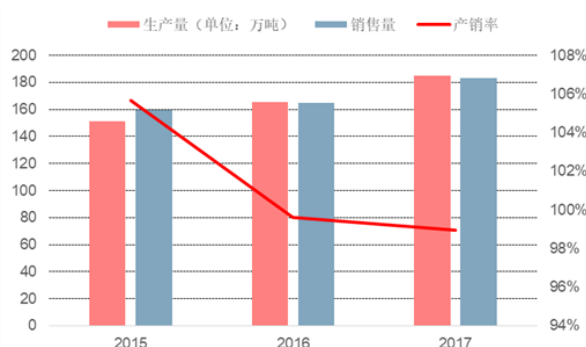
图 49：公司近三年营收结构变化



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

公司氯化钾产销率稳定。公司自 2016 年收购藏格钾肥公司后正式涉足氯化钾生产和销售业务，并开始披露产销量情况。近三年来，公司氯化钾产销量稳步提升，2017 年实现氯化钾产量 184.97 万吨，销量 183.05 万吨，产销率稳定在 100% 左右。

图 50：公司近三年氯化钾产销率



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

重大资产重组公司迎来新变化。2016 年公司重大资产重组完成后收入大幅提升，2016 年实现营收 26 亿元。截至 2018 年三季报，公司实现营收 18.35 亿元，同比降 7.2%。盈利方面，截至 2018 年三季报，公司实现归属母公司净利润 7.45 亿元，同比增 11.5%。在收入同比下降的背景下，公司利润仍在持续增长，其主要原因是报告期内公司产品销售单价上涨，同时公司拓展贸易业务，贸易收入增加所致。截至 2018 年三季报，公司净利率达 41.06%，ROE 达 10.85%。

图 51: 公司近年营收变化及同比

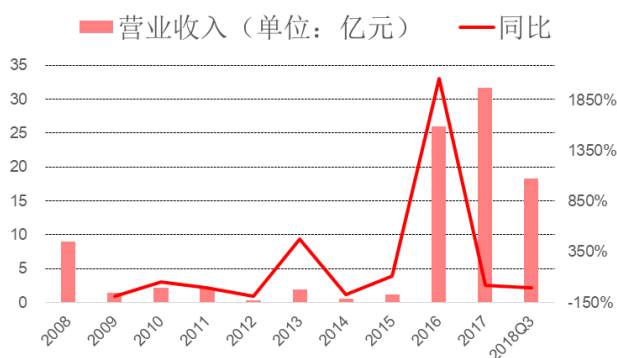
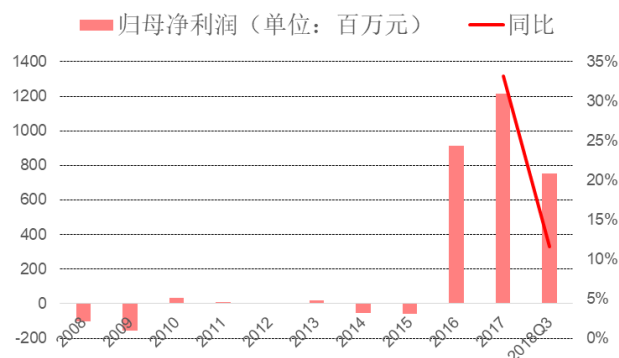
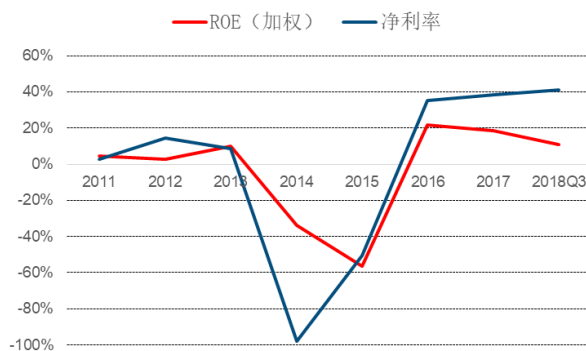


图 52: 公司近年归母净利润变化及同比



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 53: 公司近年净利率及 ROE 变化



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

## 风险提示

新增产能投产提前；下游需求不及预期；油价超跌引发农产品价格持续低位。

## 分析师介绍

**郑勇**：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2年石油行业工作经验，2年基础化工研究经验。2017年新财富基础化工入围团队成员、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

**黄帅**：北京科技大学工学学士，北京工商大学资产评估硕士，曾就职于中铁资源集团，2016、2017年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队，2018年加入化工研究团队。

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859