

化肥行业

稳定

化肥行业 2019 年度信用展望

工商企业评级部 覃斌

2018 年以来化肥行业供需格局得到改善，化肥行业景气度回升，主要化肥产品价格高位企稳，行业内企业盈利能力改善，尤其是部分龙头企业盈利水平明显提升，全行业财务风险有所下降。但我国化肥行业形势依旧严峻，行业产能供大于求的总体格局并未改变，且由于缺乏国际竞争力出口受到抑制。行业政策方面，2018 年淘汰化肥行业落后产能、推动行业整合仍持续推进，关税和增值税下调对行业形成一定程度的利好。

从化肥行业内已发债企业来看，发债企业主要为各省市内化肥龙头企业，区域地位稳固，市场份额较高。2018 年 1-11 月，化肥行业发行债券的主体 7 家，合计发行 8 只超短期融资券、3 只短期融资券和 3 只中期票据。截至 2018 年 11 月末，化肥行业仍在存续期内的债券发行主体共计 14 个。2018 年以来化肥行业共有 2 家发行主体的信用等级遭到调降。2018 年以来，主要化肥发债企业整体债务增幅可控，盈利能力及经营周转能力有所提升，预计债务负担及偿债指标将好转，行业信用质量将比上年有所提升，但是部分中小型或区域型化肥企业或将因为成本上涨面临较大的资金压力，成本高企及流动性压力凸显的化肥企业或面临较高的信用风险。

展望 2019 年，化肥行业仍将以调结构和去产能为主要基调，环保政策或持续趋严，化肥行业供给端将持续受控。国家在政策上鼓励出口，消化国内过剩产能，近期对化肥出口关税取消或将有助于提振化肥出口。但种植面积减少，“化肥零增长”的政策持续推进，使得化肥行业需求端长期承压。鉴于目前主要化肥价格持续高位运行，当前行业利润已明显改善，未来价格持续走高的可能性不大，短期供需平衡关系将成为左右价格波动的主要因素。

行业基本面

2018 年以来主要原材料价格继续上行，支撑化肥产品价格上涨；同时环保督查导致行业开工率降低，供需格局改善，主流化肥产品价格高位企稳，行业内企业盈利能力提升或减亏明显，全行业财务风险有所改善。但我国化肥行业形势依旧严峻，行业产能供大于求的总体格局并未改变，且由于缺乏国际竞争力出口受到抑制。行业政策方面，2018 年淘汰化肥行业落后产能、推动行业整合仍持续推进，关税和增值税下调对行业形成一定程度的利好。

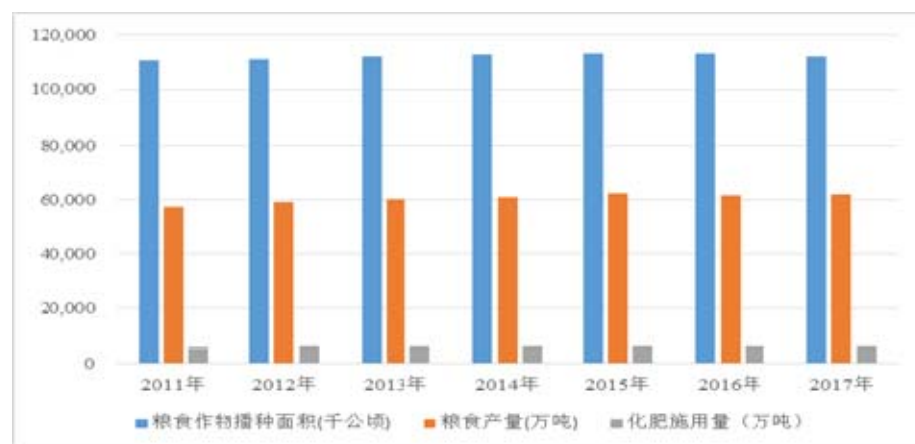
肥料是农业发展中不可或缺的一个元素，化肥行业是关系农业生产发展和农民切身利益的基础性行业。近年来随着农业供给侧结构性改革的提出，我国粮食作物播种面积和产量保持相对稳定，化肥、农药零增长行动稳步推进。根据国家统计局初步统计数据，2018 年全国粮食播种面积 17.56 亿亩，比上年减少 1428 万亩，下降 0.8%。从 2016 年起全国粮食播种面积逐年小幅下降（2016 年和 2017 年下降幅度分别为 0.3% 和 0.7%）。在化肥、农药零增长行动及播种面积减少的情况下，2016 年我国农用氮磷钾化肥（折纯）产量 7,004.90 万吨，同比减少 4.80%，为近年来最大降幅；2017 年农用氮磷钾化肥（折纯）产量为 6,065.20 万吨，同比减少 2.6%。2018 年 1-9 月我国农用氮磷钾化肥（折纯）产量为 4,213.9 万吨，同比减少 6.20%。2017 年农用化肥（折纯）施用量 5527 万吨。近年虽然受去产能影响，化肥产量明显减少，但供过于求的问题仍较突出。

进出口方面，根据海关统计数据显示，2017 年我国进口化肥 917 万吨，同比增长 10.3%，其中钾肥；出口 2416 万吨，同比降低 9.7%。2018 年 1-9 月，我国累计进口化肥 714 万吨，同比增长 8.0%；累计出口 1620.2 万吨，同比减少 9.6%。我国进口化肥以氯化钾和氮磷钾三元复合肥为主。

受产能过剩、原材料价格波动、环保以及国际市场等多重因素影响，2015 和 2016 年国内化肥行业运行总体上较为艰难；2017 年以来，原料价格上涨推动化肥产品价格上行，化肥行业景气度逐步回升。据国家统计局数据，2017 年规模以上化肥企业 2,543 个，其中亏损企业 361 个，同比减少 46 家，亏损企业亏损额同比减少 50.4%。化肥行业主营收入为 8,374.755 亿元，同比增长 8.1%；利润总额为 291.57 亿元，实现扭亏为盈。其中氮肥行业主营业务收入为 2,277.8 亿元，全行业利润总额 38 亿元，较 2016 年利润增加 136 亿元（校正后）。规模以上的 253 家氮肥企业中，亏损企业 96 家，同比减少 48 家，行业亏损面为 37.9%，同比降低 15.1%，扭转了全行业连续三年亏损的局面。2017 年磷复肥行业主营收入为 4,792.7 亿元，同比上升 5.7%；利润为 180.4 亿元，同比上升 33.3%；主营业务利润率为 3.8%，同比上升 0.2 个百分点；其中磷肥行业利润率为 2.1%，同比上升 1.5 个百分点。

2018 年以来主要原材料价格继续上行，支撑化肥产品价格上涨；同时环保督查导致行业开工率降低，供需格局改善，行业内企业盈利能力提升或减亏明显。据国家统计局数据及相关行业网站披露的信息，2018 年前三季度，化肥行业生产企业效益较上年有较大提升。

图表 1. 2011 年以来粮食作物播种面积和粮食产量情况



资料来源：国家统计局

另外，我国耕地面积不到全世界总量的 10%，但化肥施用量接近世界总量的 1/3，化肥利用率低。根据农业部 2015 年公布的数据显示，我国农作物亩均化肥用量 21.9 公

斤，远高于世界的平均每亩 8 公斤水平，是美国的 2.6 倍，欧盟的 2.5 倍。据农业部测算，2017 年我国水稻、玉米、小麦三大粮食作物氮肥当季平均利用率分别为 37.8%，比 2015 年提高 2.6 个百分点。化肥的过度使用不仅造成我国肥料资源的浪费，提高农业生产成本，也对生态环境产生了巨大破坏。进一步推动调优结构减量、精准施肥减量、有机肥替代减量、耕地质量提升减量，提高化肥利用效率，促进农业由过度依赖资源消耗向追求绿色生态可持续转变，是我国农业转型和健康发展的必由之路。

整体来看，化肥行业景气度有所回升，主流化肥企业经营压力有所缓解，行业盈利状况得到改善，行业信用质量较上年有所提升。

（一）氮肥

目前我国化肥行业结构性供需矛盾突出，除钾肥需要进口外，氮肥和磷肥产能过剩严重。尿素作为含氮量最高的中性速效氮肥，是我国目前用量最大的氮肥品种，不但可以作为单一肥料，还可以与磷肥、钾肥混合制成复合肥料。但是，近年来国内化肥市场供需面一直是处于结构性失衡状态，产能过剩问题较突出。

氮肥行业竞争激烈，同时供给侧结构性改革，过剩产能进一步出清，叠加 2017 年气荒，气头尿素停工，行业开工率下降。据国家统计局数据显示，2015-2017 年尿素共新增产能 470 万吨，退出产能 1160 万吨，总产能减少约 690 万吨，2017 年年底全国尿素产能 7417 万吨。2018 年全国新增尿素产能 200 万吨，有 1040 万吨产能长期停车，目前有效产能约为 6577 万吨。近两年，受环保督查影响，氮肥行业开工率维持低位，2017 年尿素平均开工率为 55.3%，较 2016 年下滑 7.7 个百分点。尿素产量也随之显著减少，2017 年尿素产量（实物量）为 5,380.85 万吨，较 2016 年同比减少 13.10%；2018 年 1~10 月尿素累计产量（实物量）为 4,237.3 万吨，同比减少 7.4%。产量减少使尿素供应出现了缺口，尤其是在农业旺季的时候出现过阶段性供不应求的状况，总体看，2018 年尿素市场处在供需紧平衡状态。

落后产能的退出加上环保监管，使得氮肥供需趋于平衡。2017 年尿素表观消费量为 5,381.48 万吨，同比降低 11.92%，产能过剩率依然较高，约 15~20%。2018 年以来，农民备肥积极性持续低迷，尿素施用量下滑，根据工信部统计，2018 年 1-10 月尿素表观消费量 4118.3 万吨，同比下降 2.2%。总体来看，目前氮肥行业供需平衡的状态依赖于行业内的低开工率，总体产能过剩依然较突出。

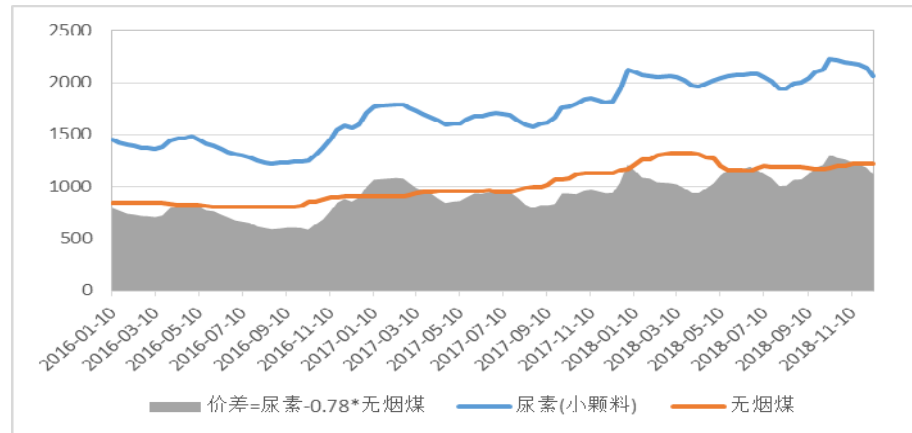
目前氮肥生产工艺根据原料可分为煤头工艺和气头工艺，原材料主要是天然气和煤炭。而我国富煤贫油少气的资源特点，导致我国尿素产能中以煤炭为原料的约占 72%，以天然气为原料的约占 26%。煤头尿素主要集中于华北等煤炭资源丰富的地区，气头尿素主要集中于西南天然气丰富地区。其中煤头尿素又可分为水煤浆气化及传统固定床工艺，两者区别在于煤气化过程工艺不同，水煤浆用煤单耗更高，但由于使用烟煤，比固定床工艺使用无烟煤单价便宜，耗电量也比固定床少。目前水煤浆、固定床、气头三者平均成本约 1,210 元/吨、1,360 元/吨和 1,495 元/吨，成本差异较大。

另外，近几年化肥向化工转换成为一种趋势，尤其是对于尿素企业来说，与化工联合发展是越来越明显。由于工艺生产过程中合成器的产品包括合成氨（尿素生产的上游产品）、甲醇、乙二醇、丁醛、碳酸二甲酯、草酸、甲酸等。尿素生产企业可以根据市场价格调整产品结构，如尿素产品价格过低时就转而生产甲醇和合成氨等化工产品来降低尿素的产量。未来，这种煤基多联产、柔性调节的运营模式或将成为行业发展的趋势。

2018 年以来，受煤炭和天然气供应短缺、价格上涨影响，加上企业环保支出增大，国内氮肥生产成本明显提高，涨幅达 200~300 元/吨。成本的大幅提高促使下游尿素价格明显回升。据中国氮肥工业协会统计，上半年尿素累计出厂价 1909 元/吨，同比上涨 350 元/吨，涨幅 22.4%。7 月份以后，国内逐渐进入用肥淡季，价格逐渐回落，7 月末

降至 1800 元/吨左右，8、9 月价格又逐渐回升至 1900 元/吨左右。10 月初，国际尿素市场短期内快速上涨，带动国内尿素出厂价上涨至 2100 元/吨左右，之后随着国际政治和经济形势发生变化，国际油价持续走低，国际尿素市场逐渐降温，国内市场也回落到 2000 元/吨左右的水平。总体看，2018 年尿素价格维持高位窄幅震荡态势，同时尿素与无烟煤之间的价差逐步扩大，尿素生产企业盈利情况改善（如图表 2 所示）。

图表 2. 2016 年以来无烟煤、尿素价格及价差情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，自 2016 年 10 月份以来，受煤炭和天然气价格攀升及运费上涨推动，尿素价格快速攀升，尿素与无烟煤之间的价差扩大，企业盈利情况好转。2017 年度氮肥行业主营业务增长，行业扭亏为盈。2018 年氮肥生产和市场运行平稳，国内氮肥供需紧平衡，价格高位企稳。但行业内产能过剩严重，现阶段行业仍以调结构和去产能为主，后续产品价格将难以维持长时间的高位。

（二）磷肥

磷肥是以磷矿石为原料生产的含有作物营养元素磷的化肥，磷肥按磷元素含量高地通常分为低浓度和高浓度磷肥。目前磷肥主要为以磷酸一铵（MAP）和磷酸二铵（DAP）为代表的高浓度磷肥。我国磷肥行业技术装备和生产技术处于国际领先水平，大部分装置的设计和生产实现了国产化，磷矿采选、副产品回收和磷石膏处理等技术已达到世界先进水平，并形成了云南云天化股份有限公司（简称“云天化”）、瓮福（集团）有限责任公司（简称“瓮福”）和贵州开磷集团股份有限公司（简称“贵开磷”）等一批大型磷复肥企业集团。

但是，我国磷肥行业长期面临产能过剩、行业相对分散、市场无序竞争、环保投入有限及资源开采过度等问题。据国家统计局数据显示，2017 年我国磷肥折纯产量为 1,627.44 万吨，同比增长 0.70%；2018 年 1-9 月，磷肥折纯产量为 1027.12 万吨，同比减少 3.1%。但是由于供需失衡，下游需求疲软，2017 年磷肥销售量为 1,564.70 万吨，同比下降 13.01%；2018 年上半年磷肥销售量为 642.87 万吨，同比下降 25.71%。磷肥产销率由 2017 年末的 99.50% 降至 2018 年 6 月末的 98.40%。

磷复肥方面，目前国内磷酸一铵和磷酸二铵合计产能超过 5,000 万吨，表观消费量约 3,800 万吨，过剩率超过 30%。2017 年磷酸一铵产量为 2,258.51 万吨，表观消费量为 1,991.91 万吨，自给率为 113.38%；磷酸二铵产量为 1,768.71 万吨，表观消费量为 1,128.67 万吨，自给率为 156.71%。

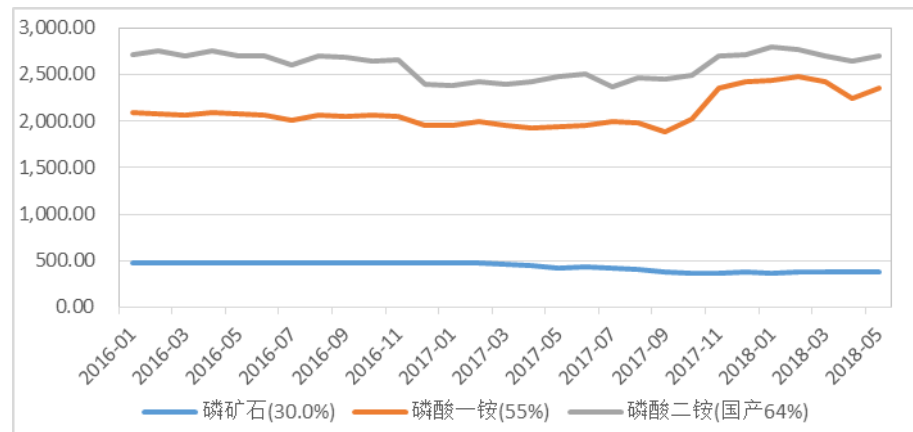
磷肥生产主要原材料为磷矿石和硫磺，其中磷矿石成本占磷复肥生产成本的 30% 左右。我国磷矿资源储量相对丰富，主要分布于湖北、湖南、云南、贵州、四川等地，5

省磷矿资源储量为 135 亿吨，占全国 76.7%。但是我国磷矿石平均品位较低、采选难度大、开采成本较高。2018 年上半年，受各地的相关政策影响，磷矿石产量大幅下滑，据百川资讯统计，2018 年上半年全国共生产磷矿石 5,325 万吨，同比减少 30.5%。湖北地区受磷矿石开采计划缩减、长江大保护等政策的影响，磷矿石减产 40%；贵州地区逐步推行“以用定产”，企业生产受磷石膏消纳能力制约；四川地区受大熊猫国家公园规划的影响，上半年磷矿产量同比下降 67%，省内企业已开始从贵州等地外采磷矿石。

受磷矿石减产影响，各地磷矿石价格普遍上涨。据百川资讯统计，2018 年上半年贵州 30%磷矿石（车板含税）报价 420 元/吨，较去年底上涨 20%；湖北 30%磷矿（船板含税）报价 500 元/吨，较去年底上涨 22%。预计未来供给难以回升，磷矿石价格可能持续高企。同时硫磺价格自 2017 年起持续上行，推动磷复肥价格上涨。截至 2018 年 9 月末，主要厂家磷酸一铵（55%）和磷酸二铵（国产 64%）出厂价格分别为 2,356 元/吨和 2,700 元/吨左右。

2018 年以来，磷肥价格持续上涨，磷肥企业业绩有所好转，逐步开始减亏或扭亏。据国家统计局数据，2018 年上半年磷肥行业主营收入为 544.3 亿元，同比下降 3.5%；利润为 9.2 亿元，同比上升 127.2%。根据各主要磷肥企业 2018 年第三季度报整理，云南云天化股份有限公司实现营业收入 367.20 亿元，净利润 1.19 亿元；瓮福（集团）有限责任公司实现营业收入 326.14 亿元，净利润 4.23 亿元；安徽六国化工股份有限公司实现营业收入 28.68 亿元，净亏损 0.06 亿元；安徽省司尔特肥业股份有限公司实现营业收入 21.92 亿元，净利润 1.89 亿元。成本抬升推动磷铵产品价格止跌企稳，同时主要磷肥龙头企业积极推动基础肥提质升级，加强新型肥研发，经营情况有所好转，逐步实现减亏或盈利增长。但这些措施或将在短期内改善企业经营情况，仍难以从根本上解决困扰行业长期发展的产能过剩问题。

图表 3. 2015 年以来磷矿石、磷酸一铵和磷酸二铵价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

（三）钾肥

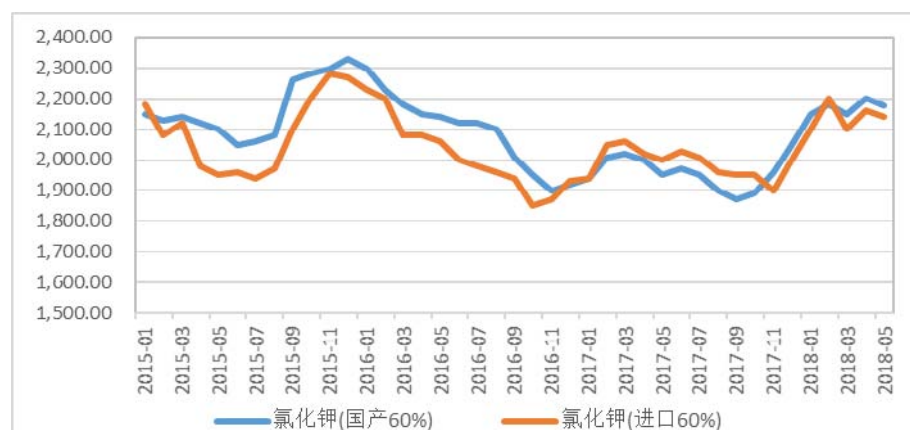
全球钾盐资源分布集中于加拿大和俄罗斯两国，我国钾盐资源较少，主要位于青海察尔汗湖和新疆罗布泊湖，资源十分有限，因此国内钾肥生产企业都拥有相应的钾盐资源。目前中国钾肥自给率达到 50%左右，但国内钾肥供应量仍不能满足需求，仍是世界钾肥进口大国。2016 年末中国氯化钾自有产能为 803 万吨，占世界总产能的 10.2%；硫酸钾自有产能为 287 万吨，占世界总产能的 38.3%。我国钾肥产品以氯化钾为主，产量不足全球产量的 10%，进口需求量比较大。2017 年我国氯化钾进口量为 753 万吨，较 2016 年增长 10.50%；2018 年 1~10 月我国氯化钾进口量为 588 万吨，同比减少 5.4%。

国内市场方面，2018 年以来国内钾肥市场供应偏紧。2018 年 1~10 月全国累计生产钾肥（折 K_2O ）534.8 万吨，同比增长 2.4%。在进口大合同谈判延期的情况下，国内氯化钾进口量有限，两方供应紧张拉动市场的价格，使国内氯化钾价格达到了近三年来价格的一个高峰期。2018 年一季度，氯化钾均价为 2174 元/吨，二季度均价 2227 元/吨，三季度均价为 2342 元/吨，而年初价格为 2050 元/吨左右。硫酸钾方面，市场在近三年的走势相对平稳，硫酸钾价格基本未有较大的变动。2018 年 9 月 17 日，中国钾肥进口联合谈判小组与 BPC（白俄罗斯钾肥公司）就中国 2018 年钾肥海运进口合同达成一致，合同价格敲定在 CFR(港口到岸价)290 美元/吨，较之去年上调了 60 美元/吨，加上海关进口税、各种杂费等，成本价格约为 2380 元/吨左右（汇率按 6.87 计）。此价格与印度钾肥大合同持平，但涨幅低于南美等地。由于国内钾肥市场对进口的依赖度比较高，钾肥价格更多的受制于国际市场。目前来看，国内外氯化钾价格差异不大。据国家统计局数据，2018 年 1~10 月，钾肥生产企业主营业务收入达到 257.86 亿，同比提高了 13.8%，利润总额为 10 亿元，同比上升了 28.2%，钾肥生产企业较上年有较大提升。

国际市场方面，自 2017 年年初，部分国际钾肥公司投产项目延期，加上库存水平普遍较低，导致国际钾肥市场供给略偏紧，而国际钾肥市场需求旺盛。2017 年全球钾肥需求增长 60 万吨到 3560 万吨 K_2O ，增长 1.71% 左右。受新增投产项目延期及新兴市场需求增加的影响，2017 年以来国际钾肥价格稳步回升，持续高位运行。

受资源供应的影响，钾肥价格相对较稳定，2018 年呈持续上行并高位企稳的趋势。随着钾肥进口大合同的确定，预计 2019 年钾肥市场走势仍将在高位运行。

图表 4. 2015 年以来国内外氯化钾价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

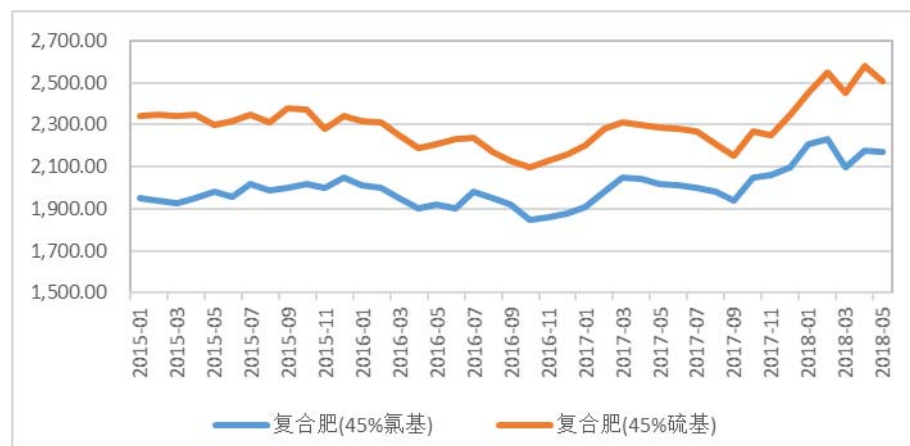
（四）复合肥

复合肥方面，我国复合肥行业企业众多，分布广，且存在一定的运输半径，由此造成了行业集中度低，低端市场竞争激烈的格局。目前国内有数千家复合肥企业，复合肥产能过剩严重，行业产能利用率常年维持在 25% 附近。2017 年全国复合肥产能约 2.1 亿吨，而对应的产量仅约 5000 万吨，行业平均产能利用率约 24%。我国复合肥主要产区集中在华东、华中及西南区域，其中华东区域总产能占比约为 50%，形成了金正大生态工程集团股份有限公司（简称“金正大”）、史丹利农业集团股份有限公司（简称“史丹利”）、鲁西化工集团股份有限公司（简称“鲁西化工”）等一系列复合肥龙头企业。行业内不同规模企业效益分化严重。金正大、史丹利、鲁西化工等一线大厂产能利用率可达到 70% 以上，而小企业开工率很低，经营困难。目前复合肥行业装置设备落后、环保不达标、规模无优势的老旧产能正加速退出市场。

复合肥价格波动趋势与单质肥基本一致，2017 年下半年以来，一方面原材料单质肥价格持续回升，支撑复合肥价格上行；另一方面，环保督查趋严导致复合肥生产企业开工率降低，复合肥价格整体呈现快速上涨态势。春季用肥高峰结束后，目前复合肥价格逐渐趋于平稳，2018 年 5 月末 45%氯基复合肥和 45%硫基复合肥价格分别为 2,174 元/吨和 2,508 元/吨，较 2017 年末的价格分别上涨 74 元/吨和 158 元/吨。

原料价格上涨及环保督查对复合肥企业运行成本影响显著，一方面拥有资源及规模优势的企业更易消化及传导成本上行的问题，而中小型复合肥企业由于缺乏资源禀赋和规模效应，在经济下行压力、农产品行情低迷、上游单质肥价格波动的背景下，企业盈利能力和盈利空间明显收窄。根据各主要复合肥生产企业的 2018 年第三季度报告整理，金正大实现营业总收入 212.53 亿元，较上年同期增长 12.34%，净利润 10.74 亿元，较上年同期增长 3.27%；鲁西化工实现营业总收入 157.72 亿元，较上年同期增长 42.54%，净利润 23.46 亿元，较上年同期增长 118.84%；新洋丰实现营业总收入 83.97 亿元，较上年同期增长 16.05%，净利润 7.47 亿元，较上年同期增长 23.27%；史丹利实现营业总收入 42.86 亿元，较上年同期增长 9.05%，净利润 1.98 亿元，较上年同期减少 17.50%；深圳市芭田生态工程股份有限公司（简称“芭田股份”）实现营业总收入 15.91 亿元，较上年同期增长 8.45%，净利润 0.05 亿元，较上年同期减少 67.80%。

图表 5. 2015 年以来国内主要复合肥产品市场价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

由于复合肥领域资金和技术进入门槛低，行业内同质企业多，价格竞争激烈。2018 年以来，复合肥价格随单质肥及液氨价格上涨而上涨，但由于产能过剩，价格传导不利，复合肥产品价差缩小，主要复合肥产品毛利率率下跌。但拥有资源及规模优势的企业消化成本上涨的能力更强，复合肥行业企业分化较明显。

行业政策方面，我国政府一方面积极推动淘汰落后产能和鼓励行业内并购整合，另一方面鼓励化肥出口，取消或降低主要化肥产品的出口关税。双管齐下以逐步化解过剩产能的努力或可取得一定的短期效果。但中长期看，行业能否健康发展仍有待于通过技术与产品研发推动产品附加值的提升，全行业减量提质压力巨大。

2014 年底和 2015 年初，农业部发布《2020 年实现农药、化肥用量零增长》的政策和《化肥、农药零增长行动方案》，要求从 2015 年起，主要农作物肥料利用率平均每年提升 1 个百分点以上，力争到 2020 年，主要农作物肥料利用率达到 40%以上。国家推动化肥使用效率的提升来减少化肥施用量，将加快行业淘汰落后产能，加强行业集中度，利于龙头企业的发展。

2016 年 8 月 3 日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》（国办发〔2016〕57 号），提出严格控制尿素、磷铵、电石、烧碱、聚

氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能，推动落后和低效产能退出，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换。

2017 年 12 月 15 日，财政部公布了《国务院关税税则委员会关于 2018 年关税调整方案的通知》（税委会〔2017〕27 号）内容。国务院决定，自 2018 年 1 月 1 日起，适当调整磷矿石和氮磷钾三元复合肥出口关税，其他原料和其他肥料进出口关税政策保持 2017 年水平。2018 年度，中国对磷矿石出口仍然实行配额管理，配额总量 80 万吨；出口关税从 20% 下调至 10%。对列明含钾的肥料及原料继续征收出口关税，硝酸钾和磷钾二元复合肥从价按 5% 税率征收，硫酸钾、氯化钾从量按 600 元/吨征收，其他钾盐和钾矿从价按 30% 税率征收。氮磷钾三元复合肥由 20% 从价计征调整为从量按 100 元/吨征收。按照历史出口数据看，高关税下三元复合肥的出口量一般只有几万吨（2017 年三元复合肥出口量为 4.16 万吨）。从价税变更为从量税有利于促进三元复合肥的出口，也有助于国内复合肥企业降本提质，提升国际竞争力。

图表 6. 主要化肥产品出口政策调整情况

产品	2016 年度	2017 年度	2018 年度
尿素	80 元/吨	零关税	零关税
磷酸一铵	100 元/吨	零关税	零关税
磷酸二铵	100 元/吨	零关税	零关税
氮磷二元复合肥	5%	零关税	零关税
氯化钾	600 元/吨	600 元/吨	600 元/吨
磷钾二元复合肥	5%	5%	5%
肥料用氯化铵	5%	零关税	零关税
硝酸盐及磷酸盐混合物	5%	零关税	零关税
三元复合肥	30%	20%	100 元/吨

资料来源：中国化肥网

受益于三元复合肥方面的出口利好政策，据海关总署 2018 年 1-9 月出口数据显示，三元肥合计出口 25.74 万吨，与 2017 年同期相比大幅增长 6.7 倍，但我国三元肥主要向老挝、缅甸等东南亚国家输出，整体量不大，对应我国 6,000 多万吨的产量而言，影响有限。磷复肥出口方面，据海关统计，2018 年 1-9 月磷酸一铵累计出口 177.98 万吨，比上年同期减少 52.02 万吨；磷酸二铵累计出口 484.40 万吨，比上年同期增加 24.57 万吨。尿素方面，2018 年 1-9 月我国尿素累计出口 112 万吨，较 2017 年同期减少 67.7%。

2018 年 1-9 月，我国矿物肥料及化肥累计出口 1620.2 万吨，同比减少 9.6%。一方面，国内化肥生产优惠政策取消，原料价格上行导致化肥企业生产成本上升，国际竞争力减弱；另一方面，国际化肥企业扩大产能，加之较低的原油价格及天然气价格，国外生产商成本优势明显。整体来看，由于缺乏国际竞争力，因此出口市场疲软状态并未实质性改善。

图表 7. 2015 年以来主要肥料品种出口数量变化（单位：万吨）

产品	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月
尿素	1374.80	885.97	466.07	112.30
磷酸一铵	274.29	202.69	271.23	177.98
磷酸二铵	801.99	679.75	640.05	484.40
三元复合肥	6.71	8.42	4.16	25.74

资料来源：Wind 资讯

2018 年 12 月 22 日，国务院关税税则委员会发布《国务院关税税则委员会关于 2019 年进出口暂定税率调整方案的通知》（税委会〔2018〕65 号），决定自 2019 年 1 月 1 日起，对化肥、磷灰石、铁矿砂、矿渣、煤焦油、木浆等 94 项商品不再征收出口关税。化肥出口关税取消或将有利于出口，但效果仍有待观察。

成本方面,2017 年 12 月 14 日国家发展改革委印发《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》(发改价格〔2017〕2163 号),决定自 2018 年 1 月 1 日起进一步推进铁路货运价格的市场化程度。根据改革方案,电气化附加费并入铁路运输基准价格,化肥和有机类肥料铁路运价上浮范围由基准运价的 10%上调至 15%。由于磷肥和钾肥产能集中于中西部,长途运输以铁路运输为主,此次铁路运费上升将直接导致磷肥及钾肥企业运输成本上升,对包括钾肥在内的整体化肥价格上涨起到一定的支撑作用。

另外税收方面,从 2018 年 5 月 1 日开始化肥行业的增值税由 11%下调至 10%。据国家统计局数据统计,2017 年我国氮肥、磷肥、钾肥、复合肥制造业主营业务收入为 8,374.76 亿元,此次化肥增值税税率下降两个点,粗略估算化肥行业生产环节可以减免的税负为 75.44 亿元 $(8,374/(1+11%)*1\%)$ 。与此同时,以增值税为基数的相关附加税费也会相应减少,此举可以一定程度上减轻化肥生产、流通企业负担,将有利于行业盈利能力的恢复。

随着北方地区采暖季即将到来,以及冬季的环保约束,化肥企业开工率仍将维持低位;加之用气需求增加或导致气头尿素生产企业限产或停产,可以预见 2019 年初国内化肥行业供需仍将维持紧平衡的状态,主导化肥产品或小幅上涨。

整体而言,国家一方面积极推动淘汰落后产能,提高化肥施用率,并减少化肥使用量;另一方面在政策上鼓励出口,消化国内过剩产能。预计 2019 年化肥行业仍以去产能为主要基调,同时环保督查趋严促使化肥供需情况改善,但由于下游需求增长乏力,行业将窄幅波动运行。

行业样本数据分析

2014 年以来化肥行业景气度持续低迷,行业盈利水平显著弱化。前期较高的资本支出使总体资产负债率维持高位。行业整体流动性较弱,偿债压力较大。但是化肥行业销售模式以款到发货为主,整体现金流情况尚可。且 2016 年第四季度以来,行业景气度逐步回升,2017 年和 2018 年前三季度行业盈利能力得到改善,各项财务指标均出现好转迹象,行业信用质量比上年提升。行业内各板块景气度排序上:钾肥>氮肥>磷肥>复合肥。

通过对股票及债券市场上化肥企业的统计和整合,Wind 行业分类中化肥行业上市及发债(或曾经发债)企业合计 30 家。其中湖北宜化化工股份有限公司(简称“湖北宜化”)和湖北宜化集团有限责任公司(简称“宜化集团”)、阳煤化工股份有限公司(简称“阳煤化工”)和山西阳煤化工投资有限责任公司(简称“阳煤投资”)、云天化和云天化集团有限责任公司(简称“云天化集团”)、六国化工和铜陵化学工业集团有限公司(简称“铜化集团”)、湖北新洋丰肥业股份有限公司(简称“新洋丰”)和湖北洋丰集团股份有限公司(简称“洋丰集团”)系母子公司关系,在样本数据统计时存在重复计算的可能,故根据核心业务的分类方式,在样本数据统计时保留湖北宜化、阳煤化工、云天化、六国化工和洋丰集团。此外,湖北三宁化工股份有限公司和天脊煤化工集团股份有限公司由于未公开三季度数据,故在样本统计和分析时剔除掉,梳理出核心业务为化肥的企业合计 23 家。

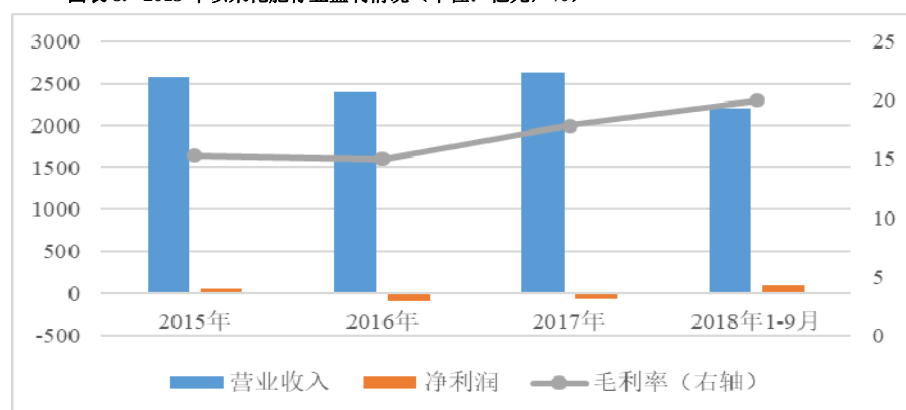
2017 年以来,随着产品价格持续上升,化肥企业盈利状况好转,预计 2018 年盈利状况将明显改善。但由于化肥行业对原料成本依赖显著,成本转嫁能力一定程度上决定了化肥企业的盈利空间。同时前期较高的资本支出及盈利不佳经营积累有限,导致目前资产负债率仍维持高位,个别企业已出现严重的资不抵债,行业整体流动性弱,偿债压

力大。但是化肥行业销售模式以款到发货为主，整体现金流情况尚可。且 2017 年以来，行业景气度逐步回升，2017 年和 2018 年前三季度行业盈利能力得到改善，经营效率有所提高，各项财务指标均出现好转迹象。行业内各板块景气度排序上：钾肥>氮肥>磷肥>复合肥。

盈利能力

2015~2017 年化肥行业实现营业收入 2,575.28 亿元、2,396.58 亿元和 2627.25 亿元。2015 年起农产品价格持续低位，农民备肥积极性低；加之行业产能过剩严重，原料价格处于下行通道中，主流化肥产品价格下跌。但是自 2016 年下半年起化肥行业景气度开始恢复，一方面上游原料去产能初见成效，成本端价格上涨推动化肥产品价格回升，另一方面由于环保督查导致供需格局改善。获利能力上，随着产品价格回升，2017 年度行业盈利情况有所好转，2015-2017 年净利润分别为 52.23 亿元、-84.38 亿元（其中中化化肥有限公司为-50.14 亿元）和-58.96 亿元（其中中化化肥有限公司亏损 24.33 亿元、青海盐湖工业股份有限公司大额亏损 42.88 亿元、湖北宜化大额亏损 51.47 亿元）。2018 年以来，化肥行业维持 2017 年企稳回升的态势，主要产品价格持续上涨，2018 年前三季度化肥行业实现营业收入 2,204.54 亿元，净利润 94.05 亿元（其中青海盐湖工业股份有限公司亏损 11.35 亿元），行业盈利能力明显改善。

图表 8. 2015 年以来化肥行业盈利情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

由于氮、磷、钾、复合肥供需情况不同，各家企业的生产工艺及成本控制能力存在优劣势，行业内企业盈利情况差异明显。对于氮肥这种成本依赖较为显著的行业来说，成本控制方面的优劣势直接影响了企业在盈利情况上的差异。例如，上市公司华鲁恒升（600426.SH）尿素产能采用水煤浆气化技术，尿素生产成本低，水煤浆气化技术较国内其他尿素生产商具有 200-300 元/吨成本优势，因此在氮肥企业大规模亏损的 2016 年和 2017 年仍然维持和前两年相当的盈利水平，且毛利率水平维持在 20% 左右；2018 年以来氮肥价格显著上涨，加上其他煤化工产品（煤制乙二醇、醋酸、DMF 等）产品附加值高，华鲁恒升盈利空间继续扩大，2018 年 1-9 月毛利率升至 32.92%，较上年上升 13.31 个百分点。反观大部分使用固定床工艺的企业或生产线，在行业景气度低迷的 2015 年和 2016 年则出现显著的盈利弱化甚至亏损，2018 年以来才逐步扭亏或实现微利。例如湖北宜化 2017 年的毛利率为 2.51%，净亏损 51.47 亿元；2018 年前三季度毛利率为 18.16%，净利润为 3.96 亿元。阳煤化工 2017 年毛利率为 12.88%，净利润为 0.04 亿元；2018 年前三季度毛利率为 13.03%，净利润为 1.35 亿元。此外，国内气头尿素生产企业成本高企，加之采暖季供气受限，西南气头尿素企业纷纷减产或停产，盈利能力较弱。

磷肥成本构成中合成氨、磷矿石和硫磺三者的比重约为 31%、45% 和 24%，因此国内磷肥生产企业主要依靠磷矿或硫磺等资源优势发展起来。样本企业中，云天化和瓮福依靠云贵地区丰富且品位较高的磷矿石资源成为行业内的龙头企业，六国化工则拥有全

国第二大硫铁矿山。2017 年以来，由于磷肥价格上涨，行业内企业毛利率较前两年有所提升，2017 年和 2018 年前三季度在 9%-21% 之间。总体来看，受益于磷肥价格上涨，磷肥企业收入和利润水平均有所提高，盈利能力有所增强，但较高的期间费用对公司利润形成了一定侵蚀。

钾肥方面，样本企业仅有青海盐湖工业股份有限公司（简称“盐湖股份”）和藏格控股股份有限公司（简称“藏格控股”），二者共同占据察尔汗盐湖，钾盐资源储量丰富。由于资源优势，钾肥行业盈利能力显著高于其他单质肥，盐湖股份和藏格控股 2017 年毛利率分别为 33.52% 和 73.05%。净利润方面，盐湖股份由于计提大额减值准备，2017 年出现大额净亏损 42.88 亿元，藏格控股当年实现净利润 13.32 亿元。2018 年前三季度，盐湖股份毛利率为 27.98%，净利润为 -11.35 亿元，亏损原因仍是计提大额减值准备；藏格控股毛利率为 75.71%，净利润为 7.53 亿元。

复合肥由于准入门槛低，行业内企业众多，企业产能规模大，但扩张更多的是出于市场布局的考虑，实际开工率低。复合肥板块盈利水平相对稳定，毛利率维持在 15%-20% 左右。2017 年以来，随着单质肥价格企稳回升，复合肥价格相应上涨，但上涨幅度低于原料上涨幅度。从 2017 年度复合肥样本企业经营数据看，企业个体差异较大，例如金正大（002470.SZ）、鲁西化工（000830.SZ）和新洋丰（000902.SZ）作为行业龙头企业，产能布局广泛，市场占有率高，规模优势明显，2017 年以来盈利情况好转。但是部分区域型和规模较小的复合肥企业由于缺乏规模化优势效应，原料成本上涨一定程度上侵蚀了其盈利能力，导致利润下滑。

经营业绩

化肥作为同质化产品，产能过剩严重，行业内竞争激烈，近年来叠加部分优惠政策取消，营业总成本呈现上升趋势，企业费用控制能力有待进一步提升。2015~2017 年行业内期间费用分别为 301.34 亿元、294.49 亿元和 328.64 亿元，对应的期间费用率分别为 11.70%、12.29% 和 12.71%。具体来看，期间费用中财务费用占比有所下降，主要是管理费用和销售费用上升。其中管理费用增加的原因一方面系薪酬水平上升，另一方面系去产能过程中兼并整合较多。销售费用方面，2015 年以来随着铁路公路上运输费用优惠政策日渐减少或取消，化肥运费价格有所上涨，尤其是对于钾肥和磷肥等资源型肥料来讲，运费的上升增加了企业运营成本。整体来看，行业内优惠政策的逐步取消或减少增加了企业的三费成本，预计短期内期间费用仍将呈现波动上升态势；但是随着去产能的深入，加上行业景气度低迷背景下化肥企业加强了对三费的管控以达到降本增效的目的，未来期间费用率或将有所回落。

现金流

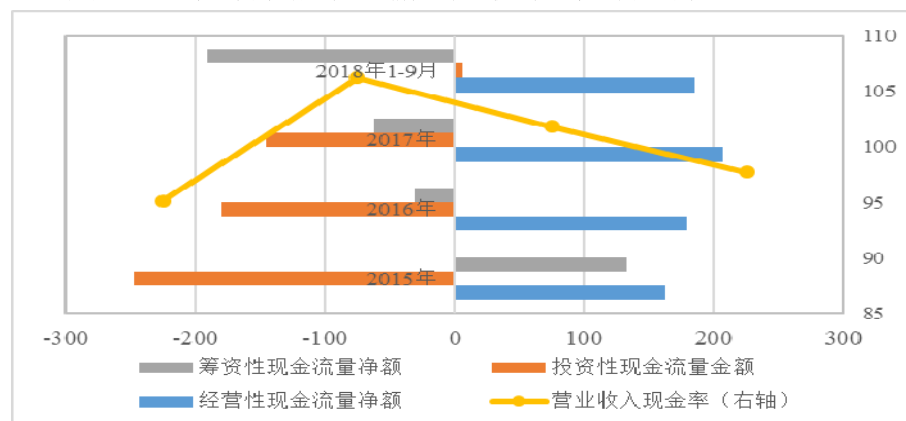
化肥行业的销售模式以款到发货为主，相较于其他行业而言，整体维持了较高的营业收入现金率，2015~2017 年和 2018 年 1-9 月分别为 95.16%、106.23%、101.86% 和 97.74%。近年来，由于行业景气度低迷，部分化肥企业为扩大市场规模提高盈利水平，给予下游优质客户一定的赊销账期，但是基本可在销售旺季结束后实现资金回笼。2015~2017 年化肥行业经营性净现金流持续增加但增幅收窄，分别为 162.69 亿元、179.27 亿元和 207.11 亿元，2018 年 1-9 月为 185.79 亿元，整体维持了较稳定的经营性净现金流和获现能力。

投资性现金流方面，化肥企业以构建固定资产和购买理财产品为主。随着供给侧结构性改革的提出，氮肥行业产能增速明显放缓，企业固定资产投资大幅减少，投资支出以技改为主，新增产能较少；磷肥企业投资性现金流支出主要是用于上游磷矿石资源储备和购买理财产品，以及生产线技改项目；钾肥企业由于坐拥盐湖，资源丰富，近年来随着新能源电池的兴起，钾肥企业积极开拓盐湖提锂技术，因此投资性支出集中于新能

源板块上；复合肥企业则是加大了产能布局，短期内投资性支出仍较大。2015 年以来随着龙头化肥企业新增产能初步布局完成，投资需求减少，2015~2017 年和 2018 年 1-9 月化肥行业投资性现金流量净额为-247.56 亿元、-179.49 亿元、-145.74 亿元和 5.95 亿元。

筹资活动方面，化肥行业筹资规模有所减少。2015~2017 年和 2018 年 1-9 月化肥行业筹资性现金流量净额为 132.65 亿元、-31.23 亿元、-62.19 亿元和-190.42 亿元，现金流情况从大幅流入状态转成流出状态，目前融资目的以偿还借款为主。2017 年以来，由于市场上资金成本较高，化肥企业债务融资规模较小，且期限偏重短期。

图表 9. 2015 年以来化肥行业现金流情况及营业收入现金率（单位：亿元，%）

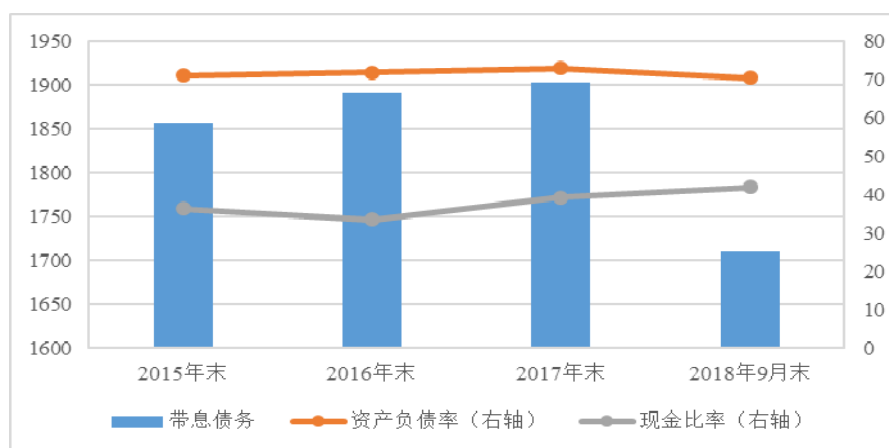


资料来源：Wind 资讯

债务状况

由于前几年行业景气度差，行业盈利不佳经营积累有限，同时前期资本支出较大，导致目前化肥行业财务杠杆水平较高，2015~2017 年末和 2018 年 9 月末化肥行业平均资产负债率分别为 71.20%、71.92%、73.04%和 70.55%；带息债务分别为 1,856.65 亿元、1,890.45 亿元、1,903.44 亿元和 1,709.81 亿元。由于化肥行业主要依靠债务融资实现规模扩张，整体带息债务规模大，且短期债务占比超过 60%，面临较大的即期偿债压力。另外，由于行业特性，化肥行业资产以非流动资产为主，资产流动性弱，因此流动性压力的问题突出，2015~2018 年 9 月末行业平均流动比率分别为 0.70、0.65、0.67 和 0.69。

图表 10. 2015 年以来化肥行业带息债务情况、资产负债率和现金比率（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

行业内个体差异较大，优质企业融资渠道通畅，市场占有率高，且成本控制能力和成本转嫁能力强，资产负债率维持在 30%-40%的较低水平；但是个别企业如柳州化工股

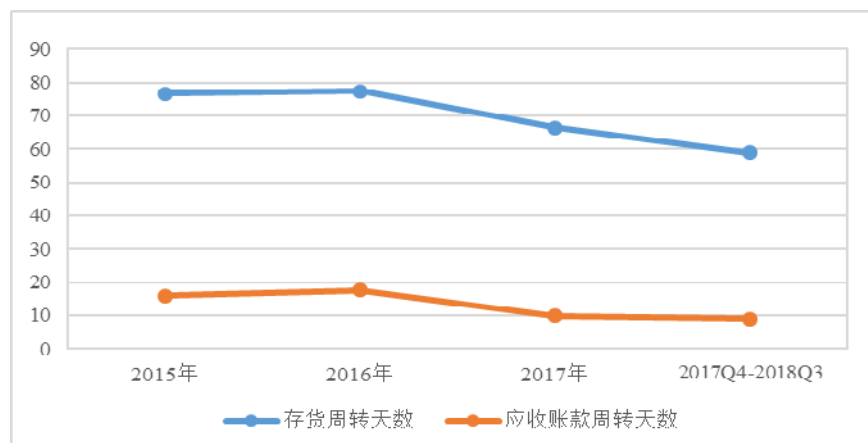
份有限公司（简称“柳州化工”）、广西河池化工股份有限公司（简称“河池化工”）、泸天化等企业债务负担沉重，资产负债率已接近甚至超过 100%，面临严重的资不抵债。

纵观行业发展趋势，钾肥企业未来将依靠盐湖资源，增加新能源板块的研发投入；氮肥企业和磷肥企业未来侧重于上下游产业链的协同发展和行业内的兼并整合；复合肥企业加强了农化服务板块的拓展以及产能的布局。因此未来行业仍面临较大的资本支出，财务杠杆水平或将维持目前的高位态势。

经营效率

化肥行业兼具生产型企业和流通型企业双重特征，在考察经营效率时主要考量存货周转天数和应收账款周转天数。2017 年以来，环保督查导致化肥行业开工率降低，库存减少，存货周转天数加快，2015~2017 年化肥行业平均存货周转天数为 76 天、77 天和 66 天。2015 和 2016 年化肥行业景气度低迷，下游客户资金紧张，部分化肥企业调整销售策略，给予部分客户赊销账期，促使应收账款周期拉长；2017 年以来行业景气度略有恢复，经营效率各项指标均有所提升，2015~2017 年平均应收账款周转天数为 16 天、18 天和 10 天。2017 年第四季度到 2018 年前三季度化肥行业平均存货周转天数和应收账款周转天数升至 59 天和 9 天。

图表 11. 2014 年以来化肥行业存货周转天数和应收账款周转天数（单位：天）



资料来源：Wind 资讯

样本企业信用等级分布及级别迁移分析¹

主体信用等级分布与迁移

从化肥行业内已发债企业来看，主要为国内化肥龙头企业，区域地位稳固，市场份额较高。2018 年 1-11 月，化肥行业发行债券的主体 7 家（分别为洋丰集团、铜化集团、盐湖股份、成都云图控股股份有限公司、云天化集团、鲁西化工和河南心连心化肥有限公司），合计发行 8 只超短期融资券、3 只短期融资券和 3 只中期票据。截至 2018 年 11 月末，化肥行业仍在存续期内的债券发行主体共计 14 个，包括 4 家双评级企业（如附

¹ 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信评级机构的评级结果。此外，统计主体等级分布时剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

录一所示)，其中湖北宜化²主体双评级结果不一致，故 AAA 级主体 2 个，AA⁺级主体 1 个，AA 级主体 8 个，A 级主体 2 个，A⁻级主体 1 个，B 级主体 1 个。

图表 12. 化肥行业主体信用等级分布

发行主体信用等级	2018 年 1-11 月		截至 2018 年 11 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量(家)	占比 (%)
AAA	1	14.29	2	13.33
AA ⁺	1	14.29	1	6.67
AA	5	71.43	8	53.33
A	—	—	2	13.33
A ⁻	—	—	1	6.67
B	—	—	1	6.67
合计	7	100.00	15	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2018 年 1-11 月，化肥行业共有 2 家发行主体信用等级向下迁移，分别为湖北宜化及其控股股东宜化集团（如附录三所示）。其中湖北宜化安全环保事故频发，并造成重大人员伤亡，尿素生产装置大面积关停，经营出现大额亏损；同时债务负担沉重，面临极大的偿债压力。湖北宜化安全事故及经营亏损拖累控股股东宜化集团，经营及财务状况恶化，偿债压力显著增强。

此外，盐湖股份由于计提大额资产减值准备致使 2017 年度发生巨额亏损，加之 2017 年发生两起安全事故，暴露一定安全生产风险，故大公国际将其主体评级展望由稳定调整至负面，中诚信则维持其主体评级展望为稳定。

虽然 2018 年以来化肥行业景气度回升，但主要来自上游端价格上涨和环保限产的推动，下游仍需求乏力，目前化肥行业产能供过于求的矛盾较突出，去产能压力仍然较大，预计行业信用质量提升乏力。新世纪评级将持续关注行业内主体信用等级迁移情况。

图表 13. 化肥行业主体信用等级迁移情况

2017 年 9 月末 2016 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	BBB	B
AAA	2						
AA ⁺		2	1				
AA			12				
A ⁺					1		
BBB							1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

样本企业主要债券品种利差分析³

2018 年 1-11 月，化肥行业发行债券的主体 5 家（分别为成都云图控股股份有限公司、云天化集团、鲁西化工和河南心连心化肥有限公司、铜化集团），合计发行 3 只短期融资券和 3 只中期票据。具体发行利差情况详见附录三。

² 湖北宜化委托评级机构有 3 家，分别为中诚信国际、中诚信证评和联合信用。其中中诚信国际和中诚信证评于 2018 年 2 月 7 日将其主体评级调降至 A，并列入信用评级观察名单。联合信用于 2018 年 2 月 2 日将其主体评级调降至 A⁻，并列入信用评级观察名单。

³ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券，不包含超短期融资券。

1. 短期融资券⁴

2018 年 1-11 月，化肥行业内发行 3 笔短期融资券，融资主体分别为成都云图控股股份有限公司、云天化集团和鲁西化工。其中成都云图控股股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，发行利差为 497.19BP；云天化集团主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，发行利差为 342.08BP；鲁西化工主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，发行利差为 150.86BP。

图表 14. 化肥行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
		区间	均值
AA	2	342.08~497.19	419.64
AA+	1	150.86	150.86

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 中期票据

2018 年 1-11 月，化肥行业内发行 3 笔中期票据，系河南心连心化肥有限公司发行的 5 年期中期票据、鲁西化工发行的 3 年期中期票据和铜化集团发行的 3 年期中期票据。其中鲁西化工集团股份有限公司主体信用等级为 AA+级，评级展望为稳定，发行利差为 213.63BP；河南心连心化肥有限公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定，发行利差为 313.07BP；铜化集团主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定，发行利差为 458.68BP。

图表 15. 化肥行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA	1	458.68	458.68
3 年	AA+	1	213.63	213.63
5 年	AA	1	313.07	313.07

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2019 年行业信用风险展望

化肥行业信用质量受供需关系、环保政策、出口政策等多方面因素共同作用，进而影响企业经营情况和财务状况，详见图表 16 所示。

图表 16. 影响化肥行业信用质量核心要素的变化趋势及潜在影响

产品	影响因素	变化趋势及潜在影响
氮肥	工艺/成本	水煤浆气化技术是行业发展趋势，国内生产成本高企的氮肥企业或生产线或将逐步淘汰。
	供需关系	行业内去产能将持续，“十三五”规划提出氮肥总产能控制在 6100 万吨，产能利用率提升至 80%以上，产能过剩基本得到化解。
	出口政策	鼓励出口，消化国内过剩产能。
	环保政策	环保政策趋严，环保督查持续。
	上下游协同产业链	近年来由于化肥行业景气度低迷，部分化肥企业重点发展合成氨和甲醇等高毛利的协同化工产品。
磷肥	资源/成本	重点开发磷矿石、硫磺和硫铁矿等磷肥相关上游矿产资源。
	供需关系	行业内去产能将持续，“十三五”规划到 2020 年磷复肥总产能控制在 2200 万吨，五年内淘汰落后产能 300 万吨。
	出口政策	鼓励出口，消化国内过剩产能。

⁴ 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

产品	影响因素	变化趋势及潜在影响
钾肥	资源/成本	重点开发氯化钾、硫酸钾等钾肥相关上游矿产资源，优化提纯工艺。
	国际钾肥价格	国内钾肥价格受制于国际钾肥价格。
	协同产业链	利用盐湖丰富资源，发展新能源等相关协同产业。
复合肥	供需关系	淘汰落后产能，提升行业集中度，提高产能利用率。
	上游单质肥价格	复合肥价格受上游单质肥价格波动影响大。目前主要单质肥价格上行，或支撑复合肥价格上涨。
	生产规模	扩大市场布局，实现规模化优势。
	技术研发	加大研发投入，发展新型肥料和多元化肥料，提供农业复合化率。
	下游需求	扩大经销商规模；发展农化综合服务，提升下游客户粘性。

注：新世纪评级整理总结

展望 2019 年，行业淘汰落后产能、调整产品结构将有望从源头上对行业供给进行控制。环保督查常态化、制度化成共识，化肥行业供给端预计将持续受到有效约束。另一方面，农产品价格低迷，农民种植积极性不高，部分农业用地抛荒现象突出，2019 年农业播种面积或将继续减少，同时农作物种植结构调整也使化肥施用量减少；政策层面上，国家提出化肥零增长的战略，探索实行耕地轮作休耕制度试点等，测土配方施肥得到大力推广以及施肥方式变化，推动化肥使用效率的提升来减少化肥施用量，用肥总量减少是大势所趋，化肥需求或稳中有降。但中长期看，行业能否健康发展仍有待于通过技术与产品研发推动产品附加值的提升，全行业减量提质压力巨大。

另一方面，国家在政策上鼓励出口，消化国内过剩产能。2018 年 12 月 22 日，国务院关税税则委员会发布《国务院关税税则委员会关于 2019 年进出口暂定税率调整方案的通知》（税委会[2018]65 号），决定自 2019 年 1 月 1 日起，对化肥、磷灰石、铁矿砂、矿渣、煤焦油、木浆等 94 项商品不再征收出口关税。出口关税取消或将提振化肥出口，但由于我国化肥产品缺乏国际竞争力，出口市场疲软状态难言实质性改善。

价格方面，目前化肥价格持续高位运行，行业利润明显改善，预计价格进一步走高的概率较小。短期内，随着北方地区采暖季到来，以及冬季的环保约束，化肥企业开工率仍将维持低位；加之用气需求增加或导致气头尿素生产企业限产或停产，可以预见 2019 年初国内化肥行业供需仍将维持紧平衡的状态，主要化肥产品价格或在高位窄幅波动。中长期看，由于下游需求增长乏力，出口难改疲软状况，化肥价格持续高位运行的可能性不大。

综上，2019 年化肥行业仍将以调结构和去产能为主要基调，环保政策或将持续趋严，化肥行业供给端将持续受控。国家在政策上鼓励出口，消化国内过剩产能，近期对化肥出口关税取消或将有助于提振化肥出口。但种植面积减少，“化肥零增长”的政策持续推进，使得化肥行业需求端长期承压。鉴于目前主要化肥价格持续高位运行，当前行业利润已明显改善，未来价格持续走高的可能性不大，短期供需平衡关系将成为左右价格波动的主要因素。

附录一

化肥行业发债企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2017/Q4~2018/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体 评级及展望	评级机构	期末总资产	期末所有者 权益	期末资产负 债率	期末现金 类资产	期末刚 性债务	期末流 动比率	年度营 业收入	年度净 利润	年度经营性 现金流量净额
青海盐湖工业股份有限公司	AAA/稳定 AAA/负面	中诚信证评 大公国际	784.08	211.98	72.96	56.47	390.18	46.85	166.79	-46.89	62.91
中化化肥有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	166.69	51.21	69.28	33.67	35.19	147.06	220.09	-17.50	-16.75
云天化集团有限责任公司	AA/稳定	大公国际	1005.55	202.23	79.89	160.08	452.77	63.26	553.92	3.05	64.11
鲁西化工集团股份有限公司	AA+/稳定 AA+/稳定	中诚信国际 中诚信证评	277.54	113.49	59.11	2.92	85.20	19.17	204.69	32.24	48.59
湖北宜化化工股份有限公司	A/观察名单 A/观察名单 A/观察名单	中诚信国际 中诚信证评 联合信用	244.04	21.68	91.12	31.38	149.92	36.19	129.39	-35.03	-9.99
湖北宜化集团有限责任公司	A/观察名单 A/负面	联合资信 中诚信国际	372.85	18.02	95.17	29.69	234.37	41.95	146.64	-58.89	-2.98
瓮福(集团)有限责任公司	AA/稳定	中诚信国际	385.20	88.64	76.99	66.65	162.99	76.66	416.66	4.85	28.30
湖北洋丰集团股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	130.67	61.49	52.94	17.28	29.90	139.16	106.16	7.06	-0.46
铜陵化学工业集团有限公司	AA/稳定	中诚信国际	142.60	36.36	74.50	17.77	49.34	67.87	85.13	0.81	8.16
河南心连心化肥有限公司	AA/稳定	联合资信 联合信用	120.26	46.58	63.73	9.80	58.64	64.74	97.38	7.61	15.69
成都云图控股股份有限公司 ⁵	AA/稳定	鹏元资信	101.21	31.57	68.80	18.56	40.68	70.45	80.24	1.59	8.80
安徽省司尔特肥业股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	54.56	34.64	36.51	10.79	11.61	193.06	29.58	2.72	-0.08
柳州化工股份有限公司	B/负面	鹏元资信	28.88	1.33	95.39	2.68	18.53	42.52	19.97	1.55	2.39
湖北三宁化工股份有限公司*	AA/稳定	鹏元资信	77.30	51.57	33.29	20.11	4.08	1.81	74.29	11.61	7.63

注：①主要财务数据为 2018 年 9 月末数据；②*主体由于未公开三季度数据，主要财务数据为 2017 年年度数据。

⁵ 成都云图控股股份有限公司原名为成都市新都化工股份有限公司

附录二

2018 年以来化肥行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2017 年末主体等级及展望
湖北宜化化工股份有限公司	联合信用 中诚信国际 中诚信证评	A-/列入信用观察名单	2018-2-6	AA-/列入信用观察名单
		A-/列入可能降级信用观察名单	2018-2-7	AA-/列入可能降级信用观察名单
		A-/列入可能降级信用观察名单	2018-2-7	AA-/列入可能降级信用观察名单
湖北宜化集团有限责任公司	中诚信国际	A-/列入可能降级信用观察名单	2018-2-7	AA-/列入可能降级信用观察名单
青海盐湖工业股份有限公司	大公国际	AAA/负面	2018-6-21	AAA/稳定

附录三

2018 年 1-11 月化肥行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限 (年)	发行时信用等级	发行主体	发行利差 (bp)
短期融资券	1	AA/稳定/A-1	成都云图控股股份有限公司	497.19
短期融资券	1	AA/稳定/A-1	云天化集团有限责任公司	342.08
短期融资券	1	AA+/稳定/A-1	鲁西化工集团股份有限公司	150.86
中期票据	3	AA/稳定/AA	铜陵化学工业集团有限公司	458.68
中期票据	3	AA+/稳定/AA	鲁西化工集团股份有限公司	213.63
中期票据	5	AA/稳定/AA	河南心连心化肥有限公司	313.07