

建峰化工(代码 000950.SZ)

尿素产能将大规模扩张

——建峰化工（000950）调研报告

刘威

86 10 5836 2155

核心观点:

- 尿素需求将保持稳定
- 公司10年尿素产能将大规模扩张
- 给予公司“买入”的投资评级。

投资要点:

● 公司主营尿素业务

公司是国内最早引进的 26 家大氮肥之一，公司目前产能：30 万吨合成氨，52 万吨尿素，尿素装置开足能达到近 60 万吨/年。尿素占主营业务收入 95% 以上。

● 尿素行业：弱势中的强者

尿素行业有需求刚性，受宏观经济影响较小，国家的支农政策、以及明年尿素价格的低位运行也将支持尿素行业的需求。

● 公司尿素产能 2010 年将大规模扩张

公司以天然气为原料生产尿素，目前产能：30 万吨合成氨，52 万吨尿素，尿素装置开足能达到近 60 万吨/年。目前二期大氮肥装置（45 万吨合成氨和 80 万吨尿素）正在建设中，预计 09 年底投产。项目的投产将大幅提高公司 2010 年的业绩。

● 二期成本将有所上升

公司二期尿素所用天然气由公司、重庆市政府、中石化统一协商，目前中石化已经承诺保证公司天然气用量，价格尚未签订。但在天然气供应紧张的情况下，预计二期天然气价格将会上升。

● 盈利预测及估值

预计公司 08-10 年每股收益分别为 0.74、0.68、1.18 元。给予公司评级为“买入”。目标价 14 元。

评级:

买入

上次评级:

首次评级

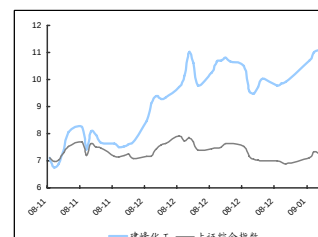
目标价格:

¥10.5

当前价格:

¥14

2009.01.08



公司简介

公司是国内最早引进的 26 家大氮肥之一，公司目前产能：30 万吨合成氨，52 万吨尿素，尿素装置开足能达到近 60 万吨/年。尿素占主营业务收入 95% 以上。

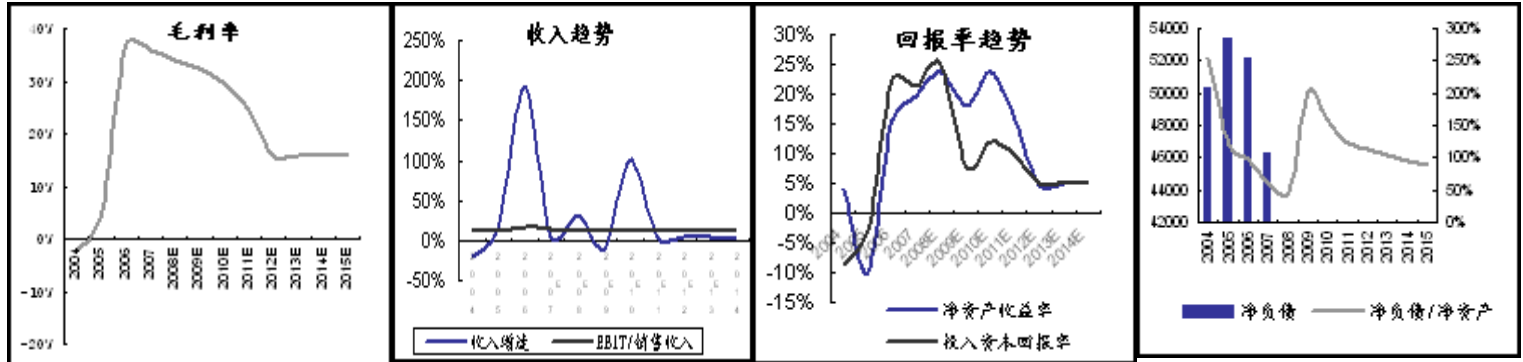
相关报告

(百万元,元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	978	1023	1350	1227	2473
EBITDA(百万元)	341	257	501	544	825
净利润	82	145	231	213	369
摊薄 EPS(元)	0.53	0.58	0.74	0.68	1.18
PE(X)	18.4	16.8	13.2	14.3	8.3
EV/EBITDA(X)	5.2	8.5	5.2	8.1	4.9
PB(X)	2.9	3.3	3.1	2.6	2.0
ROIC	22.36%	21.23%	24.96%	7.81%	12.00%
总资产周转率	0.96	0.91	1.03	0.49	0.65

三大表

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	363	594	784	996	1435	营业收入	978	1023	1350	1227	2473
应收票据	0	3	4	3	7	营业成本	616	655	893	827	1747
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付款项	26	36	49	62	88	销售费用	63	64	58	53	106
其他应收款	0	1	1	1	2	管理费用	63	47	43	42	84
存货	151	122	166	154	325	财务费用	28	15	15	69	126
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	90	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	473	414	324	1213	1539	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	6	9	55	1127	614	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	207	242	252	237	410
无形资产	28	28	28	28	28	营业外收支净额	0	-1	0	0	0
长期待摊费用	4	0	0	0	0	税前利润	207	241	252	237	410
资产总计	1052	1207	1411	3585	4038	减：所得税	35	26	20	24	41
短期借款	0	0	3	0	127	净利润	172	215	231	213	369
						归属于母公司的净					
应付票据	10	7	9	8	18	利润	82	145	231	213	369
应付账款	16	11	15	14	29	少数股东损益	90	69	0	0	0
预收款项	106	78	41	7	-61	基本每股收益	0.53	0.58	0.74	0.68	1.18
应付职工薪酬	25	16	16	16	16	稀释每股收益	0.53	0.58	0.74	0.68	1.18
应交税费	13	11	11	11	11	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	6	5	5	5	5	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	193.8%	4.6%	32.0%	-9.1%	101.5%
长期借款	321	309	309	2309	2309	EBIT 增长率	-1103.9%	9.1%	38.6%	-14.1%	75.2%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-287.8%	76.7%	59.1%	-7.9%	73.1%
负债合计	522	463	435	2396	2480	盈利性					
股东权益合计	530	744	976	1189	1558	销售毛利率	37.0%	36.0%	33.9%	32.6%	29.4%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	8.4%	14.2%	17.1%	17.4%	14.9%
净利润	172	215	231	213	369	ROE	15.5%	19.5%	23.7%	17.9%	23.7%
折旧与摊销	105	0	145	238	289	ROIC	22.36%	21.23%	24.96%	7.81%	12.00%
经营活动现金流	298	300	302	485	538	估值倍数					
投资活动现金流	-36	-37	-101	-2201	-101	PE	18.4	16.8	13.2	14.3	8.3
融资活动现金流	-119	-33	-11	1928	2	P/S	1.6	2.4	2.3	2.5	1.2
现金净变动	143	230	190	212	439	P/B	2.9	3.3	3.1	2.6	2.0
期初现金余额	220	363	594	784	996	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	363	594	784	996	1435	EV/EBITDA	5.2	8.5	5.2	8.1	4.9
DCF—WACC											
	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	25699.9	35615.6	30581.5	53590.6	43844.8	22610.7	23741.3	24453.5	25187.1	25439.0	25693.4
所得税	2809.1	2849.2	3058.2	5359.1	3507.6	1808.9	1899.3	1956.3	2015.0	2035.1	2055.5
NOPLAT	19568.8	22890.8	32766.3	27523.4	48231.5	40337.2	20801.9	21842.0	22497.2	23172.1	23403.9
营运资金净变动	-3723.2	-3192.6	-8963.5	-3515.7	-24522.9	-13486.2	-16265.8	-13341.1	-12991.5	-13381.3	-12704.
资本支出	5519.3	-10060.0	-220060.0	-10060.	-10060.0	-10060.0	-10060.0	-10060.0	-10060.0	-10060.0	-10060.
自由现金流	25217.5	28268.3	-172236.0	42522.8	48606.8	28175.3	33494.3	35589.0	36831.6	38631.9	39595.9

WACC	6.2%		Ke	11.7%		估值		g				
永续增长率	1%		Kd	2.3%				0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
终值	23058.6		t	25%		WACC	5.20%	24.09	26.15	28.70	31.94	36.20
企业价值	548308.2		Rf	3%			5.70%	21.50	23.13	25.11	27.55	30.66
非核心资产价值	78458.6		E(Rm)	0.1075			6.20%	19.35	20.66	22.22	24.11	26.45
债务价值	33734.11		Rm – Rf	8%			6.70%	17.53	18.59	19.85	21.34	23.16
股权价值	514574.1		D/A	11.0%			7.20%	15.97	16.85	17.87	19.07	20.51
股本	31161.66		E/A	89.0%			7.70%	14.62	15.35	16.20	17.18	18.33
每股价值	20.64		Beta	1.12			8.20%	13.44	14.06	14.76	15.58	16.52



1. 公司简介

1.1. 主要产品

建丰化工股份有限公司前身是 ST 农化，其主营业务范围是：制造、销售铬盐系列产品，农药及农药中间体。2005 年 12 月 31 日，公司以整体资产与建峰总厂所持有的重庆建峰化肥有限公司 51% 股权和复合肥、氨气等生产经营性资产进行了置换，公司主营业务变为：制造和销售化肥、液氨、氨水、精细、复合肥。目前，尿素是公司主要的收入来源与利润来源。

图 1. 公司收入结构（07 年）

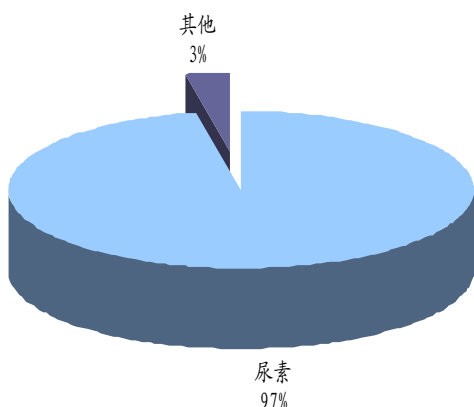
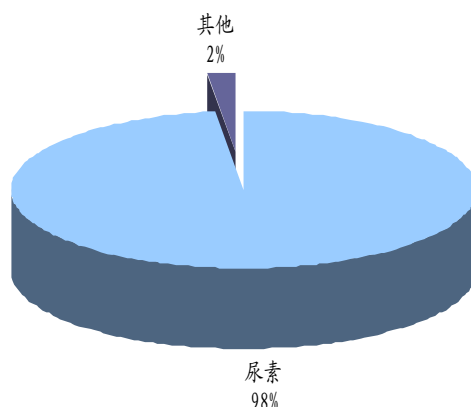


图 2. 公司毛利结构（07 年）



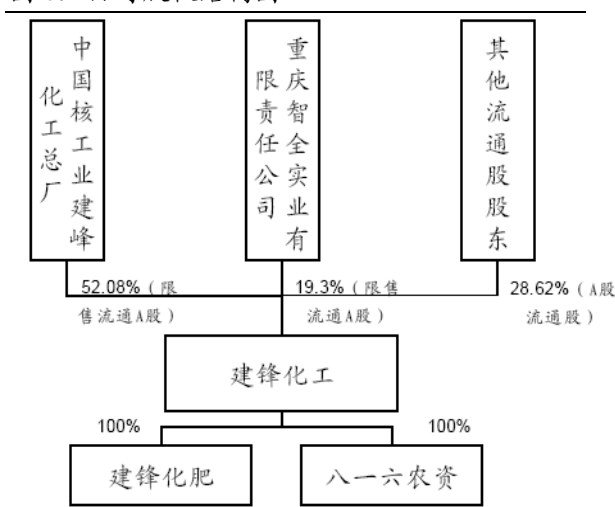
资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

1.2. 公司股权结构

公司目前股本 31161 万股，公司控股股东为中国核工业建峰化工总厂，持股比例 52.08%，为公司实际控制人。公司目前有 11785.8 万股限售股，占总股本的 37.82%。

图 3. 公司股权结构图



资料来源：渤海证券研究所

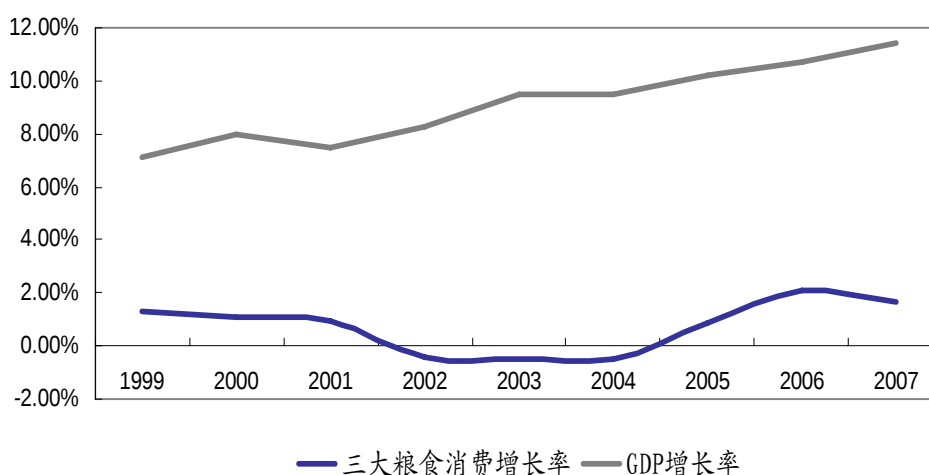
2. 公司主营业务分析

2.1. 尿素行业：弱势中的强者

2.1.1 产品需求受宏观经济影响较小

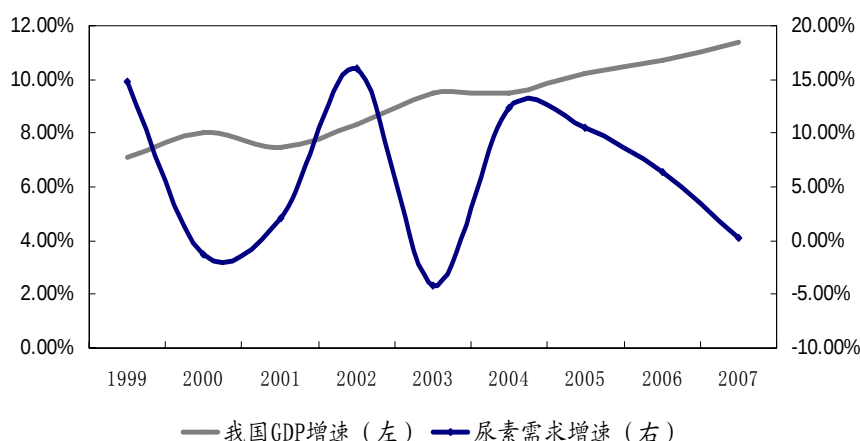
尿素占我国氮肥总消费量的 60% 以上，用途上来看，尿素 80% 以上用在农业施肥上，农产品基本上是生活必需品，同时又大多是低档消费品。农产品供求特性决定农业发展受整个经济周期的影响较小。农业需求的稳定也使得对尿素的需求得到保障。而且由于尿素的增产作用，尿素的需求刚性在三大肥中最为明显。

图 4：粮食消费受 GDP 影响较小



资料来源：Bloomberg、wind

图 5：尿素需求受 GDP 影响较小



资料来源：wind

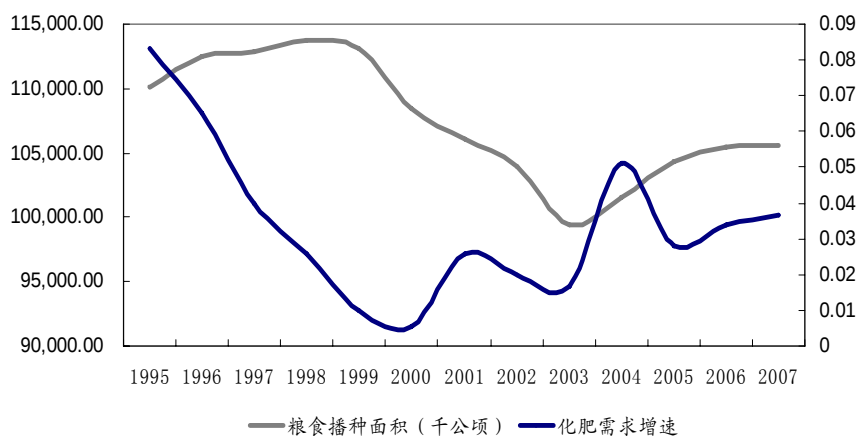
2.1.2 支农政策支持尿素需求

党的十七届三中全会制定的宏伟目标，到 2020 年农民人均收入实现翻番的目标。为实现此目标国家将不断加大对农业扶持力度。

2008 年 10 月 20 日国家发改委公布了明年部分粮食的最低收购价格及农业补贴政策。我国明年新上市的粮食最低收购价格将大幅提高。白小麦、红小麦、混合麦每市斤最低收购价分别提高到 0.87 元、0.83 元、0.83 元，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%、15.3%。稻谷最低收购价格水平也将作较大幅度提高。同时，国家还将较大幅度增加对种粮农民的补贴。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直补。提高良种补贴标准。粮食收购价格的上涨及农业补贴的不断加大会使农民种粮食收入得到增加，将极大的提高农民种粮积极性，同时大量城市农民工回流都导致粮食播种面积的明显上升，这都将促进尿素的需求。

我国 2008 年 11 月 13 日正式发布《国家粮食安全中长期规划纲要(2008-2020 年)》，《纲要》规定，必须确保 18 亿亩的耕地面积底线，其中粮食播种面积要能够不低于 15.8 亿亩。耕地面积的稳定将为尿素行业长远发展提供了保障。

图 6：粮食播种面积与化肥需求增速

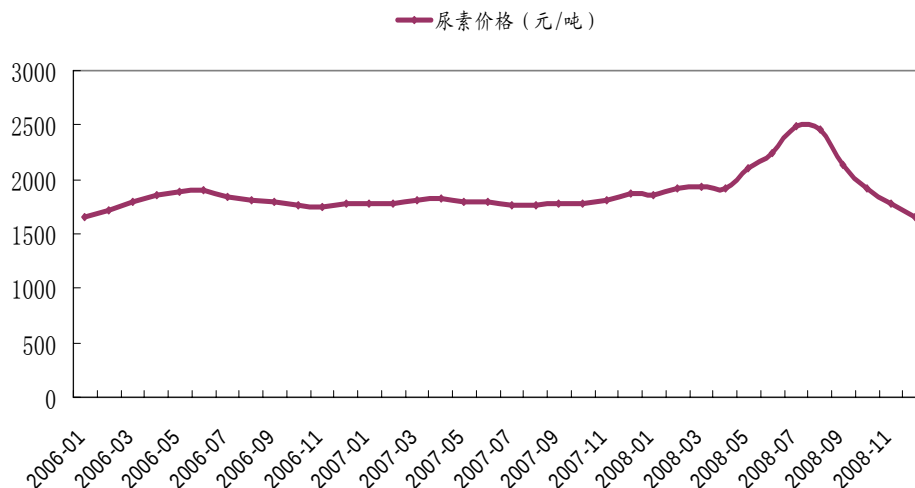


资料来源：农业部

2.1.3 尿素价格明年维持低位，促进尿素行业需求回升

由于全球需求放缓，明年国际原油、天然气的价格将维持在低位，由于全球主要采取天然气为原料，尿素价格与天然气价格密切相关，明年国际尿素的价格也将保持在低位。国内方面，我国 70%左右的尿素是以煤为上游原料，煤炭价格的回落，以及国内尿素供过于求的局面都将促使尿素价格维持在低位。预计明年尿素均价将比 08 年回落 15%左右，这将促进尿素行业明年需求的回升。

图 7：06 年以来我国尿素价格走势（元/吨）



资料来源：中经网

2.2. 公司尿素产能 2010 年将大规模扩张

公司以天然气为原料生产尿素，目前产能：30 万吨合成氨，52 万吨尿素，尿素装置开足能达到近 60 万吨/年。

目前二期大氮肥装置（45 万吨合成氨和 80 万吨尿素）正在建设中，预计 09 年底投产。项目的投产将大幅提高公司 2010 年的业绩。

项目共需投资 31 亿元，目前项目还需投资 20 多亿元，公司已经和银行签订了 22 亿元的贷款额度，保障了项目投资的需要。但贷款数目较大，公司表示也不排除在合适的时机，在二级市场进行股权融资。

公司产品主要销往长江中下游，60%以上的产品靠水路运输，公司尿素产品成本优势明显（目前毛利率 35%左右，预计未来两年 30%以上），预计未来两年，公司能保证 100%的产销率。

2.3. 二期成本将有所上升

公司目前一期化肥项目所需天然气是与中石油签订的，大部分按化肥用气的价格进行结算，价格相对较低，价格仅为 0.69 元/m³，二期尿素所用天然气由公司、重庆市政府、中石化统一协商，目前中石化已经承诺保证公司天然气用量，价格尚未签订。但在天然气供应紧张的情况下，预计二期天然气价格将会上升。

国家 05 年开始提出要逐步理顺能源价格，逐步提高天然气价格，但 09 年在能源价格普遍回落，国家支农、惠农政策下天然气价格 09 年上涨概率较小。而且国务院总理温家宝在去年 12 月 24 日主持召开国务院常务会议，会议也指出暂时保留对化肥生产用电、用气、铁路运输价格的优惠政策和税收优惠政策。

3. 公司主要风险

1 公司天然气用量得不到保障。

2 天然气价格上涨超出预期，经测算天然气价格每上涨 0.1 元/m²，将影响公司业绩 0.08 元。

4. 盈利预测及投资建议

预计公司 08-10 年每股收益分别为 0.74、0.68、1.18 元。给予公司评级为“买入”。目标价 14 元。

表 1: 公司利润表预测

利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	978	1023	1350	1227	2473
营业成本	616	655	893	827	1747
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	63	64	58	53	106
管理费用	63	47	43	42	84
财务费用	28	15	15	69	126
资产减值损失	0	0	90	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	207	242	252	237	410
营业外收支净额	0	-1	0	0	0
税前利润	207	241	252	237	410
减: 所得税	35	26	20	24	41
净利润	172	215	231	213	369
归属于母公司的净利润	82	145	231	213	369
少数股东损益	90	69	0	0	0
基本每股收益	0.53	0.58	0.74	0.68	1.18
稀释每股收益	0.53	0.58	0.74	0.68	1.18

资料来源: 渤海证券研究所

表 2: 公司主营产品预测

营业收入预测		2006	2007	2008E	2009E
尿素	销量(万吨)	60.0	57.0	60.0	65.0
	平均售价(元)	1582	1736	2150	1780
	销售收入(万元)	94,891.45	98,933.45	129,000.00	115,700.00
	吨成本	986.95	1103.11	1,397.50	1,174.80
	销售成本	59,217.12	62,877.03	83,850.00	76,362.00
	毛利率	37.59%	36.45%	35.00%	34.00%
其他	销售收入(万元)	0	0	6000	7000
	销售成本	-1582	-1736	5400	6300
	毛利率			10.00%	10.00%

资料来源: 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	机械行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	航运 港口 仓储 物流 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn