

煤头尿素巨头，涨价降本打开空间

报告关键点：

- 国际尿素价格大幅反弹
- 我国春耕即将开始，尿素价格将上涨
- 无烟煤价格有望下跌，煤头公司受益更大
- 首次给予“买入-A”评级

报告摘要：

- 公司为煤头尿素的龙头企业：公司拥有160万吨尿素产能，150万吨复合肥产能，是国内的煤头尿素的龙头企业。尿素和复合肥在收入中的占比高达82%，由于化肥占比高，公司的盈利稳定性显著强于化肥占比低的尿素企业。
- 09年尿素产量保持增长：公司08年新投产了50万吨的第七化肥厂，该装置虽然采用传统的固定床间歇气化工艺，但是通过先进的计算机控制和改良的设备，单耗达到了先进水平。吨尿素的煤耗仅0.71吨，蒸汽耗为1.3吨，如此先进的单耗水平，使得第七化肥厂即使在煤价高企的情况仍然保持盈利。受08年奥运会影响，公司的产能08年并未达产，估计09年将增加产量20万吨左右。
- 我们认为春耕时节尿素价格将上涨：近期国际的尿素价格触底反弹，出口机遇显现，对国内价格产生支撑。煤头企业在08年下半年的大面积的减产和停产将导致春耕尿素需求偏紧，因此，我们判断尿素的价格将跟随国际价格上涨。
- 无烟煤价格春节后有望下调，降低公司成本：高企的无烟煤价格已经导致煤头尿素和甲醇大规模亏损，对无烟煤价格的压力加大，随着春运以后运能得以缓解，无烟煤的价格最终将回落到合理价格。公司的主要原料价格一旦下跌，将使得公司的盈利能力迅速恢复。
- 产品涨价和成本的降低将使公司的毛利率恢复到高点：上半年这种有利的情况一旦出现，公司的尿素的毛利率有望恢复到高点，而产能的到产将显著提高公司的盈利能力。公司地处山东，可以充分利用国际和国内两个市场，通过加大出口来调节供需平衡。
- 公司存货跌价损失较小：公司的存货跌价损失主要体现在复合肥产品，有2万吨的硫磺产生了一定的损失，但是公司库存的低成本氯化钾对冲了此项损失，因此，公司的存货跌价损失较小，完全可以在08年处理完毕。
- 首次给予“买入-A”的评级：公司的08年每股收益为0.22元，09年盈利能力恢复，EPS为0.32元，考虑到公司盈利的稳定增长，首次给予“买入-A”的评级，3个月目标价4.8元。

评级： **买入-A**

上次评级：

目标价格： **4.80 元**

期限： 3 个月 上次预测：

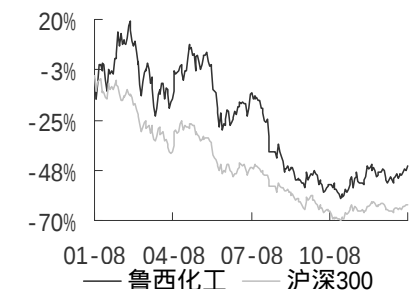
现价： 4.13 元

报告日期： **2009-01-19**

市场数据

总市值(百万元)	4,320.94
流通市值(百万元)	4,320.65
总股本(百万股)	1,046.23
流通股本(百万股)	1,046.16
12 个月最高/最低	3.00/9.37 元
十大流通股东(%)	51.63%
股东户数	134,501

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.12	15.34	17.00
绝对收益	2.19	25.12	(45.83)

研究员

刘军 首席行业分析师
021-68766167 liujun@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4,008.7	4,954.9	6,567.3	5,874.2	7,090.8
Growth(%)	21.1%	23.6%	32.5%	-10.6%	20.7%
净利润	149.5	238.2	277.0	392.3	477.6
Growth(%)	3.6%	52.4%	4.0%	41.6%	21.8%
毛利率(%)	12.8%	13.5%	13.9%	17.8%	17.4%
净利润率(%)	3.7%	4.5%	3.6%	5.6%	5.7%
每股收益(元)	0.14	0.21	0.22	0.32	0.38
每股净资产(元)	2.03	2.17	2.33	2.63	2.98
市盈率	28.5	18.7	18.0	12.7	10.4
市净率	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
净资产收益率(%)	7.0%	10.5%	11.4%	14.3%	15.3%
ROIC(%)	7.4%	8.3%	7.9%	9.7%	11.2%
EV/EBITDA	10.2	8.9	8.2	5.8	4.7
股息收益率	2.5%	2.5%	1.7%	2.4%	2.9%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-1-18**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4,008.7	4,954.9	6,567.3	5,874.2	7,090.8	成长性					
减: 营业成本	3,496.2	4,287.2	5,655.0	4,827.2	5,855.8	营业收入增长率	21.1%	23.6%	32.5%	-10.6%	20.7%
营业税费	7.0	30.6	155.1	138.7	167.5	营业利润增长率	-2.3%	58.9%	-2.3%	45.2%	22.2%
销售费用	60.2	73.6	92.2	82.5	99.6	净利润增长率	3.6%	52.4%	4.0%	41.6%	21.8%
管理费用	142.3	160.0	165.6	148.1	178.8	EBITDA 增长率	11.2%	35.6%	12.0%	37.5%	19.9%
财务费用	83.6	113.3	153.5	173.5	171.6	EBIT 增长率	5.2%	52.4%	6.8%	35.3%	16.2%
资产减值损失	-3.5	1.6	-1.7	-0.3	1.2	NOPLAT 增长率	2.3%	55.2%	24.7%	33.1%	16.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-0.0	-	-	投资资本增长率	38.9%	30.8%	7.8%	0.9%	2.2%
投资和汇兑收益	1.3	67.3	-	-	-	净资产增长率	54.0%	6.6%	7.4%	13.0%	13.5%
营业利润	224.0	355.8	347.5	504.5	616.4	利润率					
加: 营业外净收支	7.1	-9.2	15.8	10.0	10.0	毛利率	12.8%	13.5%	13.9%	17.8%	17.4%
利润总额	231.0	346.6	363.3	514.5	626.4	营业利润率	5.6%	7.2%	5.3%	8.6%	8.7%
减: 所得税	81.5	108.4	86.3	122.2	148.8	净利润率	3.7%	4.5%	3.6%	5.6%	5.7%
净利润	149.5	238.2	277.0	392.3	477.6	EBITDA/营业收入	14.5%	15.9%	13.4%	20.6%	20.5%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	7.7%	9.5%	7.6%	11.5%	11.1%
货币资金	145.3	594.9	198.0	855.6	1,226.9	运营效率					
交易性金融资产	-	3.6	-	-	-	固定资产周转天数	221	217	198	248	221
应收帐款	23.9	99.2	15.1	16.0	19.3	流动营业资本周转天数	8	45	50	43	25
应收票据	8.7	28.5	7.5	6.7	8.1	流动资产周转天数	93	110	114	133	124
预付帐款	208.7	501.2	382.8	382.8	499.9	应收帐款周转天数	2	4	2	0	0
存货	611.2	796.8	1,549.2	925.7	962.5	存货周转天数	58	51	64	76	48
其他流动资产	-0.0	-	-	-0.0	-0.0	总资产周转天数	382	387	350	424	381
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	295	320	284	331	279
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	ROE	7.0%	10.5%	11.4%	14.3%	15.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.9%	4.1%	5.5%	6.1%
固定资产	2,382.3	3,591.5	3,647.2	4,432.5	4,264.4	ROIC	7.4%	8.3%	7.9%	9.7%	11.2%
在建工程	975.0	211.6	683.7	276.7	683.7	费用率					
无形资产	205.0	218.2	213.8	209.5	205.3	销售费用率	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	11.1	22.6	18.1	7.4	6.5	管理费用率	3.5%	3.2%	2.5%	2.5%	2.5%
资产总额	4,571.6	6,068.6	6,716.0	7,113.5	7,877.4	财务费用率	2.1%	2.3%	2.3%	3.0%	2.4%
短期债务	183.0	195.0	928.4	927.0	925.3	三费/营业收入	7.1%	7.0%	6.3%	6.9%	6.3%
应付帐款	378.6	610.8	650.1	554.9	673.2	偿债能力					
应付票据	10.0	153.8	172.0	146.9	178.2	资产负债率	53.5%	62.6%	63.7%	61.3%	60.4%
其他流动负债	275.7	671.2	376.5	573.1	810.5	负债权益比	114.9%	167.6%	175.7%	158.5%	152.3%
长期借款	1,507.6	2,020.0	2,020.0	2,020.0	2,020.0	流动比率	1.10	1.15	0.97	0.95	1.01
其他非流动负债	26.3	25.8	33.1	39.6	47.5	速动比率	0.42	0.70	0.27	0.55	0.65
负债总额	2,444.3	3,800.9	4,280.3	4,361.7	4,754.7	利息保障倍数	3.68	4.14	3.26	3.91	4.59
少数股东权益	49.1	69.5	108.6	164.0	231.4	分红指标					
股本	1,046.2	1,046.2	1,046.2	1,046.2	1,046.2	DPS(元)	0.10	0.10	0.07	0.09	0.12
留存收益	1,032.0	1,151.9	1,280.9	1,541.5	1,845.0	分红比率	71.0%	46.6%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,127.3	2,267.7	2,435.7	2,751.8	3,122.7	股息收益率	2.5%	2.5%	1.7%	2.4%	2.9%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	147.4	224.6	233.6	330.7	402.7	EPS(元)	0.14	0.21	0.22	0.32	0.38
加: 折旧和摊销	272.9	318.0	380.7	534.8	666.5	BVPS(元)	2.03	2.17	2.33	2.63	2.98
资产减值准备	-3.5	1.6	-1.7	-0.3	1.2	PE(X)	28.5	18.7	18.0	12.7	10.4
公允价值变动损失	-	-	0.0	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
财务费用	91.5	114.1	153.5	173.5	171.6	P/FCF	-	47.5	67.5	14.9	14.9
投资收益	-1.3	-67.3	-	-	-	P/S	1.0	0.8	0.6	0.7	0.6
少数股东损益	2.1	13.6	43.5	61.5	74.9	EV/EBITDA	10.2	8.9	8.2	5.8	4.7
营运资金的变动	139.0	78.8	-242.3	709.3	235.5	CAGR(%)	37.9%	26.1%	24.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	647.3	699.0	567.3	1,809.6	1,552.3	PEG	0.8	0.7	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-971.0	-1,059.4	-896.4	-900.0	-900.0	ROIC/WACC	1.0	1.1	1.0	1.3	1.5
融资活动产生现金流量	270.0	809.9	-39.3	-244.9	-272.5	REP	1.6	1.3	1.3	1.0	0.8

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军,石油与化工行业首席研究员,化工硕士,5年证券研究经历,8年中国石化工作经验,曾获2005年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名,2007年4月加盟安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险,未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034