

氮肥

侯宏森

0755-82026831

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 12.59元

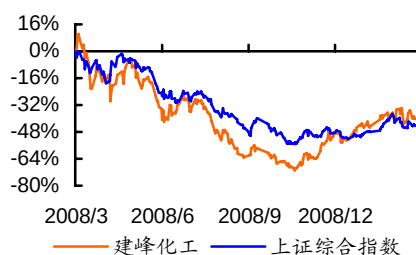
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2128.85
总股本(百万)	312
流通股本(百万)	89
流通市值(亿)	11
EPS (TTM)	0.88
每股净资产(元)	3.16
资产负债率	60.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
建峰化工	-2.17	28.70	62.37
上证综合指数	-8.27	8.94	2.36



相关报告

建峰化工

000950

推荐

拥得天独厚优势，实现跨越式发展

近日，我们调研了建峰化工，就公司的气源供给情况作了较为深入的探讨，对09年底将要投产的“二化项目”进行较为全面的了解，并对09年的盈利情况进行了交流。

投资要点:

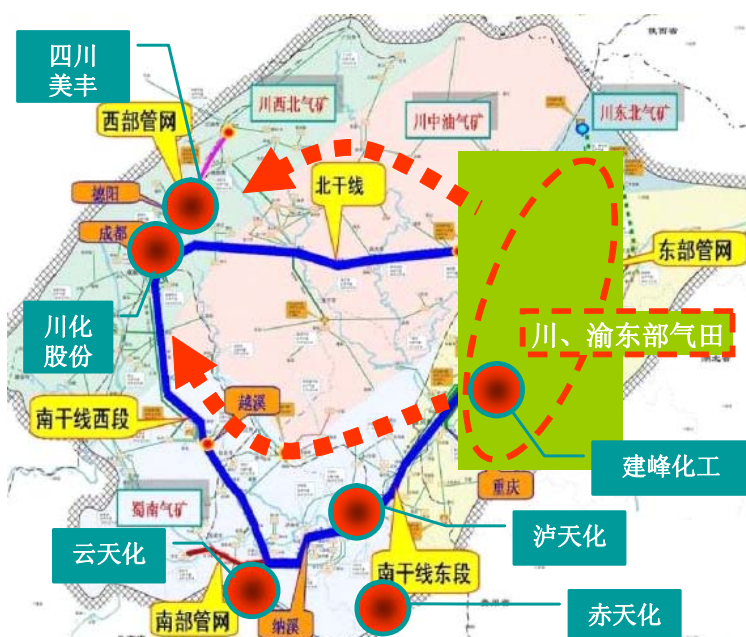
- **处气源腹地之中，保障资源供应。**公司处在天然气资源最丰富的川、渝地区东部矿区，而四川盆地其他地区的气矿大都濒临枯竭，因此相对于处在川南线和川北线的其他尿素企业，公司天然气的供应和运输具有得天独厚的优势。目前拥有自建长达80公里的输气管线，直接接通中石油的川东气矿；而年底投产的80万吨尿素“二化项目”将直接接通中石化川东普光气田。普光气田目前是四川最大天然气田，将于09年中期投产，公司已与中石化签订5亿立方计划内用气协议。
- **位长江上游之畔，享受水道便利。**公司紧靠乌江，产品占据了乌江两岸的消费市场，并可顺长江而下，达到两湖地区和中下游平原主要尿素市场，还向南辐射到两广地区。在西南地区的大型化肥生产企业中，最具有运输的成本优势。
- **军工底蕴，为重庆化工行业的重点扶持和发展对象。**公司的控股方建峰集团原为中国核工业建峰化工总厂，秉承了军工企业的实干精神，01年底划转重庆市直管后并入重庆化医集团，重庆市政府提出的“千亿化医控股”目标，要求建峰集团大力发展建峰化工，打造成重庆的化工龙头。在公司即将定向增发募集资金建设“二化项目”的过程中，建峰集团承诺将在本次定向增发中认购2000万-6000万股新发行股份，最多将为此投入资金6亿元，占本次全部募集资金的60%。
- **产能急剧扩张，跨入大化肥行列。**目前公司生产装置设计产能为年产52万吨尿素，属于中型氮肥企业。而采用国际领先技术，年产80万吨尿素的“二化项目”预计于09年12月建成，10年6月前达到设计产能。届时公司将拥有132万吨尿素的生产能力，一举迈入百万吨级大化肥企业的行列，公司规模效应将显著提高，目前国内百万吨规模以上的尿素企业仅有13家，公司市场竞争力将进一步增强。
- **公司采用销售先行战略，布局市场。**09年公司还将不断加大营销渠道建设力度，外购尿素扩大销售业务，以保证“二化项目”投产后，产品销售渠道的畅通。
- **公司将有大量汇兑收益。**公司还有近3千万欧元的借款，公司采购的新设备也会采取欧元付款方式，这都将会因欧元贬值产生大量汇兑收益。
- **首次给予“推荐”评级。**暂不考虑公司本次募集资金发行股票扩大股本的情况，我们预测公司09年-11年的EPS分别为0.75元、1.22元和1.42元。今后两年公司年复合增长率达到37.6%，由于公司的高成长性，我们给予公司09年20倍的PE，未来6-12个月的目标价为15元，首次给予“推荐”投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1449	1743	2408	2547
同比(%)	42%	20%	38%	6%
归属母公司净利润(百万元)	273	233	381	444
同比(%)	88%	-15%	64%	17%
毛利率(%)	26.8%	20.7%	24.1%	26.9%
ROE(%)	28.2%	19.4%	24.3%	22.4%
每股收益(元)	0.88	0.75	1.22	1.42
P/E	14.40	16.89	10.31	8.85
P/B	4.06	3.27	2.51	1.99
EV/EBITDA	15	16	9	8

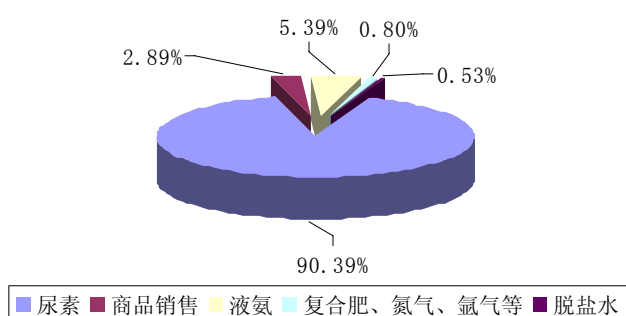
资料来源: 中投证券研究所

图 1：四川盆地形成以东部气田为源头经南北干线向成都输送的格局



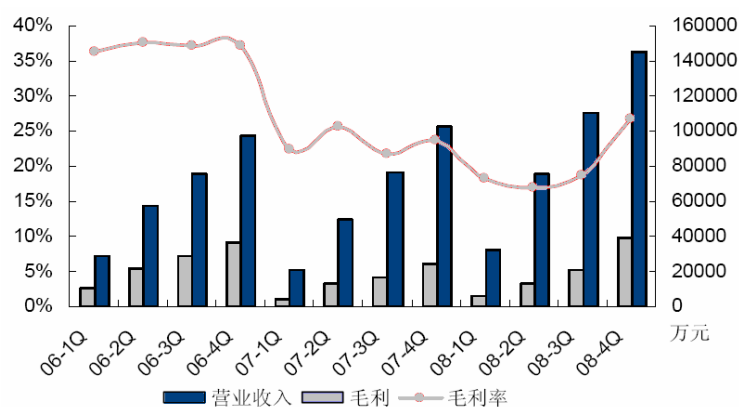
资料来源：四川环保网，中投证券研究所

图 2：08 年报显示尿素业务贡献公司 90%以上的利润



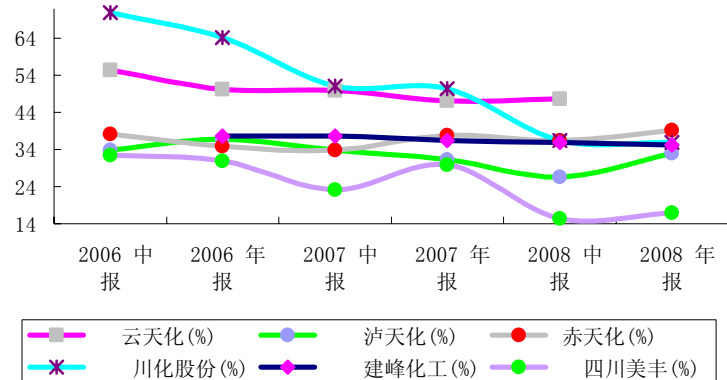
资料来源：公司报表

图 3：经济危机中，公司 08 年四季度盈利环比出现较大幅度增长



资料来源：公司报表

图 4: 公司尿素毛利率一直保持 36%左右, 而众多企业毛利率呈下降趋势



资料来源: 公司报表

我们盈利预测的假设前提如下:

(1) 由于公司今年检修时间在 7 月-8 月份, 同其他气头尿素企业一样计划停产 60 天, 但其他企业都是在消费旺季停产, 而建峰化工却是在 09 年中期消费淡季停产, 并且中石化的普光气田也有可能在中期投产, 因此公司的停产时间还可能会缩短, 这都为公司的正常生产创造了良好条件。预计 09 年能够生产 57 万吨尿素 (不包含出售的少量液氨)。产能为 80 万吨/年的“二化项目”虽然 09 年底建成, 但对 09 年产量不会有贡献。针对 10 年, 由于公司的尿素生产经验已非常丰富, 预计“二化项目”产能能够很快释放, 09 年有望生产 53 万吨尿素, 则公司 10 年能够完成 110 万吨的产销量。

(2) 公司为了扩大销售市场, 为今后两年“二化项目”投产做准备, 还将大量外购化肥, 假设 09 年公司的外销外购业务能够完成 39 万吨的销售量, 10 年完成自 15 万吨的销售量, 11 年完全实现自产自销。

(3) 由于公司 09 扩大外购外销业务, 导致营业收入增加很多, 所以管理费用和营业费用率都有所降低, 并且 10 年和 11 年虽然生产规模急剧扩大, 但企业生产和管理已经成熟, 两项费用率也会低于 08 年水平, 假设 09 年-11 年的营业费用率分别为 2.90%、3.00%和 3.00%, 09 年-11 年的管理费用率为 4.10%、4.20%和 4.20%。

(4) 假设 10 年和 11 年天然气涨价, 每立方米气价从 0.85 元上涨为 1.0 元, 公司每吨尿素需要天然气 700 立方左右, 则公司尿素每吨完全成本会从约 1235 元/吨上涨至 1340 元左右。

(5) 假设 09-11 年公司继续享受西部大开发优惠政策, 按 15%征收所得税。

(6) 08 年获得汇兑收益 3000 万元左右, 假设 09-10 年公司继续获得收益, 这两年的财务费用分别-2000 万元和-1600 万元。

(7) 09 年-11 年的尿素平均价格将会下降，具体假设下表中。

我们对建峰化工的分产品盈利预测如下：

表 1：分领域销售收入和毛利率预测

分业务领域	项目	2008 A	2009E	2010E	2011E
尿素业务	产量(万吨)	52.00	57.00	110.00	132.00
	价格(元)	1,915.00	1,800.00	1,850.00	1,850.00
	收入(万元)	99,580.00	102,600.00	203,500.00	244,200.00
	毛利率	35.26%	31.40%	27.30%	27.30%
外购外销业务	产量(万吨)	18.00	35.00	15.00	
	价格(元)		1,780.00	1,850.00	
	收入(万元)	35,719.00	63,000.00	27,750.00	
	毛利率	3.14%	3.14%	3.14%	
其他产品业务	收入(万元)	9,646.03	8,681.43	9,549.57	10,504.53
	毛利率	27.76%	22.00%	18.00%	18.00%
营业收入合计(万元)		144,945.03	174,281.43	240,799.57	254,704.53
毛利率		26.85%	20.72%	24.15%	26.92%

资料来源：中投证券研究所

首次给予“推荐”投资评级。暂不考虑公司本次募集资金发行股票扩大股本的情况，我们预测公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 0.75 元、1.22 元和 1.42 元。虽然 09 年同比 08 年每股收益下降 12.5%，但基本保持了收益的稳定性，且今后两年公司将会实现高速增长，年复合增长率达到 37.6%。目前化工板块的市盈率（整体）为 16.44，但由于公司的高成长性，我们给予公司 09 年 20 倍的 PE，未来 6-12 个月的目标价为 15 元，首次给予“推荐”评级。

表 2：盈利预测

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1449	1743	2408	2547
同比(%)	42%	20%	38%	6%
归属母公司净利润	273	233	381	444
同比(%)	88%	-15%	64%	17%
毛利率(%)	26.8%	20.7%	24.1%	26.9%
ROE(%)	28.2%	19.4%	24.3%	22.4%
每股收益(元)	0.88	0.75	1.22	1.42
P/E	14.40	16.89	10.31	8.85
P/B	4.06	3.27	2.51	1.99
EV/EBITDA	15	16	9	8

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

[illegible]

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 3 年战略咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、金发科技、浙江龙盛、冠农股份、上海家化、杨农化工、诺普信、兴化股份、云天化、湖北宜化、双环科技、柳化股份等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商会中心 A 座 19 层
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434