

建峰化工(000950) 2009-7-6

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

逆势扩张稳固龙头地位，占领行业整合至高点

要点：

- **区位优势明显，资源供应充足。**公司地处天然气资源最丰富的川、渝地区的东部，天然气的供应和运输具有得天独厚的优势。公司目前拥有自建 82 公里的输气管线，直接接通中石油的川东气矿；09 年年底投产的 80 万吨尿素“二化项目”将直接接通中石化川东普光气田，并且公司已与中石化签订 5 亿立方计划内用气协议。另外，公司紧靠乌江，水道交通优势明显，和同行相比具有运输成本优势。
- **产能大幅扩张，行业龙头地位更加稳固。**目前公司生产装置设计产能为年产 52 万吨尿素，规模属于中型氮肥企业。而年产 80 万吨尿素的“二化项目”预计于 09 年 12 月建成，具有一定得技术优势。该项目 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，公司规模效应将显著提高，公司市场竞争力将进一步增强。
- **未雨绸缪，预先布局销售网络。**公司在扩大产能的同时也在布局未来的销售网络。公司通过旗下全资子公司八一六农资公司，当前采取采购其他公司化肥进行销售来拓宽现有销售渠道，为 10 年二化项目上马做准备。
- **首次给予“推荐”评级。**按公司发展规划，我们假设公司于 09 年底完成“二化项目”，10 年贡献产量 56 万吨，11 年产量达到 80 万吨。预计公司 09 年、10 年 EPS 分别为 0.84、1.24 元，目前整个行业平均市盈率为 26 倍，考虑到公司的成长性，09 年以 25—30 倍 PE 估值，目标价为 21—25.2 元，给予“推荐”评级。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	978.48	1023.04	1449.45	1666.87	1966.90
增长率(%)	193.80%	4.55%	41.68%	15.00%	18.00%
净利润	82.32	145.44	272.75	261.64	385.63
增长率(%)	287.84%	76.68%	87.53%	-4.07%	47.39%
每股收益(EPS)	0.26	0.47	0.88	0.84	1.24
净资产收益率(ROE)	32.47%	19.54%	28.20%	21.57%	24.49%
市盈率(P/E)	57.38	32.48	17.32	18.05	12.25

评级：推荐（首次）

当前价格：15.16 元

2009.7.1

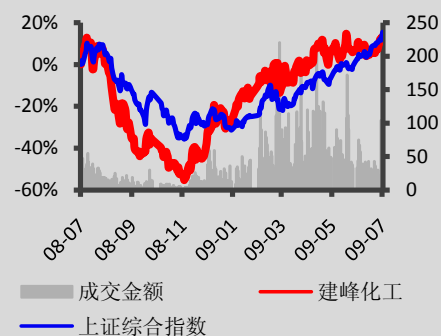
基础数据

总市值(亿元)	47.23
每股净资产(元)	3.1
总股本/流通 A 股(百万股)	311/89
净资产收益率(%)	28.20
流通市值(亿元)	13.52

交易数据

52 周内股价区间(元)	6.01-15.48
静态市盈率(倍)	17.32
动态市盈率(倍)	18.05
市净率(倍)	4.46

52 周内股价走势图



行业研究员 杜志强

电话 021-32229888*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

相关研究报告：

《2009 下半年投资策略：强者恒强，关注通胀预期下的资源类龙头》；

《华昌化工：主营稳定提升业绩，区位优势保证销量》；

《澳洋科技：产品价格上涨利好有限，业绩增长还看下游需求》；

目 录

一、行业现状：内外交困	3
1、国际市场供需失衡，竞争加剧	3
2、国内产能严重过剩，价格反弹难以延续	3
3、行业未来发展将进入整合阶段	5
二、上市公司发展战略：做大做强，夯实行业龙头地位	5
1、公司历史发展轨迹	5
2、公司股权结构	6
3、公司经营状况	6
4、公司具有的竞争优势	7
4.1 产能大幅扩张，未来行业整合将占尽优势.....	7
4.2 靠近资源，气头尿素优势明显.....	7
4.3 未雨绸缪，预先布局销售网络.....	8
三、盈利预测及评级	8

一、行业现状：内外交困

1、国际市场供需失衡，竞争加剧

危机爆发后，国际尿素价格大幅回落，尿素市场危机四伏。以往供给偏紧的国际市场开始出现过剩现象。根据一份来自IFA的预测，2009年全球尿素最大供应能力预计为1.592亿吨，需求量为1.548亿吨，全球尿素供应已从2007年的供应紧张演变成2008年和2009年的逐渐过剩。

更值得注意的是，全球尿素用于出口的新增产能主要来自中东地区，该地区生产的尿素基本以天然气为主，成本较低，而且自用较少，主要用于出口。据了解，中东地区尿素出口量已经超过前苏联地区，由2007年800万吨上升到2008年1000万吨以上。未来5-10年，尿素的主要出口将来自中东地区。我国尿素生产以煤头为主，天然气和石油为辅，在尿素生产成本上处于劣势，因此中东地区过快的产能释放已经对我国尿素出口造成较大影响，即使考虑到关税下调，尿素出口也会比较困难。

尽管目前供需已经失衡，但不少国际化肥巨头都预测世界氮肥市场将在2009年下半年回暖。加拿大钾肥(PotashCorp)公司、美国特拉工业(Terra)公司、加拿大加阳(Agrium)公司、美国最大的磷肥企业美盛(Mosaic)公司、美国最大的化肥制造商Intrepid钾肥公司近来纷纷宣布其化肥装置减产至2009年第二季度，他们认为届时需求可望增长。

氮肥市场回暖的信息使很多国家的氮肥新建项目继续进行。如阿尔及利亚投资24亿美元正在建设的年产80万吨合成氨和年产120万吨大颗粒尿素项目已经陆续完成。阿拉伯鲁韦斯化肥工业公司(Fertli)2012年将在鲁韦斯建立第二个尿素生产厂，初步设计能力为日产合成氨2000吨、小颗粒尿素3500吨。该厂建成后，将使该公司氮肥总产能超过每年200万吨。德国Helm Dungenittel GmbH公司称已经与加蓬政府签署谅解备忘录，共同研究在西非国家建立合成氨和尿素生产项目的可行性。OCI公司正与埃及基础工业集团合建合成氨输送管道，建成后，OCI尿素生产能力将提高至145万吨。

从欧洲到中东再到东南亚，一批批氮肥装置将陆续投产，国际氮肥市场供给将近一步增加，未来市场竞争将越发激烈。

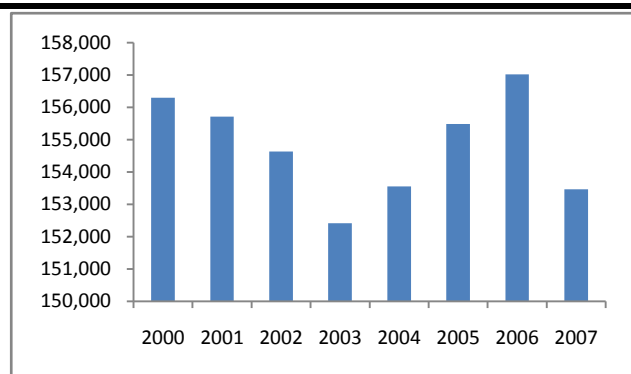
2、国内产能严重过剩，价格反弹难以延续

在产业振兴规划和国家信贷政策调整的鼓舞下，09年一季度的国内尿素市场出现了些许转机，尿素价格企稳回升，从年初的1720元/吨上涨到3月份的1920元/吨，但价格上涨的势头很快被过剩的产能压制下去。据中国石油和化学工业协会分析报告显示，今年一季度化肥产业投

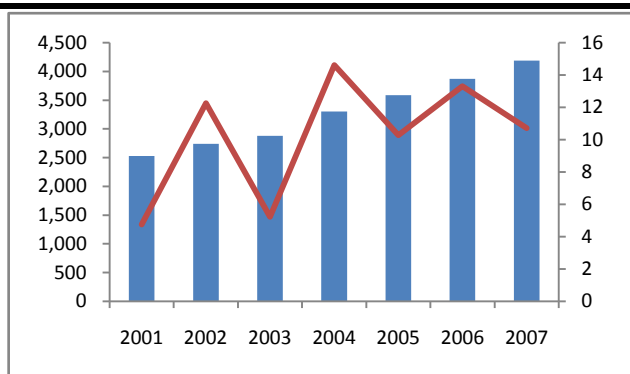
资激增。统计显示，一季度化肥行业投资同比增长55.1%，加快37个百分点；新开工项目230个，同比增长60.8%。其中尿素产业由于以煤或天然气为原料，成为了一些有资源优势地区的首要发展重点。其中宏达股份将投资9.6亿建年产20万吨合成氨、30万吨尿素、30万吨复合肥项目。泸天化也宣布在宁夏投资年产40万吨合成氨、70万吨尿素，联产20万吨甲醇项目，项目总投资额为41.7亿。此外，鲁西化工近期也表示，将投资48.5亿新建5项目，其中要新建30万吨尿素。继2007年全国新增尿素产能327万吨，2008年又新增尿素产能285万吨，到2008年底尿素产能已达5857万吨(实物量)，09年产能将达6000万—6300万吨，到2011年有望达到7000万吨。

产能大幅增长的同时，近几年农用消费却一直增长乏力。城镇化的推进使国内粮食种植面积难以持续增长，再加上受粮价等多种因素制约，我们认为未来几年的种粮面积仍难有较大增长。

图一：农作物种植面积：千公顷



图二：氮肥产量(万吨)及同比

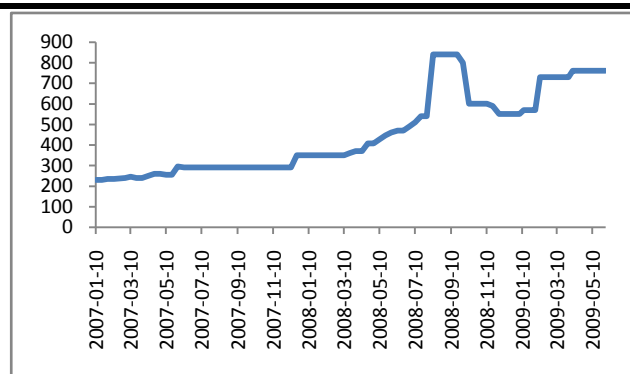


数据来源：爱建证券研究部

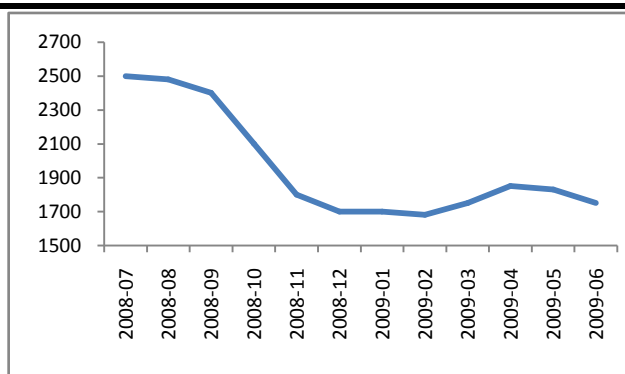
供需矛盾的显现使4月份以来尿素市场发生了大逆转。目前虽然已进入了农民用肥旺季，但价格却处于持续下跌状态。目前尿素主流出厂报价为1720~1880元/吨，实际成交价已跌破了1700元大关，全国价位最高的西南市场主流出厂价也跌破了1900元。而价格下滑还只是一个方面，更重要的是市场需求意愿相当的低，一点都没有旺季的样子。而国际尿素的价格也一路下滑，波罗的海报价已经跌至230美元/吨左右，出口方面国内尿素价格没有任何优势。

另外值得关注的一点是，国内尿素行业中60%以上属于煤头企业，煤头企业的用煤成本一般占生产成本的40%以上，尿素的价格很大程度上取决于煤价的成本支撑。目前我国无烟煤价格在800元/吨左右，依然处于较高的位置，有一定下跌空间。我们预计09年尿素整体价格将低于08年水平，全年平均价格应在1600-1900元左右，价格走势将比较平稳。

图三：国内无烟煤价格：元/吨



图四：国内尿素价格：元/吨



数据来源：爱建证券研究部

3、行业未来发展将进入整合阶段

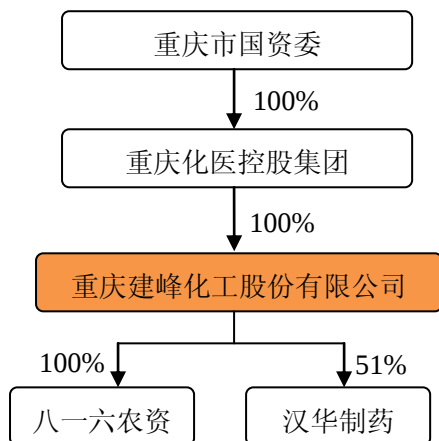
国内尿素产能未来几年仍然会迅速扩张，在国内需求增加不大的情况下，供过于求的局面难以根本缓解，未来几年，尿素行业将进入淘汰整合阶段。另外，新近通过的《石化产业规划细则》也将加速行业整合进程。细则将通过修订完善产业政策、建立产能退出机制、推进企业技术改造等手段，加快淘汰落后产能。我们认为，虽然国内尿素市场目前产能过剩，出口无望，面临一场危机，但同样也是淘汰落后产能的机遇，一些行业龙头可以发挥自身优势，做大做强。而且化肥行业是关系到三农问题的重要行业，国家会一直给与优惠政策，因此我们判断在未来几年，经过一轮激烈的市场竞争后，行业的整合将不可避免，行业龙头将在竞争中进一步做大做强。公司在“二化项目”投产后，迈入了超大型化肥企业行列，凭借着规模效应以及公司特有的各种优势，在即将到来的行业整合大戏中，势必成为一颗耀眼明星。

二、上市公司发展战略：做大做强，夯实行业龙头地位

1、公司历史发展轨迹

公司是一家军转民企业，由重庆农药化工（集团）有限公司在改制的基础上，联合重庆天原化工厂、重庆嘉陵化学制品有限公司、重庆康达机械（集团）有限责任公司和广东高力实业有限公司于1999年5月28日发起设立。在股权分置、资产置换等一系列改革措施后，公司主要经营范围发生了变化，由之前的制造、销售铬盐系列产品、农药及农药中间体，变为现在的制造和销售化肥、液氨、氨水、精细、复合肥、氮气、氧气、氩气及其他化工产品。2007年10月，建峰化工向建峰集团和智全实业定向发行股份，购买二者所持有的建峰化肥剩余共计49%的股权，通过此次交易，建峰化工完成对子公司建峰化肥的吸收合并，实现了化肥资产的整体上市。

2、公司股权结构



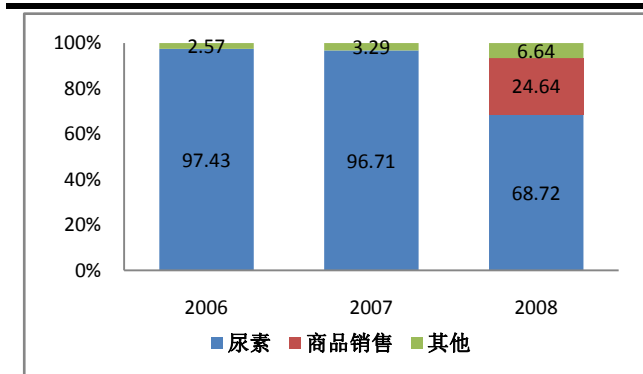
公司第一大股东是重庆建峰工业集团有限公司，目前持有公司52.08%的股份，实际控制人是重庆化医控股（集团）有限公司和重庆市国资委。

公司下属全资子公司八一六农资有限公司，主要销售化肥及其他农资产品、农业机具、化工产品等，目前主要负责公司化肥产品销售及“二化”销售渠道的拓展。另外，公司与重庆化医控股（集团）公司、重庆浩康医药化工有限公司共同出资设立重庆汉华制药有限公司，公司持股比例为51%。

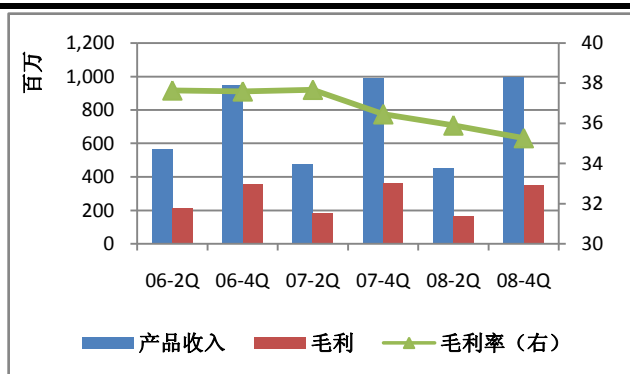
3、公司经营状况

公司主营业务为尿素、复合肥的生产与销售，其中最主要产品是尿素。06、07年公司尿素产品销售收入占主营业务收入的96%以上，贡献了毛利的98%以上。08年由于公司为“二化项目”的销售做准备，通过外购尿素来拓展销售渠道，使自产尿素的收入、毛利占比有所下降，但其素产品仍占主营业务收入比重的68.72%。

图五：公司近三年主营收入占比



图六：公司尿素产品收入、毛利变化



数据来源：爱建证券研究部

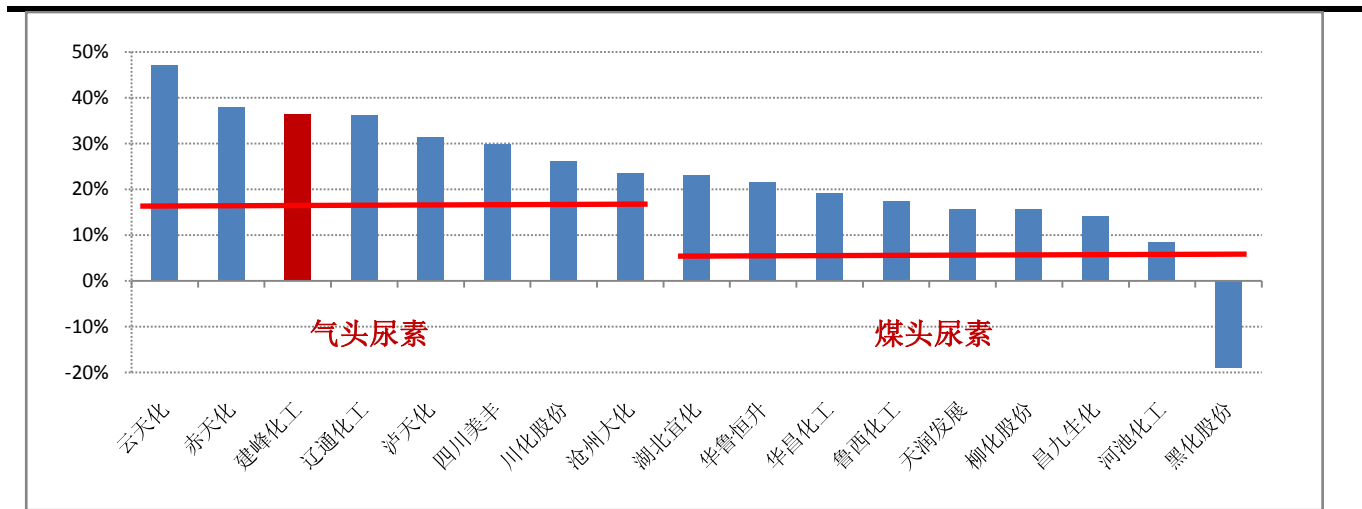
公司现有一条30-52生产线（一化），即30万吨合成氨和52万吨尿素，在国内已经属于大型装置，公司在建的“二化”项目规模为45-80，即45万吨合成氨和80万吨尿素，属于国内第二套超大型生产装置，预计09年底建成，10年可以投产。“一化”和“二化”毗邻而建，共享公用工程。同时为了使“二化”装置快速、稳定投产，公司在人员配置及培训、产品销售渠道等方面已经及早布局，我们预计从2010年开始公司的业绩将会迎来爆发性增长。

公司产品结构比较简单，尿素产品占了绝大部分，需求稳定，盈利有所保证。不需像其他化工企业一样，因业务多元，面临部分化工产品大幅跌价，拖累业绩的风险。在弱市中更显其优势。

此公司运输成本也较同行业更低。

由于优势明显，公司尿素毛利率多年都保持在36%左右，包括行业整体低迷的08年，远高于一般煤头尿素企业平均20%的毛利率，即使在气头尿素企业中也具有一定优势。

图九：国内尿素企业毛利率比较



数据来源：公司年报，爱建证券研究部

4.3 未雨绸缪，预先布局销售网络

公司在“二化项目”在建过程中，已经提前布局未来的销售网络。公司通过旗下全资子公司八一六农资公司，采取采购其他公司尿素进行销售来拓宽现有销售渠道，为10年“二化项目”上马后的产品销售做准备，我们认为公司凭借自身的成本优势、区位优势以及运输优势，新增产的尿素在销售上是没有任何问题的，这也是公司未来业绩大幅增长的基石。

三、盈利预测及评级

前提假设：

1) 09和10年尿素销售价格保持在较低水平，均价为1750元/吨，11年均价为1900元/吨；公司尿素产品毛利率保持近年来的平均水平。

2) 公司现有产能每年实际产量约55万吨。“二化项目”投产期为10年，对09年产量没有影响。10年“二化项目”建成后负荷达约70%，新增产量约56万吨，11年达到满负荷。

3) 为拓展销售网络，09年继续实行外销外购业务，此项收入约3.5亿元，毛利率3%，10年以后开始全部自产自销。

预计公司09年、10年EPS分别为0.84、1.24元，目前整个行业平均市盈率为26倍，考虑到公司的成长性，09年以25—30倍PE估值，目标

价为21—25.2元，给予“推荐”评级。

表一：盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	978.48	1023.04	1449.45	1666.87	1966.90	2360.28
增长率(%)	193.80%	4.55%	41.68%	15.00%	18.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	82.32	145.44	272.75	261.64	385.63	509.06
增长率(%)	287.84%	76.68%	87.53%	-4.07%	47.39%	32.01%
每股收益(EPS)	0.264	0.467	0.875	0.840	1.238	1.634
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.160	0.051	0.075	0.100
销售毛利率	37.00%	35.97%	26.85%	27.00%	30.00%	32.00%
销售净利率	17.57%	20.98%	18.82%	15.70%	19.60%	21.57%
净资产收益率(ROE)	32.47%	19.54%	28.20%	21.57%	24.49%	24.80%
市盈率(P/E)	57.38	32.48	17.32	18.05	12.25	9.28

数据来源：爱建证券研究部

表二：行业内主要上市公司估值比较

代码	简称	P/E			P/B		
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
行业均值		53.34	26.28	23.33	4.08	3.47	2.97
000059.SZ	辽通化工	26.42	29.26	12.34	1.69	1.59	1.42
000422.SZ	湖北宜化	23.57	13.61	10.54	3.16	2.53	2.03
000731.SZ	四川美丰	19.60	13.28	11.35	2.42	2.10	1.82
000830.SZ	鲁西化工	23.20	19.10	15.05	2.29	2.01	1.81
000912.SZ	泸天化	21.05	15.80	12.65	2.61	1.96	1.73
000950.SZ	建峰化工	17.32	18.05	12.25	4.88	3.89	3.00
600096.SH	云天化	20.69	23.87	17.95	3.70	3.00	2.62
600227.SH	赤天化	21.96	22.54	16.41	2.42	1.82	1.58
600230.SH	沧州大化	20.64	21.14	15.24	3.14	2.78	2.44
600423.SH	柳化股份	27.70	19.37	15.29	1.85	1.67	1.50
600426.SH	华鲁恒升	21.01	18.79	14.67	3.32	2.92	2.51

数据来源：Wind, 爱建证券研究部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。