



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 4 日

化工

研究部

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

维持审慎推荐

建峰化工(000950.CH)

经营业绩稳定，中报业绩略高于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,023	1,449	2,653	3,809
(+/-)	5%	42%	83%	44%
毛利	368	389	417	678
(+/-)	2%	6%	7%	62%
净利润	145	273	249	400
(+/-)	77%	88%	-9%	60%
每股盈利(元)	0.47	0.88	0.80	1.28
(+/-)	77%	88%	-9%	60%
市盈率	35.7	19.1	20.9	13.0
市净率	5.6	5.4	4.6	3.6
EV/EBITDA	10.7	14.6	12.9	7.7
净资产收益率	19.5%	28.2%	22.2%	28.0%
ROCE	13.8%	13.1%	9.5%	12.0%
现金分红收益率	0.0%	1.0%	1.5%	1.8%
每股经营现金流(元)	1.20	1.25	3.44	2.31
股价/经营现金	13.88	13.34	4.85	7.21

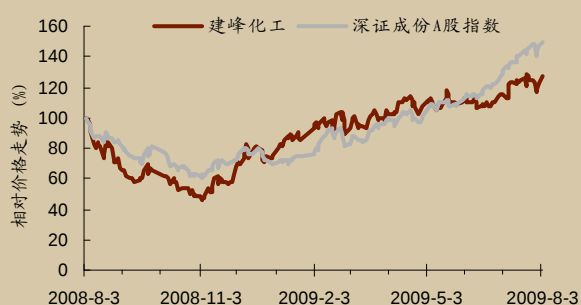
股票信息

A股	
股票代码	000950 CH
当前股价	人民币16.68
目标价格	-
日成交量(百万股)	6.34
52周最高价/最低价	人民币17.24/6.01
发行股数(百万股)	311.61
总市值(百万元)	5197.63
流通股(百万股)	89.19
主要股东(持股比例)	中国核工业建峰化工总厂(52.08%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[000950.SZ]	+2.02	+10.03	+17.71	+58.68
[深证成份A股指数]	+0.83	+13.09	+46.80	+110.44
[中金化工指数]	+4.91	+23.03	+31.84	+98.50

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

中报业绩略高于预期：

建峰化工 2009 年上半年实现销售收入 13.75 亿元，同比上升 82.3%；主营业务利润 2.42 亿元，同比上升 26.5%；上半年实现净利润 1.57 亿元，同比上升 19.7%，合每股收益 0.50 元。其中 2 季度主营业务实现销售收入 8.53 亿元，同比上升 96.2%，环比上升 63.5%；实现净利润 0.64 亿元，同比下降 6.2%，环比上升 30.5%。业绩略高于预期。主要原因是公司上半年大幅度拓展了低毛利的外购化肥贸易业务，贸易销售收入增加了 300%。环比盈利下降主要是一季度公司欧元贷款有 2500 万元的汇兑损益。

正面：

- 公司经营稳健，在今年上半年比较差的行业环境下实现了良好的经营目标和现金流。

负面：

- 国内三季度尿素价格下滑明显，预计四季度将有所回升。未来天然气价格可能上涨带来成本压力。

发展趋势：

目前尿素出厂价格普遍回落到 1550 元/吨的水平，预计未来随着国内淡季储备开始，以及最近国际价格回升出口的增加，价格逐步见底回升。建峰化工二期 80 万吨尿素项目如期建设，年内能够基本完工。公司的定向增发也在实施之中。

估值与建议：

我们小幅上调公司 2009 年和 2010 年每股盈利 5.4% 和 11% 至 0.80 元和 1.28 元。上调的主要原因是外购化肥贸易量大幅度高于预期，另外 2010 年我们把二化的产量假设从 55 万吨上调至 60 万吨。盈利预测未考虑即将增发带来 30% 左右的摊薄。

由于二化项目天然气价格较高，相对上调空间不大，现有装置天然气价格如果上涨 0.10 元/m³，公司的 EPS 影响约 0.08 元。

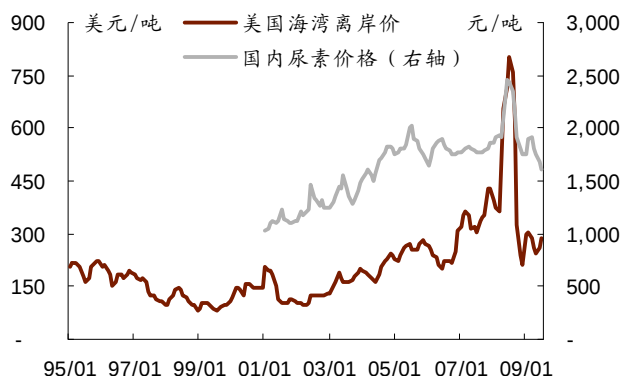
考虑增发摊薄，公司二化完全达产后每股盈利水平在 0.9~1.1 元左右，相对估值较低，参与定向增发最大的风险是天然气价格上涨。

图表 1: 09 中报业绩分析

(百万元)	季度数据								年度数据			中金点评
	08 1Q	08 2Q	08 3Q	08 4Q	09 1Q	09 2Q	QoQ	YoY	09 1H	08 1H	YoY	
营业收入	319	435	347	348	522	853	63.5%	96.2%	1,375	754	82.3%	二季度外购化肥销量上升
营业收入	319	435	347	348	522	853	63.5%	96.2%	1,375	754	82.3%	
营业成本	224	339	272	225	404	729	80.6%	114.9%	1,133	563	101.2%	外购化肥毛利较低
毛利	96	96	75	123	118	124	5.2%	29.7%	242	191	26.5%	
营业费用	13	19	13	25	14	20	36.8%	4.2%	34	32	7.1%	
管理费用	11	14	10	13	13	16	27.0%	16.1%	29	25	15.4%	
财务费用	13	-7	-25	-13	-17	12	n.m.	n.m.	-5	6	n.m.	二季度欧元汇兑损益影响
营业利润	58	70	77	95	109	75	-31.2%	6.7%	184	129	42.9%	
税前利润	63	72	77	91	109	75	-31.3%	3.6%	184	135	36.2%	
所得税	0	4	14	13	16	11	-34%	204%	27	4	638.0%	
净利润	63	69	63	79	93	64	-30.5%	-6.2%	157	131	19.7%	
每股收益 (元)	0.20	0.22	0.20	0.25	0.30	0.21	-30.5%	-6.2%	0.50	0.42	19.7%	
财务比率	08 1Q	08 2Q	08 3Q	08 4Q	09 1Q	09 2Q	QoQ	YoY	09 1H	08 1H	YoY	
毛利率	29.9%	22.0%	21.6%	35.3%	22.6%	14.5%	-8.1%	-7.5%	17.6%	25.3%	-7.8%	
营业利润率	18.3%	16.1%	22.1%	27.4%	20.9%	8.8%	-12.1%	-7.4%	13.4%	17.1%	-3.7%	
净利润率	19.6%	15.8%	18.2%	22.6%	17.8%	7.5%	-10.2%	-8.2%	11.4%	17.4%	-6.0%	
营业费用率	4.0%	4.3%	3.7%	7.1%	2.8%	2.3%	-0.4%	-2.0%	2.5%	4.2%	-1.7%	
管理费用率	3.4%	3.2%	2.9%	3.9%	2.4%	1.9%	-0.5%	-1.3%	2.1%	3.3%	-1.2%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 尿素价格走势



资料来源：隆众商务网，中国资讯网，中金公司研究部

图表 3: 主要盈利预测假设

	2009E	2010E		2009E	2010E		2009E	2010E
销售单价 (元/吨)			销量 (吨)			毛利率 (%)		
尿素	1760	1700	尿素	550000	1150000	尿素	34.5	30.0
复合肥等	2500	2500	复合肥等	200000	220000	复合肥等	9.0	9.0
液氨	3000	3000	液氨	4400	4752	液氨	25.0	25.0
脱盐水	2000	2000	脱盐水	1100	1188	脱盐水	20.0	20.0
贸易尿素	1800	1800	贸易尿素	650000	715000	贸易尿素	3.0	3.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 盈利预测调整

	2009E			2010E		
(人民币百万元)	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	1,488	2,653	78.28%	2,442	3,809	55.99%
主营业务成本	1,105	2,236	102.23%	1,827	3,130	71.33%
主营业务利润	383	417	9.05%	614	678	10.35%
营业费用	63	72	14.61%	93	99	6.73%
管理费用	48	58	22.57%	68	80	16.99%
财务费用	-1	-1	0.00%	32	30	-3.76%
净利润	236	249	5.37%	360	400	11.09%
每股盈利 (元)	0.76	0.80	5.37%	1.15	1.28	11.09%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入净额	1023	1449	2653	3809
主营业务利润	368	389	417	678
营业费用	64	69	72	99
管理费用	47	48	58	80
财务费用	15	(32)	(1)	30
营业利润	242	304	290	470
所得税	26	31	41	71
净利润	145	273	249	400
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流净额	300	390	1073	721
投资活动现金流净额	(37)	(44)	(1592)	(492)
融资活动现金流净额	(33)	(74)	563	10
货币资金增加额	230	302	83	294
资产负债表 (百万元)				
流动资产	755	1790	1445	1955
固定资产	423	602	2023	2260
流动负债	154	415	932	970
长期负债	309	1091	1493	1893
股东权益	744	967	1123	1429
总资产	1207	2491	3565	4309
财务指标				
主营业务利润率	35.9%	26.8%	15.7%	17.8%
息税前利润率	25.1%	18.7%	10.8%	13.1%
净利率	14.2%	18.8%	9.4%	10.5%
净资产收益率	19.5%	28.2%	22.2%	28.0%
总资产收益率	12.1%	11.0%	7.0%	9.3%
总资产负债率	38.3%	60.5%	68.0%	66.4%
净资产负债率	62.2%	155.8%	216.0%	200.4%
流动比率	4.9	4.3	1.6	2.0
速动比率	4.1	3.8	1.2	1.5
应收帐款周转期	13.9	180.3	18.1	18.1
存货周转期	42.9	49.2	49.2	49.2
分红比例	34.3%	28.6%	37.5%	23.4%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 6: 中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价 2009-8-3	市盈率 2008	市盈率 2009	市盈率 2010	市净率 2008	市净率 2009	市净率 2010	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010
国内化肥公司													
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	30.26	27.2	77.5	30.6	4.9	3.8	3.5	12.4	14.5	10.2
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	61.92	34.8	20.7	15.7	16.5	11.7	8.3	16.1	12.6	9.1
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	11.35	28.2	22.3	19.7	3.5	3.2	2.9	7.9	8.9	7.8
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	20.05	26.3	21.7	17.8	4.2	3.6	3.1	13.0	12.3	11.1
六国化工	600470 CH	CNY	中性	11.83	40.2	29.0	26.8	2.5	2.4	2.3	15.9	10.6	10.1
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	31.53	397.1	46.0	23.3	14.0	10.7	7.3	278.3	337.0	285.1
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	16.68	19.1	22.0	14.4	5.4	4.7	3.8	13.4	11.0	6.9
中化化肥	297 HK	HKD	中性	4.3	13.5	26.1	13.6	1.9	1.8	1.7	11.2	16.8	11.0
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	26.71	54.5	27.4	21.5	12.8	8.7	6.2	26.5	15.2	11.3
平均					71.2	32.5	20.4	7.3	5.6	4.3	43.8	48.8	40.3
中间值					28.2	26.1	19.7	4.9	3.8	3.5	13.4	12.6	10.2
国内材料公司													
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	19.35	21.3	26.9	21.5	6.7	5.4	4.3	17.0	23.6	13.9
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	46.71	7.9	29.8	20.7	4.5	4.1	3.6	5.6	17.3	12.8
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	15.84	n.a.	198.0	49.9	2.8	2.8	2.6	29.0	16.8	11.9
三爱富	600636 CH	CNY	中性	8.37	n.a.	192.9	81.3	4.0	4.0	3.8	28.5	17.4	14.2
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	9.79	33.6	41.6	42.6	2.7	2.6	2.5	11.2	11.1	11.0
山西三维	000755 CH	CNY	中性	11.09	440.1	259.1	52.3	2.4	2.5	2.4	22.6	21.8	16.3
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	10.22	70.2	53.1	20.3	2.4	2.4	2.2	17.6	14.3	9.1
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	9.16	51.6	38.5	29.4	4.0	3.7	3.3	10.8	14.7	12.5
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	19.07	19.5	32.7	23.8	5.1	4.5	3.9	12.0	14.6	10.9
云维股份	600725 CH	CNY	中性	20.92	45.5	281.9	73.2	3.8	3.8	3.7	12.6	14.0	10.6
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	25.9	671.0	237.0	29.8	43.1	5.2	4.4	1314.8	85.8	14.4
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.580	194.5	98.3	12.4	12.5	2.2	1.8	468.9	36.1	9.5
平均					155.5	124.2	38.1	7.8	3.6	3.2	162.5	24.0	12.3
中间值					48.6	75.7	29.6	4.0	3.8	3.5	17.3	17.1	12.2

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 7：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率		市净率		EV/EBITDA			
			2009-8-3	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
国际化肥公司												
加拿大化肥公司												
Potashcorp	POT CN	CAD	100.36	8.83	14.20	8.15	6.46	3.68	2.62	6.91	10.96	6.42
Agrium	AGU CN	CAD	49.51	5.90	9.74	6.46	1.89	1.38	1.12	3.78	6.81	4.88
美国化肥公司												
Mosaic	MOS US	USD	52.15	n.a.	12.44	10.88	n.a.	2.81	2.30	n.a.	7.77	6.45
Terra Industry	TRA US	USD	29.16	4.33	9.88	9.29	2.73	2.46	2.11	2.66	4.47	4.55
Terra Nitrogen	TNH US	USD	111.11	7.46	n.a.	n.a.	9.13	n.a.	n.a.	4.52	n.a.	n.a.
欧洲化肥公司												
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	3.6	10.84	6.13	4.10	6.95	3.76	2.92	5.75	7.08	4.52
Yara	YAR NO	NOK	194.4	6.88	13.00	9.36	1.87	1.73	1.52	5.24	8.49	7.13
K+S	SDF GR	EUR	38.84	7.36	12.97	8.06	3.73	3.61	2.74	4.42	7.46	7.46
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	4490	7.38	16.14	9.09	6.09	4.84	3.63	1.78	12.18	7.28
平均				7.37	11.81	8.17	4.86	3.04	2.37	4.38	8.15	6.09
中间值				7.36	12.97	9.09	3.73	2.81	2.30	4.42	7.77	6.45
国际材料公司												
聚氨酯公司												
Bayer AG	BAY GR	EUR	43.89	19.77	13.55	11.57	2.06	1.93	1.83	7.65	7.71	6.94
BASF AG	BAS GR	EUR	35.9	11.47	23.31	16.96	1.88	2.00	1.97	4.71	7.58	6.63
Dow Chemical Co	DOW US	USD	21.17	34.15	72.01	18.17	1.45	1.62	1.57	11.10	11.22	7.77
平均				21.80	36.29	15.57	1.80	1.85	1.79	7.82	8.84	7.11
中间值				19.77	23.31	16.96	1.88	1.93	1.83	7.65	7.71	6.94
有机硅公司												
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	3530	47.38	80.89	27.83	2.18	2.15	2.04	11.50	17.29	12.32
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	806	24.04	n.m.	25.72	1.31	1.40	1.38	5.48	9.22	7.83
Solvay SA	SOLB BB	EUR	69.46	14.12	13.72	11.23	1.28	1.24	1.17	5.80	6.78	5.89
3M Co.	MMM US	USD	70.52	14.25	18.21	16.40	4.95	4.34	3.85	8.21	10.17	9.28
平均				24.94	37.61	20.29	2.43	2.28	2.11	7.75	10.87	8.83
中间值				19.14	18.21	21.06	1.74	1.78	1.71	7.00	9.70	8.56
有机硅公司												
GE Co.	GE US	USD	13.4	7.79	13.49	14.38	1.35	1.37	1.33	18.44	26.30	27.48
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	5030	13.88	21.79	17.06	1.56	1.48	1.39	5.48	6.71	6.11
Rhodia SA	RHA FP	EUR	8.149	7.76	n.m.	20.47	n.m.	n.m.	n.m.	3.19	6.29	4.45
Cabot Corp	CBT US	USD	18.3	13.36	n.m.	17.31	0.96	0.97	0.98	5.17	12.04	6.32
平均				10.70	17.64	17.31	1.29	1.27	1.23	8.07	12.84	11.09
中间值				10.57	17.64	17.19	1.35	1.37	1.33	5.33	9.38	6.22
环氧树脂公司												
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	5.95	n.m.	n.m.	n.m.	0.99	1.38	1.71	n.m.	n.m.	n.m.
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	357	n.m.	n.m.	n.m.	0.77	0.85	0.88	22.81	18.63	11.40
Sunoco Inc	SUN US	USD	24.69	3.72	10.20	6.67	1.02	0.98	0.90	2.98	5.44	4.26
平均				3.72	10.20	6.67	0.92	1.07	1.16	12.90	12.03	7.83
中间值				3.72	10.20	6.67	0.99	0.98	0.90	12.90	12.03	7.83

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 6：国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
美国特殊化学品	18.3	23.1	15.2	3.2	3.3	2.9	7.9	8.6	7.3
美国大宗化学品	13.0	25.7	22.0	3.8	2.9	2.2	7.0	8.8	6.7
欧洲化工	11.4	20.3	13.3	1.9	1.7	1.6	6.8	8.4	7.1
日本化工	101.3	59.5	28.5	1.2	1.2	1.2	8.2	10.6	7.6
亚太化工	28.2	17.7	15.0	1.6	1.8	2.5	29.1	12.3	12.2
平均	32.1	28.1	18.3	2.2	2.0	1.9	10.8	9.6	8.0
中间值	16.0	18.8	16.0	1.6	1.5	1.5	7.7	9.0	7.5
分类别估值									
分类别估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
多元化工	40.2	32.9	17.1	1.4	1.4	1.8	20.1	10.7	9.7
工业气体	13.2	15.8	11.7	1.3	1.6	1.4	6.4	9.4	7.6
大宗化学品	14.5	38.9	21.6	3.3	2.6	2.1	7.4	9.2	7.1
特殊化学品	36.1	21.0	19.1	2.5	2.4	2.1	8.1	9.6	7.7
平均	32.1	28.1	18.3	2.2	2.0	1.9	10.8	9.6	8.0
中间值	16.0	18.8	16.0	1.6	1.5	1.5	7.7	9.0	7.5
流通市值分类估值									
流通市值分类估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
大盘公司	27.4	23.7	15.6	3.2	2.7	2.3	11.2	9.7	8.5
中盘公司	44.0	35.0	19.3	1.3	1.3	1.5	11.7	9.7	8.0
小盘公司	15.3	26.5	25.6	2.0	1.4	1.2	6.4	9.2	6.1
平均	32.1	28.1	18.3	2.2	2.0	1.9	10.8	9.6	8.0
中间值	16.0	18.8	16.0	1.6	1.5	1.5	7.7	9.0	7.5

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。