

行业毛利面临被挤压

中性 下调评级

分析师: 李国洪 信箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

公司4月7日公告年报, 09年实现营业收入111,217.19 万元, 同比下降3.13%; 实现利润总额17,191.73 万元, 同比下降20.39%; 实现归属于上市公司股东的净利润13,741.76 万元, 同比下降22.83%。

2. 我们的分析与判断

(一)、天然气供应紧张是业绩下降的主要原因

受原料天然气供应的影响, 公司生产装置被迫停车检修时间长达78天, 导致生产装置产能不能有效发挥, 主导产品尿素产量不能实现满负荷生产, 致使公司经营效益较往年相比有所降低。对此, 公司通过加大技术创新与技术改造力度, 深入挖掘潜力, 努力降低消耗, 控制成本。其中最直接的方式是, 引入参股公司贵州赤天化纸业股份有限公司的蒸汽, 置换出部分天然气用于产品生产。此举有效缓解了原料气供应不足的矛盾, 保证了装置的生产负荷全年维持在90%左右。

(二)、两大煤化工项目进行顺利

目前, 公司投资的两大煤化工项目中, 控股公司贵州天福化工有限责任公司年产30万吨合成氨、15万吨二甲醚煤化工项目, 设备安装已全部结束, 正在进行装置的试车和调试工作, 预计2010年二季度进入打通流程阶段。全资及募投公司贵州金赤化工有限责任公司年产30万吨合成氨、52万吨尿素、30万吨甲醇煤化工项目, 正在进行设备安装, 预计年底完成全部设备安装工作, 2011年一季度进入试车和调试阶段。

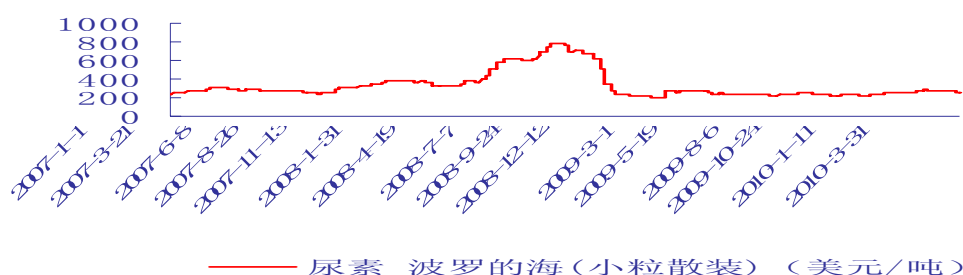
(三)、尿素价格春季低迷, 天然气提价预期促使行业毛利面临被挤压

近期尿素价格出现了连续低迷状况, 从2月底的1850元/吨跌到了目前1620元/吨, 由于产能过剩较为严重, 我们认为其价格还将持续阴跌。据统计, 今年我国新增化肥产能约为430万吨, 总产能将达到6300万吨, 而全国工农业化肥用量总和仅为5200-5300万吨, 产能将过剩1000万吨以上, 化肥产业供大于求的局面将进一步加剧。

在原料和大宗物资的采购上, 公司强化供应链管理, 向战略大客户转移, 提高了战略物资保障能力, 降低了源头成本。在生产管理上, 公司以技术创新和节能减排为重点, 优化运行条件, 节能降耗取得明显成效, 进一步夯实了成本优势。但天然气提价预期较明确, 由于尿素价格低迷, 天然气涨价势必促使行业毛利面临被挤压。

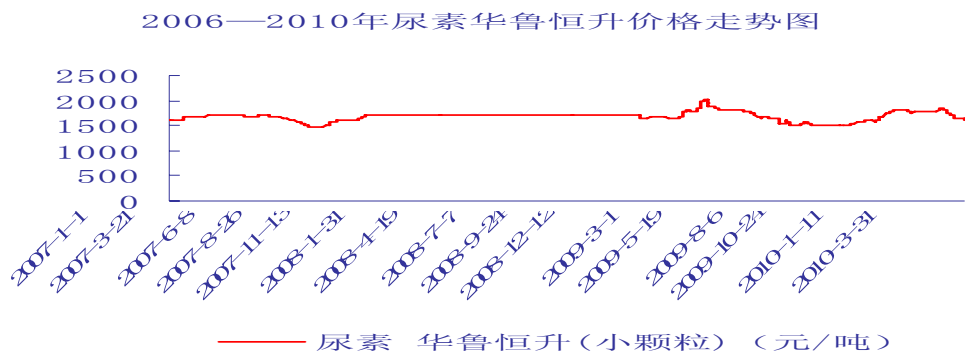
图 1: 国际尿素价格图

2006—2010年尿素波罗的海价格走势



资料来源: 百川资讯

图 2: 国内尿素价格图



资料来源: 百川资讯

(四)、产能过剩与需求萎缩导致化肥价格不会持续走强

尽管国家为保证农资产品供应,继续实施多项保证国内化肥市场供应的措施,包括继续对尿素产品暂免征收增值税,取消化肥限价政策,暂时保留对化肥生产用电、用气和铁路运输实行的价格优惠政策以及税收优惠等政策的实施在一定程度上为化肥企业的生产经营、保证国内化肥产品的供应提供了较好的政策支持,但在全球金融危机的影响下,产能过剩与需求萎缩使得化肥价格持续低迷,虽然目前化肥价格在天然气涨价预期下出现了一定程度的反弹,但由于产能过剩较为严重,我们认为其价格反弹之后还将持续阴跌。据统计,今年我国新增化肥产能约为430万吨,总产能将达到6300万吨,而全国工农业化肥用量总和仅为5200-5300万吨,产能将过剩1000万吨以上,化肥产业供大于求的局面将进一步加剧。

(五)、化肥行业政策面向好但基本面艰难

(1)、政策面向好

18 亿亩耕地红线形成化肥需求支撑位

《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》提出“坚持最严格的耕地保护制度,层层落实责任,坚决守住18亿亩耕地红线。”从1997年到2007年,我国的每亩施肥量从40.8斤增长到56.6斤,随着农业精细化程度加强和种植结构的转换,我们预计每年每亩施肥量将以超过3%的速度递增,在耕地面积距离18亿亩红线只剩0.26亿亩,下降空间几无的情况下,目前的施肥量也已经成为未来每年化肥需求的支撑位。

提高粮食最低收购价格,压缩化肥行业收入下行空间

虽然国际农产品价格处于下行周期,但国内粮食基本上自给自足。目前政府对国内粮价实行管制,2009年国家继续提高粮食最低收购价格,其中白小麦和红小麦分别提高13%和15%。政府承诺稻谷的收购价也将有较大幅度的提升。假设其在2008年基础上增长14%,则小麦和稻谷最低收购价的提高将使2009年的农产品销售收入提升648.22亿元。据统计,化肥费用在粮食的成本构成中约占30%,则理论上化肥行业可以在最低收购价上调中获得200亿元左右的收入增长空间。

土地承包权流转政策通过两个渠道提高化肥产品需求

荒地复耕,实现农业规模化经营,扩大化肥需求:化肥需求与耕种面积和农业生产规模高度正相关,虽然土地资源日益紧缺,农村土地撂荒问题却仍然严重。今年,十七届三中全会放开了对农业土地承包权流转范围的限制,允许农民以多种形式流转土地承包经营权,此举有助于土地生产资料的重新合理配置,从而提升农业经营效率,从根本上解决撂荒问题。由于各地土地条件和经济发展情况存在巨大差距,撂荒程度也有着较大区别。以样本数据中的最低撂荒比例1.5%计算,若这些荒地复耕,将增加化肥需求77.72万吨。

农民财产性收入增加：农民收入水平是化肥需求的重要影响因素，放开土地承包权流转的限制，最直接的效果是提高农民财产性收入。目前我国城乡居民的财产性收入比例都很小，国家统计局数据显示仅为2%左右，相对美国等发达国家40%的比例仍然有巨大上升空间。假设农民新增收入全部投入粮食生产，化肥费用在粮食的成本构成中占30%，则农民财产性收入每增加1元，将增加化肥行业收入约2.2亿元。

(2)、基本面艰难

化肥国际市场产能过剩导致化肥价格不看好

国际肥料工业协会（IFA）近日发布了《2009~2013年全球化肥及其生产原料供需形势与展望》报告，报告显示全球尿素产能将在未来五年内呈逐渐增加趋势，在2009~2013年期间，将有50套新建装置投产，其中20套位于东亚地区。世界尿素产能将增加4680万吨，在2013年达到2.103亿吨，每年增长900万吨左右。尿素需求将从2008年的1.3亿吨增长至2013年的1.75亿吨。虽然全球尿素产能将出现大幅盈余，但是南亚、北美、西欧、东亚（不包括中国）、拉美、西欧和大洋洲地区仍是尿素进口国，中国将成为主要的尿素供应国。化肥国际市场产能过剩导致化肥价格不看好。

3. 投资建议

化肥价格春季低迷，目前天然气价格预期上涨，对尿素毛利形成较大压力。公司两大煤化工项目进行顺利，有望弥补天然气涨价的不利影响。我们预计公司10-12年业绩为0.51元、0.60元和0.68元。对目前股价PE为28.72倍、23.93倍和21.12倍，给予中性的投资评级。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股： 中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股： 中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908