

分析师： 虞亚新 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208070157

联系人： 安 鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

天然气提价，尿素业务盈利有望提升

事件描述

发改委 5 月 31 日发出天然气调价通知，主要内容为：

- 自 6 月 1 日零时起上调国产陆上天然气出厂基准价格。各油气田（含西气东输、忠武线、陕京线、川气东送）出厂（或首站）基准价格每千立方米均提高 230 元。同时将大港、辽河和中原三个油气田一、二档出厂基准价格加权并轨，取消价格“双轨制”。
- 扩大价格浮动幅度。国产陆上天然气一、二档气价并轨后，将出厂基准价格允许浮动的幅度统一改为上浮 10%，下浮不限，即供需双方可以在不超过出厂基准价格 10%的前提下，协商确定具体价格。

事件评论

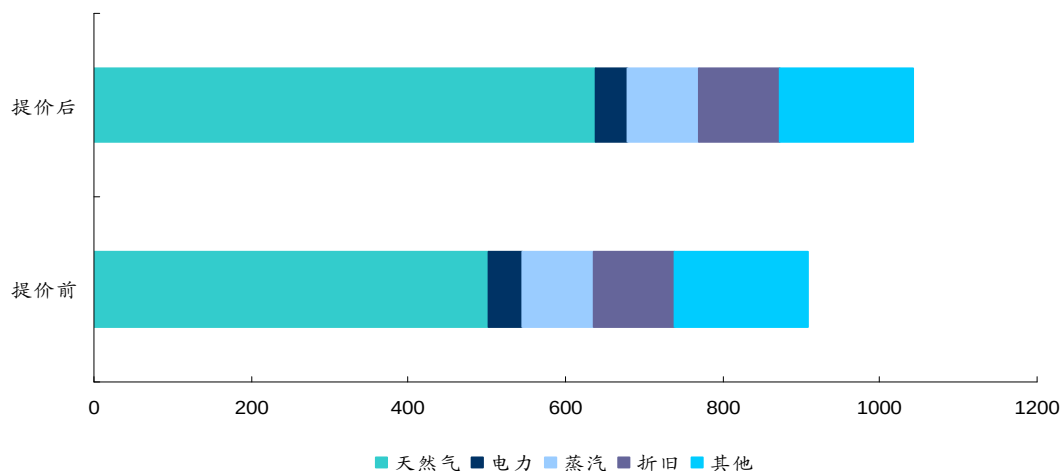
第一，天然气提价，煤头尿素竞争力提升

国内尿素的生产可以天然气、煤炭、重油等为原料。目前国内尿素原料构成比例为：煤基企业占 72%，气基企业占 26%，其余 2%则为油基企业。

目前，国内天然气价格远低于其他可替代能源价格，国际市场天然气价格通常为等热值原油价格的 60%左右（出厂环节），而目前国产陆上天然气平均出厂基准价格仅相当于国际市场原油价格的 25%左右。根据长江证券化工小组的测算，煤头尿素当前行业平均的成本在 1500 元/吨以上，气头尿素企业的成本在 1000 元左右，气头尿素毛利率平均较煤头尿素高 15 个百分点左右。根据每吨尿素消耗天然气 600 立方米，此次天然气提价将使气头尿素成本上升 138 元/吨，提升幅度为 14.9%，意味着煤头尿素的竞争力将大幅提升。

兰花科创目前拥有尿素产能 130 万吨左右，2009 年公司尿素产销量分别为 133.07 万吨和 143.22 万吨，尿素业务整体的毛利率为 0.18%，拖累了公司业绩。根据年报，公司旗下的山西兰花科创化肥有限公司 2009 年亏损 1.49 亿元。山西兰花煤化工有限公司 2009 年亏损 6734.94 万元，两者合计亏损额为 2.16 亿元。而 2009 年全年，全国尿素平均出厂价为 1690 元/吨，2010 年至今的均价为 1715.5 元/吨，尿素业务并没有明显好转。

图 1：天然气提价后气头尿素平均成本上涨 14.9%



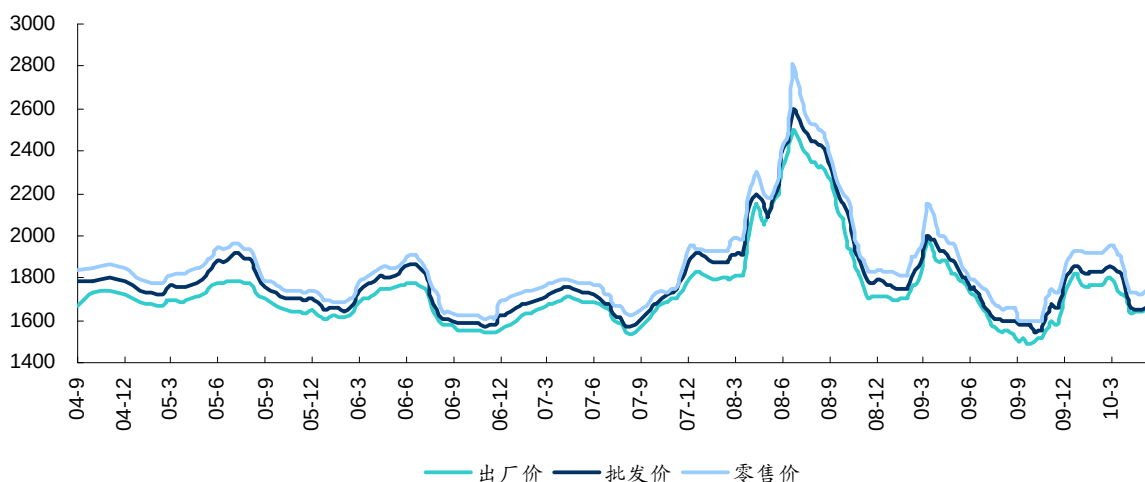
资料来源：长江证券研究部

第二，受成本推动尿素价格有望上涨，利好公司化肥业务

目前，尿素企业的盈利处于行业较差的阶段，由于产能过剩的绝对存在和西南部分地区前几月的持续干旱，尿素行情低迷，尿素出厂价由 2 月底最高 1800 元/吨，下降至目前的 1660 元/吨。目前尿素市场目前已经走到了最艰难的时刻，一方面后市随着农业刚性需求逐步释放以及华东、华中地区玉米等夏季作物播种及追肥，将使尿素需求稳步上升，另一方面，目前尿素企业盈利状况堪忧，受成本支撑价格进一步下跌的空间不大。此次天然气提价，尿素平均成本提高 36 元/吨（按照气头尿素占比 26% 测算），预计尿素价格有望上涨 50 元/吨。

按照吨尿素提价 50 元/吨，公司 6 月份至年底的尿素产量 70 万吨测算，2010 年 EPS 将提升 0.046 元，相当于提升 1.8%。尽管幅度不大，但考虑到目前处于考虑到秋季备肥，厂商和经销商均有意借助该因素有所炒作，进一步抬高尿素价格。测算尿素价格每提高 10 元/吨，公司 EPS 将提升 0.01 元。

图 2：当前尿素价格处于历史低位



资料来源：长江证券研究部

第三，预计 2010 年 EPS 为 12.1 倍，给予“推荐”评级

公司未来的亮点：（1）公司未来产量增长主要来源于小矿整合，目前公司整合小矿产能约 500 万吨，加上既有矿，预计 2010 年，2011 年和 2012 年原煤产量增速分别为 23.77%，19.87%和 34.25%；（2）亚美大宁贡献业绩增长 10%：公司成功控股亚美大宁，将股权比例由 36%提升至 47%，预计 2010 年-2011 年业绩分别增厚 0.192 元和 0.301 元。

预计 2010 年，2011 年和 2012 年 EPS 分别为 2.644 元，3.207 元和 4.039 元，2010 年对应的 PE 为 12 倍，低于行业平均估值，同时考虑到公司小矿整合中煤炭产能的增量，以及化肥业务逐渐走出困境，给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5616	8477	10042	12773	货币资金	1444	1650	4038	7150
营业成本	3267	4932	5818	7378	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2349	3545	4224	5395	应收账款	639	1068	1265	1609
% 营业收入	41.8%	41.8%	42.1%	42.2%	存货	471	713	841	1067
营业税金及附加	74	112	133	169	预付账款	471	709	836	1060
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	1	1	1	2
销售费用	215	322	382	485	流动资产合计	3391	4636	7598	11640
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	626	933	1105	1405	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%	长期股权投资	727	1154	1582	2099
财务费用	147	105	61	51	投资性房地产	16	16	16	16
% 营业收入	2.6%	1.2%	0.6%	0.4%	固定资产合计	5475	4933	4298	3510
资产减值损失	26	26	12	20	无形资产	1792	1702	1617	1536
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	185	185	185	185
投资收益	425	427	471	517	递延所得税资产	19	6	3	5
营业利润	1686	2476	3003	3782	其他非流动资产	19	19	19	19
% 营业收入	30.0%	29.2%	29.9%	29.6%	资产总计	11623	12651	15318	19011
营业外收支	-71	0	0	0	短期贷款	1740	0	0	0
利润总额	1615	2476	3003	3782	应付款项	906	1321	1558	1975
% 营业收入	28.8%	29.2%	29.9%	29.6%	预收账款	634	933	1105	1405
所得税费用	402	619	751	945	应付职工薪酬	187	289	341	433
净利润	1213	1857	2253	2836	应交税费	106	163	197	248
归属于母公司所有者					其他流动负债	713	1075	1269	1611
的净利润	1270.5	1510.1	1832.1	2307.0	流动负债合计	4287	3780	4470	5672
少数股东损益	-57	347	420	529	长期借款	1293	1293	1293	1293
EPS (元/股)	2.22	2.64	3.21	4.04	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	95	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	59	59	59	59
经营活动现金流净额	1057	2762	3224	3936	负债合计	5735	5133	5823	7024
取得投资收益	108	0	0	0	归属于母公司	5310	6594	8151	10112
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-187	0	0	0	少数股东权益	578	924	1345	1874
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5888	7518	9496	11986
固定资产投资	-671	-485	-500	-428	负债及股东权益	11623	12651	15318	19011
其他	-143	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1001	-485	-500	-428		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.224	2.644	3.207	4.039
股权融资	50	0	0	0	BVPS	9.30	11.54	14.27	17.70
银行贷款增加 (减少)	982	-1740	0	0	PE	14.34	12.07	9.95	7.90
筹资成本	476	-331	-336	-397	PEG	0.65	0.55	0.45	0.36
其他	-955	0	0	0	PB	3.43	2.76	2.24	1.80
筹资活动现金流净额	553	-2072	-336	-397	EV/EBITDA	8.80	4.83	3.61	2.41
现金净流量	610	205	2388	3112	ROE	23.9%	22.9%	22.5%	22.8%

分析师介绍

姓名，某某学校某某专业毕业，从事某某行业研究。（后面可再加上各自觉得值得写的内容）

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。