

成本上升挤压气头尿素利润空间

建峰化工 (000950)

评级：中性（维持）

股价：9.12元

半年报点评

2010年 8月 11日 星期三

毛伟

021-50586660-8630

mw@longone.com.cn

执业证书编号：S0630208120082

联系人：刘刚

021-50586660-8627

销售联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

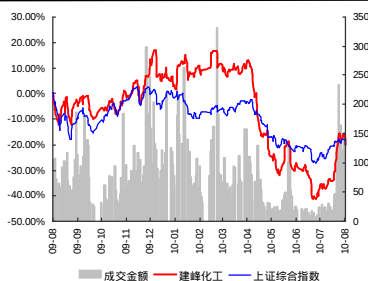
重要数据

总股本（亿股）	5.99
流通股份（亿股）	2.91
总市值（亿元）	54.61
流通市值（亿元）	26.51

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	25.3	20.3
3个月	6.3	10.1
6个月	-51.2	38.2

个股相对上证综指走势图



投资要点

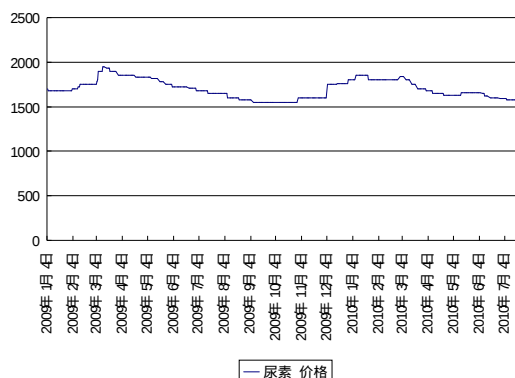
q 半年报数据

2010年 1-6月份，公司实现营业收入 9.8亿元，同比下降 28.48%，营业利润 6678万元，同比下降 63.67%，实现归属上市公司股东净利润 5718万元，同比下降 63.58%。实现每股收益 0.10元。公司主要收入来源于自产尿素和外购尿素的销售。

q 一化装置停车导致利润下滑

上半年自产尿素销售收入 2.48亿元，同比下降 53.32%。我们认为这主要是以下两方面的原因造成：一方面公司 60万吨/年的一化尿素装置由于供气不足导致一季度停工 70天，另一方面上半年自然灾害，影响了农业用肥的需求，使上半年尿素价格在短暂上涨后即走入低谷；销量和价格的下降使自产尿素的毛利润同比下降 1.51亿。公司外购化肥销售占主营销售收入 71.7%，但由于外购化肥毛利率仅为 0.26%，拉低了企业综合毛利率。

图 1 2009年以来尿素价格走势



资料来源：化工在线，东海证券研究所

q 二化装置投产扩大企业尿素产能

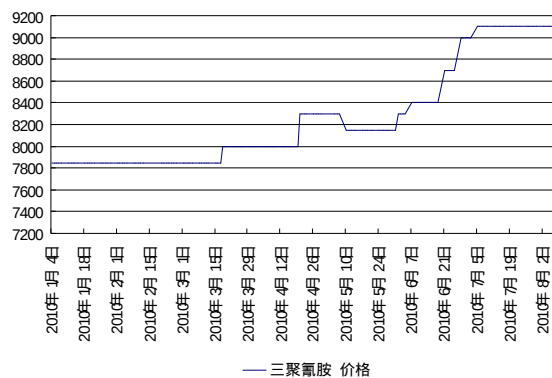
我们预计下半年一化装置能够保持较高的开工率，二化装置 8月底将投料开车，因此下半年公司尿素产量将达到 35万吨左右（一化 20万吨+二化 15万吨）。

公司一化装置享有化肥用气优惠，二化装置目前是工业用气价格。上半年天然气价格每立方米上涨 0.23元，管道运输价格上涨 0.08元，按每吨尿素消耗 700立方米计算，公司吨成本将上涨大概 200元。我们认为受今年粮食收购价格上涨、经销商为明年春耕准备存货和出口明显提速这三方面的拉动，尿素价格将在四季度会出现小幅上涨，这将部分消化成本上涨的影响。我们预计尿素单位毛利润在成本和价格的影响将比上半年下降 150元左右，公司下半年自产尿素产品预计将贡献 8750万元毛利润。

q 三聚氰胺资产注入预期

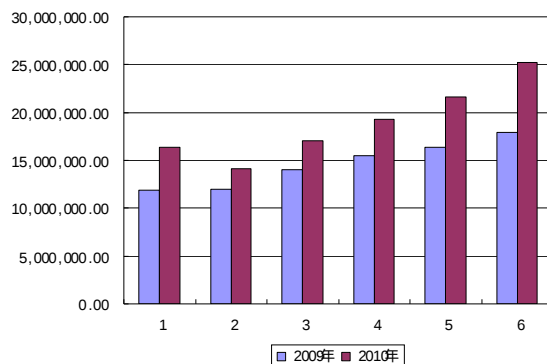
公司正计划收购控股股东下属三聚氰胺分公司，该公司具有 3万吨/年高压法三聚氰胺生产能力，该项资产的注入有利于公司产业链的延伸，增厚公司业绩。目前国内三聚氰胺价格处于高位，达到 9100元/吨。由于下游木材加工等需求增长强劲，同时由于部分尿素/三聚氰胺联产企业开工率不足，我们认为下半年三聚氰胺价格仍能保持。如果今年该资产能够顺利注入上市公司，将能够小幅增厚公司业绩。

图 2 2010年以来三聚氰胺价格



资料来源：化工在线，东海证券研究所

图 3 木质家具单月值



资料来源：wind，东海证券研究所

q 假设及盈利预测

在公司一化装置下半年正常开工，二化装置顺利投产的前提下，我们预计下半年尿素产量能够达到 35万吨。预计公司 2010和 2011年的 EPS分别为 0.24元和 0.42元，对应的 PE为 38和 21.7元，维持公司“中性”评级。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	2083	2190	2420	2798
主营收入增长率	43.75%	5.14%	10.09%	15.61%
净利润（百万）	204.66	143.65	251.6	317.0
净利润增长率	-24.96%	-29.81%	75.19%	26.06%
EPS（元）	0.51	0.24	0.42	0.53

附注：**分析师简介及跟踪范围：**

毛伟，基础化工行业分析师 浙江大学高分子系学士，中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业：

新安股份，华鲁恒升，烟台万华，建峰化工，巨化股份，诺普信，东华科技，宏达新材，金发科技

一、行业评级

- 推荐 - Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122