



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

公司动态
证券研究报告

2010 年 12 月 30 日

化工

研究部

高峰

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210070001

gaozheng@cicc.com.cn

关滨

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

新都化工(002539.CH)

走在产业链整合路上的复合肥企业

主要财务信息 (按发行 4200 万股计算)

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,721	1,912	2,413	2,951	3,015
(+/-)	1%	11%	26%	22%	2%
毛利	218	279	354	431	440
(+/-)	-38%	28%	27%	22%	2%
净利润	95	145	186	224	229
每股盈利 (元)	0.77	0.87	1.13	1.35	1.38
(+/-)	-36%	13%	29%	20%	2%
净资产收益率	15.8%	7.4%	9.0%	10.2%	9.8%
ROCE	13.9%	7.2%	8.7%	9.9%	9.5%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.2%	1.5%
每股经营现金流 (元)	1.86	0.56	0.97	1.28	1.94

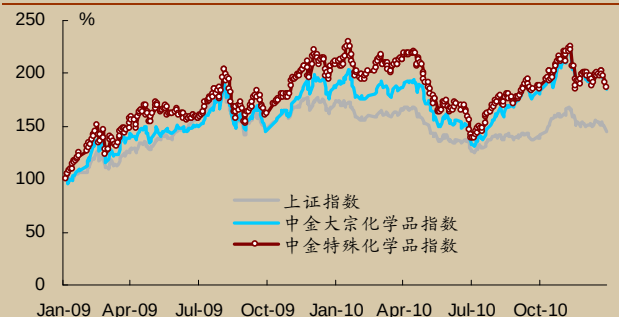
股票信息

	A股
申购价格	人民币 28~34
股票代码	002539.CH
发行前总股本 (百万)	123.52
发行股本 (百万)	42.00
发行后总股本 (百万)	165.52
主要股东 (持股比例-发行后)	宋睿 (44.50%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
上证指数	-4.39	-4.01	+5.40	-16.04
中金大宗化学品指数	-7.30	-6.23	+3.96	-0.70
中金特殊化学品指数	-6.26	-5.87	+2.34	-10.22

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

近来事件

01/04/2011 确定发行价格
01/06/2011 申购和缴款日

公司介绍:

新都化工是以氯基复合肥以及氯化铵、纯碱和工业盐为主要产品的化工企业。2008 年公司通过并购孝感广盐资源, 实现了产业链向上游的延伸。目前公司已经形成了盐→氯化铵→氯基复合肥的完整产业链。

凭借出色的产业链整合能力及成本控制能力, 公司综合毛利率处于行业较高水平。2009 至 2010 年前三季度, 公司综合毛利率水平分别为 13.16%和 14.64%。同时公司掌握多项先进制盐及复合肥生产技术, 公司产品具有明显竞争优势, 供不应求。

公司的募集资金将投向年产 60 万吨硝基复合肥、10 万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目。在国内目前放开土地流转, 提倡设施农业、节水农业等大背景下, 硝基复合肥特别是全水溶性硝基复合肥已成为代表国内高档复合肥未来发展方向的主导品种。募投项目投产后, 公司将新增硝酸→硝酸铵料浆→硝基复合肥以及盐→纯碱→硝钠及亚硝钠两条产业链, 届时公司产业链协同效应将更加显著, 成本控制与抗风险能力更强。

投资亮点:

- 国内复合肥企业产业链最为完善企业;
- 节水主题相关标的;
- 募投产品硝基复合肥前景广阔;
- 国内复合肥市场迅速成长, 化肥复合化率不断提高。

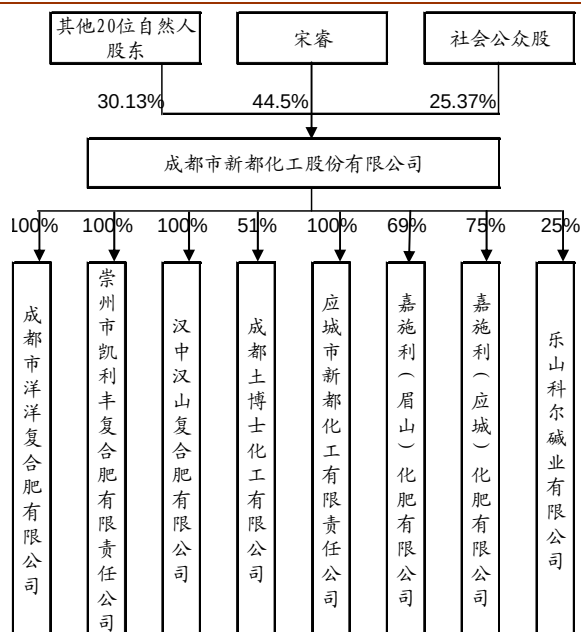
风险:

- 磷肥、钾肥外购, 原材料价格波动的风险;
- 煤、电成本占比 30%, 能源价格波动的风险;
- 气候异常变化导致化肥价格大幅波动的风险;
- 募投项目进展低于预期。

估值与建议:

公司上市发行股数为 4200 万股 A 股, 占发行后总股本的比例为 25.37%, 发行后总股本 16552 万股。我们预计公司 2010~2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.87, 1.13, 1.35 元, 建议询价区间 28~34 元, 对应 2011 PE 为 25~30 倍。

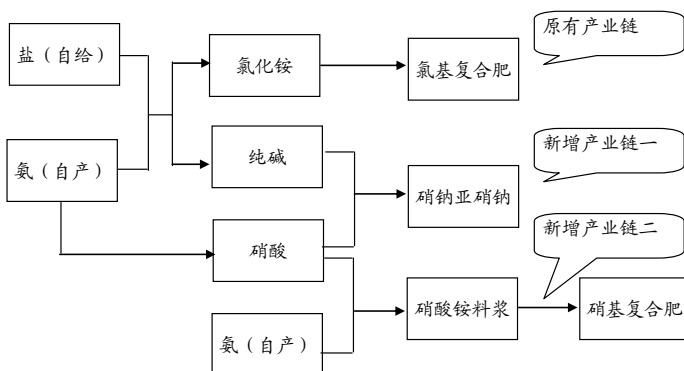
图表 1：公司发行后股权结构图（左图）；公司主要募投项目（右图）



项目类别	项目名称	拟融资金额
IPO项目	年产60万吨硝基复合肥、10万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目	6.10亿元

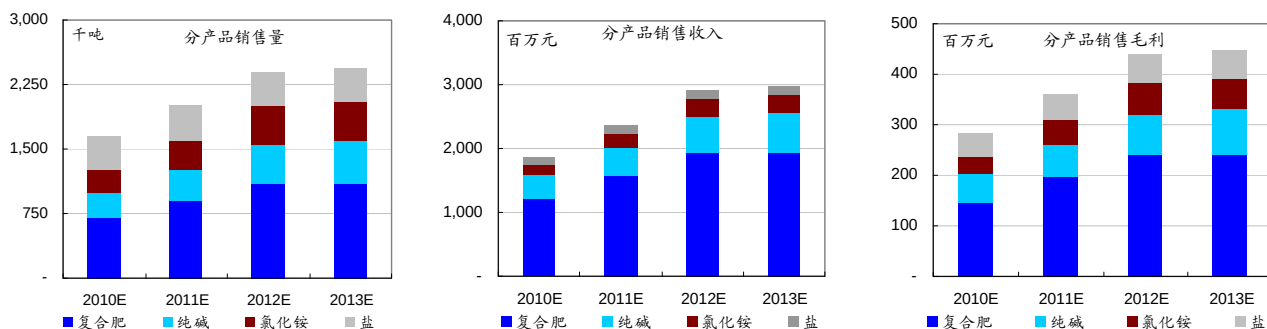
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：生产工艺流程



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 3：公司分产品销售量、销售收入、销售毛利



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4: 国内化肥公司估值表

公司	Bloomberg code	货币	收盘价 2010-12-30	近1年股价		总市值 百万元	股价波动 (%)			市盈率			EV/EBITDA			市净率	收益(09A)	
				最高	最低		1周	1月	1年	09A	10E	11E	09A	10E	11E		ROE (%)	Div (%)
金正大	002470 CH Equity	RMB	18.99	29.90	15.00	13,293	-6.5	-7.8	n.a.	54.3	44.8	35.2	43.2	33.2	26.7	11.4	21%	0%
芭田股份	002170 CH Equity	RMB	16.38	17.50	7.49	4,989	-2.0	15.4	59.6	420.0	55.5	30.9	129.2	37.8	24.3	8.1	2%	0%
辽通化工	000059 CH Equity	RMB	11.59	13.59	7.18	13,914	-	0.3	-0.1	70.9	37.6	16.7	20.1	8.3	6.3	2.3	3%	0%
川化股份	000155 CH Equity	RMB	6.92	9.78	5.16	3,252	-5.7	-7.9	-22.5	38.4	9.2	7.1	9.9	n.a.	n.a.	1.9	5%	n.a.
湖北宜化	000422 CH Equity	RMB	18.44	25.32	12.71	10,001	-5.4	-1.5	-13.6	42.1	16.8	13.0	6.6	4.7	4.1	3.9	9%	1%
四川美丰(*)	000731 CH Equity	RMB	6.43	9.88	5.57	3,214	-5.7	-13.0	-30.6	23.4	13.9	11.9	9.0	6.1	6.9	1.8	8%	1%
盐湖钾肥(*)	000792 CH Equity	RMB	63.96	78.05	36.45	49,093	-3.9	10.3	10.9	40.0	30.0	22.2	21.6	16.7	13.2	13.0	32%	1%
鲁西化工	000830 CH Equity	RMB	5.97	7.78	4.16	6,246	-7.4	-11.4	-3.1	45.9	32.3	17.3	9.4	6.8	5.5	2.5	5%	0%
泸天化	000912 CH Equity	RMB	7.18	11.36	5.92	4,200	-4.3	-10.3	-31.3	37.8	n.m.	359.0	7.6	9.0	5.8	1.8	5%	1%
建峰化工(*)	000950 CH Equity	RMB	7.69	13.85	6.45	4,605	-7.0	-11.4	-36.4	19.2	14.7	10.3	13.9	8.6	5.9	1.9	10%	n.a.
ST河化	000953 CH Equity	RMB	6.33	8.97	4.43	1,861	-5.0	-0.3	-25.5	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	15.0	-105%	0%
兴化股份	002109 CH Equity	RMB	10.04	12.25	7.08	3,598	-	-12.8	-7.6	40.2	37.9	30.0	20.8	21.7	18.2	3.4	9%	1%
ST天润	002113 CH Equity	RMB	7.90	14.20	7.80	935	-6.1	-11.7	-13.5	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	3.2	-24%	0%
云天化(*)	600096 CH Equity	RMB	26.72	31.60	14.65	15,768	3.8	11.9	12.1	200.8	44.0	28.0	12.7	8.0	6.6	3.4	2%	0%
云天化	600227 CH Equity	RMB	5.74	7.67	4.59	5,455	-7.0	-8.7	-1.7	28.7	42.5	23.0	17.3	n.a.	n.a.	1.7	6%	0%
昌九生化	600228 CH Equity	RMB	9.99	12.44	6.42	2,411	-6.5	-6.5	17.3	n.m.	n.a.	n.a.	63.0	n.a.	n.a.	11.6	-40%	0%
沧州大化	600230 CH Equity	RMB	13.41	22.08	10.80	3,478	-3.0	-2.0	-32.8	51.9	25.3	22.7	12.4	n.a.	n.a.	2.9	6%	1%
柳化股份	600423 CH Equity	RMB	9.75	13.27	7.67	3,894	-4.4	-3.5	3.2	182.8	35.7	17.5	13.7	10.4	8.2	2.7	1%	1%
华鲁恒升(*)	600426 CH Equity	RMB	13.56	25.25	11.10	6,722	-7.6	-7.3	-42.6	15.8	22.0	15.7	6.8	7.2	6.0	2.4	15%	1%
六国化工(*)	600470 CH Equity	RMB	12.96	16.94	9.97	4,225	-6.4	-6.2	1.3	54.0	29.7	22.2	36.5	17.3	13.8	1.9	4%	0%
ST鲁北	600727 CH Equity	RMB	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-3%	n.a.
China XLX Fertilizer	1866 HK Equity	HKD	3.43	4.84	2.64	3,430	-2.0	-6.8	5.2	n.a.	16.7	11.4	10.7	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.
Sinofert(*)	297 HK Equity	HKD	3.92	5.72	2.98	27,522	-2.2	-9.5	-8.6	n.m.	23.0	14.7	n.m.	11.3	8.3	2.2	-12%	0%
Koyo Chemical(*)	827 HK Equity	HKD	0.19	0.29	0.13	1,360	-3.0	-16.1	27.8	n.m.	13.0	4.7	33.0	6.4	2.8	1.5	-1%	0%
China BlueChem(*)	3983 HK Equity	HKD	5.56	6.77	4.25	25,632	0.9	-10.2	20.1	26.5	21.3	16.1	12.9	9.4	7.7	2.6	10%	1%
平均值										77.4	28.3	34.7	24.3	13.1	10.0	4.5	-1%	0%
中位数										41.1	27.5	17.3	13.7	9.0	6.9	2.6	5%	0%

资料来源: 公司资料, Wind, Bloomberg, 中金公司研究部, 注释: *为中金公司预测, 其余来自市场预测平均值

图表 5: 公司历史和预测的主要财务和经营数据、主要假设

损益表 (百万元)					销量(千吨)			
	2009A	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	1,721	1,912	2,413	2,951	复合肥	700	900	1,100
主营业务利润	218	279	354	431	纯碱	300	350	450
营业费用	24	27	34	42	氯化铵	250	350	450
管理费用	75	84	106	129	盐	400	400	400
财务费用	11	-1	-4	-3				
营业利润	103	170	219	263				
所得税	15	26	33	39				
净利润	95	145	186	224				
现金流量表 (百万元)					销售收入 (百万元)			
	2009A	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	229	92	160	212	复合肥	1,211	1,575	1,925
投资活动现金流净额	-94	-90	-400	-200	纯碱	384	448	576
融资活动现金流净额	-157	929	-62	-79	氯化铵	145	210	270
货币资金增加额	-21	931	-302	-67	盐	132	140	140
资产负债表 (百万元)					毛利 (百万元)			
	2009A	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
流动资产	886	1,687	1,560	1,680	复合肥	145	197	241
固定资产	516	556	891	1,005	纯碱	58	63	81
流动负债	915	366	459	556	氯化铵	33	48	62
长期负债	84	70	70	70	盐	46	52	56
股东权益	603	1,950	2,062	2,196				
总资产	1,602	2,387	2,591	2,823				
财务指标					毛利率			
	2009A	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
主营业务利润率	12.7%	14.6%	14.7%	14.6%	复合肥	12%	13%	13%
息税前利润率	6.9%	8.8%	8.9%	8.8%	纯碱	15%	14%	14%
净利润率	5.5%	7.6%	7.7%	7.6%	氯化铵	23%	23%	23%
净资产收益率	15.8%	7.4%	9.0%	10.2%	盐	35%	37%	40%
总资产收益率	5.9%	6.1%	7.2%	7.9%				
总资产负债率	62.3%	18.3%	20.4%	22.2%				
净资产负债率	165.5%	22.4%	25.7%	28.5%				
流动比率	0.97	4.60	3.40	3.02				
速动比率	0.61	3.62	2.41	2.02				
应收帐款周转期	58	58	58	58				
存货周转期	68	68	68	68				
分红比例	1.0%	40.0%	40.0%	40.0%				

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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