

分析师：	刘俊	(8621)68751310	meiyx@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490208090171
联系人：	梅崧玺	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn		
	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	张翔	(8627) 65799773	zhangxiang1@cjsc.com.cn		

打造产业链优势的复合肥龙头

事件描述

■ 发行与募投项目

新都化工公司本次拟向社会公开发行人4200万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将用于年产60万吨硝基复合肥和10万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目。

■ 公司是具有产业链优势的复合肥龙头

公司主要从事多系列、多品种复合肥的生产和销售以及围绕复合肥产业链进行的深度开发等业务，主要产品涵盖6大系列70多个品种的复合肥产品以及复合肥产业链环节产品：氯化铵、纯碱和工业盐。公司以“打造化工低成本、实现复合肥差异化，做中国最优秀的复合肥供应商”为战略目标，从上游资源着手，不断完善复合肥产业链，实现低成本的复合肥生产，最大程度获取产业链利润。

■ 国内化肥复合化率低为公司开拓未来市场发展空间

当前，我国化肥行业的复合化率已提升至31%，但与发达国家65%~75%的复合化率相比，我国复合化率水平仍然偏低。为提高我国复合肥施用率，石化协会最新提出至2015年全国化肥复合化率要提升至40%以上，为复合肥行业的增长奠定了基础。公司作为复合肥生产的龙头企业，受益于化肥行业升级所带来的全新机遇，未来的快速增长值得期待。公司目前现有生产能力已不能满足快速发展的市场需求，预计公司募投项目的初步完成，在进一步完善产业链的同时，将继续扩大市场份额，从而大幅度提升公司的业绩。

■ 盈利预测与申购价格

预计 2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.93 元、1.25 元和 1.72 元。按照 2011 年 25-30 市盈率，合理价格为 31.25-37.50 元。

事件评论

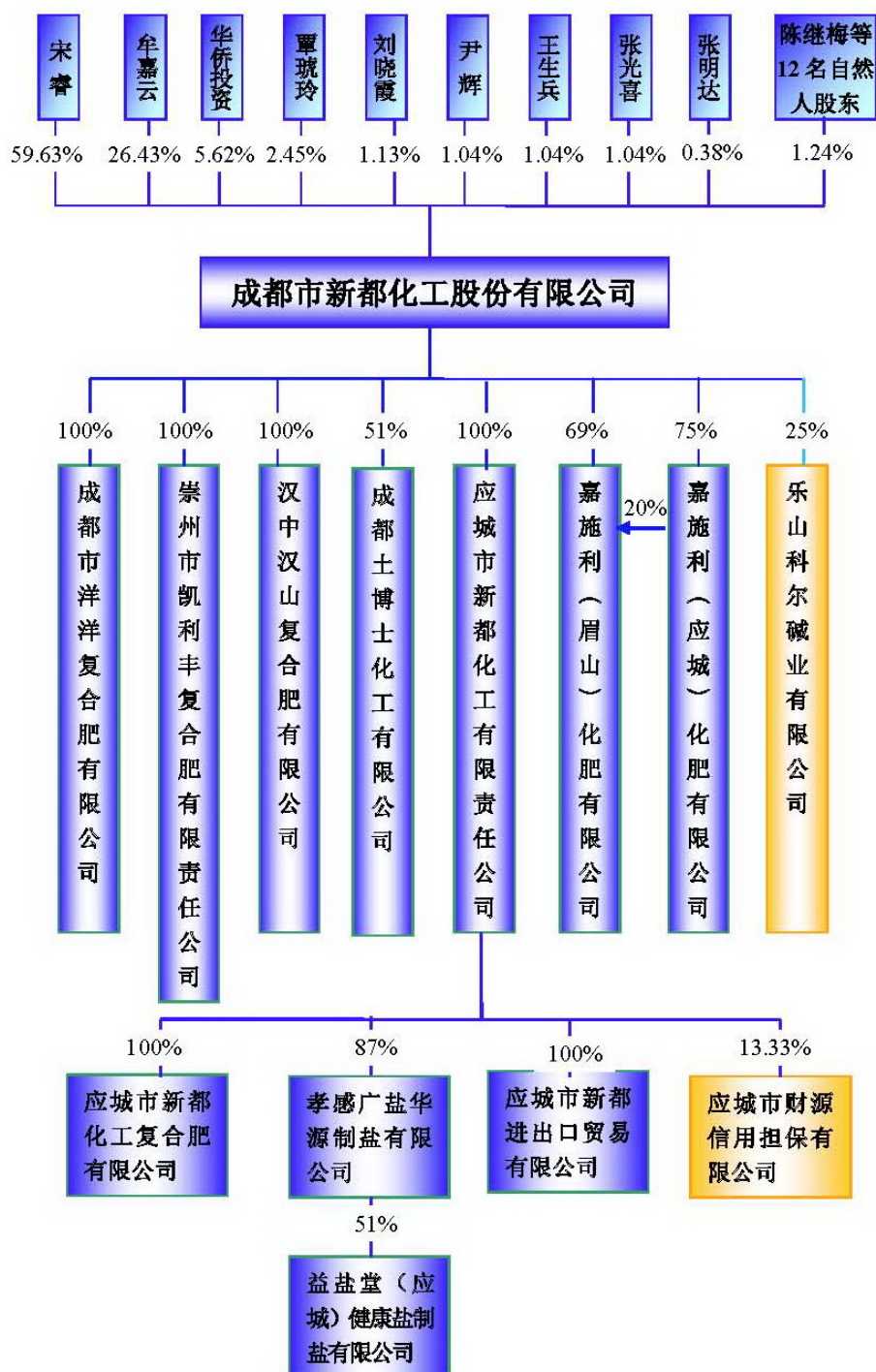
公司概况：具有产业链优势的复合肥龙头

公司主要从事多系列、多品种复合肥的生产和销售以及围绕复合肥产业链进行的深度开发等业务，主要产品涵盖 6 大系列 70 多个品种的复合肥产品以及复合肥产业链环节产品：氯化铵、纯碱和工业盐。公司以“打造化工低成本、实现复合肥差异化，做中国最优秀的复合肥供应商”为战略目标，从上游资源着手，不断完善复合肥产业链，实现低成本的复合肥生产，最大程度获取产业链利润。

股权结构

公司本次拟发行普通股 4200 万股，发行后总股本 16552 万股。发行前，公司副董事长兼总经理宋睿先生合计持有公司 59.63% 的股权，为公司实际控制人。此外，公司另有 19 位自然人股东和 1 位法人股东共持股 40.37%。其中，公司董事长牟嘉云女士与公司总经理宋睿先生为母子关系，公司副总经理张明达先生与公司总经理宋睿先生为翁婿关系。

图 1：新都化工股权结构图

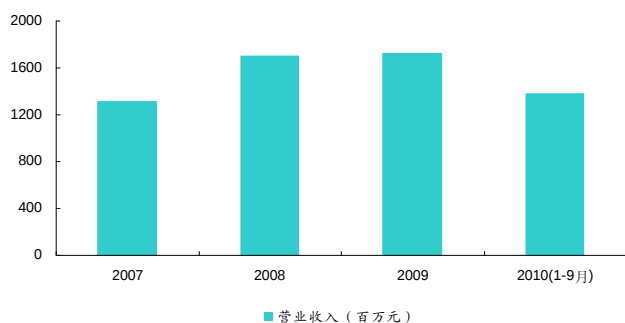


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司经营情况稳步上升

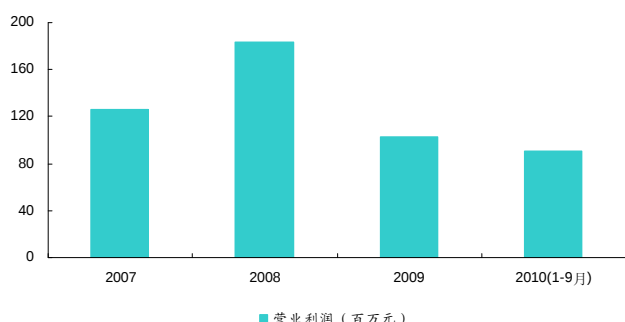
公司营业收入为2007年的13.15亿元达到2009年17.21亿元，年复合增长率14.37%；营业利润2007年1.26亿元，2008年1.84亿元，而2009年受金融危机影响下降至1.03亿元；净利润2007年1.06亿元，2008年1.56亿元，而2009年仅为1.05亿元；毛利率在2008年达到了21.10%的高点，而在其他几年内则维持在13%~15%的水平，在经历了2009年的金融危机后，毛利率逐步有小幅反弹的趋势。

图 2：近四年公司营业收入变化（百万元）



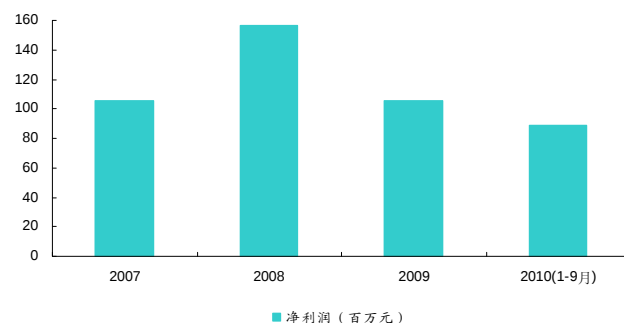
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：近四年公司营业利润（百万元）



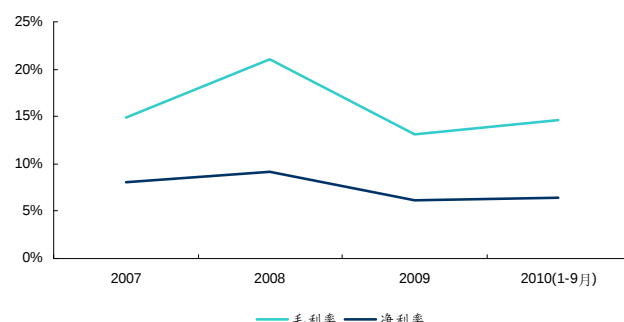
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：近四年公司净利润变化（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：近四年公司毛利率、净利率变化

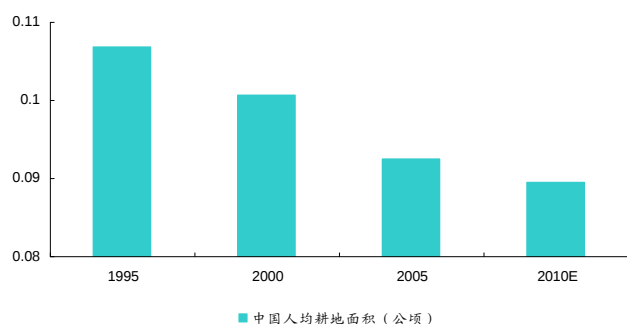


资料来源：公司公告，长江证券研究部

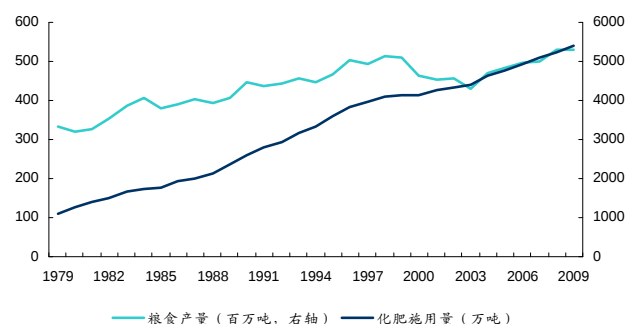
行业分析：国内化肥复合化率低为公司开拓未来市场发展空间

低复合化率有待提高，高端复肥面临全新机遇

国内当前面临粮食安全压力，肥料利用效率亟待提高。作为粮食生产大国和人口大国，中国仍然处于粮食安全问题这一危机的阴影之下。人口数量增长，耕地面积逼近 18 亿亩红线，粮食产量增长的压力渴望获得全新高效化肥的支撑。公司作为复合肥生产的龙头企业，受益于化肥行业升级所带来的全新机遇，未来的快速增长值得期待。

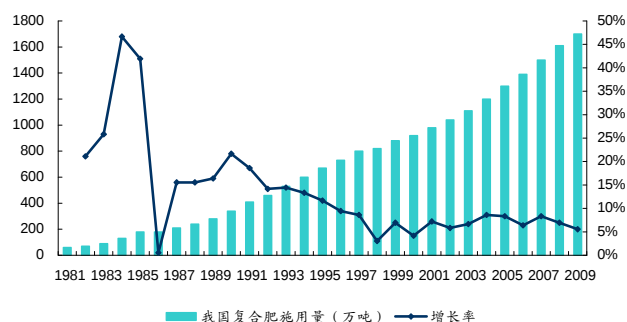
图 6：中国人均耕地面积逐年下降


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

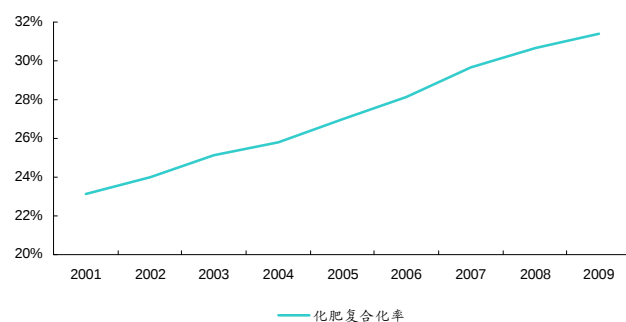
图 7：粮食生产量增长远低于化肥施用量的增长


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

目前，随着复合肥逐渐被市场所认可，我国化肥复合化率不断提高，复合肥施用量迅速增加。据国家统计局数据，在过去10年，我国化肥复合化率一直稳步提高，已由23.13%提高至31.43%；但与国际上平均35-40%、发达国家高达65-75%水平相比，仍明显偏低。根据农业部的要求，到2010年我国化肥复合化率要提高至50%左右。

图 8：我国复合肥施用量逐年稳定增长（万吨）


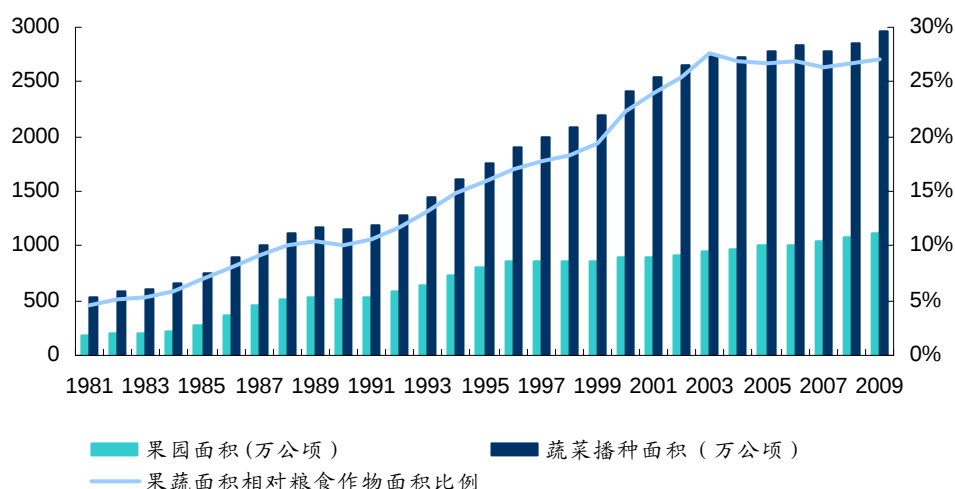
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：国内化肥复合化率逐年增长但仍然偏低


资料来源：公司公告，长江证券研究部

近年来，随着市场经济的发展和人们生活水平的提高及环境意识的加强，在保持粮食稳产的同时，以蔬菜、水果为代表的经济作物种植面积将会有所扩大，由于经济作物亩均化肥施用量远远高于粮食作物，且对高端复合肥料的需求明显大于一般粮食作物，因此包括硝基复合肥在内的高端复合肥需求量将不断提升。

图 10：以蔬菜、水果为代表的经济作物种植面积逐年增长



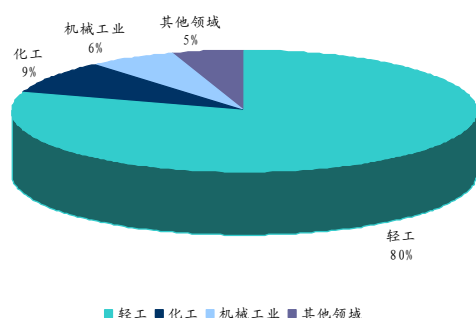
资料来源：公司公告，长江证券研究部

随着近年来土地流转政策的推广实施，集约化农业和设施农业生产方式得以大量复制，也为滴灌、喷灌等先进施肥方式的大面积采用提供了必要的基础条件。二元及三元硝基复合肥具有的良好水溶性和极低的残渣率，极适宜于滴灌、喷灌等先进施肥方式。国家农业部农技推广中心节水处在复合肥行业多次行业峰会或论坛明确表态，鼓励使用硝态氮作为滴灌、喷灌等节水施肥方式的可选肥料品种，原则上要控制或杜绝使用酰胺态氮（即尿素）。因此，随着现代集约化设施农业的逐步推广，硝基复合肥作为最为适宜的高端复合肥品种，其面临因传统施肥方式向现代化先进施肥方式转变，而带来的极大的市场机遇。

硝酸钠与亚硝酸钠市场前景广阔

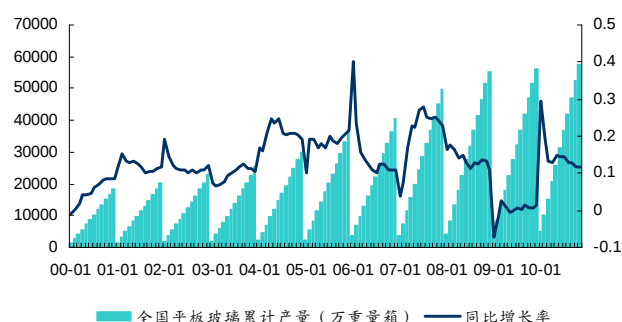
硝酸钠、亚硝酸钠是重要的无机化工产品，是染料工业、玻璃制造业、机械冶金、医药工业的重要原料，市场前景广阔。其中硝酸钠在国内消费组成中轻工占 80%、化工 9%、机械工业 6%、其它 5%，消耗大户为轻工业的玻璃行业。

图 11：硝酸钠应用领域



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 12：我国平板玻璃产量逐年增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：亚硝酸钠应用领域

应用领域	产品
染料	助染剂、H 发乳剂的生产，基氮苯，对氨基氮等中间体，有机颜料生产
医药	己胺吡啶、安基吡啉、安乃近、呋喃唑酮等
农药	制造辛硫磷、灭多威等
金属加工	用金属热处理剂和电镀缓蚀剂

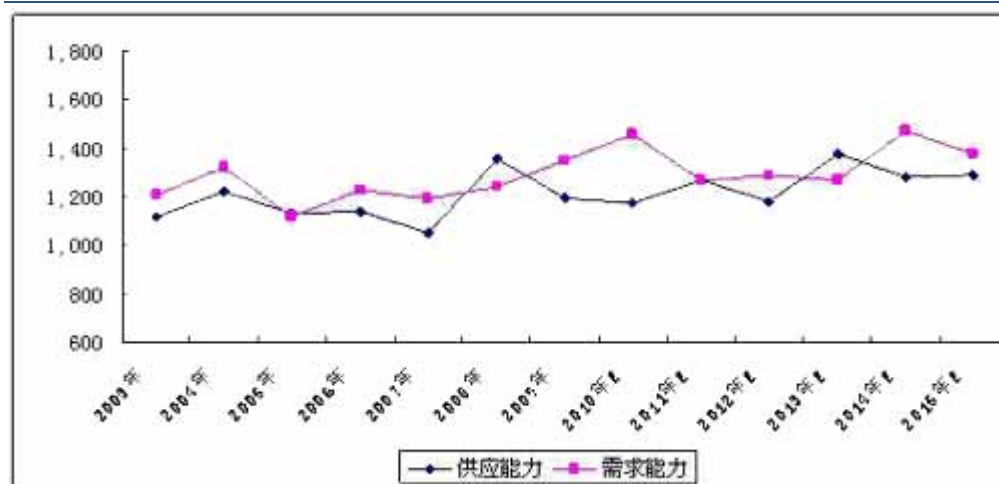
肉类食品
 纺织
 精细化工
 建材

改良剂和防腐剂
 多种织物染色的媒染剂，丝绸和棉麻的漂白剂等
 生产香兰素等
 作为混凝土防冻剂

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

随着我国国民经济的发展，矿山、冶金、玻璃、机械制造及印染行业的发展，国内对硝酸钠和亚硝酸钠的需求也显上升趋势。从供给来看，目前我国硝酸钠和亚硝酸钠的总生产能力约 85 万吨/年，其中硝酸钠生产能力 40 万吨/年左右，亚硝酸钠的生产能力在 45 万吨/年左右；从需求来看，目前国内两钠的社会需求量约 116 万吨/年，其中，硝酸钠的社会需求量为 51 万吨/年，亚硝酸钠的社会需求量为 65 万吨/年，今后市场对硝酸钠的需求将以每年 5%~8% 的速度增长，亚硝酸钠的需求也在稳步增长之中。

图 13：亚硝酸钠供求关系及预测



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司分析：主营业务优势尽显

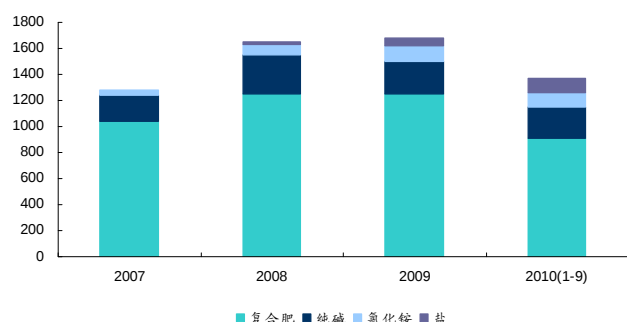
公司毛利稳定，核心业务增长飞跃

公司主要从事多系列、多品种复合肥的生产和销售以及围绕复合肥产业链进行的深度开发等业务，主要产品涵盖 6 大系列 70 多个品种的复合肥产品以及复合肥产业链环节产品：氯化铵、纯碱和工业盐。

从主营产品的营业收入占比来看，复合肥占 2007 年营业收入比例超过 80%，但占比逐年下降，到 2009 年达到 66.4%。其次公司纯碱、氯化铵的营业收入占比相对都较小，但占比逐年上升分别达到 18% 和 8%，此外盐的营业收入占比较小，2008 年开始贡献收入，但也逐年上涨。

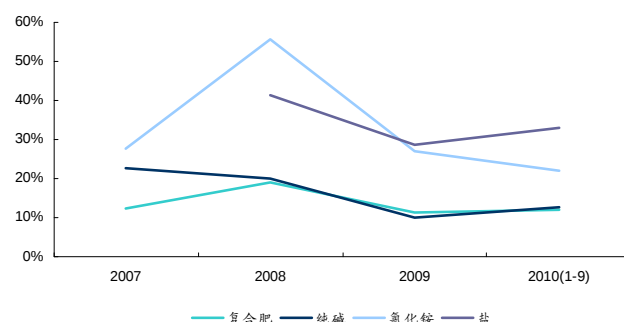
从产品毛利率的角度来看，公司的产品销售毛利率比较稳定。其中，复合肥的毛利率保持在 12%-19% 之间；纯碱的毛利率在 2009 年达到低点后开始反弹；氯化铵的毛利率在 2008 年创出 55.7% 的高点外，其余时间维持在 21%~28% 之间，盐的毛利率则较平稳的维持在 3%~4% 之间。

图 14: 近四年公司主营构成按产品分类



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 15: 近四年公司各产品毛利率变化

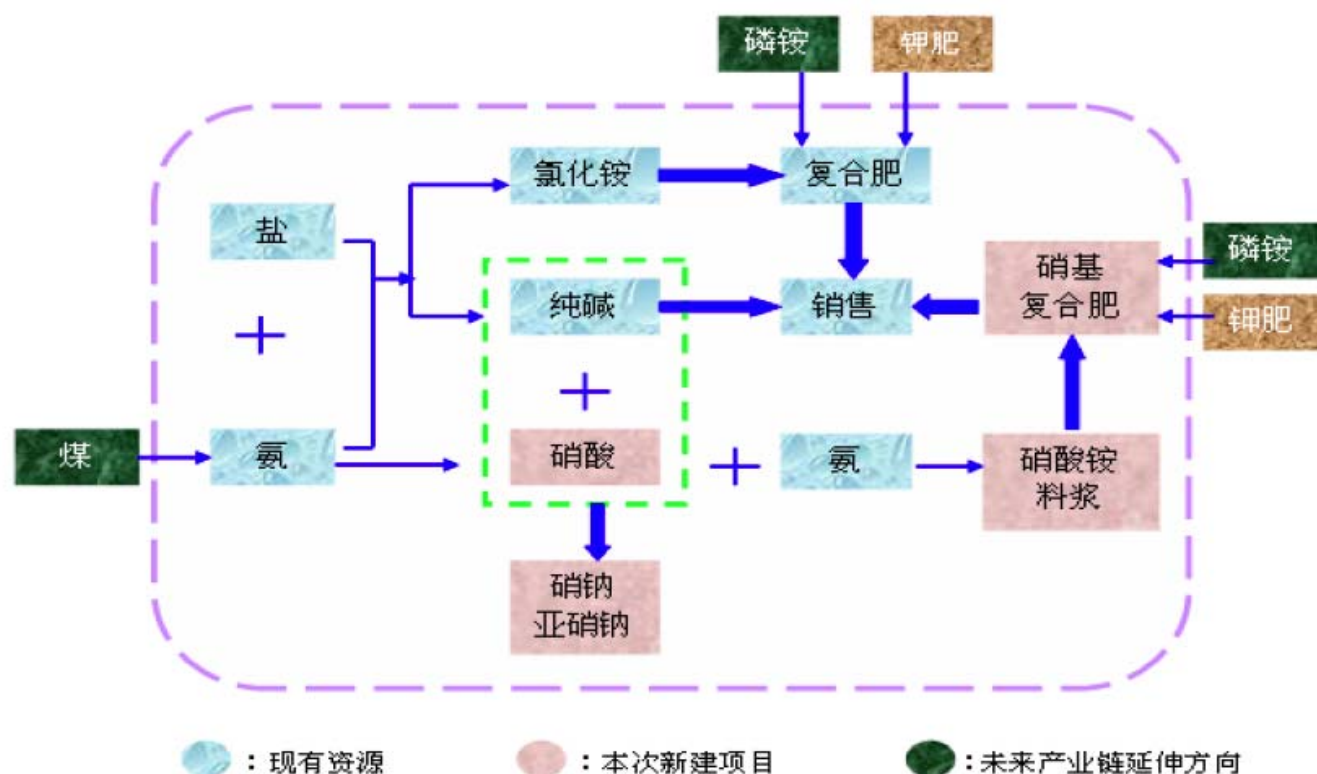


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

产业链整合优势尽显

公司以“打造化工低成本、实现复合肥差异化，做中国最优秀的复合肥供应商”为战略目标，从上游资源着手，不断完善复合肥产业链，实现低成本的复合肥生产，公司目前已经形成了从盐→氯化铵→氯基复合肥的完整产业链。本次募集资金项目完成后，公司还将进一步延伸硝酸→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，在更深层次上完善本公司复合肥产业链。届时，公司三条完整产业链将进一步优化产业链各环节的生产效率，节约成本，丰富现有产品线，将产业链协同效应发挥到极致。

图 16: 公司现有及募投项目所建产业链

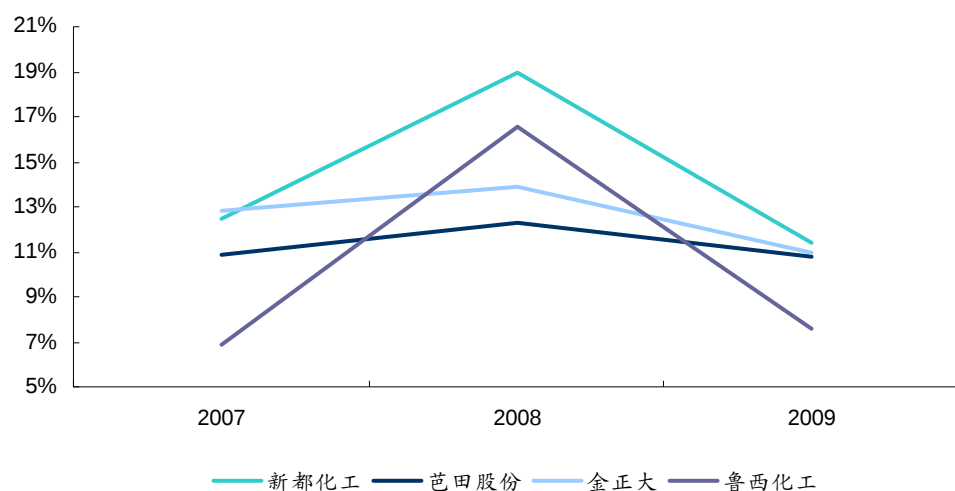


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

受益于产业链的整合，公司氯基复合肥的原材料采购成本明显低于行业内其他企业。同时，由于公司该条产业链全部

建于湖北基地，且是在 1 平方公里范围内实现的，公司盐厂、碱厂及复合肥厂的水（热能）、电及包装、物流费用得以最大程度的互补或削减，从而帮助公司有效实施成本控制，最终使得公司盈利能力得到保障，整体毛利率高于行业平均水平。

图 17：新都化工在复合肥领域的毛利率高于同行业水平



资料来源：公司公告，长江证券研究部

硝基复合肥将成为业绩增长点

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。公司作为国内少数几家掌握三元硝基复合肥核心工艺技术的生产企业之一，被国家标委会技术委员会选取作为国家水溶性肥料行业标准的唯一企业起草单位，不仅拥有相关技术优势和生产经验，而且通过募投项目的建设，将实现硝基复合肥最为重要的硝铵原材料的完全自主和低成本供应。

公司本次募投项目为建设 60 万吨硝基复合肥生产线。项目达产后，公司将进一步成为国内规模最大的硝基复合肥供应商，硝基复合肥产能占比将由原来的 13.1% 提高至 37.6%，高端复合肥的产能规模得到大幅提高。且由于目前我国硝基复合肥特别是三元硝基复合肥的自给能力较弱，销售以卖方市场为主，供求失衡又导致硝基复合肥的单位售价较普通复合肥高出一倍有余，市场前景十分看好。因此随着公司高端复合肥市场份额的提升，公司整体盈利能力将得到跨越式提高。

募投项目

公司本次拟向社会公开发行人 4200 万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将用于年产 60 万吨硝基复合肥和 10 万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目，预计总投资 6.1 亿元。

公司募投项目投产后，预计项目每年可实现税后利润 11217 万元，项目建设期 1 年，在未来将大大提高公司业绩。

表 2：公司募投项目资金使用情况

项目名称	总投资额	建设期	达产后产能	达产后预计实现税后利润	投资回收期	内部收益率	盈亏平衡点
年产 60 万吨硝基复合肥、10 万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目	61025 万元	1 年	60 万吨（实际约 41 万吨）硝基复合肥、10 万吨硝酸钠/亚硝酸钠	11217 万元	5.23 年	22.44%	61.09%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.93 元、1.25 元和 1.72 元。按照 2011 年 25-30 市盈率，合理申购价格为 31.25-37.50 元。

公司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	1720	2415	3061	4034	货币资金	286	1095	1073	1279
营业成本	1494	2050	2596	3408	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	226	365	465	625	应收账款	26	38	48	64
% 营业收入	13.2%	15.1%	15.2%	15.5%	存货	324	441	559	734
营业税金及附加	8	12	15	19	预付账款	248	340	431	566
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	24	39	49	65	流动资产合计	886	1919	2115	2648
% 营业收入	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	75	111	141	182	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.4%	4.6%	4.6%	4.5%	长期股权投资	21	21	21	21
财务费用	11	9	0	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.4%	0.0%	0.0%	固定资产合计	548	842	1088	1187
资产减值损失	-1	1	1	1	无形资产	146	138	131	125
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-6	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	103	193	260	359	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	6.0%	8.0%	8.5%	8.9%	资产总计	1602	2920	3356	3981
营业外收支	17	0	0	0	短期贷款	356	0	0	0
利润总额	120	193	260	359	应付款项	361	496	628	824
% 营业收入	7.0%	8.0%	8.5%	8.9%	预收账款	180	251	318	419
所得税费用	15	24	32	44	应付职工薪酬	5	6	8	10
净利润	105	170	229	315	应交税费	2	3	5	6
归属于母公司所有者的净利润	95.2	153.5	206.7	285.3	其他流动负债	11	15	19	25
少数股东损益	10	16	22	30	流动负债合计	915	772	978	1285
EPS (元/股)	0.58	0.93	1.25	1.72	长期借款	70	70	70	70
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	12	0	0	0
经营活动现金流净额	229	297	409	546	其他非流动负债	2	3	5	7
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	999	845	1053	1362
收回现金					归属于母公司	547	2002	2209	2494
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	57	73	95	125
固定资产投资	-94	-424	-431	-340	股东权益	603	2075	2304	2619
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1602	2920	3356	3981
投资活动现金流净额	-94	-424	-431	-340	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	1302	0	0	EPS	0.575	0.927	1.248	1.724
银行贷款增加 (减少)	-200	-356	0	0	BVPS	4.43	16.21	13.35	15.07
筹资成本	103	-9	0	0	PE	23.70	14.71	10.93	7.91
其他	-60	0	0	0	PEG	0.54	0.33	0.25	0.18
筹资活动现金流净额	-157	936	0	0	PB	3.08	0.84	1.02	0.91
现金净流量	-21	809	-22	206	EV/EBITDA	13.42	3.62	2.78	1.73
					ROE	17.4%	7.7%	9.4%	11.4%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士。

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
程 杨	华北区总经理助理（8621）68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理（8621）68751926	13818973382	lijx@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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。