



上市公司新股研究报告

证券研究报告
化工—基础化工原料与制品

建议申购

股票价格

发行价格	33.88 元
合理价格区间	29.73-35.04 元

发行后股本结构

总股本（万股）	16552.00
流通 A 股（万股）	4200.00

重要日期

网下申购日	2011 年 01 月 06 日
网上申购日	2011 年 01 月 06 日

相关研究

石化及基础化工分析师
邓勇

SAC 执业证书编号:S0850200010381
电话: 021-23219404
Email: dengyong@htsec.com

联系人: 易国辉
电话: 021-23219737
Email: yith@htsec.com

新都化工（002539）

2011 年 1 月 5 日

逐步整合上下游，打造一体化复合肥企业

新都化工是国内复合肥十强企业，公司拥有“根动力”系列的高端硝基复合肥品牌，而且是国内唯一一个拥有全线复合肥产品的供应商。依靠对上下游的逐渐整合，公司将有望享受整个复合肥产业链的利润。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	0.94	22.57	12.54	21.71
净利润增长率（%）	-32.74	56.36	20.62	27.44
综合毛利率（%）	13.16	16.86	16.09	16.66
每股收益（元）	0.58	0.88	1.06	1.35

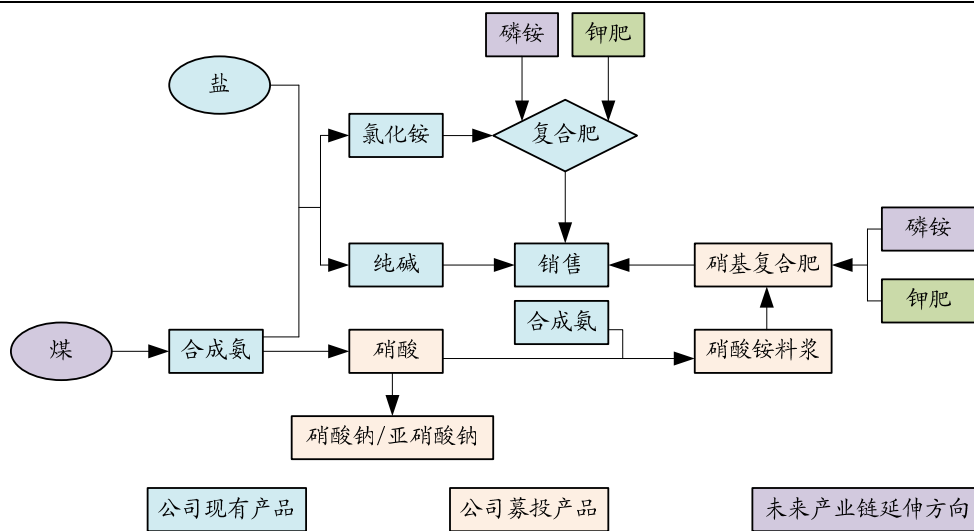
注：2009-2012 年 EPS 按发行后的总股本计算
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

- **公司基本情况。**新都化工主要从事复合肥的生产和销售，公司从上游资源着手，不断完善复合肥产业链。目前，公司已经形成了从盐到氯化铵、氯基复合肥的完整的产业链布局和物流体系，产品涵盖 6 大系列 70 多个品种的复合肥产品以及氯化铵、盐和纯碱等。公司现有产能包括 168 万吨复合肥、50 万吨纯碱、55 万吨氯化铵和 80 万吨盐，复合肥产能居于全国第九位。
- **复合肥是公司的核心产品。**公司收入主要来自于复合肥、纯碱、氯化铵和盐等四块业务，其中复合肥贡献了公司主要的收入和毛利。2010 年前三季度公司实现主营业务收入和主营业务毛利分别为 13.80 亿、2.02 亿，其中复合肥业务实现的主营业务收入和主营业务毛利为 9.07 亿、1.08 亿，所占比重分别为 65.76%和 53.51%。
- **公司核心竞争优势。**新都化工的核心竞争优势在于四点：其一是不断向上下游拓展逐渐形成完善的复合肥产业链布局；其二是能够同时提供所有品种的复合肥产品给经销商带来成本的节约和效益的提升；第三是生产基地的合理布局奠定的快速交货能力；最后是拥有“桂湖”牌全国驰名商标和“根动力”系列国内高端硝基复合肥产品带给公司提高市场占有率和开拓新市场的潜力。
- **募集资金投向。**公司本次拟向社会公开发行 4200 万人民币普通股，占发行后总股本的 25.37%，募集资金主要投向“年产 60 万吨硝基复合肥、10 万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目”。我们认为本次募投项目有利于进一步完善公司的产业链，从而充分发挥产业协同优势，保持公司的低成本优势，实现公司现有资源、设备的有效整合。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计新都化工 2010-2012 年 EPS 分别为 0.88、1.06 和 1.35 元，未来三年 EPS 年均复合增长率为 23.99%。根据我们对复合肥以及所有上市化肥企业的估值分析，综合考虑公司产业链逐渐完善等竞争优势，我们给予公司 2011 年 28-33 倍动态 PE，对应的合理价值区间为 29.73-35.04 元。公司发行价为 33.88 元，因此我们“建议申购”。
- **风险提示。**原材料价格波动、产品价格波动、行业竞争加剧和实质控制人不当控制风险。

1. 逐步完善产业链，打造一体化复合肥企业

新都化工主要从事复合肥的生产和销售，公司从上游资源着手，不断完善复合肥产业链。目前，公司已经形成了从盐到氯化铵、氯基复合肥的完整的产业链布局和物流体系，产品涵盖 6 大系列 70 多个品种的复合肥产品以及氯化铵、盐和纯碱等。公司现有产能包括 168 万吨复合肥、50 万吨纯碱、55 万吨氯化铵和 80 万吨盐，复合肥产能在数字商务网 2009 年的统计数据中居于全国第九位。

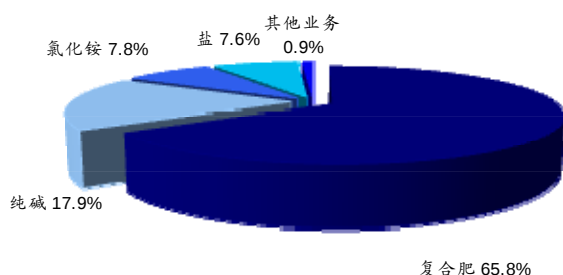
图 1 新都化工产业链结构图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

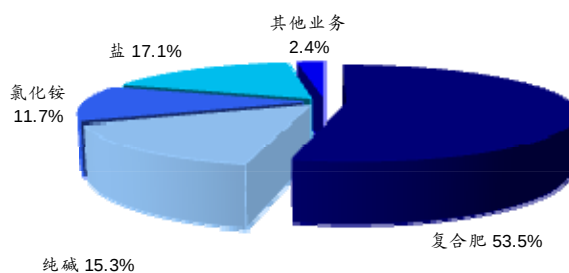
目前公司收入主要来自于复合肥、纯碱、氯化铵和盐等四块业务，其中复合肥贡献了公司主要的收入和毛利。2010 年前三季度公司实现主营业务收入和主营业务毛利分别为 13.80 亿、2.02 亿，其中复合肥业务实现的主营业务收入和主营业务毛利为 9.07 亿、1.08 亿，所占比重分别为 65.76%和 53.51%。

图 2 新都化工 2010 年前三季度主营业务收入结构



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 3 新都化工 2010 年前三季度主营毛利构成



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

公司发行前总股本为 12352 万股，本次拟公开发行 4200 万股，占发行后总股本的 25.37%。本次发行前，公司董事长宋睿持有 59.63%的股份，是公司第一大股东兼实际控制人，其母亲和岳父分别持有 26.43%、0.38%的股份；本次发行后，宋睿仍直接或间接控制公司 64.50%的股份，处于绝对控股地位。

表 1 新都化工 IPO 前后股权结构

股东类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
一、有限售条件的流通股	12352.00	100.00	12352.00	74.63
宋睿	7365.66	59.63	7365.66	44.50
牟嘉云	3264.24	26.43	3264.24	19.72
华侨投资	694.00	5.62	694.00	4.19
张明达	46.63	0.38	46.63	0.28
其余 17 名自然人	981.47	7.95	981.47	5.93
二、本次发行流通股			4200.00	25.37
合计	12352.00	100.00	16552.00	100.00

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

2. 公司核心竞争优势

我们认为，公司的竞争优势主要体现在：

(1) 逐步完善的一体化产业链布局。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，公司配套建设了 35 万吨联碱项目，用于生产纯碱、氯化铵产品，其中氯化铵主要作为复合肥生产的单质肥原材料，纯碱作为公司复合肥产业链的副产品用于外销。2008 年，公司收购了广盐华源，从而进一步向氯化铵的上游原盐资源延伸。此外，公司此次 IPO 项目也将以合成氨为基础，向下游硝酸、硝酸铵浆料（生产硝基复合肥的主要原材料）延伸，而且未来公司有意向往资源稀缺性明显的煤、磷铵方向发展。我们认为，以公司历史上对产业链的拓展经历来看，公司未来继续深入延伸产业链的能力较强，最终有望形成一体化的复合肥布局，充分享受整个产业链的利润。

(2) 拥有全线复合肥产品的优势。按照营养元素的种类可以将复合肥分为二元复合肥和三元复合肥；按照原料构成的种类及性质可以将复合肥分为氯基复合肥、硫基复合肥、硝基复合肥和尿基复合肥；按照肥料所含养分形成可将复合肥分为无机肥料、有机肥料和无机-有机复混肥料。公司拥有 6 大系列 70 多个品种的复合肥产品，同时具备以上三种复合肥分类方法的所有品种，是国内唯一一家能够提供复合肥全线产品的厂商。同时给经销商提供同一品牌、不同品种的全线复合肥将使经销商在集中采购时能够省时、省力；也能够使得经销商在公司的价格策略、营销推广等方面获得较大的优惠，从而提供更有竞争力的终端产品价格；经销商在对产品进行宣传时仅宣传一个品牌就可以取得同时宣传多个产品的优势，从而充分享受品牌的延伸效应，扩大公司产品的市场影响力和销售规模。

(3) 快速的交货能力。农业生产具有较强的季节性，广大农民在备肥时间上的不确定性要求供应商能够及时提供产品，从而享受行业年度景气高点的高毛利，这就对供应商的交货能力提出了较高的要求。化肥行业整体利润比较低，运输费用占流通费用的 70% 左右，从而使得产品存在一定的销售半径，一般化肥都实行本地销售为主，多点对单点、单点对多点的快速交货能力使得本地供应商具有明显的市场竞争优势。公司生产基地的全国性布局合理，在快速交货能力上，比同行业竞争对手相比具有明显的优势。

(4) 品牌优势。公司的“桂湖”牌复合肥先后获得“四川省名牌产品”、“四川省著名产品”、“四川省无公害农产品使用肥料”以及“中国驰名商标”等称号，是西南地区首批获得“中国驰名商标”的复合肥品牌。此外，公司的“根动力”系列硝基复合肥已经成为国内高档复合肥的领导品牌。种种称号的认可均有利于公司提高市场占有率和开拓新产品的市场空间。

3. 募集资金投向

新都化工本次拟向社会公开发行人 4200 万人民币普通股, 占发行后总股本的 25.37%。此次募集资金主要投向“年产 60 万吨硝基复合肥、10 万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目”, 项目建设期为 1 年。我们认为本次募投项目有利于进一步完善公司的产业链, 从而充分发挥产业协同优势, 保持公司的低成本优势, 实现公司现有资源、设备的有效整合。

表 2 新都化工 IPO 募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)
年产 60 万吨硝基复合、10 万吨硝酸钠及亚硝酸钠	61025.00
合计	61025.00

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

根据海通证券盈利预测模型, 我们预计新都化工 2010-2012 年将实现 EPS 分别为 0.88 元、1.06 元和 1.35 元, 公司未来三年 EPS 的年均复合增长率为 23.99%。

表 3 新都化工预测利润表 (万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	131536.85	170439.33	172049.55	210879.64	237324.03	288835.53
营业收入增长率 (%)	-	29.58	0.94	22.57	12.54	21.71
营业成本	111895.46	134472.96	149411.05	175335.44	199133.37	240712.44
营业税金及附加	252.08	624.63	823.63	1159.84	1186.62	1299.76
销售费用	2631.11	2812.24	2425.23	2846.88	3203.87	3899.28
管理费用	3089.52	8084.00	7522.06	8962.38	10086.27	12275.51
财务费用	1067.35	2925.88	1097.38	3163.19	-474.65	0.00
资产减值损失	114.75	2999.45	-86.65	180.51	0.00	0.00
其他经营损益	106.77	-132.88	-577.82	-337.41	0.00	0.00
营业利润	12593.35	18387.27	10279.03	18893.99	24188.55	30648.54
加: 营业外收入	608.00	1458.91	1801.61	2558.09	0.00	0.00
减: 营业外支出	185.70	818.36	98.27	79.00	0.00	0.00
利润总额	13015.65	19027.83	11982.37	21373.08	24188.55	30648.54
减: 所得税	2442.24	3380.48	1457.20	4915.81	4337.06	5349.73
净利润	10573.41	15647.35	10525.18	16457.27	19851.48	25298.81
少数股东损益	1861.97	729.23	1000.60	1886.00	2274.98	2899.24
归属于母公司所有的净利润	8711.44	14918.13	9524.58	14571.27	17576.50	22399.57
基本 EPS (元)	0.53	0.90	0.58	0.88	1.06	1.35

注: 2007-2012 年 EPS 按照发行后的股本计算

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

表4 新都化工盈利预测基本假设

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
复合肥							
主营业务收入	万元	104045.61	124920.60	125288.88	132137.19	153282.98	193260.24
主营业务成本	万元	91062.30	101205.83	110950.38	115620.04	132521.31	164547.29
产量	万吨	71.49	67.38	72.49	76.82	88.35	110.43
销量	万吨	75.57	66.14	73.17	76.82	88.35	110.43
平均价格	元/吨	1376.90	1888.81	1712.40	1720.00	1735.00	1750.00
单位成本	元/吨	1205.08	1530.24	1516.43	1505.00	1500.00	1490.00
毛利率		12.48	18.98	11.44	12.50	13.54	14.86
纯碱							
主营业务收入	万元	20129.72	30047.51	24733.70	45734.38	48295.50	57954.60
主营业务成本	万元	15539.77	23990.61	22283.05	36587.50	41709.75	50051.70
产量	万吨	16.88	20.76	29.27	36.59	43.91	52.69
销量	万吨	16.60	21.01	29.28	36.59	43.91	52.69
平均价格	元/吨	1212.44	1429.86	844.83	1250.00	1100.00	1100.00
单位成本	元/吨	935.98	1141.63	761.12	1000.00	950.00	950.00
毛利率		22.80	20.16	9.91	20.00	13.64	13.64
氯化铵							
主营业务收入	万元	4105.06	7993.90	12108.14	17694.54	21556.11	25496.27
主营业务成本	万元	2963.46	3543.91	8849.54	13123.45	15987.45	18909.73
产量	万吨	18.91	23.25	31.84	40.25	48.30	57.95
销量	万吨	6.70	7.93	19.52	29.49	35.93	42.49
平均价格	元/吨	612.61	1008.18	620.40	600.00	600.00	600.00
单位成本	元/吨	442.25	446.95	453.43	445.00	445.00	445.00
毛利率		27.81	55.67	26.91	25.83	25.83	25.83
盐							
主营业务收入	万元		2506.48	5873.82	13589.01	12206.23	9843.73
主营业务成本	万元		1469.80	4195.97	8924.12	7672.49	5774.99
产量	万吨		24.83	60.86	85.64	88.00	90.00
销量	万吨		7.33	26.45	40.56	34.87	26.25
平均价格	元/吨	-	342.05	222.10	335.00	350.00	375.00
单位成本	元/吨		200.58	158.66	220.00	220.00	220.00
毛利率			41.36	28.56	34.33	37.14	41.33
其他业务							
其他业务收入	万元	3256.63	4970.96	4045.09	1724.53	1983.22	2280.70
其他业务成本	万元	2329.93	4262.82	3132.10	1080.33	1242.38	1428.73
合计							
营业收入合计	万元	131537.02	170439.46	172049.63	210879.64	237324.03	288835.53
营业成本合计	万元	111895.46	134472.96	149411.05	175335.44	199133.37	240712.44
综合毛利率	%	14.93	21.10	13.16	16.86	16.09	16.66

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

我们选取了4家拥有复合肥业务的上市公司以及同时招股的司尔特进行估值分析,它们2010-2011年平均动态PE分别为46倍、31倍,同时A股中所有化肥行业上市公司2010-2011年的动态PE分别为40倍、24倍。考虑到公司产业链布局逐渐完善等竞争优势,我们给予公司2011年28-33倍动态PE,对应的合理价值区间为29.73-35.04元,公司发行价格为33.88元,因此我们建议申购。

表5 可比上市公司相对估值比较

证券代码	证券简称	最新股价(元)	EPS(元)		PE(X)	
			2010E	2011E	2010E	2011E
002170	芭田股份	18.20	0.30	0.53	60.67	34.34
000830	鲁西化工	6.20	0.19	0.41	32.63	15.12
002470	金正大	19.40	0.43	0.55	45.12	35.27
600470	六国化工	13.39	0.29	0.38	46.17	35.24
002538	司尔特	26.00	0.58	0.73	44.83	35.62
平均					45.88	31.12

注:股票价格为1月4日收盘价

资料来源:聚源数据,海通证券研究所

5. 风险揭示

(1) 原材料价格波动风险。公司的主要原材料包括氮、磷、钾等各种单质肥。虽然公司通过产业链延伸逐渐满足了氮肥的需求,而且公司也有意向向磷铵延伸,但是由于国内钾资源的稀缺性以及未来往磷铵延伸的不确定性,公司复合肥的成本将受到钾肥和磷肥价格波动的影响。

(2) 产品价格波动风险。复合肥作为重要的支农物资,国内供应充足,而大量处于半停状态的中小复合肥企业的存在使复合肥价格存在一定的不确定性;公司的纯碱产品属于大宗基础化工原料,国内产能过剩导致产品价格波动较大,特别是今年以来纯碱价格更是经历了“M”型波动的行情。公司主要产品价格的波动给公司的业绩带来了不确定性,因此公司面临产品价格波动风险。

(3) 行业竞争加剧风险。本次募投项目完成后,公司将新增60万吨硝基复合肥的产能,公司的“根动力”品牌复合肥已成为国内高端的硝基复合肥品牌,因此与国外产品竞争较为激烈,新产能的大量投产将对公司的销售形成一定的压力。未来复合肥产业的行业内整合将是不可逆转的趋势,这将对公司管理层的能力和前瞻性形成一定的要求,未来行业内的竞争也将加剧。

(4) 实质控制人不当控制风险。董事长宋睿先生在发行后仍直接或间接控制公司64.50%的股份,虽然公司建立了完善的公司治理制度,但是不排除公司实质控制人通过行使表决权做出不利于公司小股东的决策。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份、兴发集团

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。