



新都化工 (002539) 调研报告: 全产业链优势助新都化工腾飞

化工化肥行业

首次评级: 增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
新都化工	23.1	7.1	15.1
沪深 300	8.0	-7.0	19.4

市场数据 2011/7/18

当前价格 (元)	33.71
52 周价格区间 (元)	26.39-34.45
总市值 (百万)	5579.68
流通市值 (百万)	1415.82
总股本 (万股)	16552.00
流通股 (万股)	4200.00
日均成交额 (百万)	32.54
近一月换手 (%)	71.24

相关报告

分析师

鄢祝兵

SAC 执业证书编号: S0350210050001

电话: 0755-83704850

邮件: yanzb@ghzq.com.cn

翟卢琼

电话: 0755-83709401

邮件: zhailq@ghzq.com.cn

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

- 新都化工以生产和销售多系列、多品种复合肥及围绕复合肥产业链深度开发为主营业务,主要产品涵盖 6 大系列 70 多个品种的复肥产品以及复合肥产业链环节产品氯化铵、磷酸一铵、纯碱、工业盐、食用盐及品种盐,是中国复肥行业唯一全线产品供应商。2011 年半年度业绩预计可实现归属于上市公司股东的净利润 11,424 万元-12,376 万元,每股收益为 0.69 元-0.75 元,略超我们的预期。
- 复合高效是化肥行业发展方向,化肥复合化率则是衡量一个国家化肥工业发展水平和农业发展水平的重要标志。低端氯基复合肥市场成熟度高,且同质化严重,故主要以价格战作为竞争手段。硝基复合肥具有速溶性、速效性、高效性等诸多特性,因而特别适用于满足南方多季作物和北方干旱半干旱地区作物的需要。同时,硝基复合肥作为最适宜滴灌、喷灌等现代农业施肥方式的化肥之一,随着施肥方式的改变和对节水、环保等的观念不断提升,硝基复合肥的应用前景日益广阔,已经逐渐成为复合肥的未来发展方向。
- 公司具有全产业链打造低成本优势。公司已经完成了从盐→氯化铵→氯基复合肥的完整产业链打造,募集资金项目完成后,公司将进一步延伸硝酸→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。
- 高端硝基复合肥拥有技术优势。公司已经完全掌握了生产三元硝基复合肥的核心技术,成为国内少数几家掌握三元硝基复合肥生产技术的生产商,特别是在硝氯基生产而且公司在硝氯基生产拥有独特的技术优势,其技术水平领先于国内的其他生产厂家。
- 品牌多元化为公司实现对目标市场覆盖深度。公司针对全国不同的市场,不同的用户需求,打造不同的品牌,最大限度的扩大对目标市场的覆盖深度,占有市场份额,提高企业的知名度。
- 盈利预测及投资建议: 我们预测公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.46 元、2.22 元和 2.74 元,目前股价对应于公司未来三年内 PE 分别为 23、15 和 12 倍左右,我们首次给予公司增持评级。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	2,047	2,562	3,736	4,777
营业利润 (百万元)	191	343	517	636
净利润 (百万元)	168	265	399	491
摊薄每股收益 (元)	0.92	1.46	2.22	2.74
摊薄每股净资产 (元)	5.37	17.85	19.94	22.51
加权平均 ROE (%)	23.07%	10.99%	14.95%	16.30%

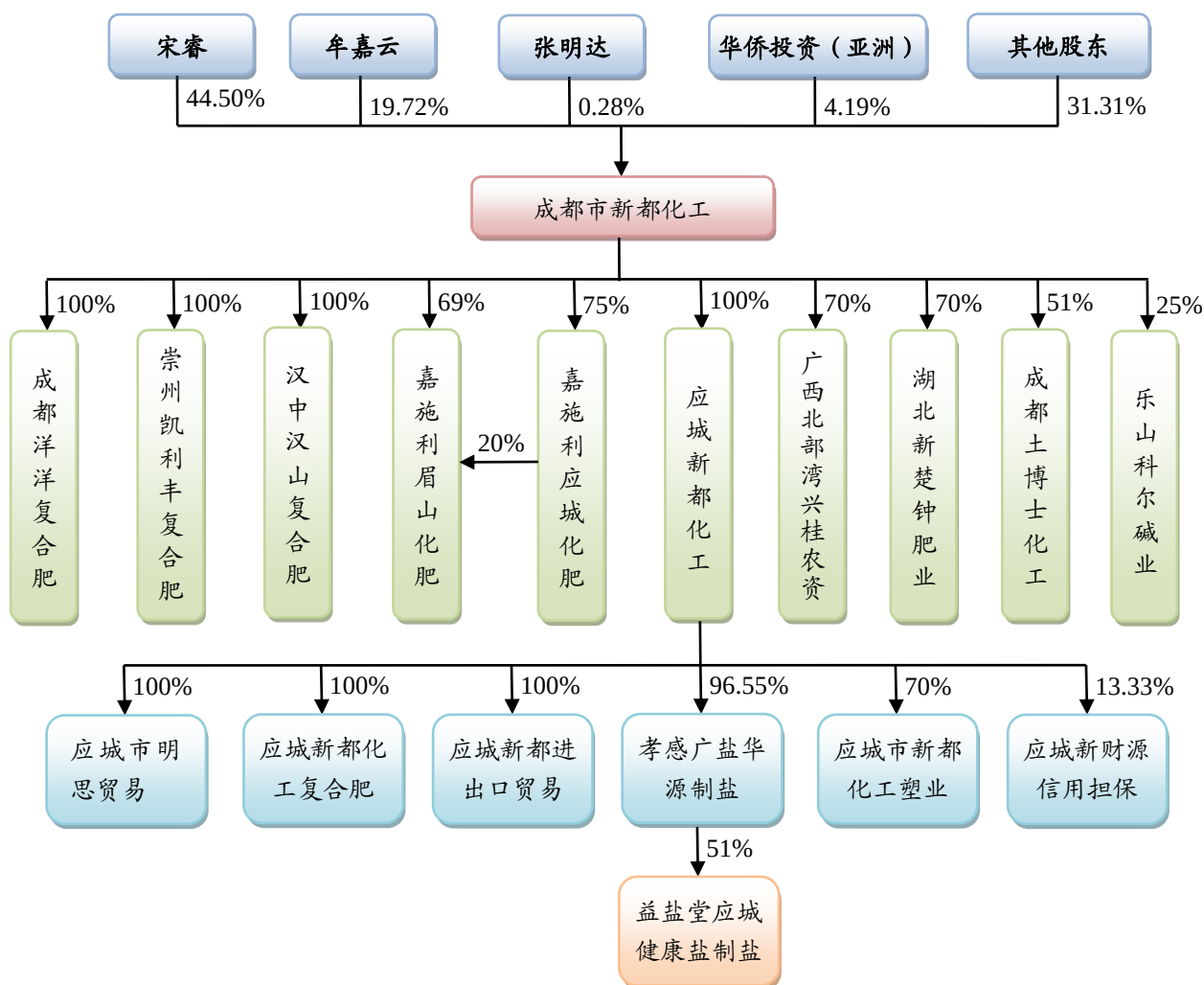
公司概况

(一) 公司简介

成都市新都化工股份有限公司（以下简称“新都化工”或“公司”）成立于 1995 年，以生产和销售多系列、多品种复合肥及围绕复合肥产业链深度开发为主营业务，主要产品涵盖 6 大系列 70 多个品种的复肥产品以及复合肥产业链环节产品氯化铵、磷酸一铵、纯碱、工业盐、食用盐及品种盐，是中国复肥行业唯一全线产品供应商。

宋睿持有公司 44.50%的股权，为本公司实际控制人。因牟嘉云与宋睿为母子关系，张明达与宋睿为翁婿关系，故牟嘉云、张明达为宋睿的一致行动人。牟嘉云持有公司 19.72%的股权，张明达持有公司 0.28%的股权。宋睿、牟嘉云与张明达共同持有本公司 64.50%的股权。

图 1：公司股权结构图

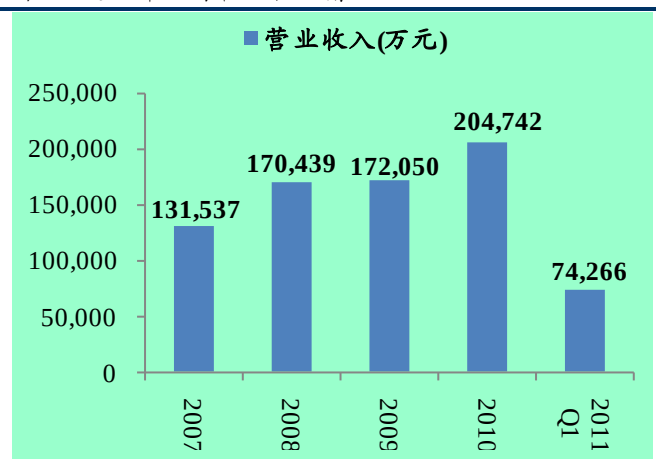


资料来源：公司公告 国海证券研究所

(二) 公司营业收入及净利润情况

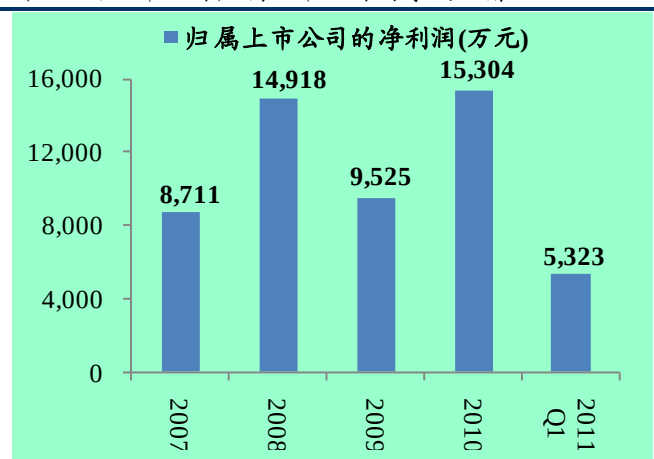
公司营业收入从 2007 年的 131,537 万元增长至 2010 年的 204,742 万元, 年复合增长率为 15.89%; 归属于上市公司净利润自 2007 年的 8,711 万元增长至 2010 年的 15,304 万元, 年复合增长率为 20.66%。随着国际金融危机的来临, 复合肥行情下滑, 产品价格下跌, 但化肥行业已进入淡季, 对公司 2008 年度的盈利影响有限。公司受金融危机的影响主要体现在 2009 年度, 前期储备的原材料价格偏高, 销售价格相对于上年又处于低位, 因而归属于上市公司股东的净利润比 2008 减少 5,393 万元, 下降幅度为 36.15%。2011 年 1 季度公司产品销量增加, 实现营业收入 74,266 万元, 同比增加 83.89%, 归属于上市公司股东的利润总额 5,323 万元, 同比增加 163.40%。

图 2: 近几年公司营业收入情况



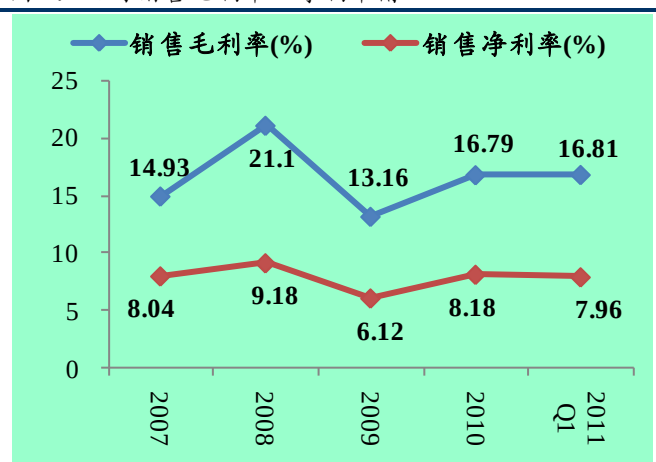
资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 3: 近几年公司归属上市公司的净利润情况



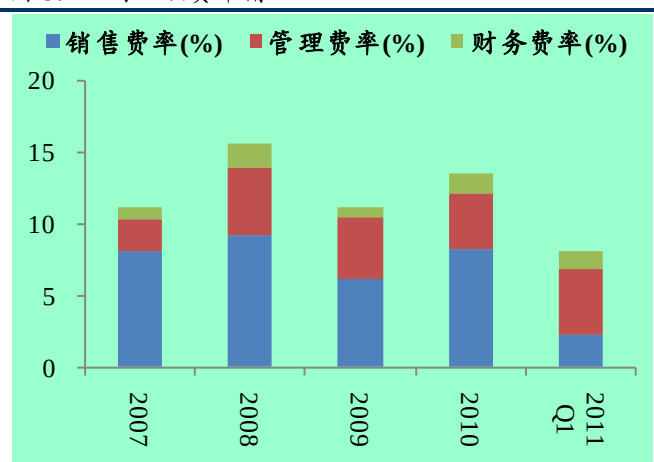
资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 4: 公司销售毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 5: 公司三项费率情况

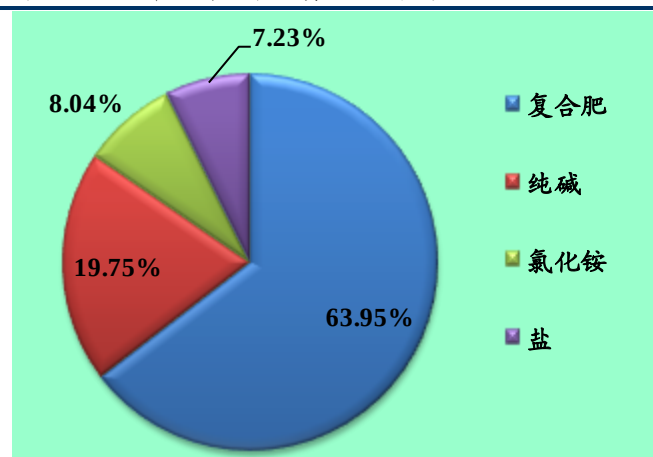


资料来源: 公司公告 国海证券研究所

据公司 2010 年年报显示的数据, 公司目前营业收入主要来自复合肥和纯碱, 其中复合肥占主营业务收入及毛利率的 63.95%和 48.98%,

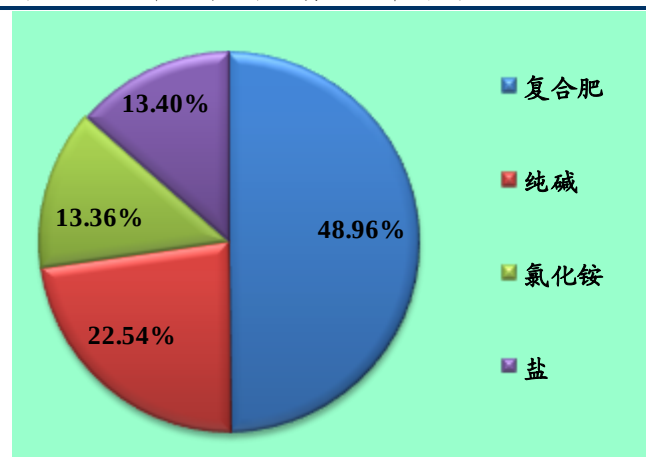
毛利率为 12.85%。

图 6: 2010 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 7: 2010 年公司主营业务毛利率构成



资料来源：公司公告 国海证券研究所

（三）2011 年中报预增 140%-160%

2011 年 7 月 13 日公司发布 2011 年半年度业绩预告修正公告：公司在公布一季报时预计公司 2011 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比变动幅度范围为 100%-130%。现修正为比上年同期增长 140%-160%，即可实现归属于上市公司股东的净利润 11,424 万元-12,376 万元，每股收益为 0.69 元-0.75 元，略超我们的预期。

业绩预增的主要原因是：（1）2011 年上半年公司复合肥销量同比增长约 50%。一是去年同期公司复合肥主销区销量受干旱、雪灾等恶劣自然灾害影响较大，今年受自然灾害影响小；二是公司深化复合肥营销，采用深度分销、网络下沉等模式，销量较去年增长。（2）2011 年上半年纯碱、氯化铵销量同比增长约 35%-50%，同时 2011 年二季度纯碱、氯化铵、盐的售价较去年同期大幅上涨，毛利率较去年同期上升。（3）湖北新楚钟肥业有限公司新增磷酸一铵产量 3.01 万吨，外销 2.67 万吨。（4）2011 年上半年补贴收入较去年同期增加 1,290 万元。

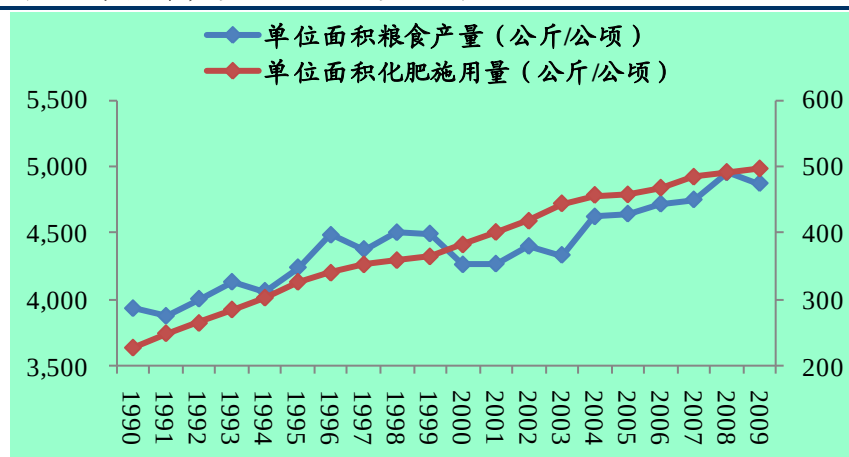
复合肥行业分析

（一）复合肥是化肥行业的发展方向

化肥对农作物增产有重大作用，是现代农业生产的“必需品”，是“粮食的粮食”。联合国粮农组织估计，发展中国家粮食增产中，约 55% 来自化肥的贡献；在其他生产因素不变的情况下，农作物合理施用化肥可增加产量 40%~60%。单位面积粮食产量与化肥施用量存在较明显的正相关关系。我国化肥施用总量从 1990 年的 2,590 万吨（折纯）增加到

2009 年的 5,404 万吨（折纯），单位面积施肥量从 1990 年的 175 公斤/公顷增加到 2009 年的 341 公斤/公顷，与此同时，单位面积粮食产量也大幅度提高，由 1990 年的 3,933 公斤/公顷增长到 2009 年的 4,871 公斤/公顷。

图 8：我国粮食产量与化肥施用量息息相关



资料来源：国家统计局 国海证券研究所

复合肥是指氮、磷、钾三种养分中至少含有其中两种养分的肥料，其对作物的作用同其所含有的营养元素相关。与单质肥料相比，复合肥的养分种类多，含量高，能均衡的、长时间的同时供应养分，使元素之间相互作用提高使用效果。

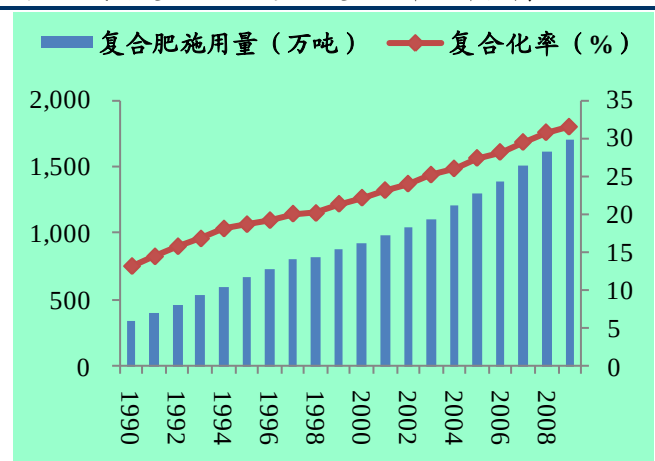
表 1：复合肥相对单质肥的显著优势

优点	具体内容
平衡施肥	复合肥养分全、含量高，包含的营养元素多。施用一次复合肥，可同时供应农作物氮、磷、钾三种主要营养元素中的两种或三种及其他微量元素，确保养分高效吸收。
低氮环保	相对于传统的单质肥尿素（氮含量为 46%），复合肥的氮含量一般在 15%到 25%左右，施用复合肥可减轻长期使用以氮肥为主的单质肥造成的土壤板结、肥力下降、水质污染等不利影响。
结构均匀，物理性状好	造粒后的复合肥与粉状或结晶状的基础肥料相比，结构紧密，养分释放均匀，肥效稳而长。复合肥吸湿性小，不易结块，便于贮存和施用，特别便于机械化施肥。
节省贮运包装费用	由于复合肥有效成分总含量一般比基础化肥高，可以节约包装及贮存运输费用。

资料来源：公司公告 国海证券研究所

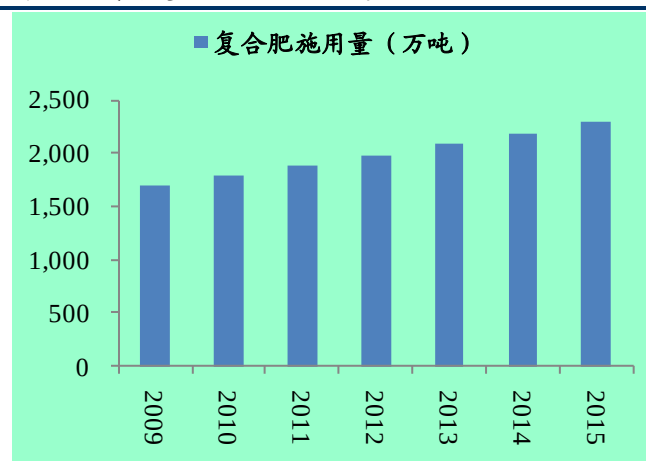
复合高效是化肥行业发展方向，化肥复合化率则是衡量一个国家化肥工业发展水平和农业发展水平的重要标志。我国自 20 世纪 80 年代中期开始推广使用复合肥料，复合化率逐年提高，2009 年底已达到 31.4%，而目前世界平均水平为 35-40%，发达国家高达 65-75%。根据发达国家的经验以及国内农民对复混肥料认识程度的加深，国内复合肥用量占总施肥量的比率将不断提升。中国石油和化学工业协会最新提出，争取 2015 年中国化肥施用复合化率达到 40%以上。据中国化工信息中心预计，2010-2015 年中国复混（合）肥施用量年均增长 5.2%，到 2015 年中国复混（合）肥的施用量将达到 2,300 万吨（折纯）。

图 9: 我国复合肥施用量及复合化率逐年提高



资料来源：国家统计局 国海证券研究所

图 10: 我国复混（合）肥施用量预测



资料来源：公司公告 国海证券研究所

（二）复合肥行业竞争格局

由于国内复合肥生产原材料氮、磷、钾等单质肥资源分布分散，以及复合肥企业经营成本深受消费运输半径影响等原因，目前国内复合肥生产企业数量众多，仍未得到充分的整合，产能相对分散，不存在一家或几家企业垄断市场的情形。同时由于中国国土面积广阔，地区之间种植的差异性较大，而小企业利用差异性和地缘优势仍有生存空间。因此国内复混（合）肥竞争格局仍将维持现有格局：（1）行业内生产企业分散，产能集中度不高，存在行业整合的必要；（2）少数大型企业主要占据高端复合肥市场，其总产能占比偏小；（3）小规模企业数量众多且受地缘优势影响，产能占比较大，但主要占据低端市场。

截至 2009 年末，国家质量监督检验检疫总局颁发生产许可证的复合肥生产企业达到 4,400 多家，其中产能在 30 万吨以下的小型企业占 95% 以上，且该类企业中，只生产中低浓度复混（合）肥的企业至少有 2,600 家，这些企业基本上生产复混肥，生产简陋，开工率非常低；而产能在 30 万吨以上的规模型复合肥生产企业仅 200 余家。

表 2: 主要复合肥企业基本情况

企业名称	主要产品	2009 年产能	竞争优势	产品市场
湖北新洋丰肥业股份有限公司	复合肥 磷酸一铵	280 万吨	产品线齐全，涵盖磷、复肥两大领域，产品种类多；自有磷矿，自产磷肥。	主要集中在湖北、河南等省份
金正大	复合肥 控释肥	240 万吨	拥有多项专利技术，特别是控释肥领域；核心市场渠道下沉，新型渠道开发优秀，特别是邮政渠道。	主要集中于山东、河南、河北、安徽、东北等省份
史丹利	复合肥	210 万吨	产品品种齐全，全国有众多生产基地。	主要集中于山东、河南、河北、东北等省份
芭田股份	复合肥	180 万吨	拥有多项专利，产品质量优良，核心市场渠道下沉。	集中于广东、广西、山东等省份
新都化工	复合肥、纯碱、氯化铵、盐等	153 万吨	氯基复合肥完整产业链的竞争优势、硝基复合肥的生产技术优势及合理的生产销售基地布局优势	四川、云南、广西、湖北、湖南等省份

鲁西化工	尿素、磷酸二铵、复合肥	150 万吨	规模巨大，产品线齐全，拥有氮、磷、复合肥三大类化肥品种，企业实力雄厚，扩张能力强。	主要集中在山东、河南、河北、江苏、东北等省份
湖北鄂中化工有限公司	复合肥、过磷酸钙、磷铵等	140 万吨	产品线齐全，复合肥种类较多。	主要集中在河南、湖北等省份
江苏阿波罗复合肥有限公司	复合肥	120 万吨	工艺先进，核心市场建有生产基地（河南）	集中于江苏、东北、河南、河北、江西、湖南等省份
中国-阿化肥有限公司	复合肥	120 万吨	产品线齐全，复合肥种类较多，营销服务深入基层。	集中于河北、东北、广东、山东等省份

资料来源：国海证券研究所

（三）硝基复合肥是复合肥产业的未来发展方向

复合肥根据原料来源及性质可分为氯基复合肥、硫基复合肥、硝基复合肥和尿基复合肥。

表 3：复合肥按构成原料的种类及性质分类及主要用途

名称	分类解释	产品主要用途
氯基复合肥	氮元素主要由氯化铵提供、钾元素主要由氯化钾提供，最终产品氯离子含量大于 3.0% 的复合肥料	适用于水稻、玉米、小麦等忌氯作物，属大田作物用肥，是国内目前施用量最大的复合肥品种
硫基复合肥	钾元素主要由硫酸钾提供，最终产品氯离子含量 ≤ 3.0% 的复合肥料	适用于所有作物，尤其是忌氯作物，如果树、蔬菜、粮食、棉花、油菜、西瓜、辣椒、姜、葱、蒜等作物。施用后能有效改善土壤结构，防止作物倒伏，增强抗病害能力，提高作物果实品质
硝基复合肥	氮元素主要由硝铵或硝铵磷提供，再加入磷肥、钾肥造粒而成的肥料	葡萄糖式硝态氮能被作物吸收，大大提高了氮的利用率，特别适用于生长期短的叶类蔬菜，如茼蒿、芹菜、菠菜等。同时，由于硝基复合肥的速溶性，目前是滴灌、喷灌等先进农业施肥方式的首选复合肥料
尿基复合肥	氮元素主要由尿素提供，再与磷肥、钾肥混合后造粒而成的肥料	应用于粮食作物和部分经济作物

资料来源：公司公告 国海证券研究所

其中低端氯基复合肥适用于大田作物，如水稻、小麦、玉米、棉花、麻类等，特别能够增强纤维作物的韧性。氯基复合肥产品市场成熟度高，且同质化严重，故主要以价格战作为竞争手段。

硝基复合肥具有速溶性、速效性、高效性等诸多特性，因而特别适用于满足南方多季作物和北方干旱半干旱地区作物的需要。同时，硝基复合肥作为最适宜滴灌、喷灌等现代农业施肥方式的化肥之一，随着施肥方式的改变和对节水、环保等的观念不断提升，硝基复合肥的应用前景日益广阔，已经逐渐成为复合肥的未来发展方向。

（1）我国硝基复合肥产能有限

硝基复合肥按元素配比可大致分为两大类，一类是氮磷二元复合肥即二元硝基复合肥，一类是氮磷钾三元素复合肥即三元硝基复合肥。硝基复合肥重要原材料硝酸铵供应短缺及三元生产技术未能广泛掌握是我国硝基复合肥产量较低的主要原因。

一是硝铵最早可直接作为氮肥施用，后来硝酸铵被纳入民用爆炸物品管理，禁止直接作为化肥生产销售，但允许将硝酸铵作改性处理，制成复合肥或者混合肥，使之失去爆炸性。少数掌握硝铵改性技术的硝酸铵生产企业对硝酸铵进行改性，用于生产二元硝基复合肥。而硝铵的毛利率长期高于硝磷，导致硝铵生产企业更多选择硝铵的生产，而不愿意再将硝铵改性并作为二元硝基复合肥销售。导致截至 2009 年，国内二元硝基复合肥产量较小。

二是由于硝酸铵作为硝基复合肥生产的原材料，其占到硝基复合肥配方 40%~50%的比重。2009 年国内硝酸铵产能为 470 万吨，实际产量为 335 万吨，其中用于工业和出口 260 万吨，用于化肥仅 75 万吨。由于硝酸铵资源相对紧缺，且属于易爆品，故国家对硝酸铵资源的运输、销售严格控制，导致硝基复合肥生产商不能获得充足的原料供应，这是我国硝基复合肥较少的最为重要的原因。

三是硝基复合肥原材料硝酸铵化学性质极为活跃，由于安全等因素，极大的限制了硝基肥的生产。高塔熔融喷淋工艺是近几年出现的一种新型工艺，由于硝酸铵与磷铵、钾肥（硫酸钾、氯化钾），在生产过程中发生化学反应，严重影响复合肥造粒、储存，特别是氯化钾在生产过程中极易产生剧烈化学反应，难以控制，中国现有复合肥厂家绝大多数还没有解决上述问题的方法，因此真正能够安全量产三元硝基复合肥的厂家非常少，国内仅新都化工、芭田等少数厂家可以生产。技术壁垒高是我国硝基复合肥较少的又一原因。

（2）发展现代化农业带动硝基复合肥需求

随着农业现代化的发展，现代高端经济作物对复肥的品质要求也是越来越高，硝基复肥因其原料的特殊性、高品质及生产工艺的高要求成为目前市场最高端产品，其中硝硫基复肥富含溶解速度快、易被吸收的硝态氮和长效的铵态氮、优质硫酸钾和硼、钙等壮根元素，不仅满足作物生长发育的均衡营养需求，还大大提高了植株的抗病害能力，果品品质得到很大改善，因此能够被广泛用于南北方高端经济作物上。

另外，由于硝基复肥的氮素形态不含酰胺态氮，因而成为大棚作物，特别是北方冬季大棚作物的首选复合肥，从而可以避免由于高温、低敞风下施用尿素造成的氨气熏苗、烧苗事故，降低了化肥使用风险。而目前进口硝基肥虽然具备较大的知名度，但由于运距、关税、价格等各方面的原因，市场销量呈现逐年递减的局势，这也为国内硝基复肥的发展提供了契机。

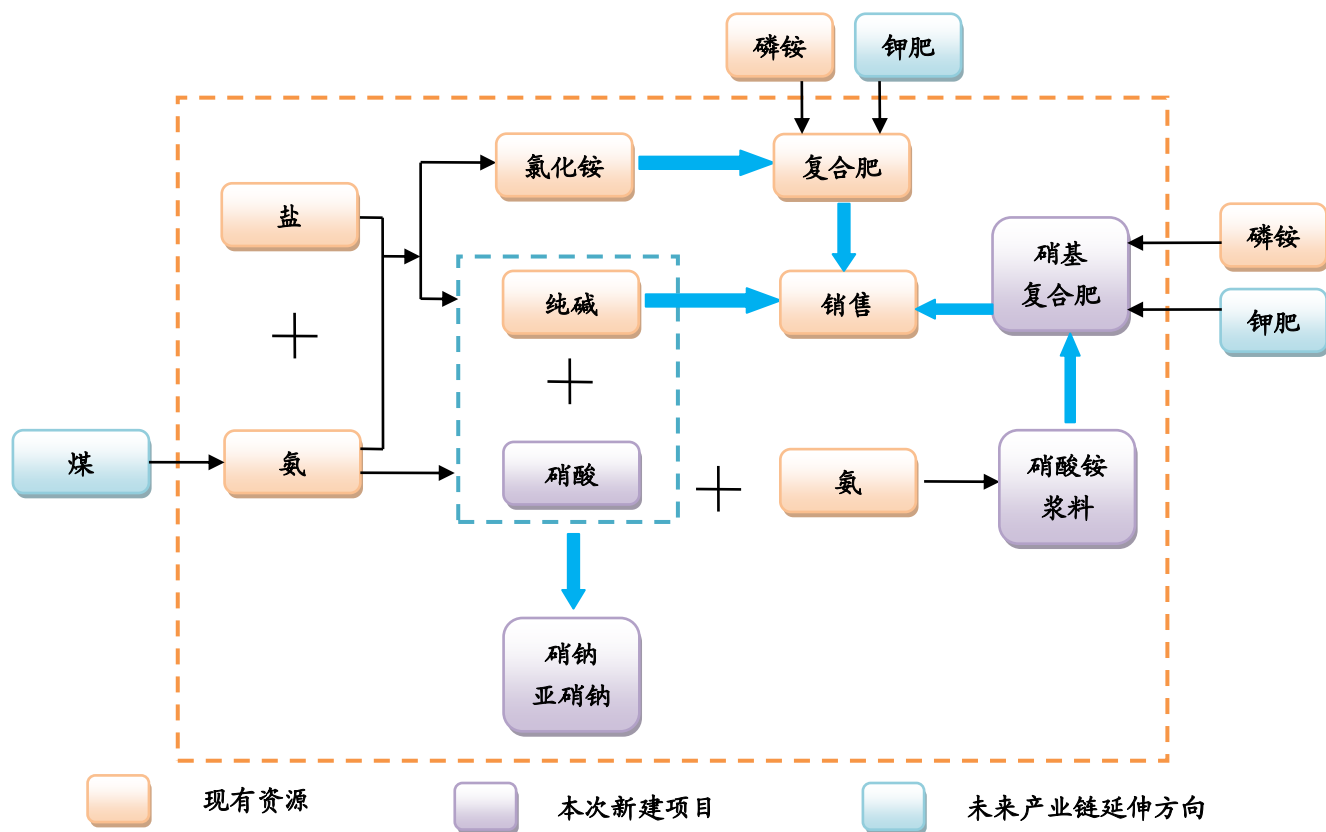
公司竞争优势分析

（一）全产业链打造低成本优势

向上游资源拓展，实现纵向一体化经营是复合肥行业未来的重要发展趋势。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，通过对产业链的上下游延伸，已经完成了从盐→氯化铵→氯基复合肥的完整产业链打造，从而控制整个产业链的所有关键环节，挖掘每个环节利润，并做到各产业链环节的专业化最强，在形成竞争对手难以跨越的进入壁垒的同时，也将所有终端产品的成本降到最低点，形成了其他企业难以复制和不可比拟的产业链竞争优势。与其他单一的复合肥生产企业相比，本公司在成本控制、抗风险能力、资源控制及产业协同等方面具有较强的产业链竞争优势。

公司复合肥产品涵盖目前复合肥的所有品种，其中氯基复合肥产品的产销量位于全国前列，硝基复合肥已经成为高端复合肥产品的知名和领导品牌。本次募集资金项目完成后，公司将进一步延伸硝酸→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。公司拥有的硝酸→硝酸铵料浆→硝基复合肥完整产业链，既保证了公司在高端复合肥领域生产中最难取得的原材料低成本且供应稳定，又减少了硝基复合肥制造过程中的硝铵磷包装、运输、熔融等中间费用，为替代进口硝基复合肥创造有利条件。

图 11: 公司产业链



资料来源：公司公告 国海证券研究所

公司现有两大生产基地，分别为“湖北基地”和“四川基地”。“湖北基地”生产所需氯化铵完全自给。“四川基地”靠近氮单质肥厂商布局生产厂区，公司生产所需氯化铵则根据市场行情变化选择自主供应或策略性外购。公司通过自身的产业链供应系统在“湖北基地”和“四川基地”之间进行策略性的资源调配；由此，公司可将氯化铵成本保持在可控范围，同时也保障了生产复合肥所需氯化铵的及时、稳定供应。公司通过控制上游氯化铵资源和盐资源，不仅锁定了生产所需原材料氯化铵的成本，还具备了较强的资源调配能力，减小了公司对原材料的对外依赖程度，突破了原材料“瓶颈”的制约，增强了公司的资源控制能力。

(二) 高端硝基复合肥拥有技术优势

公司是国内少数几家可以安全量产硝基复合肥的生产企业。公司已经完全掌握了生产三元硝基复合肥的核心技术，解决了三元硝基复合肥生产中造粒、冷却、防结块、返料循环使用等关键问题，成为国内少数几家掌握三元硝基复合肥生产技术的生产商，特别是在硝氯基生产而且公司在硝氯基生产拥有独特的技术优势，其技术水平领先于国内的其他生产厂家。通过本次募集资金投资项目的建设，公司将利用自身在硝基复合肥上的技术优势并结合公司产业链成本优势，快速扩大硝基复合肥产

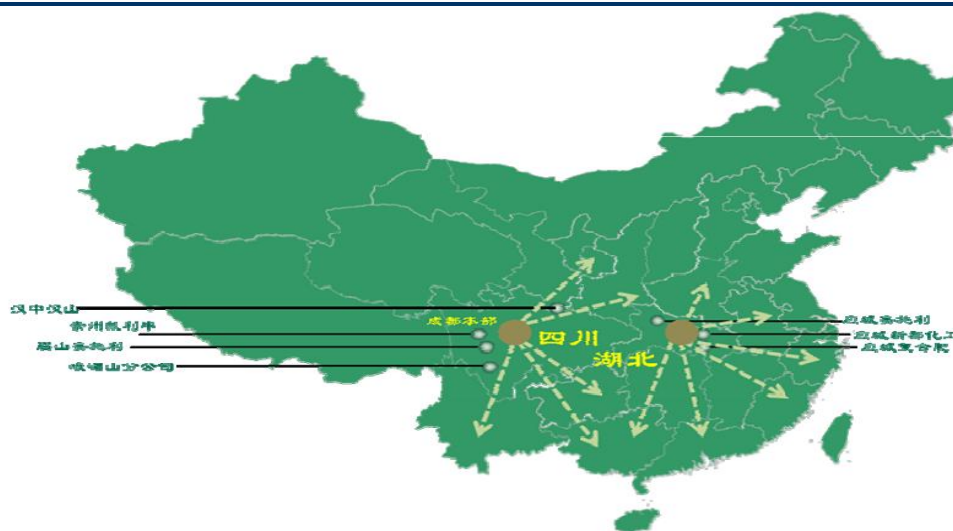
量，满足国内日益增长的需求，并进一步确立公司在高端复肥领域的行业地位，增强公司盈利能力。

（三）销售模式优势

(1) 合理的生产销售基地布局优势

发行人按照“靠近资源、靠近目标销售市场”的原则布局生产基地，完成了四川和湖北两大生产基地的布局。公司的生产基地不仅靠近国内主要粮食种植区，而且还能辐射国内其他主要施肥区域，即四川及湖北基地同时又是公司销售基地。四川作为农业大省，随着农民施肥观念的转变，复合肥市场潜力巨大，“四川基地”同时辐射西南、华南、西北等地区；“湖北基地”地处华中地区，同时辐射华中、华东、华南及华北地区，从全国化肥平均用量来看，华东、华南、华北、华中四大区施肥水平高于全国平均水平。由此，公司两大基地七大销售终端的辐射区域基本涵盖了国内主要用肥大省。公司生产基地毗邻资源丰富地区，靠近产品销售市场，生产基地布局合理，物流运输成本低。

图 12: 公司的生产销售基地布局



资料来源：公司公告 国海证券研究所

(2) 品牌多元化为公司实现对目标市场覆盖深度

公司针对全国不同的市场，不同的用户需求，打造不同的品牌，最大限度的扩大对目标市场的覆盖深度，占有市场份额，提高企业的知名度。公司产品有“桂湖”、“洋洋”、“凯利丰”、“土博士”、“嘉施利”、“凯撒”等品牌。采用多品牌战略，不同的品牌针对不同的目标市场，其中“土博士”品牌为邮政渠道独家经销；“凯撒”品牌则是针对专业用户，定制的高端肥料，直接销售给专业用户。以氯基产品为主的“桂湖”、“洋洋”、“凯利丰”、品牌，满足农户种植粮食作物的需求。高端硝基产品

以“嘉施利”品牌为推广重心，主要使用在果树、蔬菜、花卉、棉花等经济作物上。

盈利预测与投资建议

我们的盈利预测假设如下：

（1）公司 2011-2013 年销售复合肥 85 万吨、100 万吨和 113 万吨，毛利率为 13%、13%和 13%；

（2）公司 2011-2013 年销售纯碱 35 万吨、45 万吨和 60 万吨，毛利率为 20%、20%和 20%；

（3）公司 2011-2013 年销售氯化铵 30 万吨、30 万吨和 30 万吨，毛利率为 26%、26%和 26%；

（4）公司 2011-2013 年销售盐 45 万吨、45 万吨和 45 万吨，毛利率为 30%、30%和 30%；

（5）公司 2011-2013 年销售磷酸一铵 4 万吨、5 万吨和 5 万吨，毛利率为 15%、15%和 15%。

（6）公司 2011-2013 年销售硝酸钠/亚硝酸钠 4 万吨、5 万吨和 10 万吨，毛利率为 16%、16%和 16%。

我们预测公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.46 元、2.22 元和 2.74 元，目前股价对应于公司未来三年内 PE 分别为 23、15 和 12 倍左右，我们首次给予公司增持评级。

表 4: 利润表预测 (百万元)

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,047	2,562	3,736	4,777
减:				
营业成本	1,704	2,055	3,002	3,863
营业税金及附加	12	15	22	28
销售费用	27	33	49	62
管理费用	82	102	149	191
财务费用	28	12	-5	-6
资产减值损失	4	1	2	2
加:				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	191	343	517	636
营业外收支	26	0	0	0
利润总额	217	343	517	636
所得税费用	49	78	118	145
净利润	168	265	399	491
归属于母公司所有者的净利润	153	242	368	453
少数股东损益	15	22	31	38
EPS (元/股)	0.92	1.46	2.22	2.74

资料来源: 国海证券研究所

风险提示

1) 主要原材料涨价风险

氮、磷、钾单质肥合计占复合肥产品主营业务成本的比重均超过 80%，其中氮单质肥在公司复合肥产品生产成本中占比最大。因此，上述单质肥价格的波动对本公司复合肥产品生产成本具有较大影响；

2) 运输风险

复合肥是大宗商品，其销售存在明显的季节性。在复合肥销售旺季，本公司面临由于运力紧张造成所需原材料难以及时运回，复合肥产成品又难以及时发出的风险。

3) 气候异常变化风险

包括复合肥行业在内的整个化肥行业，其受下游农业生产影响较大，而气候异常变化导致的自然灾害，将严重影响当期农业生产进度和成果，进而影响上游化肥行业经营情况。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。