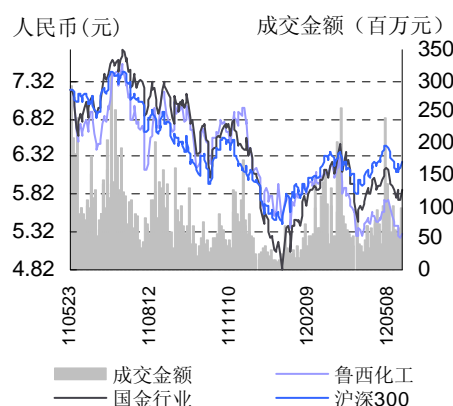


鲁西化工 (000830.SZ) 化学肥料行业
评级：买入 维持评级
公司研究

 市价(人民币)：5.31元
 目标(人民币)：6.75-7.20元

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,464.11
总市值(百万元)	7,778.41
年内股价最高最低(元)	7.56/5.24
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



向新型化肥转型，品牌营销开始深化

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.203	0.289	0.454	0.559	0.697
每股净资产(元)	2.47	3.48	3.94	4.50	5.20
每股经营性现金流(元)	0.53	0.53	1.23	1.26	1.42
市盈率(倍)	30.30	20.59	12.19	9.90	7.94
行业优化市盈率(倍)	31.30	28.54	28.54	28.54	28.54
净利润增长率(%)	51.21%	99.69%	56.95%	23.15%	24.71%
净资产收益率(%)	8.19%	8.29%	11.51%	12.42%	13.41%
总股本(百万股)	1,046.23	1,464.86	1,464.86	1,464.86	1,464.86

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国外尿素少有的牛市，国内尿素盈利可期：**年初以来，受美国玉米种植面积增加、尿素生产国装置检修的影响，国际尿素价格一路飙升 60%，相应拉涨了国内价格。预计此轮上升行情后市有望延续：1) 按照新的淡季出口关税政策，国内尿素出口比内销每吨有 62 元的预期套利空间，随着淡季出口期临近、出口备货增加，将继续推涨国内价格。2) 经过产能淘汰，2011 年国内尿素有效开工率已超过 80%，且今年上半年新投产装置运行不顺，而夏季追肥期即将到来，尿素的供不应求近期将持续。3) 今夏电力缺口较大，限电可能成为又一个触尿素涨价的因素。
- **公司向多元化发展，向新型化肥转型：**公司年产尿素 180 万吨、复合肥 150 万吨，并围绕煤化工和盐化工发展了一条循环经济产业链，可以根据市场需求的变化灵活调整产品种类和产出，如尿素-三聚氰胺相互调整，获得较好效益。今年是新型肥料获政策支持的关键年，公司在新型肥料领域曾先后与国内科研院所和国外龙头企业巴斯夫合作，研发投产了一批符合农户多方位需求的产品。我们认为公司凭借突出的创新能力和市场敏锐度，将明显受益于新型肥料行业发展的提速。
- **公司管理优势突出，品牌营销开始深化。**1) 规范和人性化是公司管理的两大特色。严格的规章制度处处体现在集团运营和日常工作中，保证了公司始终以高效率运转，资产周转率明显高于同业；良好的培训和激励措施，造就了大批人才，为内生性增长提供源动力。2) 借助着新型肥料业务的快速发展，公司的营销理念正由过去的粗放式扩张转向区域精耕细作，通过扶持经销商，使其协同公司一起为农户提供服务，从而保证了渠道的畅通，实现销量和价格的双提升。

盈利预测与估值

- 根据 2012 年新投产项目以及明后两年的项目规划，预计 2012-2014 年收入 106.47、116.62、130.61 亿元，净利润 6.65、8.18、10.21 亿元，EPS 0.45、0.56、0.70 元。给予 12 年 15-16 倍 PE，目标价 6.75-7.20 元。

风险

- 宏观经济波动风险；主要产品市场竞争加剧；新项目进展低于预期。

刘波 分析师 SAC 执业编号：S1130511030010
 (8621)61038283
 liubo@gjzq.com.cn

张苏予 联系人
 (8621)61038274
 zhangsy@gjzq.com.cn

内容目录

国外尿素少有的牛市，国内尿素盈利可期	4
美国需求增加、生产国装置检修导致全球尿素供不应求	4
国内尿素价格相对高位，盈利可期	5
公司向多元化化工发展，向新型化肥转型	9
发挥多元化协同优势，通过弹性生产获得了较好的经济效益	10
向新型肥料转型，迎来政策推动的黄金发展期	11
公司管理优势突出，品牌营销开始深化	12
规范化、人性化管理，确保企业始终以高效率运行	12
营销理念转变为区域内精耕细作，实现价格和销量双提升	13
盈利预测与估值	14
风险提示	15
宏观经济波动风险	15
主要产品市场竞争加剧	16
新项目进展低于预期	16
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：国际尿素价格走势	4
图表 2：2010 年全球尿素分地区供给情况（万吨实物）	4
图表 3：2010 年全球尿素分地区需求情况（万吨实物）	4
图表 4：2010 年全球尿素十大出口国（图为出口量）	5
图表 5：2010 年全球尿素十大进口国（图为进口量）	5
图表 6：美国玉米种植面积	5
图表 7：鲁西化工小颗粒尿素出厂价	6
图表 8：国内尿素装置开工率	6
图表 9：国内农产品批发价格总指数（2000 年=100）	6
图表 10：2012 和 2011 年国内尿素出口关税政策比较	7
图表 11：国内尿素产量和表观消费量（折纯）	7
图表 12：国内尿素月度出口量（折纯）	7
图表 13：2012 年国内尿素新增产能统计	8
图表 14：国际和国内尿素价格差	8
图表 15：煤制尿素生产成本构成	9
图表 16：公司主营收入构成（2011 年）	9
图表 17：公司收入和毛利率变动情况	9
图表 18：公司产业链图及相关产品产能（红色为 2012 年新增）	10

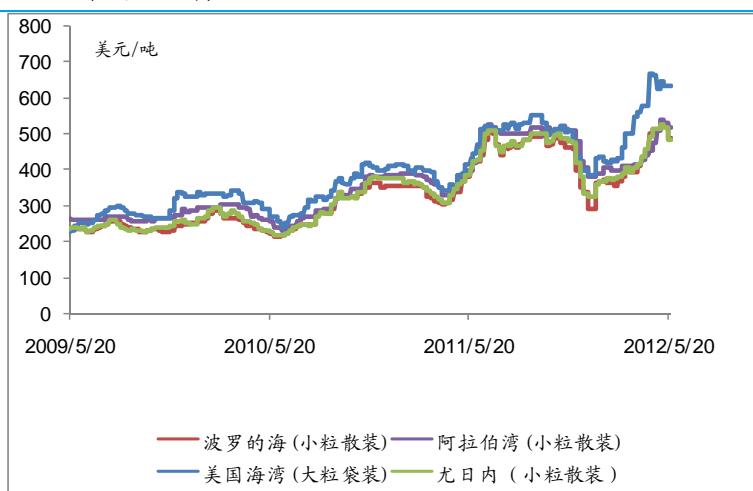
图表 19: 公司化工业务收入情况 (2003-2011)	11
图表 20: 公司分业务毛利率情况 (2003-2011)	11
图表 21: 2012 年新增化工产品的市场供需和发展前景	11
图表 22: 公司部分新型肥料品种和功效	12
图表 23: 公司和其他煤头尿素上市公司资产周转率比较	13
图表 24: 复合肥上市公司营销策略比较	14
图表 25: 2012 年公司新投产的化工产品产能和新增收入情况	14
图表 26: 公司明后两年拟投产项目	15
图表 27: 销售预测表	15
图表 28: 可比上市公司估值情况	15

国外尿素少有的牛市，国内尿素盈利可期

美国需求增加、生产国装置检修导致全球尿素供不应求

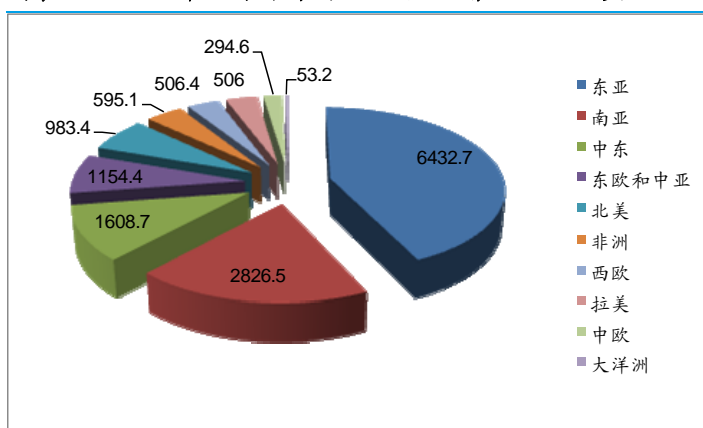
- 今年以来，国际尿素市场供不应求，价格一路飙涨 60%至历史最高点。从需求来看，美国玉米产量大幅增长是此轮行情的主要推手。作为尿素第一大进口国（2010 年进口量占全球总贸易量的 18%），美国对全球尿素价格走势影响较大，今年油价上涨增加了对燃料乙醇的需求，全美玉米种植意向明显高于去年，年产量预计同比大增 19.67%（来自 USDA 5 月作物供需报告），从而推动尿素需求相应增加。而供给上，尿素主要出口国俄罗斯、乌克兰、埃及大量装置停车检修（三者出口量占全球总贸易量的 30%），伊朗受地缘政治影响也降低了尿素出口，导致供应量减少。尽管近期国际尿素价格高位小幅回落，但是在美国玉米种植面积继续扩大、部分地区尿素需求依然旺盛（如泰国）的支撑下，预计后续难以大幅降低。

图表1：国际尿素价格走势



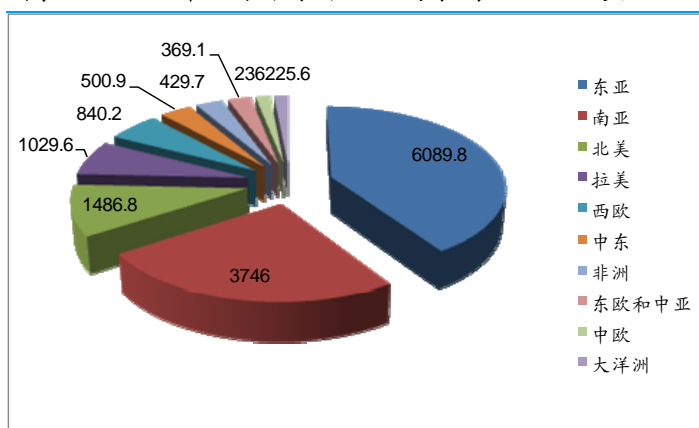
来源：百川资讯、国金证券研究所

图表2：2010 年全球尿素分地区供给情况（万吨实物）



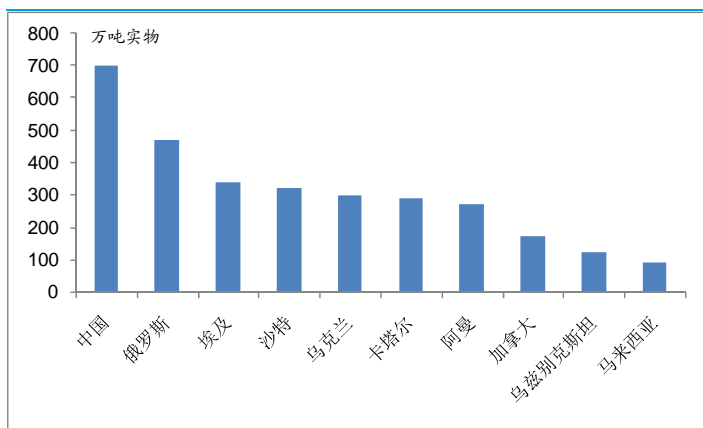
来源：IFA、国金证券研究所

图表3：2010 年全球尿素分地区需求情况（万吨实物）



来源：IFA、国金证券研究所

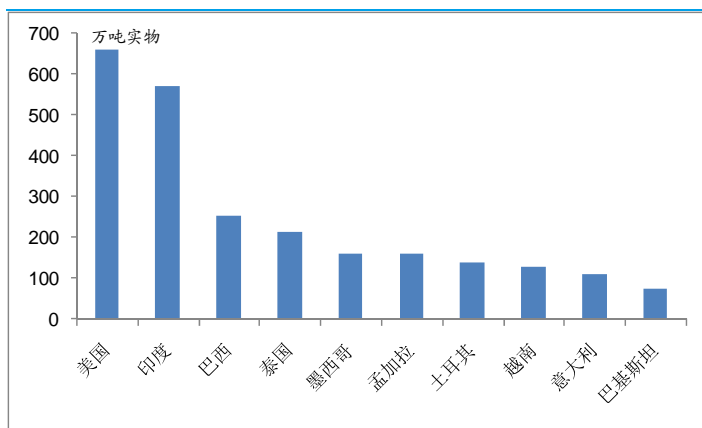
图表4: 2010 年全球尿素十大出口国 (图为出口量)



来源: 行业资料、国金证券研究所

注: 占全球贸易总量的 83%

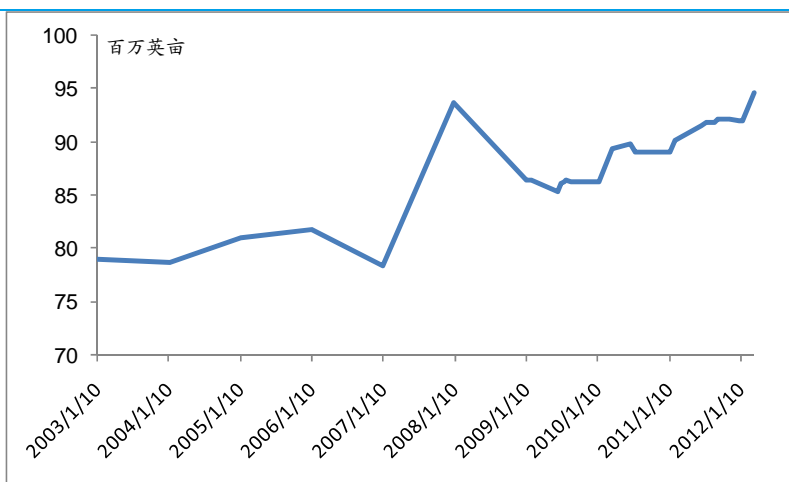
图表5: 2010 年全球尿素十大进口国 (图为进口量)



来源: 行业资料、国金证券研究所

注: 占全球贸易总量的 67%

图表6: 美国玉米种植面积



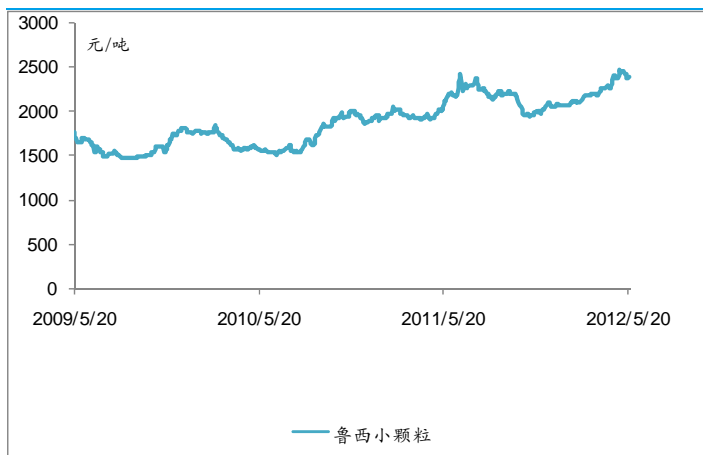
来源: bloomberg、国金证券研究所

国内尿素价格相对高位，盈利可期

- 受国际尿素价涨影响，加之农产品批发价格指数再创新高、农民耕种积极性增强，今年以来国内尿素市场也呈现货紧价扬的态势。后市我们预计在以下因素的推动下，国内尿素价格仍有上升空间：
 - 按照新的关税政策，今年国内尿素淡季出口关税基准价由含税改为不含税，相当于起调点提高了 151 元/吨，关税门槛减低，增加了出口利润。如果对当前的国际尿素价格按照新的淡季出口关税剔除，并扣掉运输港杂费（150 元/吨），比国内出厂价高出 62 元/吨，存在预期套利空间。随着淡季出口期的临近，国内厂家将增加出口备货，预计后期将逐步拉高国内价格，增厚尿素盈利。
 - 产能淘汰成效显著，供需面发生好转。据中国氮肥行业协会统计，目前已经退出的尿素产能高达 700 万吨（实物量），2011 年我国尿素行业有效产能 6210 万吨（不包括长期停产和开工率低的装置），而产量 5463 万吨，开工率达 88%。尽管今年新增产能高达 738 万吨，但是上半年投产的几个装置预计无法顺利运行，且未来 3-4 个月暂无新增产能释放，而夏季追肥期即将到来，因此尿素的供不应求近期将持续。

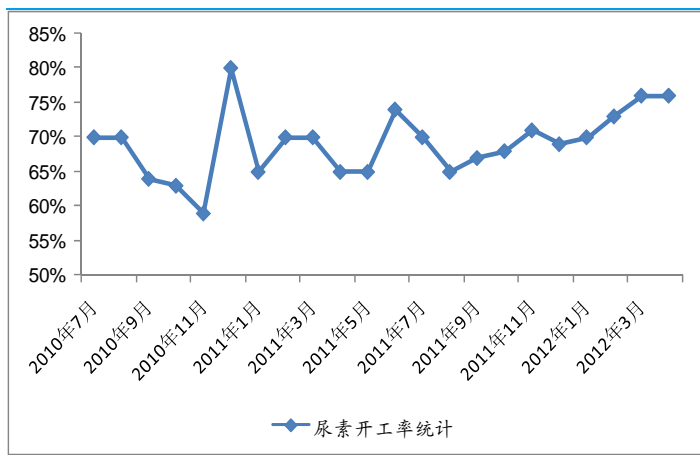
- 电价上调、煤炭价格较高、物流成本提高，以及天然气价格上涨趋势确立，从成本上支撑尿素价格维持在高位甚至上行。近日中国电力企业联合会预测，今夏我国仍将和去年一样面临 3000 万千瓦 - 4000 万千瓦电力缺口，限电范围可能扩大，届时很可能成为又一个触发尿素涨价的因素。

图表7：鲁西化工小颗粒尿素出厂价



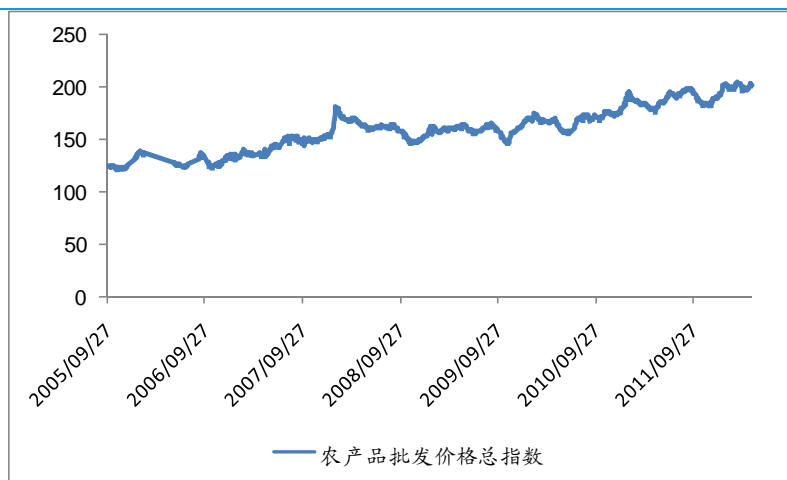
来源：百川资讯、国金证券研究所

图表8：国内尿素装置开工率



来源：百川资讯、国金证券研究所

图表9：国内农产品批发价格总指数 (2000 年=100)



来源：wind 资讯、国金证券研究所

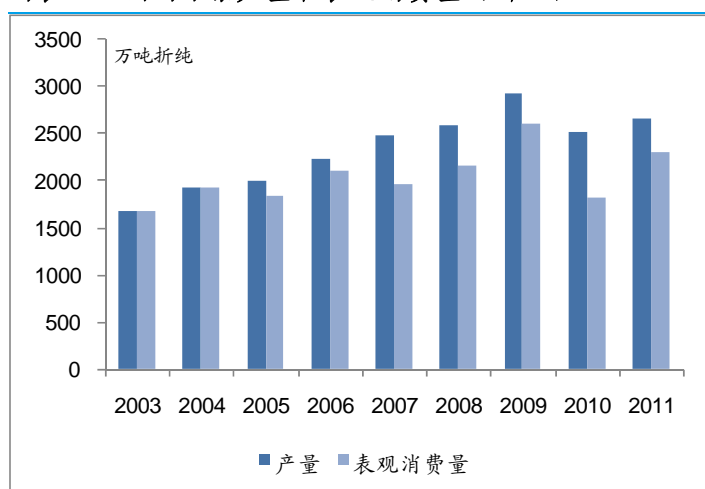
图表10: 2012 和 2011 年国内尿素出口关税政策比较

2011	2012
基准价为2100元/吨, 淡季时低于基价按7%征收关税, 高于基价关税税率按下面公式计算:	基准价为2100元/吨(不含税), 淡季时低于基价按7%征收关税, 高于基价关税税率按下面公式计算:
税率=(1.07-基准价格/出口价格)*100%	税率=(1.07-基准价格/(出口价格-关税))*100%
旺季关税为110%	旺季关税为110%
旺季为1-6月、11-12月, 其余为淡季。	旺季为1-6月、11-12月, 其余为淡季。

来源: 财政部、国金证券研究所

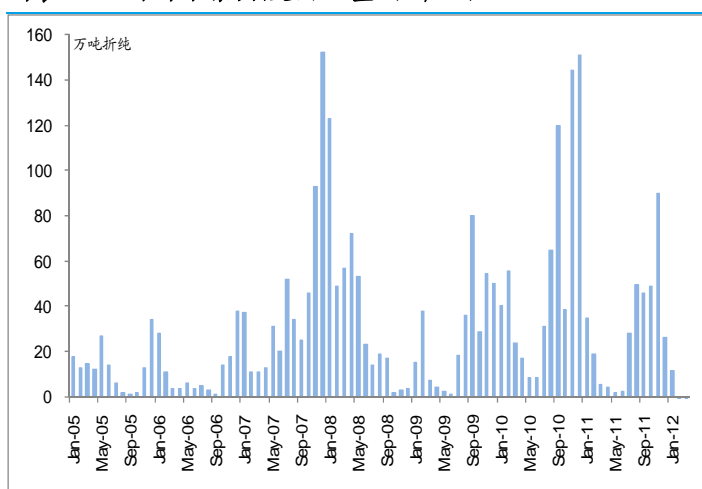
注: 在 2100 元基准价含税时, 淡季出口 FOB 价在 333 美元/吨 (2100/汇率) 以下执行 7% 税率, 以上开始根据公式上调税率; 在 2100 元基准价不含税时, 淡季出口 FOB 价在 357 美元/吨 (2100*1.07/汇率) 以下执行 7%, 以上开始根据公司上调税率。这相当于起调点提高了 24 美元, 相当于 151 元/吨。

图表11: 国内尿素产量和表观消费量 (折纯)



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表12: 国内尿素月度出口量 (折纯)



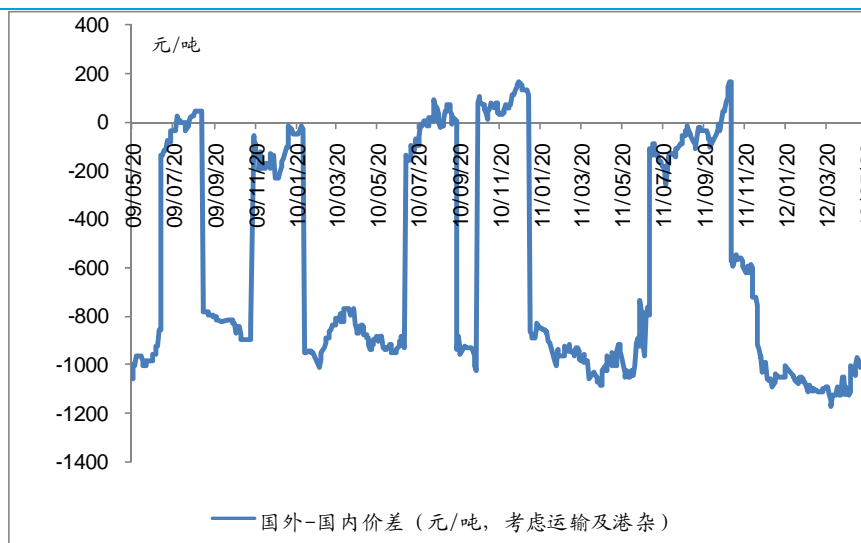
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表13: 2012年国内尿素新增产能统计

2012年新增产能(单位: 万吨)		备注
石家庄金石	30	2011年12月3日点火, 但未产出尿素, 至2012年4月一直处于检修状态, 4月份装置复产, 合成氨少量出产品, 暂未产尿素。
新疆奎屯锦江	70	2012年1月正式投产; 但5月13日, 卓创资讯公布该尿素装置尚不稳定, 产量很小, 继续调试中。
国电赤峰	52	计划2012年7月1日进入全面生产阶段, 但实际压力较大。
呼伦贝尔金新化工	80	母公司为云天化, 2011年年底工程进度为93.58%; 卓创资讯2012年4月19日报道, 计划今年上半年投产, 但压力较大。
金圣玉象	30	-
陕西陕化	52	52万吨节能减排技改项目, 在2012年2月完工
山东瑞星	40	40万吨尿素工程在2011年年底投产
内蒙古天润	52	52万吨尿素项目, 2011年10月试车投产
其他	332	-
合计	738	-

来源: 卓创资讯、国金证券研究所

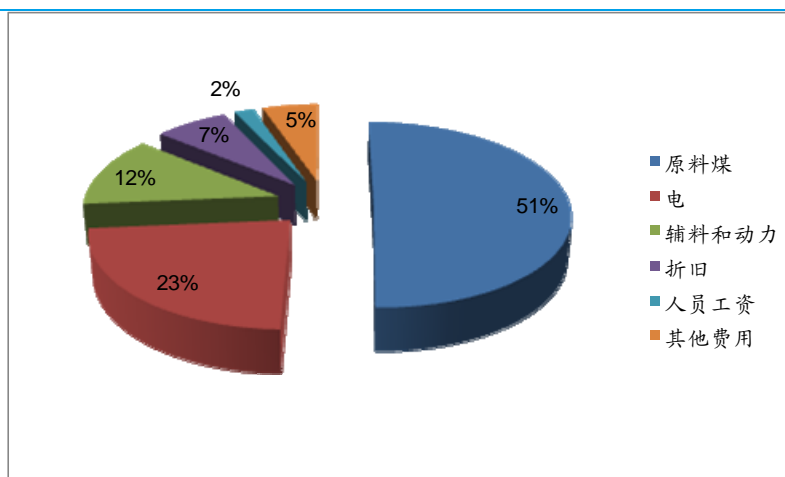
图表14: 国际和国内尿素价格差



来源: 百川资讯、国金证券研究所

注: 国际价格采用阿拉伯湾小粒散装 FOB, 国内价格采用鲁西化工小颗粒出厂价。对国际价格按出口税率剔除关税, 减去运输和港杂费, 以便与国内出厂价比较。

图表15: 煤制尿素生产成本构成

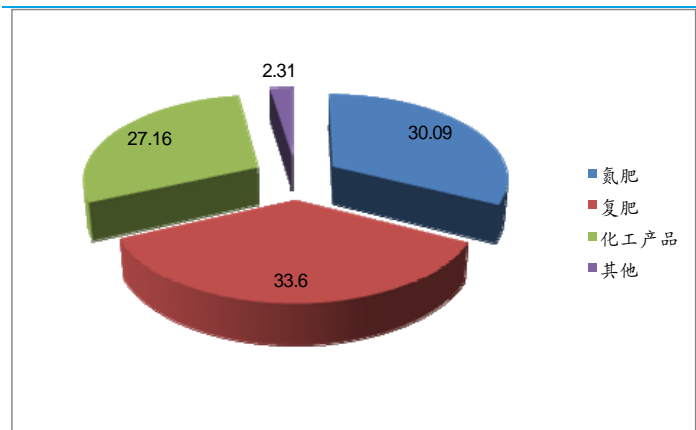


来源：行业资料、国金证券研究所

公司向多元化化工发展，向新型化肥转型

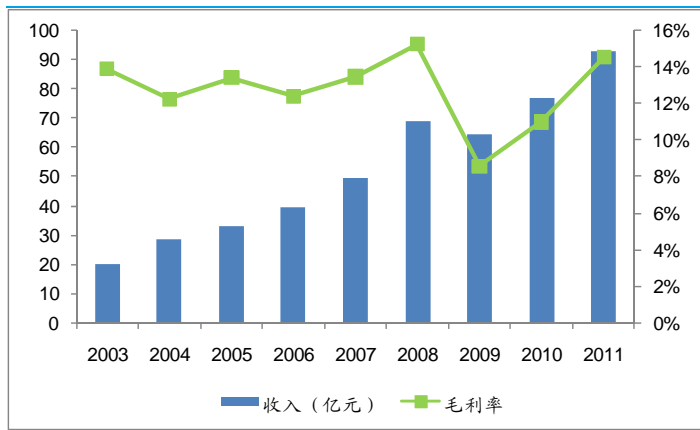
- 公司是国内化肥行业龙头企业，拥有尿素年产能 180 万吨（2011 年国内市场占有率 2.64%，不包括年底投产的航天炉 30 万吨）和复合肥 150 万吨。近几年化肥行业竞争日趋激烈，公司从优化生产工艺、深化品牌营销及产品转型方面入手，不仅巩固了传统化肥业务的优势地位，还将产业链进一步延伸，成功转变为具有循环经济特色的综合性化工生产企业。

图表16: 公司主营收入构成 (2011 年)



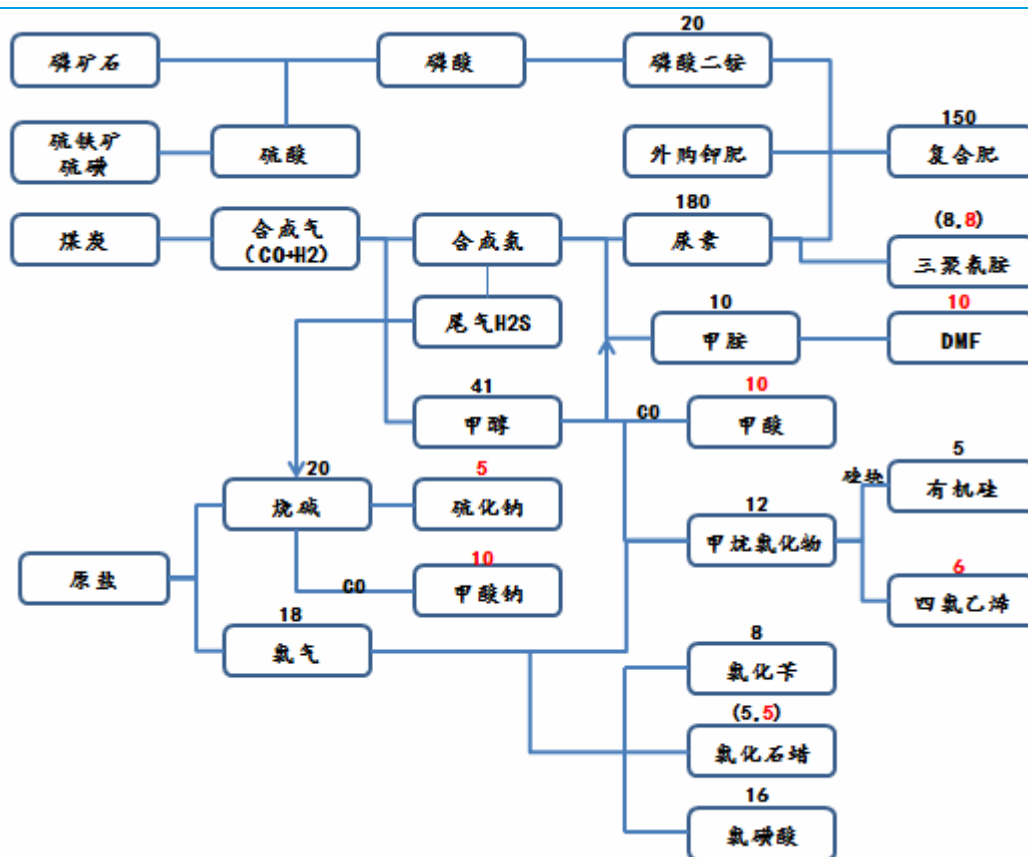
来源：公司年报、国金证券研究所

图表17: 公司收入和毛利率变动情况



来源：公司年报、国金证券研究所

图表18: 公司产业链图及相关产品产能 (红色为2012年新增)

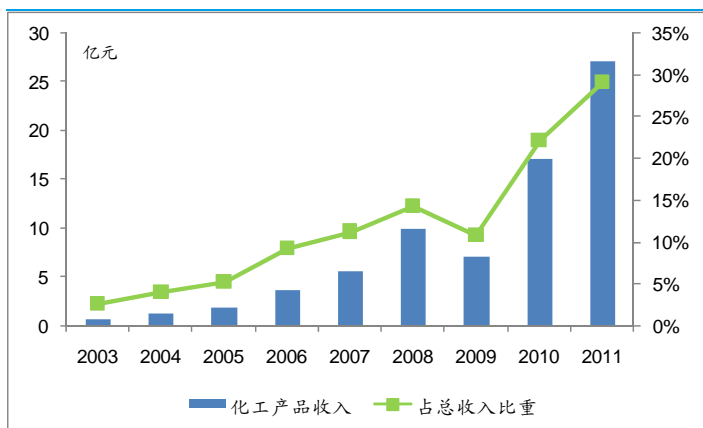


来源：公司资料、国金证券研究所

发挥多元化协同优势，通过弹性生产获得了较好的经济效益

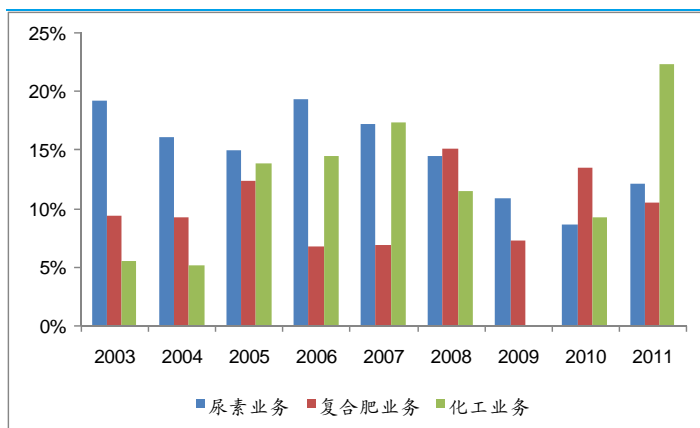
- 公司的循环经济产业链由煤化工、盐化工、氟硅化工组成，产品种类丰富，除了传统的尿素和复合肥，还包括离子膜烧碱（20 万吨）、甲醇（41 万吨）、三聚氰胺（8 万吨）、甲胺/DMF（10 万吨）、甲烷氯化物（12 万吨）、氯化苄（8 万吨）、氯磺酸（16 万吨）、氯化石蜡（5 万吨）、有机硅（5 万吨）等。这些产品彼此关联紧密，公司可以根据市场需求情况，通过平衡调度各项资源，弹性调节产品种类和产量，以规避某些产品周期性市场波动带来的风险，实现效益的最大化。
- 历史上公司曾两次利用这种多元化协同优势，获取丰厚收益：一是 2010 年四季度受下游制冷剂 R22 价格暴涨的影响，公司新投产的 6 万吨甲烷氯化物供不应求，当年产销率就高达 80%；二是 2011 年三聚氰胺、DMF 等化工产品经历了一轮上升行情，公司抓住机遇扩大生产规模，当年化工业务占收入比重由 22% 提高到 29%，综合毛利率由 11% 提升到 14%。今年，公司又将新投产一批化工项目，包括 5 万吨硫化钠、10 万吨甲酸、10 万吨甲酸钠及 6 万吨四氯乙烯，另有 20 万吨己内酰胺已经开建，预计 2013 年以后投产。这些产品需求前景较好，预计投产后将继续完善公司的一体化产业链，贡献业绩。

图表19：公司化工业务收入情况（2003-2011）



来源：公司年报、国金证券研究所

图表20：公司分业务毛利率情况（2003-2011）



来源：公司年报、国金证券研究所

图表21：2012年新增化工产品的市场供需和发展前景

2012年新增的化工产品	市场供需和前景分析
硫化钠	2010年国内硫化钠产能约2400万吨，产量2043万吨，表观消费量1885.8万吨，主要用于生产染料、矿石浮选剂、皮革脱毛剂、纸张蒸煮剂等，有着广泛的用途和产品转化前景。由于硫化钠依托芒硝和煤炭两种资源，且属于高污染行业，国内60%产量集中在内蒙古和新疆，东部沿海建厂较少。另一方面，国外发达国家对硫化钠生产也有相当严格的控制，为了满足下游需求每年必须从中国进口，导致国内硫化钠一直供应偏紧。公司以合成氨尾气硫化氢为原料，摆脱了硫化钠生产对芒硝的依赖，且较为环保，具有良好的经济效益和社会效益。
甲酸	2008年国内甲酸产能约30万吨，需求20万吨，出口8.3万吨，是一种基础化工原料，应用于医药（占需求50%）、化工（15%）、农药（13%）、橡胶化学品（9%）。由于甲酸对环境的影响不大，随着环保要求的提高，其在制革和印染等行业的应用前景较好，并且随着我国畜牧业的发展，甲酸作为青贮饲料及农作物的储藏剂、防腐剂有较大的潜在市场，预计未来几年国内需求年均增速超过5%。供给方面，我国长期采用甲酸钠法生产甲酸（占总产能超过一半），污染严重，国外基本采用更环保的甲酸甲酯水解法。公司投的10万吨项目采用甲酸甲酯水解法，由甲醇和CO反应而得，环保和原料优势突出。
甲酸钠	甲酸钠主要用于生产草酸、甲酸和保险粉。我国是全球保险粉生产大国，每年消耗甲酸钠占总产量的60%左右，加上近几年医药化工大量改用草酸替代磷酸，全球草酸需求量激增，特别是美国无草酸生产厂家、大多从中国进口，导致国内甲酸钠需求每年快速增长，供不应求。
四氯乙烯	<p>四氯乙烯主要用于脱脂清洗干洗行业，也用于化工原料、中间体合成及金属表面处理。目前全球产能约58万吨/年，但大多为其他产品的副产物。我国2010年产能约6.9万吨，由于绝大多数厂家生产规模小、成本高、污染严重、产品质量差，整体开工率不高，总产量估计在4.2万吨，每年还需要大量进口以满足国内需求。</p> <p>公司的四氯乙烯主要用来生产R125，而R125和R32通过复配得到一种新型制冷剂R410a。R410a是空调制冷剂R22的替代品，对臭氧层破坏为零，性能更优异，已经成为欧美和日本的主流制冷剂。尽管中国目前仍有80%的空调使用R22，但是随着R22在全球范围内逐步淘汰（美国自2010年全面禁止生产和进口R22制冷设备、中国2013年起开始淘汰R22），未来R410a在中国必将全面替代R22。目前R22制冷剂的替代市场规模高达12.73万吨，而R410a产能约7-9万吨，仍存在供需缺口。因此未来随着R410a生产规模继续扩大，对原料四氯乙烯的需求也将持续增加。</p>

来源：行业资料、国金证券研究所

向新型肥料转型，迎来政策推动的黄金发展期

- 新型肥料是对传统肥料的提升，在产品的针对性和效能上优于传统肥料。随着农业生产向高产、高效、优质、环保、低耗发展，加上传统肥料产能过剩严重，新型肥料成为化肥企业寻求突破、重塑竞争力的关键。在我国，新型肥料的概念自2005年开始兴起，但发展历程波折，其很大原因在于国家推广扶植力度不够。今年2月，一直以来指导“三农”工作的中央“1号文件”明确提出发展“新型肥料”，之后化肥工业十二五规划也对推动新型肥料的发展提出了要求。政策的密集出台，标志着新型肥料终于在肥料创新的时代呼声中登上舞台，正式迎来黄金发展期，并迅速掀起了中国化肥历史上的第四次革新浪潮。

- 公司拥有一支创新能力强、市场嗅觉灵敏的团队，先后与中国农科院、国家钙镁磷肥复合肥技术研究推广中心、中国农业大学、清华大学等高校和科研院所合作，成功研发投产缓控释复合肥、脲甲醛、脲硫酸复合肥、鲁西根标肥、有机无机复合肥等多种高科技产品，还与全球化肥巨头巴斯夫合作生产硝硫基速效肥料。这些新型肥料紧紧围绕市场需求和作物需求，多方位解决了实际生产中遇到的问题，受到农户的热烈追捧，并符合环境友好和资源节约的趋势（如脲硫酸复合肥）。
- 原料供应上，对资源的有效把控使得公司在新型肥料的发展过程中游刃有余。以水溶性肥料为例，公司正在建设的己内酰胺项目将副产高品质的硫酸铵 75 万吨（替代氯化铵用作复合肥原料，氯离子伤种子和幼苗），加上公司的硝硫基肥料以及进口的优质钾肥，使得公司在生产水溶性肥料方面占据优势。2012 年公司规划新型肥料销售额达到 12 亿元，届时公司将从一个以规模取胜的传统化肥企业向以创新取胜的新型肥料企业转型。

图表22：公司部分新型肥料品种和功效

新型肥料品种	解决的问题
稳定肥料	传统肥料养分损失大
含脲酶抑制剂的肥料	尿素易水解为碳铵，造成氨挥发损失
含硝化抑制剂的肥料	氮肥施入地中过快转化为易于流失的硝酸盐
全水溶性肥（灌溉施肥、叶面肥）	提高水肥利用率
功能性肥料	高产作物易倒伏、病虫害高发
商品有机肥料	有机肥投入不足。
脲硫酸高产高效专用肥	利用中低品位磷矿，降低硫酸消耗，减少磷石膏的产生量，向土壤供应硫、钙中量元素营养；还具有增强抗倒伏、抗病害的附加功能。
硝硫基速效肥料	肥效迅速，有利磷、钾等养分的吸收，肥料利用率高，避免或减少植物中亚硝酸盐积累，适用于旱田作物，尤其适宜喜硫忌氯作物或缺硫、盐碱性土壤，不存在残留污染。

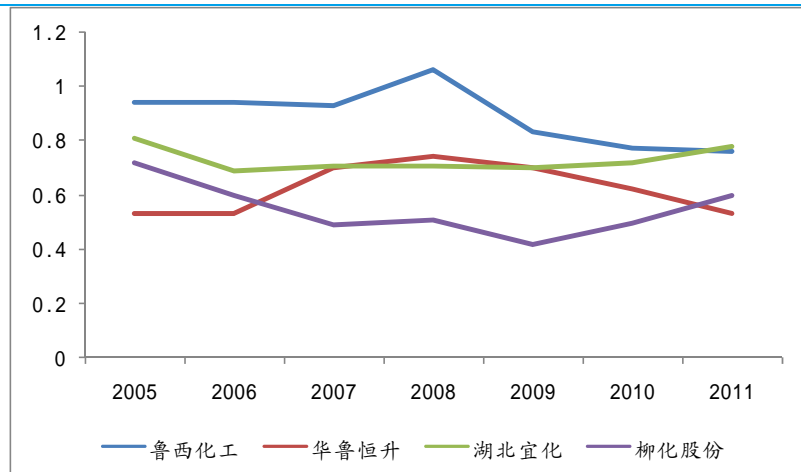
来源：公司资料、国金证券研究所

公司管理优势突出，品牌营销开始深化

规范化、人性化管理，确保企业始终以高效率运行

- 公司的企业文化可以用“规矩”一词概括。这种规范化管理，不仅体现在集团发展策略上（将各个厂的原材料采购、财务、销售乃至思想理念统一起来，集中力量办大事），也体现在日常工作中（从考勤到安全生产，处处有规则，不论职务高低均一视同仁）。正是这些看似繁杂的规矩，提高了运行效率，保证了公司在这样的规模下仍能实现良性运转，资产周转率明显高于其他上市公司。同时，公司注重人员培养（坚持内部培养，要求每个员工进车间锻炼两年以上）和激励（给予业务骨干丰厚补贴），造就了大批符合企业需要的人才，为公司的内生性增长提供充足的动力。

图表23: 公司和其他煤头尿素上市公司资产周转率比较



来源：公司年报、国金证券研究所

营销理念转变为区域内精耕细作，实现价格和销量双提升

- 在复合肥行业发展初期，企业为了尽快抢占市场，通常采用跑马圈地策略。公司过去的复合肥营销也是依靠这种强大的冲击力，对客户进行大力度的公关和说劝，取得了成功。然而，随着复合肥行业竞争加剧、市场日趋饱和，过去的模式逐渐不再适用，必须引入新的营销理念以应对形势变化。目前行业内金正大、史丹利和芭田股份的营销模式最具代表性：金正大采用邮政、特供、传统经销商三种渠道进行全国布局，同时做深度分销；史丹利通过打造强势品牌进行快速扩张；芭田股份以深度分销为主，采用“服务中心测土培肥”+“服务站”的模式，帮助经销商渠道下沉。
- 由于公司近两年向新型肥料转型，而新型肥料品种众多、功能多样，很多农户因缺乏了解难以选择，因此这种特殊性决定了公司的营销策略必须由原来的“广度”转向“深度”。2011年公司正式实行营销变革，明确了“区域市场精耕细作”的原则，进行深度营销和渠道下沉，为农户提供全方位的专业服务。考虑到当前激烈的市场竞争和多样化农业需求不是厂家凭借单方之力能够应付和满足的，公司还提出了“厂商一体的深度分销模式”，通过一系列扶持措施，增强了经销商群体的自我创新和应变能力，使其协同公司一起为农户提供服务，从而保证了新型肥料的真实落实推广，获得价格和销量双提升。

图表24：复合肥上市公司营销策略比较

公司	营销理念	具体措施
鲁西化工	“区域内精耕细作”，与经销商协同共赢发展，为农户全方位提供服务。	手把手教经销商如何开展工作；2011年斥千万巨资为经销商配400多辆宣传车；给经销商确定全年任务，经销商先自己拿钱拿走奖品，完不成就当做自己买的，实现了经销商的自我加压；设立24小时免费服务热线，召开农民培训会；建立与客户双向沟通的信息平台系统，每周两次对1600个一级经销商、3.5万个二级经销商、6.5万个农户发送施肥知识、产品知识等
金正大	“多渠道全国布局+深度分销”	传统经销商与邮政物流相结合，利用中国邮政全国布局的优势建网络（占渠道的30%）；特供渠道刚刚开始运行，主要面对新疆建设兵团等大客户；在全国20余省市区进行示范区（田）建设，累计建立示范区（田）23000余亩，并有100余名的专职技术人员在田间为农民现场指导。
史丹利	“全国布局、单一品牌”	黄金时段广告、发邮票、和央视合作举办文艺晚会、签约袁隆平、宣传高浓度肥，树立品牌形象；采用直营经销商模式，对经销商管理强势，要求经销商要么不做要么专营；以股权形式绑定经销商利益，为经销商开办商学院。
芭田股份	“和原模式+深度分销”	整合农业专家、政府数据资源及公司在复合肥领域的技术优势，配制个性化配方，反向提供订单。

来源：行业资料、国金证券研究所

盈利预测与估值

- 根据 2012 年新投产项目以及明后两年的项目规划，预计公司 2012-2014 年收入 106.47、116.62、130.61 亿元，归属于母公司净利润 6.65、8.18、10.21 亿元，EPS 0.45、0.56、0.70 元。

图表25：2012 年公司新投产的化工产品产能和新增收入情况

化工产品	新增产能（万吨）	最新单价（元/吨）	新增收入（亿元）	投产时间和装置动态
硫化钠	5	1880	0.94	2012年3月27日一次性开车成功。
甲酸	10	6000	6.00	2012年3月装置设备安装完毕，正在进行工艺
甲酸钠	10	2200	2.20	2012年2月9日顺利投产，达到预期产量，产品
四氯乙烯（一期）	6	7607	4.56	一期1.6万吨2012年3月6日开车成功，二期预
航天炉法尿素	30	2510	7.53	2011年10月打通流程，12月16日实现满负荷运行，截至2012年3月9日，满负荷不间断运行超过84天，日均生产合成氨1050吨以上。
三聚氰胺（二期）	8	7607	6.09	2011年底完工80%，预计2012下半年投产。
甲胺/DMF（一期）	10	5256	5.26	09年开建，10年上半年投料成功，11年8月产出合格产品，10月试运行。之后因原料CO不足，以生产甲胺为主。随着航天炉投产，今年DMF也将顺利投产。

来源：公司资料、国金证券研究所

注：价格均为不含税价

图表26: 公司明后两年拟投产项目

化工产品	新增产能 (万吨)	最新单价 (元/吨)	新增收入 (亿元)
三聚氰胺 (三期)	32	7607	24.34
甲胺/DMF (二期)	10	5256	5.26
氯化石蜡 (二期)	5	5641	2.82
己内酰胺 (一期)	10	20000	20.00

来源: 公司资料、国金证券研究所

图表27: 销售预测表

项 目	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
尿素								
销售收入 (百万元)	2,019.04	3,160.96	2,858.14	2,857.65	3,009.02	3,320.80	3,388.00	3,557.40
增长率 (YOY)	N/A	56.56%	-9.58%	-0.02%	5.30%	10.36%	2.02%	5.00%
毛利率	17.26%	14.46%	10.88%	8.65%	12.11%	13.20%	13.20%	12.90%
复合肥								
销售收入 (百万元)	1,879.65	2,748.10	2,626.81	2,780.00	3,360.40	3,636.27	3,894.44	4,089.16
增长率 (YOY)	N/A	46.20%	-4.41%	5.83%	20.88%	8.21%	7.10%	5.00%
毛利率	6.84%	16.54%	7.60%	13.47%	10.49%	10.50%	10.50%	10.50%
化工产品								
销售收入 (百万元)	1,020.15	1,043.80	749.64	1,792.36	2,716.21	3,449.59	4,139.50	5,174.38
增长率 (YOY)	N/A	2.32%	-28.18%	139.10%	51.54%	27.00%	20.00%	25.00%
毛利率	16.59%	11.29%	0.39%	9.73%	22.35%	22.70%	22.70%	22.70%
其他业务收入								
销售收入 (百万元)	36.01	55.66	234.71	255.75	230.82	240.00	240.00	240.00
增长率 (YOY)	N/A	54.57%	321.68%	8.96%	-9.75%	3.98%	0.00%	0.00%
毛利率	59.28%	67.66%	18.54%	19.57%	12.21%	12.00%	12.00%	12.00%
销售总收入 (百万元)	4954.85	7008.52	6469.30	7685.76	9316.45	10646.65	11661.94	13060.94
平均毛利率	13.47%	15.23%	8.61%	11.01%	14.51%	15.33%	15.65%	16.01%

来源: 国金证券研究所

- 行业内其他煤头尿素上市公司有华鲁恒升、湖北宜化和柳化股份。上述公司 2012 年一致性预测的 PE 为 14.05 倍。根据 5 月 22 日收盘价 (5.31 元), 公司 12 年 PE 为 11.8 倍, 低于行业平均。综合考虑行业均值和公司属性, 给予 12 年 15-16 倍 PE, 目标价 6.75-7.20 元。

图表28: 可比上市公司估值情况

股票代码	上市公司	最新收盘价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000830	鲁西化工	5.31	0.30	0.44	0.57	17.70	12.07	9.32
600426	华鲁恒升	8.99	0.37	0.56	0.76	24.30	16.05	11.83
000422	湖北宜化	20.42	1.51	1.69	2.06	13.52	12.08	9.91
600423	柳化股份	6.58	0.17	0.47	0.42	38.71	14.00	15.67

来源: 机构一致性预测、国金证券研究所

风险提示

宏观经济波动风险

- 公司化工产品三聚氰胺、DMF 等下游领域涉及房地产、纺织服装等国民经济支柱产业，宏观经济波动可能导致公司产品需求下滑。

主要产品市场竞争加剧

- 化肥行业整体处于完全竞争状态，行业竞争加剧可能给公司运营造成压力。

新项目进展低于预期

- 公司项目推进过程中，可能受到建筑材料、设备供应、市场销售等诸多因素影响，对公司投资成本及盈利能力产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	6,469	7,686	9,316	10,647	11,662	13,061
增长率		18.8%	21.2%	14.3%	9.5%	12.0%
主营业务成本	-5,912	-6,840	-7,965	-9,015	-9,837	-10,969
%销售收入	91.4%	89.0%	85.5%	84.7%	84.4%	84.0%
毛利	557	846	1,352	1,632	1,825	2,092
%销售收入	8.6%	11.0%	14.5%	15.3%	15.6%	16.0%
营业税金及附加	-23	-39	-20	-23	-26	-29
%销售收入	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-137	-213	-186	-213	-233	-261
%销售收入	2.1%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-189	-214	-302	-341	-350	-379
%销售收入	2.9%	2.8%	3.2%	3.2%	3.0%	2.9%
息税前利润（EBIT）	209	380	843	1,055	1,216	1,423
%销售收入	3.2%	4.9%	9.0%	9.9%	10.4%	10.9%
财务费用	-105	-154	-267	-194	-150	-87
%销售收入	1.6%	2.0%	2.9%	1.8%	1.3%	0.7%
资产减值损失	0	-12	-43	0	0	0
公允价值变动收益	58	-49	0	0	0	0
投资收益	0	51	-2	0	0	0
%税前利润	n.a	17.2%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	161	216	531	861	1,066	1,336
营业利润率	2.5%	2.8%	5.7%	8.1%	9.1%	10.2%
营业外收支	53	82	53	25	25	25
税前利润	213	298	584	886	1,091	1,361
利润率	3.3%	3.9%	6.3%	8.3%	9.4%	10.4%
所得税	-71	-86	-161	-222	-273	-340
所得税率	33.1%	29.0%	27.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	143	212	423	665	818	1,021
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	140	212	423	665	818	1,021
净利率	2.2%	2.8%	4.5%	6.2%	7.0%	7.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	143	212	423	665	818	1,021
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	459	538	690	777	897	1,003
非经营收益	103	177	278	180	140	80
营运资金变动	-248	-363	-616	184	-14	-19
经营活动现金净流	457	564	775	1,805	1,842	2,085
资本开支	-1,934	-1,985	-2,222	-314	-809	-809
投资	-197	82	48	0	0	0
其他	1	119	10	0	0	0
投资活动现金净流	-2,130	-1,784	-2,164	-314	-809	-809
股权募资	0	0	2,099	0	1	0
债权募资	1,842	1,563	-22	-1,314	-769	-1,071
其他	-377	-403	-426	-206	-165	-105
筹资活动现金净流	1,465	1,160	1,651	-1,520	-933	-1,176
现金净流量	-209	-60	262	-30	100	100

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	582	884	730	700	800	900
应收款项	48	60	12	15	16	18
存货	778	1,450	1,641	1,729	1,887	2,104
其他流动资产	686	432	395	446	487	542
流动资产	2,094	2,826	2,778	2,890	3,189	3,564
%总资产	24.5%	25.0%	21.1%	22.5%	24.4%	26.8%
长期投资	30	29	30	30	30	30
固定资产	6,065	7,947	9,863	9,433	9,376	9,214
%总资产	70.8%	70.4%	74.9%	73.4%	71.6%	69.3%
无形资产	367	471	483	476	470	463
非流动资产	6,470	8,456	10,396	9,962	9,899	9,730
%总资产	75.5%	75.0%	78.9%	77.5%	75.6%	73.2%
资产总计	8,565	11,282	13,174	12,852	13,088	13,294
短期借款	1,317	3,070	3,485	2,102	1,334	262
应付款项	1,522	2,526	1,945	2,246	2,453	2,738
其他流动负债	899	797	-141	-116	-138	-167
流动负债	3,738	6,394	5,289	4,232	3,649	2,833
长期贷款	2,383	2,193	756	756	756	757
其他长期负债	70	105	2,022	2,091	2,091	2,091
负债	6,191	8,692	8,067	7,078	6,495	5,680
普通股股东权益	2,371	2,588	5,105	5,772	6,591	7,611
少数股东权益	2	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	8,565	11,282	13,174	12,852	13,088	13,294

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.134	0.203	0.289	0.454	0.559	0.697
每股净资产	2.267	2.474	3.485	3.940	4.499	5.196
每股经营现金净流	0.450	0.527	0.528	1.232	1.257	1.423
每股股利	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.91%	8.19%	8.29%	11.51%	12.42%	13.41%
总资产收益率	1.64%	1.88%	3.21%	5.17%	6.25%	7.68%
投入资本收益率	2.29%	3.43%	5.43%	7.51%	8.62%	10.13%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.59%	18.80%	21.22%	14.28%	9.54%	12.00%
EBIT增长率	-66.13%	82.06%	121.94%	25.14%	15.25%	17.03%
净利润增长率	-38.90%	51.21%	99.69%	56.95%	23.15%	24.71%
总资产增长率	21.89%	31.73%	16.76%	-2.44%	1.84%	1.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	61.5	59.4	70.8	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	50.1	56.4	64.0	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	240.0	302.7	302.6	289.0	272.5	248.1
偿债能力						
净负债/股东权益	123.58%	167.21%	105.95%	70.28%	48.37%	26.51%
EBIT利息保障倍数	2.0	2.5	3.2	5.4	8.1	16.3
资产负债率	72.28%	77.04%	61.23%	55.07%	49.63%	42.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	3	3
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.09

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B