

氮肥

侯宏森

010-66276985

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 18.78元

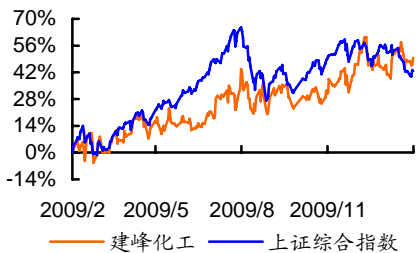
评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2995.31
总股本(百万)	399
流通股本(百万)	89
流通市值(亿)	17
EPS (TTM)	0.67
每股净资产(元)	2.47
资产负债率	60.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
建峰化工	3.76	14.16	5.92
上证综合指数	-7.66	-4.26	-13.72



相关报告

《建峰化工-新建项目事故对明年业绩增长影响不大》2009-3-25

《建峰化工-拥得天独厚优势,实现跨越式发展》2009-3-16

建峰化工

000950

暂无评级

政府支持,优势明显,但气价未知,盈利需待观察

近日,我们调研了建峰化工,就公司的生产和气源供给情况作了较为深入的探讨,对将要投产的“二化项目”进行现场调研,并对10年的运营情况进行了交流。

投资要点:

- **公司兼有资源和交通优势。**公司处在天然气资源最丰富的川、渝地区东部矿区,气压充足;且位长江上游之畔,享受水道便利,从重庆到江苏运费仅120元/吨,而内蒙地区的西部尿素运输到东部沿海需要将近500元的费用。
- **重庆将坚持发展天然气化工,构建国家级的天然气化工基地。**成渝区域发展将上升为国家战略,重庆有望在资源上得到一定的自主空间,自产天然气将优先适用于本地的发展,大力发展天然气化工。在保障现有化肥用气基础上,将扶持发展高附加值的气头化工产品。建峰化工作为重庆市的主要的化工企业,在资源保障方面将得到政府的有力支持。
- **天然气提价趋势明显,公司用天然气价格还在谈判之中。**目前公司原有的尿素用气包括计划用气和工业用气,计划用气成本为0.75元/立方,工业用气成本在1.2元/立方,综合成本在0.85元/立方左右。而80万吨尿素的“二化项目”用气价格还未确定,该项目是采用中石化普光气田的天然气,中石化提出要采用工业用气价格,如果采用工业气价,每吨尿素需要650立方天然气,计算得产品完全成本将达到1650元/吨左右,企业盈利空间将大幅压缩。定价还未得到政府认可,双方还在谈判。建峰化工背后还担负着建峰集团7000多人的命运,如果建峰化工盈利压力加大,则集团的负担将进一步加剧,这也是政府必须考虑的重要因素。
- **一旦天然气价上调,则尿素合理价格有望上升到1850元/吨。**目前气头尿素占据25%的市场份额,型煤和水煤浆技术的尿素占到25%左右,50%的尿素采用无烟煤,气头尿素产品如要维持15%左右的正常毛利,则价格必需到1850元/吨以上。
- **公司从09年11月中旬开始停车,目前仍处于停产状态,预计3月份有望供气开车,据分析二化项目也会在二季度初达产,我们预测10年公司的尿素产量有望达到100万吨,实现翻番。**
- **公司有望成为化医集团的化工资产的整合平台。**公司01年底划转重庆市直管后并入重庆化医集团,政府提出的“千亿化医控股”目标,并指示化医集团将分业务整体上市。而公司作为化医的优势资产,有望整合集团下面的其他化工业务。
- **暂无评级。**天然气占据了气头尿素主要成本,目前天然涨价的时间未定,最终谈判价格未定,并且定价机制也未定,因此公司的业绩存在很大的不确定性,我们暂时维持公司09年-11年EPS分别为0.61元,0.96元和1.12元,但由于业绩不确定性较大,因此暂无评级。

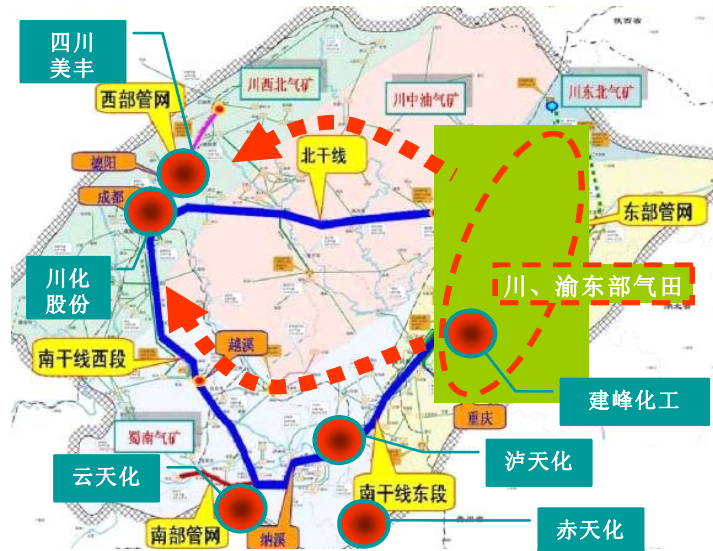
主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1449	1864	2429	2570
同比(%)	42%	29%	30%	6%
归属母公司净利润(百万元)	273	244	383	446
同比(%)	88%	-11%	57%	17%
毛利率(%)	26.8%	20.5%	24.1%	26.8%
ROE(%)	28.2%	10.6%	14.4%	14.6%
每股收益(元)	0.68	0.61	0.96	1.12
P/E	27.49	30.75	19.59	16.81
P/B	7.75	3.25	2.82	2.46
EV/EBITDA	29	28	17	14

资料来源: 中投证券研究所

公司位处资源腹地。公司处在天然气资源最丰富的川、渝地区东部矿区，而四川盆地其他地区的气矿大都濒临枯竭，因此相对于处在川南线和川北线的其他尿素企业，公司天然气的供应和运输具有得天独厚的优势。目前拥有自建长达 80 公里的输气管线，直接接通中石油的川东气矿；而年底投产的 80 万吨尿素“二化项目”将直接接通中石化川东普光气田。普光气田目前是四川最大天然气田，将于 09 年中期投产，公司已与中石化签订 5 亿立方用气协议。

图 1: 四川盆地形成以东部气田为源头经南北干线向成都输送的格局



资料来源：四川环保网，中投证券研究所

位长江上游之畔，享受水道便利。公司紧靠乌江，产品占据了乌江两岸的消费市场，并可顺长江而下，达到两湖地区和中下游平原主要尿素市场，还向南辐射到两广地区。在西南地区的大型化肥生产企业中，最具有运输的成本优势。每吨尿素从工厂

图 2: 公司位处长江上游乌江之畔，产品可顺江而下



资料来源：四川环保网，中投证券研究所

表 1: 盈利预测

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1449	1743	2408	2547
同比(%)	42%	20%	38%	6%
归属母公司净利润	273	233	381	444
同比(%)	88%	-15%	64%	17%
毛利率(%)	26.8%	20.7%	24.1%	26.9%
ROE(%)	28.2%	19.4%	24.3%	22.4%
每股收益(元)	0.88	0.75	1.22	1.42
P/E	14.40	16.89	10.31	8.85
P/B	4.06	3.27	2.51	1.99
EV/EBITDA	15	16	9	8

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1790	3013	3196	3444	营业收入	1449	1864	2429	2570
现金	866	2337	2404	2590	营业成本	1060	1481	1844	1881
应收账款	0	28	8	9	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	8	6	8	9	营业费用	69	76	102	108
预付账款	713	255	367	429	管理费用	48	54	73	77
存货	198	382	402	398	财务费用	-32	-20	-16	8
其他	5	6	7	8	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	700	863	1036	1205	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	327	576	792	963	营业利润	304	271	426	497
无形资产	97	87	76	86	营业外收入	0	0	0	0
其他	275	199	167	155	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2491	3877	4231	4649	利润总额	304	271	426	497
流动负债	415	459	462	492	所得税	31	28	43	51
短期借款	0	0	0	0	净利润	273	244	383	446
应付账款	24	109	63	65	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	391	350	398	426	归属母公司净利润	273	244	383	446
非流动负债	1091	1091	1091	1091	EBITDA	272	275	447	553
长期借款	1091	1091	1091	1091	EPS (元) (摊薄)	0.68	0.61	0.96	1.12
其他	0	0	0	0					
负债合计	1507	1550	1553	1583					
少数股东权益	17	17	17	17	主要财务比率				
股本	312	399	399	399	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
资本公积	209	1298	1298	1298	成长能力				
留存收益	446	612	964	1353	营业收入	41.7%	28.6%	30.4%	5.8%
归属母公司股东权益	967	2309	2661	3050	营业利润	25.5%	-10.6%	57.0%	16.5%
负债和股东权益	2491	3877	4231	4649	归属于母公司净利润	87.5%	-10.6%	57.0%	16.5%
					获利能力				
					毛利率	26.8%	20.5%	24.1%	26.8%
					净利率	18.8%	13.1%	15.8%	17.3%
					ROE	28.2%	10.6%	14.4%	14.6%
					ROIC	19.8%	20.7%	26.6%	28.6%
					偿债能力				
					资产负债率	60.5%	40.0%	36.7%	34.0%
					净负债比率	73.93%	71.90%	71.77%	70.41%
					流动比率	4.31	6.56	6.92	7.01
					速动比率	3.83	5.73	6.04	6.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.59	0.60	0.58
					应收账款周转率	33853	44	45	101
					应付账款周转率	60.09	22.15	21.35	29.20
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.61	0.96	1.12
					每股经营现金流(最)	0.98	1.38	0.71	1.18
					每股净资产(最新摊)	2.42	5.78	6.67	7.64
					估值比率				
					P/E	27.49	30.75	19.59	16.81
					P/B	7.75	3.25	2.82	2.46
					EV/EBITDA	29	28	17	14

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 硕士, 有多年化工行业工作背景, 曾就职于清华大学国际技术转移中心和长城企业战略研究所。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、烟台万华、浙江龙盛、金发科技、红宝丽、巨化股份、杨农化工、诺普信、沙隆达、华星化工、兴化股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商会中心 A 座 19 层
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434