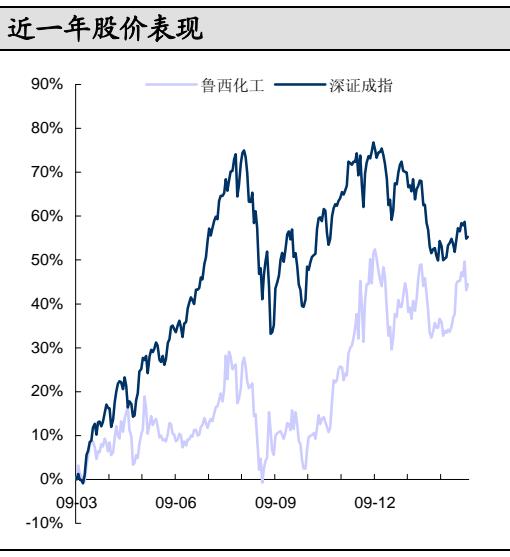




## 多因素驱动公司持续向好发展

6 - 12 个月目标价	9.60 元
当前股价	6.39 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	3031.06
总股本 (百万)	1046.23
流通 A 股 (百万股)	1046.23
流通 B 股 (百万股)	0.00
流通 A 股市值 (百万)	6685.43
总市值 (百万)	6685.43
每股净资产 (元)	2.25
ROE (TTM)	4.53
资产负债率	69.9
动态市盈率	62.65
动态市净率	2.84



研究员：卢全治

电话：0755-83689065

Email: luquanzhi@hotmail.com

报告日期：2010.3.8

### 相关报告：

1.《航天炉技术助推公司跨越式发展》2009.12.22

近期我们对鲁西化工进行了调研，深入了解了公司当前的生产经营情况和未来的发展规划。

### 投资要点：

- **股价上升的催化因素。** 目前，我们认为推动股价上升催化因素主要包括：  
1. 高管集体增持自家股票；2. 即将收购聊城煤矿，延伸产业链；3. 非公开发行筹资建设新项目；4. 化肥行业景气度不断攀升。
- **高管增持自家股票，增强投资者信心。** 今年2月初公司高管增持自家股票，表明他们对公司未来的发展充满信心，同时也向投资传达了他们把公司治理的更好的决心和信心，增强了投资者的持股信心。
- **投资聊陈煤矿，延伸产业链。** 目前公司于新汶集团就聊城煤矿的合作开发问题正在谈判之中，最终达成合作的可能性非常大。我们认为煤矿除了给投产后给公司带来的投资收益之外，更重要的意义在于公司的产业链的延伸。
- **定向增发建设航天炉，原料成本有望大幅下降。** 目前公司定向增发方案已经上报证监会，正等待会里审批。募集资金中一部分用于建设30万吨/年尿素项目已经配套的造气装置航天炉。航天炉建成后可大幅降低公司合成氨成本，提高公司下游产品的市场竞争力。
- **化肥行业持续向好，推动公司产品毛利率回升。** 公司主要产品尿素和复合肥行业自09年11月以来一直维持向好的发展趋势，目前价格维持平稳，随着春耕用肥旺季的临近，价格有进一步上涨的空间。尿素的原料煤炭和复合肥原料氯化钾近期呈下降态势。产品价格的上升和原料价格的下降将共同推动公司化肥产品毛利率的回升。
- **精细化工市场前景分析。** 为了提升公司综合竞争力，寻找新的经济增长点，公司决心进入精细化工领域。公司在建的精细化工产品均为合成氨和甲醇的下游产品，虽然目前的市场竞争激烈，但我们认为随着航天炉技术在公司的不断应用，公司精细化工产品的盈利能力将不断提升，从而推动公司业绩快速增长。
- **盈利预测与投资评级。** 我们上调公司2009-2011年每股收益的分别为0.17元，0.32元和0.58元，对应的市盈率分别为37.94倍，20.23倍和11.10倍，目前公司的估值水平基本合理，但考虑到化肥行业的持续回暖以及未来航天炉技术的实施有可能推动公司进入快速增长阶段，未来盈利提升的空间很大，我们给予“买入”的投资评级。

### 财务数据与估值

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6925	6030	7682	9243
收入同比(+/-%)	40%	-13%	27%	20%
净利润(百万元)	230	176	330	602
净利润同比(+/-%)	2%	-23%	88%	82%
EPS(元)	0.22	0.17	0.32	0.58
P/E	29.13	37.94	20.23	11.10
P/B	2.88	2.70	2.45	2.10

资料来源：江南金融研究所

## 一、股价上升的催化因素

目前我们重点推荐鲁西化工，主要是认为未来公司的发展将会持续向好，公司的股价将在众多利好因素的刺激下逐步升。公司股价上升的主要催化因素包括：1. 公司高管集体增持自家股票；2. 即将收购聊城煤矿，延伸产业链；3. 非公开发行筹资建设新项目；4. 化肥行业景气度不断攀升。

## 二、高管集体增持自家股票，增强投资者信心

以往鲁西化工的高管们很少与自家公司的股票发生关系，但中国证券报报道，2月11日和12日两个交易日，鲁西化工以董事长张金成为首的十名高管及高管亲属大量买入公司股票，买入成本在5.9元上下。2月11日，董事长张金成以5.9元的价格买入鲁西化工10.6万股；副总经理张金林和姜吉涛分别买入3.6万股和4万股。2月12日，公司总经理焦延滨、董事杜凤莲、监事于清等7名高管也纷纷买入公司股票，买入数量在1万至4万多股之间不等。通过我们的调研了解到，公司的高管之所以买入自家的股票，是因为管理层对公司的未来充满信心，十分看好公司的发展前景。管理层在买入自家股票后，也反过来会促进他们更加积极的工作，推动公司持续快速的发展。同时也向投资者传达了管理对把公司治理的更好的决心和信心，提升了投资者的持股信心。

## 三、投资聊城煤矿，延伸公司产业链

2009年10月29日，公司公告拟与聊城市昌润投资发展有限责任公司、山东信发集团有限公司、国电聊城发电有限公司共同组建聊城市润丰资源开发投资有限责任公司，其中公司持股35%，是润丰投资的控股股东。

润丰公司成立后，下一步拟与新汶矿业集团合作，共同成立煤炭开采公司（其中新汶矿业持股51%，润丰投资持股49%），拟开采优质的聊城煤田。政府相关部门目前正在与新汶矿业集团就与润丰投资合作方式等相关事宜均在洽谈过程中，此项目是聊城政府重点扶持的项目。

目前，聊城煤田的采矿权归属于新汶矿业集团，该煤田距公司所在东阿化工工业园约40公里，煤炭储量217亿吨，煤层埋藏深度800-1500米，煤种为烟煤，发热量为6000大卡，煤矿设计产能为300万吨/年，计划2012年建成投产，2013年开始为鲁西化工贡献稳定的投资收益，按坑口价500元/吨计算，完全成本350元/吨，吨煤净利润为112.5元，每年可为鲁西化工贡献投资收益约5800万元，增厚每股收益0.058元。

我们认为煤矿除了给投产后给公司带来的投资收益之外，更重要的意义在于公司的产业链的延伸。公司目前的化肥产品均以煤炭为原料，现在所用的煤炭全部外购，如果聊城煤矿投产后，且该煤矿的煤质刚好适合正在建设中的航天炉使用，未来可以为公司提供稳定的原料来源，在能源价格不断高企的情况下，公司可以锁定原料成本，提升产品的竞争力。由于聊城煤矿位于阳谷县境内，距离鲁西化工园仅50公里，且规划中的聊泰（聊城-泰安）铁路正好经过鲁西化工园，将来可以通过铁路直接运至公司，未来原料煤的运费相较于目前100-200元/吨的水平可以忽略不计，公司产品的成本将进一步降低。

## 四、定向增发建设航天炉，原料成本有望大幅下降

由于公司目前合成氨装置采用传统的固定床间歇制气工艺，对山西无烟煤的依赖性较大，无烟煤价格高（目前公司到厂家约1000元/吨），导致合成氨成本较高，与国内外先进的煤气化工艺技术相比，毛利率水平存在一定的差距，对公司尿素产品的市场竞争力产生不利影响，采用新技术、新工艺、新装备提升改造公司的传统固定床间歇制气工艺已显得非常必要。

公司将通过定向增发募集资金投资原料路线和动力结构调整年产30万吨/年尿素项目。目前增发方案已经上报证监会，正等待审核。航天炉项目采用中国航天技术研究院开发的粉煤连续气化技术—HT-L 粉煤加压气化先进技术，选用Φ2800/3200 航天气化炉制气。航天炉技术与固定床，Shell牌炉生产工艺类似，均是干法制气，但航天炉技术相较于Shell牌等煤气化装置最大的优势在于投资较低，运转周期较长(可连续运转120天)，能耗低，原料煤的适用范围广泛。航天炉可以用廉价的烟煤作为制气原料，按烟煤到厂家580元/吨，公司吨尿素成本可较目前降低约400元，30万吨/年项目建成后，可为公司贡献1亿的净利润，增厚每股收益0.1元。虽然航天炉技术处于初步发展阶段，但在国内已经有成功应用的案例，如河南永煤集团濮阳化工和安徽临泉化工航天炉项目，目前两台炉子运行情况均比较平稳。我们认为鲁西化工航天炉项目的建设取得成功属于大概率事件，项目的成功对公司未来的发展具有里程碑式的意义，如果项目运行顺利，达到预期效果，公司尿素成本将大幅下降，未来公司可以用航天炉技术替代现有的固定床工艺，如果全部采用航天炉技术制气，按照年产190万吨尿素计算，可为公司贡献约6个亿的净利润，仅尿素业务这一块就可为公司带来每股收益0.60元（如果按增发后15亿股计算为0.40元），我们认为未来公司业绩翻番是值得期待的。

目前该项目正在建设之中，预期10年底建成，11年一季度试车。该项目的尿素建成后实际产能可能达40-50万吨/年，我们将重点关注该项目的建设，期待航天炉技术推动公司业绩爆发性增长。

**图表 1：主要煤气化技术比较**

	航天炉	德士古炉	Shell牌炉	国产化水煤浆气化炉	固定床
碳转化率 (%)	99	95	99	97	75
有效气含量CO+H2 (%)	90	>80	>90	85	70
比氧耗 (m <sup>3</sup> /100m <sup>3</sup> CO+H <sub>2</sub> )	360	≤ 380	≤ 380	360	/
比煤耗 (kg/100m <sup>3</sup> )	600	550	520	560	/
投资 (亿元)	10	12	15	10	6
适用煤种	适用几乎所有煤种	较广泛，对煤质有一定要求	适用几乎所有煤种，但以无烟煤最佳	较广泛，对煤质有一定要求	无烟煤
运行效果	运行良好	运行良好	运行基本良好	运行良好	运行良好，但能耗高，污染大

资料来源：《煤炭加工与综合利用》，江南金融研究所

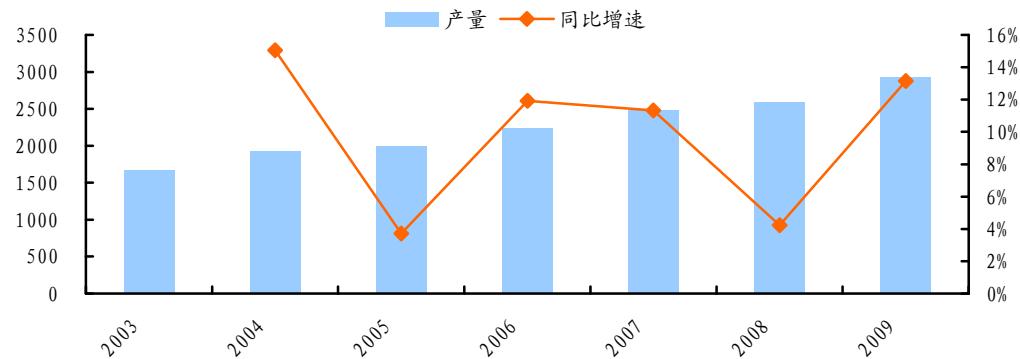
## 五、化肥行业持续向好，推动公司化肥产品毛利率回升

目前公司拥有煤头尿素产能150万吨/年，复合肥产能150万吨/年，因此尿素和复合肥行业的发展趋势将对公司业绩的变化会产生较大的影响。

尿素行业在经历了2008年下半年以来的行业低迷之后，尿素市场在今年10月份以后出现了逐步回暖的迹象，09年我国尿素的产量同比出现了较大幅度的上涨，显示了尿素企业的开工率出现了回升，行业逐步回暖。目前公司的尿素装置基本满负荷运转，产

品的销售平稳，公司库存较少。

**图表 2：我国尿素产量（单位：万吨）**



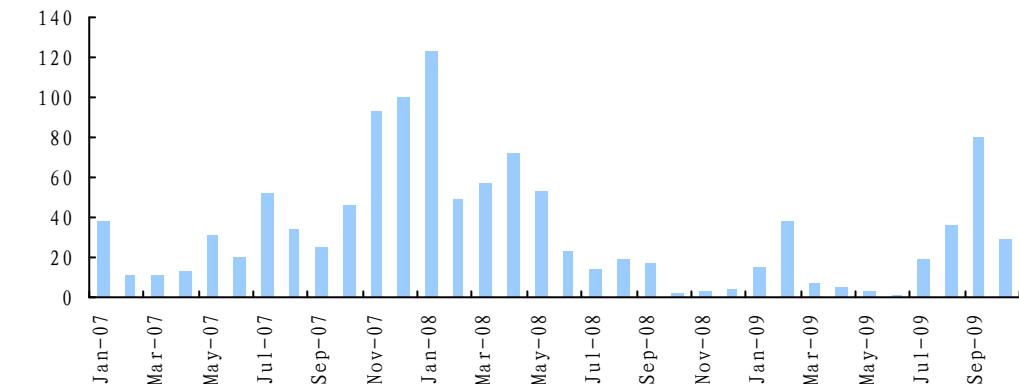
资料来源：Wind

近期国家公布了 10 年尿素的出口关税政策，相较于 09 年的政策，降低了尿素的出口暂定税率，且进一步延长了尿素的淡季时间，目前国内尿素在 1800 元/吨，国际尿素离岸价 300 美元/吨，按此价位计算，我国尿素出口是能够获得一定的利润空间的，因此关税政策的修订为缓解国内尿素产能过剩的压力起到了积极作用。

**图表 3：我国尿素产品出口关税政策**

	2009		2010	
	暂定关税	特别关税	暂定税率	特别关税
尿素	旺季(2-6月, 9月16日-10月31日): 35%; 淡季(1月, 7月1日-9月15日, 11月1日-12月31日): 当出口价格不高于基准价格时, 10%; 当出口价格高于基准价格时, 税率 = (1.1-基准价格/出口价格)*100%(基准价格按2.3元/公斤计算)	75%	旺季(2-6月, 9月16日-10月15日): 35%; 淡季(1月, 7月1日-9月15日, 10月16日-12月31日): 当出口价格不高于基准价格时, 7%; 当出口价格高于基准价格时, 税率 = (1.07-基准价格/出口价格)*100%(基准价格按2.3元/公斤计算)	75%

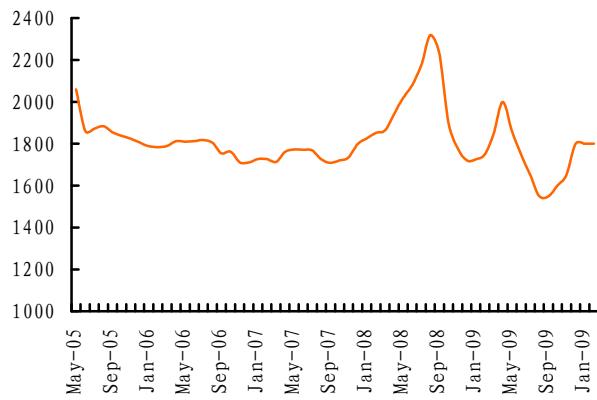
资料来源：中国化肥网

**图表 4：我国尿素出口量（单位：万吨）**


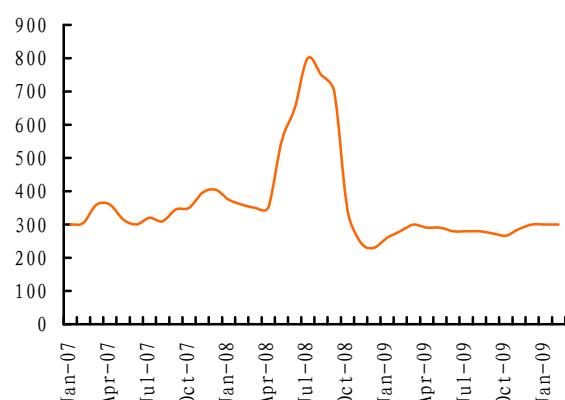
资料来源：Wind

国内尿素产品的价格也在十月份之后出现了止跌回升，尿素产品价格回升受多方面因素的推动。随着冬季淡储的实施，以及下游经销商为10年春耕而补充库存的需求，带动了整个尿素市场的回暖，需求的回升推动了价格的上涨；再次是外需出现了好转，今年6月国家出台的尿素出口政策延长了尿素淡季出口时间，延长期为一个月，再加上近期国际尿素价格的回升，国内过剩的尿素产能可以通过出口得到一定程度的缓解，外需的回升也是推动尿素价格上升一个原因。

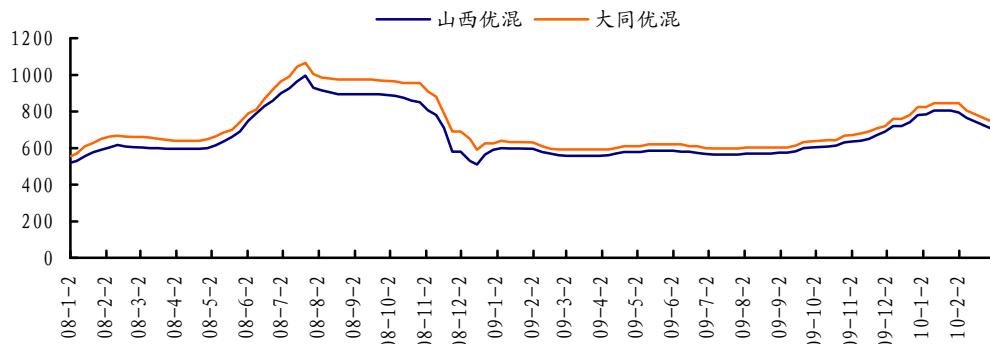
10年春节后尿素价格走势平稳，成交略显清淡，主要是今天节后气温回升的较慢，春耕施肥较往年有所延后，随着气温的回暖，三月下旬尿素的需求将集中释放，未来尿素的价格在需求的拉动下仍有进一步上涨的可能性。

**图表 5：我国尿素价格（单位：元/吨）**


资料来源：百川资讯

**图表 6：美国海湾大颗粒尿素离岸价（单位：美元/吨）**


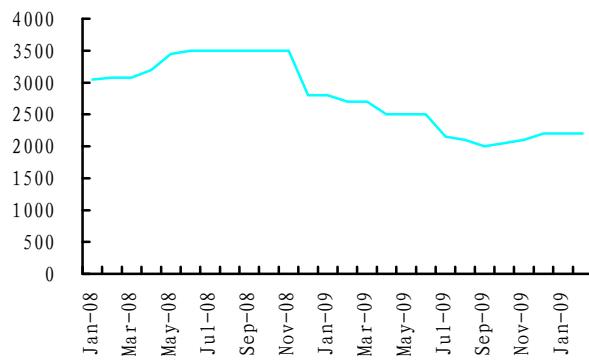
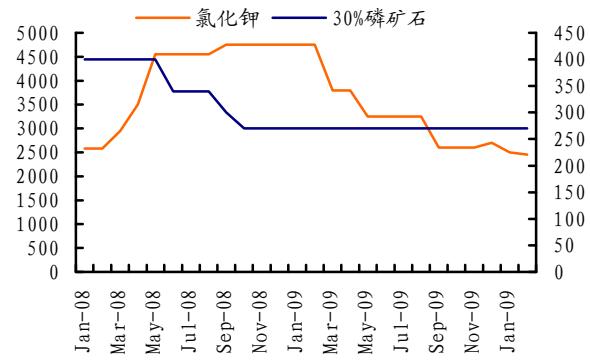
煤炭价格在09年表现的比较坚挺，价格持续回升，但从今年2月份开始，煤炭价格一改过去的强势，出现了一定幅度的回调。煤炭价格的回调主要是由于煤炭产量的持续增长和下游需求的放缓共同导致的。随着气温的回升以及产量的不断增长，我们判断今年煤炭价格还有约10%的下跌空间。煤炭价格的下跌，对煤头尿素企业形成了一定的利好，鲁西化工的尿素产品今年有望进一步提升。

**图表 7: 秦皇岛煤炭价格 (单位: 元/吨)**


资料来源: Wind

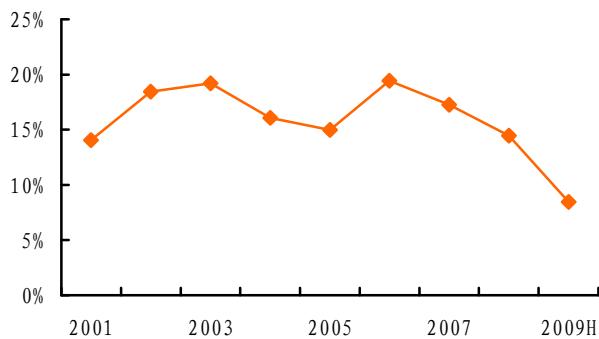
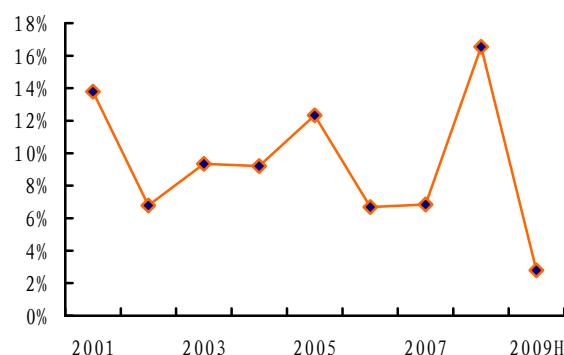
09年十月份以来，复合肥的价格在下游需求逐步启动的情形下出现缓步上涨。在即将到了春耕用肥旺季的拉动下，复合肥的需求将集中释放，从而推动复合肥的价格进一步回升。目前公司复合肥销售平稳，价格维持在2100-2200元/吨。

由于鲁西化工复合肥产品主要原料氯化钾、磷矿石和硫磺均来自外购，因此这些产品的价格对复合肥的毛利率起着决定性的作用。09年底我国与BPC签订的钾肥进口大合同价格为350美元/吨，远低于当时的国内市场价，今年在大合同执行的情况下，350美元吨的价格将成为我国钾肥价格的基准，从而今天钾肥价格较09年将呈总体下降的趋势。氯化钾价格从今年一月份开始下降，目前60%氯化钾已经跌至2450元/吨，基本接近进口大合同价格。氯化钾价格的下跌，将推动公司复合肥毛利率的提升。磷矿石价格自08年底以来一直保持平稳，今年有望继续维持平稳。

**图表 8: 45%硫基复合肥价格 (单位: 元/吨)**

**图表 9: 复合肥原料价格 (单位: 元/吨)**


资料来源: 百川资讯

鲁西化工的尿素和复合肥产品毛利率在正常年份下维持在15%和10%上下波动，而09年中期公司这两种产品的毛利率出现了大幅的下滑，主要是由于尿素和复合肥价格在09年出现了大幅下滑，而原材料价格在09年上半年反而出现了一定幅度的上升，且价格维持在高位，这两方面的因素共同导致了产品毛利率的下滑。而在10年这种局面有可能得到扭转，在产品价格上涨和原料价格下滑的情况下，鲁西化工10年的尿素和复合肥毛利率有可能恢复甚至高于正常年份的水平。

**图表 10: 公司尿素毛利率**

**图表 11: 公司复合肥毛利率**


资料来源: Wind

## 六、精细化工产品市场前景分析

公司未来发展战略: 不失时机的抢抓发展机遇; 做强做大主导产业; 稳妥发展能源化工、原料化工, 实现化肥与化工的有机结合; 适时进入精细化工; 注重培植新的经济增长点; 及时调整盈利模式; 提高综合竞争力。

按照公司现有的战略规划, 公司在做大做强主业的同时, 也在寻找新的利润增长, 延伸现有的产业链, 从而决定进军精细化工领域, 公司计划在未来3-5年内投资建设20万吨/年有机硅、12万吨/年甲烷氯化物、16万吨/年三聚氰胺、20万吨/年二甲基甲酰胺等项目。2009年已经开工建设的项目有6万吨/年甲烷氯化物、8万吨/年三聚氰胺、10万吨/年二甲基甲酰胺、5万吨/年有机硅。目前, 甲烷氯化物项目, 三聚氰胺项目和二甲基甲酰胺项目已经建成, 即将进行投料试产。有机硅项目正在建设之中, 计划今年六月份建成投产。

### 6.1 甲烷氯化物市场竞争激烈

甲烷氯化物是重要的化工原料, 在工业生产中用途广泛, 主要作为有机硅的原料, 近年来在医药、农药、甲基纤维素和季胺化合物等方面的需求迅速增长。

2005年我国甲烷氯化物产能约66.2万吨/年, 产量为57.04万吨。2007年甲烷氯化物装置能力达到102.2万吨/年, 产量达到81.5万吨。当前甲烷氯化物主要用于有机硅的生产, 有机硅产品在我国属于新材料, 未来的发展空间较大, 需求将稳步增长, 从而带动甲烷氯化物需求的快速增长。但目前来看, 我国甲烷氯化物的市场竞争比较激烈, 鲁西化工要想在该产品上获得较高的收益必须在生产技术和原料成本上寻找突破口。

### 6.2 三聚氰胺未来发展前景广阔

三聚氰胺是一种以尿素为原料的重要有机化工中间体, 广泛用于木材加工、塑料、涂料、减水剂、造纸、黏合剂、纺织、皮革、电气、医药、阻燃剂等行业。中国第一套三聚氰胺生产装置于1958年投产, 规模为100吨/年, 这套装置的投产标志着中国三聚氰胺工业开始起步。经过50年的发展, 目前中国三聚氰胺产能已超过60万吨/年, 实际产量约40万吨/年, 已经成为世界最大的三聚氰胺生产和出口国。自2003年以来, 中国三聚氰胺产能、产量的增速更是突飞猛进。

目前中国三聚氰胺生产企业主要分布在四川、山东、河南、河北等地, 其中川渝地区三聚氰胺年产量为3.3万吨, 山东省为16.4万吨, 河南省为8.2万吨, 京津冀地区为3.9万吨, 江浙地区为2.9万吨, 安徽省为2.2万吨, 广东省为1.0万吨, 福建省为1.8

万吨，西北地区为1.0万吨，东北地区为0.3万吨，其余地区为0.4万吨。

近年来，全球三聚氰胺需求量年均增速约4.5%。2006年全球三聚氰胺消费量约130万吨，增长的主要动力来自环保标准的提高。中国于2002年7月1日正式实施装饰材料控制游离甲醛含量的强制性标准，极大地刺激了三聚氰胺在强化木地板方面的消费。

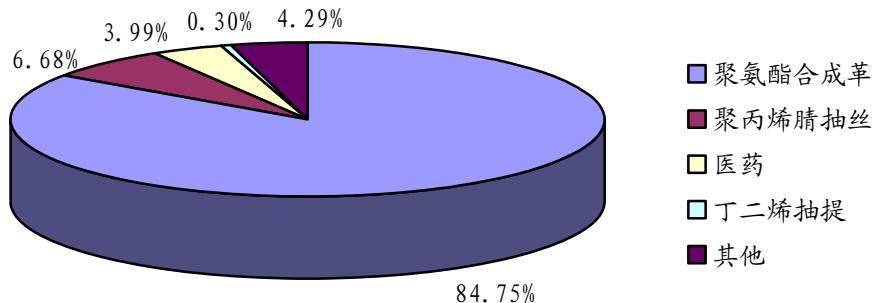
除了传统的装饰板、蜜胺餐具、涂料、纺织品整理剂、纸张增强剂、黏合剂和复合地板等应用领域外，新的应用领域的开拓也将使三聚氰胺的市场容量扩大，如三聚氰胺系列阻燃剂、三聚氰胺树脂泡沫、三聚氰胺合成纤维等。

此外三聚氰胺用作高效混凝土减水剂前景十分广阔。目前中国水泥年产量约12亿吨，只有不足20%的混凝土中会使用外加剂，而发达国家这一比例为95%-100%，因此可以预计国内水泥行业对性能优良的高效减水剂的需求量将会增大。

### 6.3 DMF 市场竞争激烈

DMF(二甲基甲酰胺)作为重要的化工原料以及性能优良的溶剂，主要应用于聚氨酯、腈纶、医药、农药、染料、电子等行业。在聚氨酯行业中作为洗涤固化剂，主要用于湿法合成革生产；在医药行业中作为合成药物中间体，广泛用于制取强力霉素、可的松、磺胺类药品的生产；在腈纶行业中作为溶剂，主要用于腈纶的干法纺丝生产；在农药行业中用于合成高效低毒农药杀虫剂；在染料行业作为染料溶剂；在电子行业作为镀锡零部件的淬火及电路板的清洗等；其它行业包括危险气体的载体、药品结晶用溶剂、粘合剂等。

**图表 12：DMF 消费构成**



资料来源：江南金融研究所

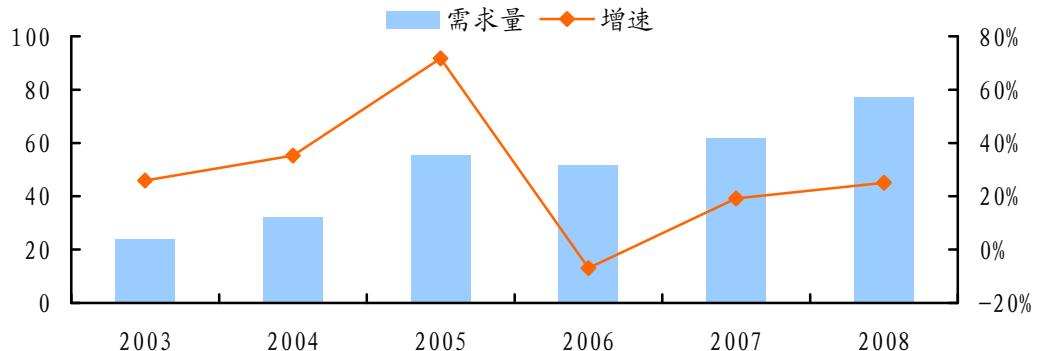
由于2008年下游浆料行业需求较差，2008年需求同比略有下降至52万吨，按照10%的需求增速，2010年的总需求量也只能达到63万吨。由于前几年国内产能扩张较快，目前国内产能约85万吨，产能过剩的压力较大，在国际出口形势低迷的情况下，国内企业的竞争压力进一步加剧。要在产能的市场中占据一席之地，对于同质性的产品，唯一的出路就是降低成本，从而提升企业竞争力，才能在激烈的市场竞争中立于不败之地。

### 6.4 有机硅单体产品市场即将面临过剩压力

随着建筑工业、电子/电器工业、日化和纺织工业等工业的发展，我国有机硅产品的消费量长期快速增长。2003-2008年间，国内有机硅单体的消费量年均复合增长率达13%以上。2006年，由于反倾销政策的实施，国内有机硅材料的低端市场有所萎缩，如硅油消泡剂、脱模剂等，从而导致对有机硅单体的需求同比出现了小幅萎缩。2007年，

随着国内产能释放和价格的回落，有机硅单体消费量又出现了快速增长。2008 年我国有机硅单体需求量 77 吨，较 2007 年增长了 25%以上。

**图表 13：有机硅需求量（单位：万吨）**



资料来源：江南金融研究所

目前国内对有机硅的需求正以每年 20% 左右的速度增长，预计未来三年仍将保持 20% 左右的增长率按此增速，至 2010 年，我国对有机硅制品的需求量（以有机硅单体计）将由 04 年的 37.5 万吨/年增加到 105 万吨/年，至 2012 年需求量预计将达 140 万吨。

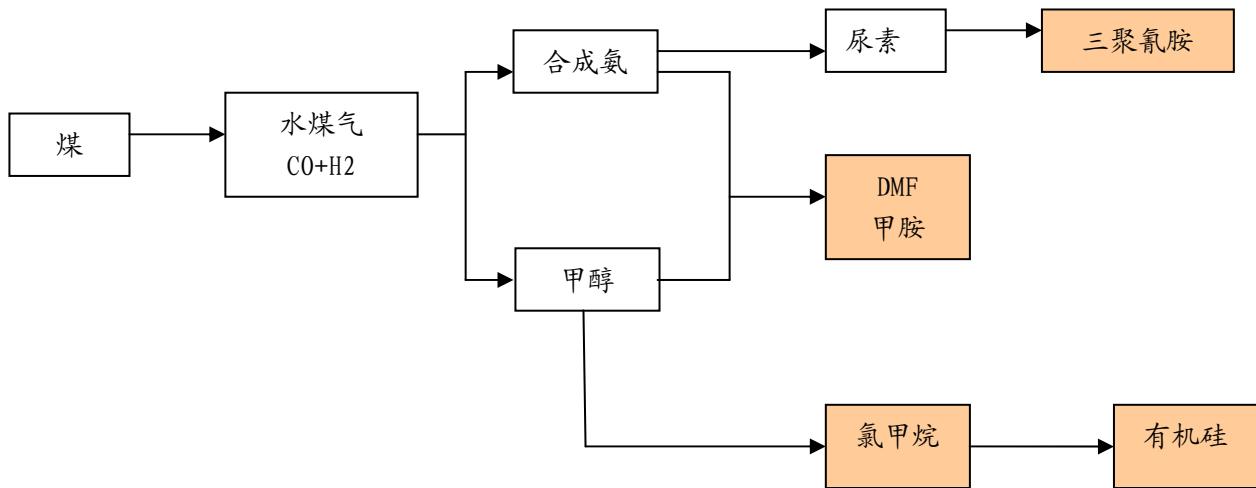
近年来国际有机硅产能不断向国内转移，有机硅巨头如瓦克，道康宁，迈图等增加在中国的投资，导致未来我国有机硅产能将大幅提升，再加上国内有机硅企业不断新增项目，我国有机硅产能将在 2011 和 2012 年大幅提升，届时我国有机硅产能将达到 200 万吨以上，我国有机硅行业将出现产能过剩的局面，行业的竞争程度将更加激烈。

**图表 14：我国有机硅单体需求预测**

单位：万吨	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
消费量	77	88	105	120	140
产能	65	111.7	217.7	235	260
产量	40	67	100	140	180

资料来源：江南金融研究所

公司即将进入的精细化工领域虽然发展前景不错，但短期内均面临着市场竞争激烈的压力。作为新进入者，目前公司具有的优势是拥有原料自给的能力，能在一定程度上降低成本。从公司现有产业链来看，新建的项目均是合成氨和甲醇的下游产品，未来精细化产品竞争力的提升可以依靠技术先进的航天炉提供成本较低的原料，从而提升公司在精细化领域中的竞争力。

**图表 15: 煤化工产业链**


资料来源：江南金融研究所（注：茶色表示计划新增产品）

### 七、盈利预测与投资评级

未来公司将以化肥生产为基础，不断向下游发展其他化工产品，延伸公司产业链。根据公司未来的发展和规划，我们对公司主要产品产量产销售进行了预测；同时根据各产品目前的价格水平以及我们对化工行业在未来景气度稳步回升的判断下，对未来两年我们认为化工产品会保持稳中有升的趋势，据此预测了未来两年公司主营产品的价格水平。

**图表 16: 公司主要产品盈利预测**

	2009年	2010年	2011年
<b>尿素(万吨)</b>	150	150	190
价格(元/吨)	1750	1800	1850
成本(元/吨)	1550	1500	1450
毛利率	11%	17%	22%
<b>复合肥(万吨)</b>	140	140	140
价格(元/吨)	1900	2000	2050
成本(元/吨)	1800	1750	1750
毛利率	5%	12.5%	12.5%
<b>氯甲烷(万吨)</b>	/	4	6
价格(元/吨)	/	4000	4000
成本(元/吨)	/	3500	3500
毛利率	/	12.5%	12.5%
<b>有机硅(万吨)</b>	/	1	2.5
价格(元/吨)	/	20000	20000
成本(元/吨)	/	17500	17000
毛利率	/	13%	15%
<b>DMF(万吨)</b>	/	7	10

价格(元/吨)	/	4700	4800
成本(元/吨)	/	4200	4200
毛利率	/	11%	13%
三聚氰胺(万吨)	/	6	8
价格(元/吨)	/	7300	7300
成本(元/吨)	/	6000	6000
毛利率	/	18%	18%

资料来源：江南金融研究所（注：以上价格为不含税价）

根据以上的预测，我们上调公司 2009-2011 年每股收益的分别至 0.17 元，0.32 元和 0.58 元，对应的市盈率分别为 37.94 倍，20.23 倍和 11.10 倍，目前公司的估值水平基本合理，但考虑到目前化肥行业的持续回暖以及未来航天炉技术的实施有可能推动公司进入快速增长阶段，公司盈利提升的空间很大，我们给予“买入”的投资评级。

### 八、敏感性分析

目前尿素产品是公司利润的主要来源，尿素产品价格的变动对公司业绩会产生较大的影响，因此我们对公司业绩进行了敏感性分析。尿素价格的变动导致公司业绩变动的情况如下表所示。

**图表 17：公司业绩敏感性分析（单位：元/吨、元/股）**

尿素价格	1600	1650	1700	1750	1800	1850	1900	1950	2000
2010EPS	0.14	0.18	0.23	0.28	0.32	0.37	0.41	0.46	0.51
2011EPS	0.27	0.33	0.40	0.46	0.52	0.58	0.64	0.70	0.76

资料来源：江南金融研究所

资产负债表				利润表					
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	2183	2407	2590	3745	<b>营业收入</b>	6925	6030	7682	9243
现金	671	633	772	1531	<b>营业成本</b>	5870	5432	6617	7795
应收账款	1	34	17	35	<b>营业税金及附加</b>	134	30	93	79
其他应收款	13	17	18	24	<b>营业费用</b>	106	91	117	140
预付账款	264	439	416	560	<b>管理费用</b>	199	151	207	240
存货	1214	1072	1339	1559	<b>财务费用</b>	173	191	156	100
其他流动资产	20	211	28	37	<b>资产减值损失</b>	131	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4843	4475	4049	3620	<b>公允价值变动收益</b>	0	83	0	0
长期投资	1	19	10	15	<b>投资净收益</b>	4	0	0	0
固定资产	3717	3764	3564	3241	<b>营业利润</b>	317	218	492	888
无形资产	224	224	224	224	<b>营业外收入</b>	21	42	0	0
其他非流动资产	901	468	251	141	<b>营业外支出</b>	6	3	0	0
<b>资产总计</b>	7026	6881	6639	7366	<b>利润总额</b>	331	257	492	888
<b>流动负债</b>	2675	2372	1835	2050	<b>所得税</b>	71	64	123	222
短期借款	867	992	0	0	<b>净利润</b>	260	193	369	666
应付账款	923	780	996	1146	<b>少数股东损益</b>	30	17	39	64
其他流动负债	885	600	840	904	<b>归属母公司净利润</b>	230	176	330	602
<b>非流动负债</b>	1944	1931	1937	1934	<b>EBITDA</b>	897	793	1064	1420
长期借款	1892	1892	1892	1892	<b>EPS (元)</b>	0.22	0.17	0.32	0.58
<b>负债合计</b>	4619	4303	3773	3984					
少数股东权益	85	101	140	204					
股本	1046	1046	1046	1046					
资本公积	492	492	492	492					
留存收益	785	856	1105	1556					
归属母公司股东权益	2323	2477	2726	3177					
<b>负债和股东权益</b>	7026	6881	6639	7366					
<b>现金流量表</b>									
					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
<b>经营活动现金流</b>	1029	336	1173	1016					
净利润	260	193	369	666					
折旧摊销	407	384	416	431					
财务费用	173	191	156	100					
投资损失	-4	-0	0	0					
营运资金变动	96	-445	175	-187					
其他经营现金流	96	13	58	4					
<b>投资活动现金流</b>	-787	-203	194	-4					
资本支出	795	0	0	0					
长期投资	2	18	-9	4					
其他投资现金流	10	-185	185	0					
<b>筹资活动现金流</b>	-276	-171	-1229	-252					
短期借款	672	125	-992	0					
长期借款	-128	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	-820	-295	-237	-252					
<b>现金净增加额</b>	-35	-38	139	759					

主要财务比率									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
<b>成长能力</b>									
营业收入	39.8%	-12.9%	27.4%	20.3%					
营业利润	-11.0%	-31.0%	125.2%	80.5%					
归属于母公司净利润	2.2%	-23.2%	87.5%	82.3%					
<b>获利能力</b>									
毛利率 (%)	15.2%	9.9%	13.9%	15.7%					
净利率 (%)	3.3%	2.9%	4.3%	6.5%					
ROE (%)	9.9%	7.1%	12.1%	19.0%					
ROIC (%)	8.6%	6.7%	12.3%	20.0%					
<b>偿债能力</b>									
资产负债率 (%)	65.7%	62.5%	56.8%	54.1%					
净负债比率 (%)	59.73%	67.02%	50.15%	47.49%					
流动比率	0.82	1.01	1.41	1.83					
速动比率	0.31	0.54	0.62	1.02					
<b>营运能力</b>									
总资产周转率	1.06	0.87	1.14	1.32					
应收账款周转率	156	209	171	186					
应付账款周转率	7.93	6.38	7.45	7.28					
<b>每股指标(元)</b>									
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.17	0.32	0.58					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.32	1.12	0.97					
每股净资产(最新摊薄)	2.22	2.37	2.61	3.04					
<b>估值比率</b>									
P/E	29.13	37.94	20.23	11.10					
P/B	2.88	2.70	2.45	2.10					
EV/EBITDA	10	11	8	6					

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

## 江南金融研究所

公司网站：<http://www.scestock.com>

### 深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编， 518000

电话： 0755-83689524

### 北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编： 100012

电话： 010-84802003