



# 增收不增利，市场疲软致使利润下滑

增持(持平)

## 投资要点:

- 📖 营业收入稳步上升，公司新老产品市场拓展能力持续强劲
- 📖 尿素等传统产品市场疲软致使利润同比大幅下降
- 📖 长期来看，天然气价格上涨将使公司未来依然拥有强大的竞争优势

## 报告摘要:

- **报告期内公司营业收入增长 20.90%，醋酸销量增长是主因。**2010年上半年，公司累计实现营业收入 22.83 亿元，同比增长 20.90%。在尿素、DMF 等产品收入普遍下降的情况下，公司营业收入的增长主要归因于醋酸的正常生产，去年同期 20 万吨醋酸项目则刚建成试生产，同比来看，醋酸的营业收入增长了 3.5 亿元，从一个侧面也反映了公司对于新产品具有较强的市场开拓能力。
- **尿素等传统市场疲软，致使公司净利润下降 39.55%，EPS 为 0.28 元。**虽然营业收入稳步增长，但公司的业绩并未与之同步，反而出现了大幅下滑，这主要是尿素等产品市场疲软所致。目前我国尿素总产能在 6000 万吨以上，过剩约 20%，市场竞争日趋激烈，加之国内春季干旱、夏季水涝，极大地抑制了尿素需求，致使市场疲软，尿素价格长期维持在低位，目前市场报价仅约 1580 元/吨，本期公司尿素的毛利率为 16.8%，同比下降了 7 个百分点。就本年度而言，用肥旺季基本过去，尿素盈利能力难有改善。
- **天然气价格上调，未来公司依然拥有强大竞争优势。**今年国家发改委连续上调了天然气的管道运输费和出厂价格，累计涨价 0.31 元/方，气头尿素吨成本至少增加 200 元以上，并且我们判断天然气价格仍有上调趋势。因此，公司作为国内煤头尿素的龙头企业，在未来的市场竞争中优势明显。
- **在建项目进展低于预期，业绩体现或推迟至 2012 年。**公司在建的 10 万吨/年醋酐项目和 5 万吨/年合成尾气制乙二醇项目进度分别为 25.9% 和 2.3%，进展较为缓慢，今明两年业绩难以体现。此外由于年产 16 万吨己二酸项目有望后年投产，2012 年或是公司业绩大幅增长时点。

**盈利预测:** 综合以上多重因素，预计公司未来三年 EPS 分别为 0.51、0.88 和 1.64 元，目前股价为 13.91 元，从估值来看仍有上行空间，建议增持。

## 分析师

康铁牛

电话: 010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平

电话: 010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

柴沁虎

电话: 010-88085267

chaiqinhu@hysec.com

## 市场表现

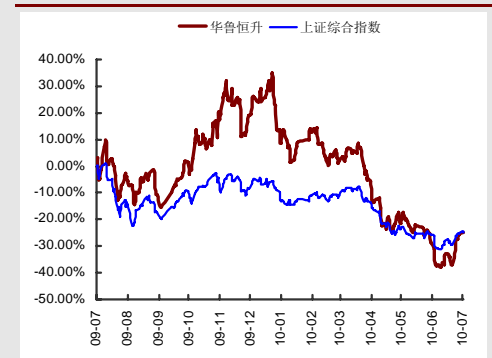
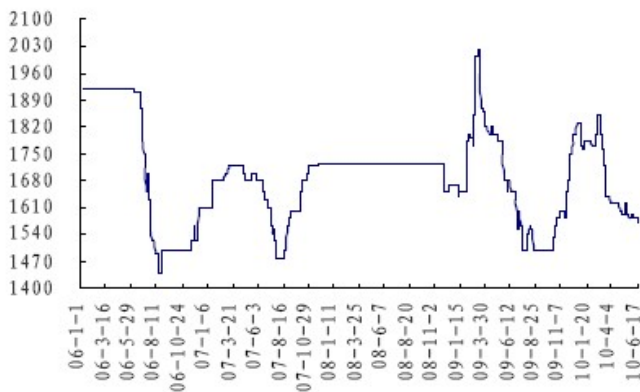
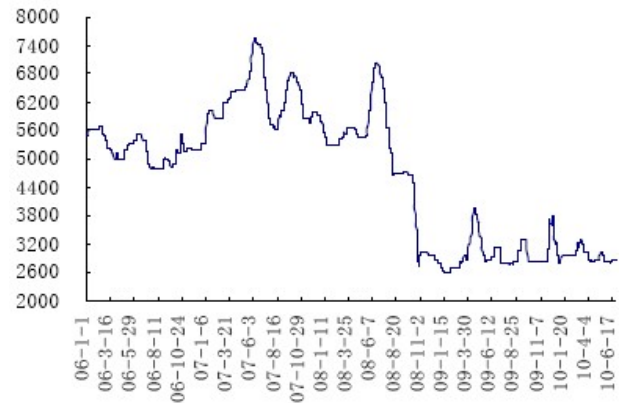


图 1: 近年来尿素价格走势 (元/吨)



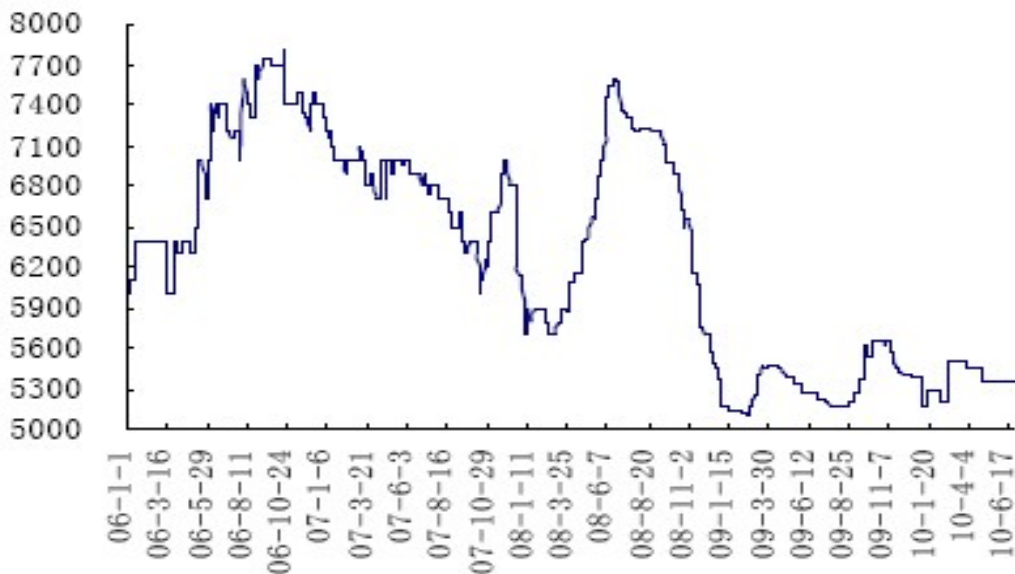
资料来源: 宏源证券

图 2: 近年来醋酸价格走势 (元/吨)



资料来源: 宏源证券

图 3: 近年来华东地区 DMF 价格走势 (元/吨)



资料来源: 宏源证券

表 1: 盈利预测表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2867.84	3443.66	3997.89	4797.47	5517.09	7448.08
减: 营业成本	2260.42	2682.39	3197.61	4029.88	4524.02	5958.46
营业税金及附加	11.95	12.39	4.80	5.77	6.63	8.95
营业费用	93.42	94.51	87.64	105.17	120.95	163.28
管理费用	42.40	56.60	77.01	92.41	106.28	143.47
财务费用	42.69	124.60	129.60	264.37	239.83	211.80
资产减值损失	2.89	27.41	1.35	1.35	1.35	1.35
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	414.06	445.76	499.87	298.53	518.05	960.77
加: 其他非经营损益	0.44	4.69	1.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	414.50	450.45	501.73	298.53	518.05	960.77
减: 所得税	94.21	73.55	76.62	44.78	77.71	144.12
净利润	320.29	376.90	425.10	253.75	440.34	816.65
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	320.29	376.90	425.10	253.75	440.34	816.65
EPS	0.64	0.76	0.86	0.51	0.88	1.64

资料来源: 宏源证券

**风险提示:** 以上盈利预测主要基于明年尿素市场趋于正常、公司在建项目及己二酸项目进展顺利的判断基础上, 天气异常仍是公司未来业绩最大的不确定因素。

**分析师简介:**

**康铁牛:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

**祖广平:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

**柴沁虎:** 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

**张延明:** 宏源宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。

**宏源证券机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>李晔</b> 010-88085956 liye@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
<b>牟晓凤</b> 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。