

日期: 2010年12月30日
行业: 化学肥料制造业



冀丽俊
021-53519888-1921
jilijun@sigchina.com
执业证书编号: S0870208090141

磷复肥一体化优势企业

IPO 询价区间 RMB17.81-21.37 元
上市合理估值 RMB22.26-26.71 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 38.00
发行后总股本 (百万股) 148.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 宏源证券

主要股东 (IPO 前)

安徽省宁国市农业生产资料有 63.50%
武汉长江创业投资有限公司 20.00%
金国清 7.40%

收入结构 (10Q3)

氮基复合肥 46.65%
硫基复合肥 18.66%
磷酸一铵 27.09%

报告编号: JIJ10-NSP30

首次报告时间: 2010年12月30日

■ 投资要点:

磷复肥一体化优势企业

公司从事高浓度磷复肥产品研发、生产和销售,主要产品为高浓度缓释 NPK 复合肥系列产品以及磷酸一铵,中间产品包括硫酸、磷酸等。近年来,公司充分依托当地硫资源丰富以及临近消费市场的双重优势,加快开发适销对路的磷复肥产品以及硫酸、磷酸等中间产品,逐步形成从硫铁矿制酸至磷复肥产品生产、销售较为完整的一体化产业链,顺利实现了以物理合成为主的传统复合肥龙头企业向现代化磷复肥一体化优势企业的跨越式发展。

募投项目提高公司竞争能力

公司本次发行募集资金,主要投向 70 万吨/年氯化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目。该项目按照先建后拆原则组织实施。项目达产后,年均实现销售收入 148,653.77 万元,税后利润 10,345.50 万元,项目投资收益率达 19.83%。预计项目投产第一年生产负荷为 80%,第二年生产负荷为 100%,实现完全达产。

业绩增长可持续

预计募投项目将在 2012 年下半年投产,我们测算 2010-2013 年归母公司所有者的净利润将实现年递增 31.26%、10.55%、47.37% 和 41.29%,相应的稀释后每股收益为 0.58 元、0.64 元、0.94 元和 1.32 元。

定价结论

我们认为,给予公司 2011 年 35-42 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 22.26-26.71 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 20% 的折让,建议询价区间为 17.81-21.37 元,对应的 2009 年市盈率区间为 40.63-48.75 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,181.99	1,278.20	1,382.63	2,052.25	2,875.11
年增长率	-2.79%	8.14%	8.17%	48.43%	40.10%
归属于母公司的净利润	64.88	85.15	94.14	138.72	196.01
年增长率	-17.53%	31.26%	10.55%	47.37%	41.29%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.438	0.575	0.636	0.937	1.324

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

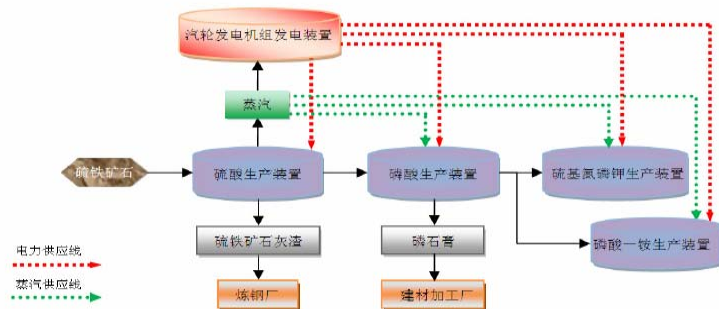
■ 公司概况

公司所属行业为化学原料及化学制品制造业中的化学肥料制造业，属于化肥行业大类中的复合肥细分行业。

公司从事高浓度磷复肥产品研发、生产和销售，主要产品为高浓度缓释 NPK 复合肥系列产品以及磷酸一铵，中间产品包括硫酸、磷酸等。目前，已具备年产 53 万吨高浓度缓释 NPK 复合肥、30 万吨磷酸一铵、25 万吨硫酸、15 万吨磷酸的生产能力。其中，磷酸一铵产量位列全国第十位，硫铁矿制酸产量位列同行业第八位（2009 年），综合实力挤入中国复合肥行业十强、中国化肥行业百强、安徽企业百强、安徽省民营企业十强行列。

近年来，公司充分依托当地硫资源丰富以及临近消费市场的双重优势，加快开发适销对路的磷复肥产品以及硫酸、磷酸等中间产品，逐步形成从硫铁矿制酸至磷复肥产品生产、销售较为完整的一体化产业链，顺利实现了以物理合成为主的传统复合肥龙头企业向现代化磷复肥一体化优势企业的跨越式发展。

图 1 公司产业链情况



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司系由有限公司整体变更设立。发起人分别为宁国市农资公司、长江投资公司以及自然人金国清、田三红和楼江。

截至本招股说明书签署日，宁国市农资公司持有公司 6,985.00 万股，占公司股本 63.50%，为公司控股股东。目前从事投资管理。金国清先生直接持有公司 7.40% 的股权，并通过宁国市农资公司控制公司 63.50% 的股权，是公司实际控制人。公司股东宁国市农资公司、长江投资公司、金国清、田三红、楼江，均不从事与公司相同或相近业务。

表 1 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	安徽省宁国市农业生产资料有限公司	6,985.00	63.50	6,985.00	47.20
2	武汉长江创业投资有限公司	2,200.00	20.00	2,200.00	14.86
3	金国清	814.00	7.40	814.00	5.50
4	田三红	550.00	5.00	550.00	3.72
5	楼江	451.00	4.10	451.00	3.05
6	本次发行股份			3,800.00	25.68
	合计	11,000.00	100.00	14,800.00	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 行业增长前景

化肥是农业生产中的重要战略资源。自上世纪 70 年代以来，我国化肥行业历经三大更新浪潮，即：上世纪 70 年代的肥料高浓度化、上世纪 80 年代中期的肥料复混化、2005 年后的缓释、控释以及有机肥料建设和施用推广。目前，我国已成全球第一大化肥生产国和消费国。据农业部门预测，按粮食自给率 100% 和 95% 两种方案进行测算，以 2005 年化肥施用量为基础，预计到 2010 年、2015 年和 2020 年，包括粮食作物、经济作物、林业、草业和养殖业等行业在内，需新增化肥总量分别为 1,021 万吨、683 万吨，1,445 万吨、1,101 万吨，1,852 万吨、1,492 万吨。

复合、高效、环境友好是未来化肥行业发展方向，过去十多年，我国化肥施肥复合化率一直稳步提高，目前已达到 30% 左右，但与国际上平均 50%、发达国家高达 80% 水平相比，仍明显偏低。

根据 2009 年 11 月 18 日颁布实施的《石油和化工产业结构调整指导意见》，化肥行业在提高氮肥、磷肥准入门槛，限制低水平产能无序扩张的同时，重点发展高效复合肥、缓控释肥等高端产品，提高钾肥供应能力和高浓度化肥的比例，争取到 2015 年高浓度化肥比例提高到 85%，施肥复合率达到 40% 以上。按照 2011 年我国化肥产量达到 6,250 万吨（折纯）的规划目标计算，若化肥施肥复合化率提高到 40%，则复合肥施用量将达到 2,500 万吨（折纯）以上，而目前国内复合肥年施用量仅 1,608.70 万吨（折纯），我国复合肥未来几年市场需求增长空间巨大。

图2 问过农用化肥施用量及未来10年农用化肥需求量趋势图

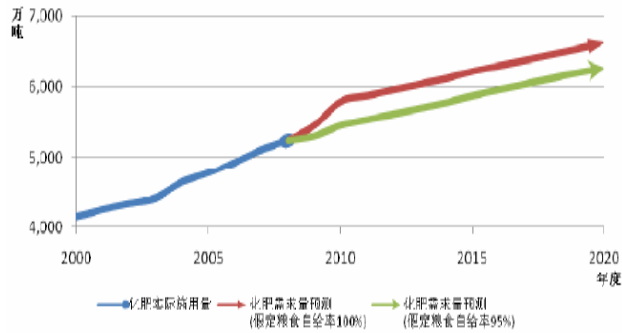
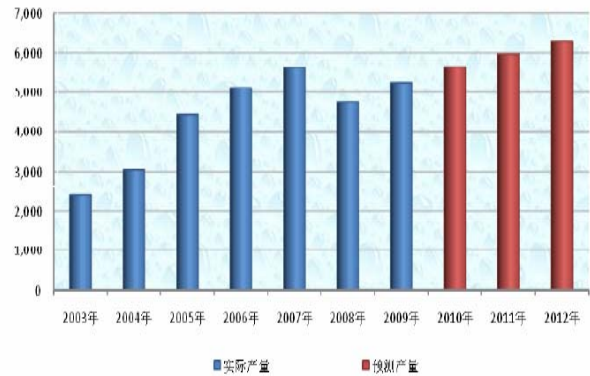


图3 2003-2012年我国复合肥总产量及预测产量趋势图 单位:万吨



资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

■ 行业竞争结构及公司的地位

近年来,国内复合肥生产企业规模不断扩大,大多数小复合肥厂产能落后或因环保不达标、规模小、成本高、质量差,逐步淘汰。与此同时,行业龙头企业、规模化企业发展迅速,行业集中度不断提高。但相比国外主流复合肥生产企业,国内生产企业在产品品质、生产规模、技术水平、产业链条管理等方面还存有一定差距,主要依靠成本优势参与市场竞争。

由于国内硫、磷、煤等生产原材料资源分布分散,以及化肥复合肥企业经营成本深受销售半径影响等原因,目前国内复合肥生产企业数量众多,产能相对分散,仍未得到充分的整合,远未形成一家或几家企业垄断的市场格局。复合肥行业具有一定竞争优势的企业主要有中-阿公司、鲁西化工、山东红日阿康、辽宁西洋集团、湖北洋丰、金正大、史丹利以及公司等。

表2 部分同类企业产能情况

序号	厂商	产品	主要产品年产能规模
1	中-阿化肥	氮、磷、钾复合肥	复合肥120万吨
2	山东鲁西化工	合成氨、尿素、复合肥	尿素150万吨、复合肥150万吨
3	山东红日阿康	硫基氮、磷、钾复合肥	复合肥100万吨、磷酸一铵10万吨
4	辽宁西洋集团	硫基氮、磷、钾复合肥	复合肥150万吨、硫酸100万吨
5	湖北洋丰	硫酸钾复合肥、尿基复合肥、磷酸一铵、过磷酸钙、盐酸	复合肥400万吨、合成氨20万吨、硫酸260万吨
6	金正大	复合肥、缓控释肥	复合肥240万吨
7	史丹利化肥	复合肥	复合肥200万吨
8	江苏中东集团	氯基、硫基、尿基复合肥	复合肥120万吨
9	六国化工	磷酸一铵、二铵,复合肥	磷复肥112万吨
10	深圳芭田	复合肥	90万吨(2007年招股说明书数据)

11	贵州宏福	磷酸二铵、磷酸一铵、复合肥	磷铵168万吨
12	贵州开磷	磷矿石、磷酸一铵、磷酸二铵、过磷酸钙、合成氨、农用硝酸铵、复合肥	磷酸一铵30万吨、磷酸二铵60万吨

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司主要产品磷酸一铵、硫铁矿制酸产量位列同行业前十位，高浓度缓释 NPK 复合肥在安徽、江西等区域市场享有较高声誉和市场占有率。2009 年磷酸一铵实际生产 29.45 万吨，位列全国磷酸一铵产量第十位。

表3 公司磷酸一铵产量占全国总产量比例

项目	2009 年	2008 年	2007 年
公司产量 (万吨)	29.45	19.8	14.95
全国总产量 (万吨)	835.2	802	910
公司产量占全国总产量比例 (%)	3.53%	2.47%	1.64%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司高浓度缓释 NPK 复合肥目前产能规模达到 53 万吨，综合实力挤入复合肥行业十强企业。

表4 公司复合肥产品占全国总产量比例

项目	2009 年	2008 年	2007 年
国内复合肥产量 (实物量, 万吨)	5,200 左右	4,800 左右	5,800 左右
公司 NPK 复合肥产量 (万吨)	32.85	36.54	37.46
公司产量占全国总产量比例	0.63%	0.73%	0.65%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司硫铁矿制酸年实际产能已达到 25 万吨，产能规模居安徽省同类企业第 2 位，仅次于铜化集团。

表5 公司硫铁矿制酸产量及行业排名情况

项目	2009 年	2008 年	2007 年
硫铁矿制酸产量 (万吨)	24.7	22.1	25.3
位列硫铁矿制酸企业产量排名	8	9	8

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

安徽、江西、河南等华东、华中地区是公司传统优势市场、主要销售区域，市场优势较为明显。特别是安徽市场，年销量约占全省的 8% 左右，占全省高浓度复合肥销量比重近 10%。在江西、河南等其他主要销售区域的局部市场，公司复合肥销量排名居前。

表6 2009年，公司在主要销售区域市场销售及市场占有率情况

省份	销量(万吨)	销售收入(万元)	占销售收入比例(%)	市场占有率	市场说明
安徽	18.72	36,593.35	47.36	8%左右	市场稳定，知名度高，多数地市销量领先
江西	5.48	10,575.41	13.69	5%左右	市场开拓早，其中吉安、丰城、樟树、景德镇、抚州等地市的销售排名在前三位之内
河南	2.07	3,473.48	4.50	不足1%	市场空间大，主销氯基复合肥
山东	1.63	3,166.73	4.10	不足1%	经济发达，市场空间大，主销硫基复合肥
浙江	1.74	3,154.11	4.08	3.5%左右	经济发达，主销硫基复合肥

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 募资项目

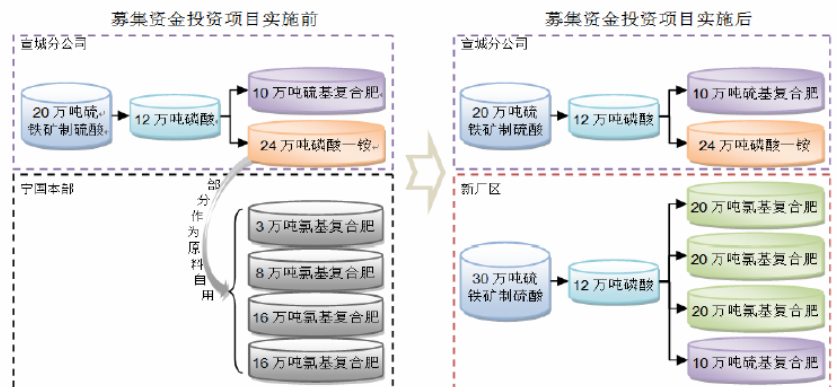
公司本次发行募集资金，主要投向70万吨/年氯化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目。该项目按照先建后拆原则组织实施。拟在新厂区建设1套30万吨硫铁矿制酸装置、1套12万吨磷酸装置、1套10万吨硫基复合肥氯化造粒装置、3套20万吨氯基复合肥氯化造粒装置以及污水处理、仓库等配套设施。项目达产后，年均实现销售收入148,653.77万元，税后利润10,345.50万元，项目投资收益率达19.83%。预计项目投产第一年生产负荷为80%，第二年生产负荷为100%，实现完全达产。

表7 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	建设期
1	70万吨/年氯化造粒缓释复合肥搬迁扩建项目	64,424.25	1.5年
	合计	64,424.25	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

图4 本次募集资金投资项目实施前后，公司生产体系变化情况



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司主要从事高浓度磷复肥及专用肥生产与销售。主导产品氯基复合肥、硫基复合肥全部对外销售，磷酸一铵除满足公司氯基复合肥生产所需外，多余部分对外销售。

2008-2009 年营业总收入同比增长分别为 33.25%和-2.79%，净利润同比增长 66.49%和-17.50%。2008 年主营业务收入增长主要是产品价格大幅上涨所致，但销量有所下降；2009 年主营业务收入略有下降，不过磷复肥产品总销量达到 60.59 万吨，市场影响力有所上升。氯基复合肥是公司主要收入来源，在营业收入中的比重在 50%左右；硫基复合肥由于为了保障磷酸一铵生产而收到压制，2009 年下半年产能扩建后，销量增大，2010 年前三季度硫基复合肥销售收入占营业收入的比重提高到 18.66%；磷酸一铵产销量逐年扩大，报告期各年磷酸一铵收入占营业收入比重分别为 14.09%、27.24%、28.57%，呈逐年上升态势。

最近三年及 2010 年三季度，公司的综合毛利率分别为 16.87%、14.14%、13.64%、14.65%。毛利率发生变化直接原因是产品平均销售单价、平均销售成本发生变动所致。公司主要产品中，氯基复合肥、磷酸一铵毛利对毛利总额贡献最大，硫基复合肥毛利占毛利总额比重波动较大。

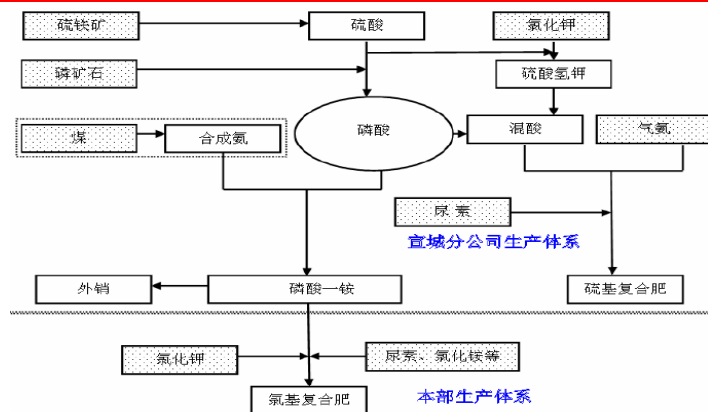
表8 公司收入构成情况 单位：万元、%

业务种类	2010 年1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	93,865.58	99.61	117,305.38	99.24	120,403.76	99.02	90,580.16	99.26
其中：氯基复合肥	43,954.74	46.65	60,309.69	51.02	67,415.61	55.44	57,743.79	63.28
硫基复合肥	17,587.02	18.66	16,950.75	14.34	11,676.58	9.60	16,254.44	17.81
磷酸一铵	25,527.74	27.09	33,769.44	28.57	33,117.03	27.24	12,861.04	14.09
尿素贸易	2,838.25	3.01	3,172.55	2.68	5,214.37	4.29		
其他副产品	3,957.83	4.20	3,102.94	2.63	2,980.16	2.45	3,720.89	4.08
其他业务收入	366.15	0.39	893.79	0.76	1,190.40	0.98	675.28	0.74
合计	94,231.73	100.00	118,199.17	100.00	121,594.16	100.00	91,255.44	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司的生产分布在公司本部及宣城分公司。其中，公司本部生产高浓度氯基复合肥系列产品，宣城分公司则生产高浓度硫基复合肥、磷酸一铵以及中间产品硫酸、磷酸、合成氨等。

图5 公司整体生产组织流程图



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

报告期各年，磷复肥产品总产量分别为 52.41、56.34、62.29 万吨，保持了逐年上升势头；总销量分别为 47.24、39.31、60.59 万吨，排除 2008 年进口硫磺价格短时间的暴跌以及第四季度国际金融危机对化肥复合肥市场产生的非正常性影响外，销售基本维持正常发展势头。

表9 主要产品产销情况

项目	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	
	1-9 月	度	度	度	
NPK 复合肥	产能 (万吨)	53.00	53.00	58.00	42.00
	产量 (万吨)	31.88	32.85	36.54	37.46
	产能利用率 (%)	80.20	61.96	73.08	89.19
	外销 (万吨)	32.08	39.89	28.79	41.79
	销售收入(万元)	61,541.76	77,260.45	79,092.19	73,998.23
	产销率 (%)	100.64	121.47	78.79	111.56
磷酸一铵	产能 (万吨/年)	24.00	24.00	20.00	20.00
	产量 (万吨)	20.85	29.45	19.80	14.95
	产能利用率 (%)	115.83	122.71	98.98	119.6
	自用 (万吨)	7.80	9.13	9.27	9.06
	外销 (万吨)	13.08	20.70	10.52	5.45
	销售收入(万元)	25,527.74	33,769.44	33,117.03	12,861.04
产销率 (%)	100.14	101.29	99.95	97.06	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表109 主要产品销量变化情况 单位：万吨、%

产品品种	2010 年1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	销量	同比增长	销量	同比增长	销量	同比增长	销量	同比增长
氮基复合	23.30		31.79	26.70	25.09	-24.45	33.21	16.24

肥								
硫基复合	8.78	8.10	118.92	3.70	-56.88	8.58	188.89	
肥								
磷酸一铵	13.08	20.70	96.77	10.52	93.03	5.45		
合计	45.16	60.59	54.13	39.31	-16.79	47.24	49.73	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表11 主要产品平均单价变化情况 单位：元/吨、%

项目	2010 年1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	平均单 价	同比 增长	平均单 价	同比 增长	平均单 价	同比 增长	平均单 价	同比 增长
氯基复合肥	1,886.47	-0.56	1,897.06	-29.40	2,686.88	54.53	1,738.75	5.69
硫基复合肥	2,002.86	-4.28	2,092.43	-33.66	3,153.98	66.48	1,894.46	-3.55
磷酸一铵	1,951.46	19.62	1,631.43	-48.18	3,148.08	33.40	2,359.82	48.72

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表12 公司毛利率变动情况 单位：%

产品或业务 种类	2010 年1-9 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
氯基复合肥	14.78	12.68	11.29	15.30
硫基复合肥	13.99	13.49	12.37	18.23
磷酸一铵	15.54	15.43	20.23	23.27
尿素贸易	1.02	8.28	14.97	-
综合毛利率	14.65	13.64	14.14	16.87

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表13 公司毛利构成 单位：万元，%

产品或业务种 类	2010 年1-9 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	毛利额	占比	毛利额	占比	毛利额	占比	毛利额	占比
氯基复合肥	6,498.33	47.08	7,647.72	47.42	7,613.36	44.29	8,836.80	57.41
硫基复合肥	2,459.77	17.82	2,286.81	14.18	1,444.67	8.40	2,962.50	19.25
磷酸一铵	3,967.97	28.74	5,209.39	32.30	6,698.03	38.97	2,992.93	19.44
尿素贸易	28.95	0.21	262.71	1.63	780.75	4.54	-	0.00
主要产品毛利	12,955.02	93.85	15,406.63	95.53	16,536.81	96.21	14,792.23	96.10
毛利总额	13,804.20	100.00	16,127.04	100.00	17,189.04	100.00	15,391.88	100.00

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

2008-2009 年营业总收入同比增长分别为 33.25%和-2.79%，净利润同比增长 66.49%和-17.50%。

最近三年及 2010 年三季度，公司的综合毛利率分别为 16.87%、14.14%、13.64%、14.65%。与同类上市公司相比，报告期内公司复合肥产品毛利率总体上高于行业平均水平，主要是立足当地硫资源开发利用，建立起硫铁矿制酸至最终产品生产的一体化产业链。

报告期内，宣城分公司磷复肥项目建成达产，公司产业链进一步完善，产能规模迅速扩大，参与市场竞争能力及抗市场风险能力明显增强，综合毛利率基本维持稳定。

表14 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

项目	2010年1-9月	2009年		2008年		2007年
		金额	增长率	金额	增长率	金额
营业总收入	94231.73	118199.17	-2.79	121594.16	33.25	91255.44
营业利润	6990.93	7163.95	-9.69	7932.29	13.09	7014.35
利润总额	7418.00	7658.38	-17.51	9284.32	30.86	7094.74
归属于母公司所有者的净利润	6299.40	6487.56	-17.53	7866.83	66.49	4725.09

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2007-2009 年和 2010 年 1-9 月，公司应收帐款周转率分别为 159.14 次、124.92 次、136.59 次和 429.41 次，存货周转率分别为 5.02 次、4.74 次、5.08 次和 6.36 次。与同类上市公司相比，存货周转率略低于行业平均水平；应收账款周转率高于行业平均水平（扣除鲁西化工，报告期内，应收账款周转率行业平均为 64.61 次、96.07 次、101.10 次、63.71 次）。

表 15 同类公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		07Y	08Y	09Y	10Q3	07Y	08Y	09Y	10Q3
002470.SZ	金正大	12.83	13.86	10.96	12.17	7.50	6.48	5.12	6.03
000830.SZ	鲁西化工	13.48	15.24	8.61	10.38	4.81	3.75	2.21	2.70
002274.SZ	华昌化工	18.25	17.28	2.88	3.88	7.16	6.83	-4.25	-2.72
600470.SH	六国化工	10.87	6.30	5.17	8.68	4.83	2.32	1.63	3.38
002170.SZ	芭田股份	10.88	12.23	10.33	15.54	3.89	3.99	0.84	6.07
	平均	13.26	12.98	7.59	10.13	5.64	4.67	1.11	3.09
002538.SZ	司尔特	16.87	14.14	13.64	14.65	5.18	6.47	5.49	6.69

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 16 同类公司 2009 年运营能力比较 单位：次

公司代码	公司简称	应收帐款周转率				存货周转率			
		07Y	08Y	09Y	10Q3	07Y	08Y	09Y	10Q3
002470.SZ	金正大	--	--	--	--	4.50	5.04	4.87	5.39
000830.SZ	鲁西化工	109.45	170.68	3127.11	2836.64	6.09	5.84	5.94	6.25
002274.SZ	华昌化工	28.14	36.75	26.98	22.99	12.78	9.39	7.93	9.65
600470.SH	六国化工	100.71	135.27	122.38	54.71	4.06	3.74	4.02	3.76
002170.SZ	芭田股份	64.98	116.18	153.96	113.44	7.62	5.29	5.51	7.04
	平均	75.82	114.72	857.61	756.94	7.01	5.86	5.65	6.42
002538.SZ	司尔特	159.14	124.92	136.59	429.41	5.02	4.74	5.08	6.36

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

业绩预测

预计募投项目将在 2012 年下半年投产，我们测算 2010-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 31.26%、10.55%、47.37% 和 41.29%，相应的稀释后每股收益为 0.58 元、0.64 元、0.94 元和 1.32 元。

表 17 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元

指标	2010E	2011E	2012E	2013E
现有业务				
销售量 (万吨)				
氯基复合肥	33.38	35.05	36.80	38.64
硫基复合肥	10.13	11.64	12.23	12.84
磷酸一铵	18.63	19.56	20.54	21.57
平均价格 (元/吨)				
氯基复合肥	1890.00	1900.00	1900.00	1900.00
硫基复合肥	2000.00	2100.00	2100.00	2100.00
磷酸一铵	1950.00	1950.00	1950.00	1950.00
氯基复合肥	63,087	66,592	69,922	73,418
硫基复合肥	20,250	24,452	25,674	26,958
磷酸一铵	36,329	38,145	40,052	42,055
尿素贸易	3,363	3,565	3,779	4,005
其他副产品	4,344	4,996	5,745	6,607
其他业务	447	514	591	680
收入合计	127,820	138,263	145,763	153,723
氯基复合肥	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%
硫基复合肥	14.00%	15.00%	15.00%	15.00%
磷酸一铵	15.50%	16.00%	16.00%	16.00%
尿素贸易	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
其他副产品	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
综合毛利率	14.65%	14.97%	14.99%	15.00%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 18 募集资金项目盈利预测

单位：万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015
一、营业总收入	0	0	59,462	133,788	148,654	148,654
二、营业总成本	0	0	54,593	122,834	136,483	136,483
营业成本	0	0	50,221	112,998	125,553	125,553
营业税金及附加	0	0	30	67	74	74
销售费用	0	0	2,141	4,816	5,352	5,352
管理费用	0	0	1,487	3,345	3,716	3,716
财务费用	0	0	714	1,605	1,784	1,784
五、利润总额	0	0	4,868	10,954	12,171	12,171
减：所得税	0	0	730	1,643	1,826	1,826
六、净利润	0	0	4,138	9,311	10,346	10,346

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 19 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,181.99	1,278.20	1,382.63	2,052.25	2,875.11
营业总成本	1,110.35	1,182.02	1,272.24	1,889.05	2,644.52
营业成本	1,020.72	1,090.88	1,175.66	1,741.41	2,436.58
营业税金及附加	0.32	0.38	0.41	0.73	1.13
销售费用	47.56	46.02	49.77	73.88	103.50
管理费用	34.47	31.95	34.57	51.31	71.88
财务费用	9.04	12.78	11.83	21.71	31.43
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	71.64	96.18	110.39	163.20	230.59
加：营业外收入	6.05	5.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	1.10	1.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	76.58	100.18	110.39	163.20	230.59
减：所得税	11.71	15.03	16.26	24.48	34.58
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	64.88	85.15	94.14	138.72	196.01
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	64.88	85.15	94.14	138.72	196.01
摊薄 EPS（元）	0.438	0.575	0.636	0.937	1.324

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

主要原材料供应及价格波动风险

公司主要原材料包括硫铁矿、磷矿石以及氯化钾、尿素、氯化铵等基础肥料，占产品生产成本比重约为 90%，故主要原材料供应及价格变化对公司生产经营影响较大。尽管公司可就近利用当地丰富的硫铁矿、烟气酸以及与钾肥主要供应商建立起良好的业务关系，上述主要原材料供应充足，但采购价格可能受国际硫磺、钾肥价格波动影响。

主要产品价格波动的风险

主要产品 NPK 复合肥、磷酸一铵作为重要的支农物资，近几年因受市场供求关系、上游原材料价格变动以及国际市场剧烈变化的影响，出现较大波动。通常，化肥市场价格平稳，化肥企业生产经营则相对更加稳定，暴涨、暴跌都可能对化肥企业产生不利影响。

销售市场相对集中的风险

公司销售市场主要集中在皖、赣、豫、鲁、浙等华东地区，销量约占公司年销量的 70% 左右，特别是在安徽、江西销量占公司年销量的 45%、15% 左右。华东地区既是复合肥主要消费区，也是复合肥主产区，鲁、皖、苏三省复合肥总产量超过全国 50%，故面临的市场竞争日趋激烈。此外，华东地区气候若出现极端变化，进而影响农业生产，公司则可能因销售市场过于集中而面临较大的经营风险。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业上市公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 110.21 倍、46.66 倍和 29.47 倍。最近上市的中小板股票中，2009-2011 年平均动态市盈率分别为 58.03 倍、57.43 倍和 40.65 倍。

表 20 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002470.SZ	金正大	18.93	0.35	0.43	0.55	0.71	54.09	43.59	34.51	26.80
000830.SZ	鲁西化工	6.02	0.13	0.17	0.37	0.53	44.93	35.00	16.44	11.33
002274.SZ	华昌化工	12.02	-0.49	0.27	0.48	0.46	-24.53	44.42	25.22	26.18
600470.SH	六国化工	13.09	0.24	0.24	0.33	0.47	54.54	54.02	40.07	28.07
002170.SZ	芭田股份	16.46	0.04	0.29	0.53	1.00	422.05	56.25	31.10	16.47
国内同行业整体平均							110.21	46.66	29.47	21.77

数据来源：WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所（12 月 27 日收盘价）

表 21 最近上市（中小板）股票（10 只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
002520.SZ	日发数码	44.75	0.76	0.79	0.76	1.08	58.88	56.65	59.25	41.32
002521.SZ	齐峰股份	41.43	0.65	1.08	0.99	1.25	63.74	38.36	41.87	33.20
002522.SZ	浙江众成	41.30	0.36	0.61	0.68	0.93	114.72	67.70	61.19	44.50
002523.SZ	天桥起重	20.85	0.39	0.45	0.44	0.58	53.46	46.33	47.20	35.90
002524.SZ	光正钢构	33.90	0.35	0.28	0.29	0.43	96.86	121.07	117.83	79.11
002525.SZ	胜景山河	0.00	0.71	0.60	0.60	0.84	0.00	0.00	0.00	0.00
002526.SZ	山东矿机	25.11	0.30	0.37	0.45	0.72	84.63	67.48	55.45	34.94
002527.SZ	新时达	26.57	0.40	0.43	0.38	0.47	66.43	61.79	69.63	57.14
002528.SZ	英飞拓	54.95	0.52	0.73	0.79	1.30	105.67	75.27	69.73	42.43
002529.SZ	海源机械	22.80	0.49	0.50	0.44	0.60	46.53	45.60	52.17	37.92
平均值							69.09	58.03	57.43	40.65

数据来源：Wind 资讯,上海证券研究所整理 (12 月 27 日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为，给予公司 2011 年 35-42 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 22.26-26.71 元。

从 2010 年上市的中小板股票来看，截至 12 月 27 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 23.15%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场 20% 的折让，建议询价区间为 17.81-21.37 元，对应的 2009 年市盈率区间为 40.63-48.75 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。