

買入

2006年11月29日

穩定增長的化肥分銷巨頭

- **龐大的分銷網路及其擴張是公司增長的主要動力：**中化化肥是一家以化肥分銷為主業的上市公司，公司執行“以分銷為龍頭，產供銷一體化”的發展戰略，有效地壓縮了產業價值鏈，使公司業務快速發展。截止2006年10月，公司已經擁有1305個分銷網點遍佈中國主要農業產區，成為公司最具戰略價值的資產。公司有望依託其現有的龐大分銷網路及未來網點的擴張實現快速增長。
- **中國最大的鉀肥供應商：**中國土壤普遍缺鉀，加上本土鉀肥產量有限，目前鉀肥消費的70%以上需要進口，使鉀肥成為最具有戰略價值的肥料品種。中化控制中國進口鉀肥的50%以上，同時擁有中國最重要鉀肥生產商鹽湖鉀肥50%產品優先銷售權，使公司成為中國最大的鉀肥供應商。
- **擬收購母公司化肥資產，並進入種子和農藥分銷領域：**公司計畫收購母公司持有的鹽湖鉀肥(000792.CN)18.49%股權，並可能在明年收購母公司持有的中化山東和中化天脊兩家化肥生產公司的權益。公司目前開始進入種子和農藥分銷領域，並計畫在3年內成為行業第一。我們認為其農藥和種子業務有望實現與化肥業務的協同效應，快速發展。
- **首次關注，目標價 3.90 港元，建議買入：**中化化肥業務模式穩定，增長前景良好。我們採用PE估值方法，設定公司12個月目標價為3.90元，相當於2007年每股盈利的18.7倍，2008年每股盈利的14.7倍；對應的2007年PEG值為0.65倍，比行業多數公司有較大折讓。目標價相對現價有33.1%的上升空間，建議買入。

第一上海研究部

86755-33367859

主要資料

行業	原材料
股價	2.93 港元
目標價	3.90 港元 (+33.1%)
股票代碼	0297
已發行股本	58.13 億股
市值	170.31 億港元
52 周高/低	3.60—1.30 港元
每股淨現值	0.69 元港元
主要股東	中化香港(集團)有限公司 53.53% Potash Corp. 20.00%

匯率: 港元=1.01 人民幣

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2004历史	2005历史	2006预测	2007预测	2008预测
收入(百万人民币)	11837	19249	21642	29312	35699
变动(%)	14.1%	62.6%	12.4%	35.4%	21.8%
净利润(百万人民币)	511	779	941	1211	1544
每股摊薄收益(人民币)	0.10	0.13	0.16	0.21	0.27
变动(%)	22.9%	32.7%	20.6%	28.7%	27.5%
市盈率(倍, @港元2.93)	29.26	22.05	18.28	14.20	11.14
每股派息(人民币)	0.00	0.02	0.04	0.05	0.07
息率(%)	不适用	0.7%	1.4%	1.8%	2.3%

 注: 2004 資料根據重組前的化肥集團資料重列, 每股資料未考慮可能的股本攤薄
 來源: 公司資料, 第一上海預測

股價表現


來源: 彭博

目錄

以分銷為龍頭，產供銷一體化	3
中國最大的化肥分銷商	3
戰略定位清晰：分銷為龍頭，產供銷一體化	3
壓縮的價值鏈	4
控制中國的主要鉀肥供應	5
積極介入有戰略價值的生產企業	5
全球一體化的供應鏈管理體系	6
未來增長動力	9
龐大的分銷網路及其擴張成為公司主要增長動力	9
分銷網路有望實現高效協同，為增長提供助力	9
進入種子和農藥分銷領域	10
擬收購母公司持有的鹽湖鉀肥 18.49% 股份	11
財務分析與預測	12
財務預測的主要假設	12
收入高速增長	12
盈利能力穩定	13
營運效率分析	14
流動性比例分析	14
負債情況分析	15
發行了 13 億零息可轉換債券，有望減少財務費用	15
目標價 3.9 港元，評級買入	16
目標價 3.9 港元，評級為買入	16
行業背景	17
穩定增長的中國化肥需求	17
中國化肥流通領域的基本現狀	18
中化化肥相對競爭對手而言存在較大優勢	19
化肥流通體制改革的機會與威脅	19
主要風險	20
管理與執行風險	20
不良天氣可能對利潤造成負面影響	20
政策變更風險	20
主要財務報表	21

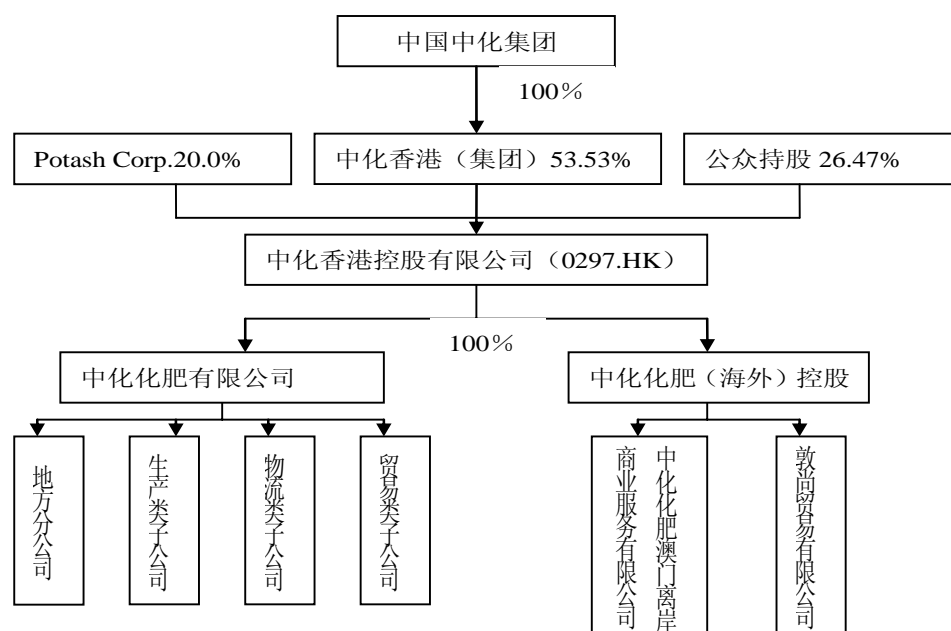
以分銷為龍頭，產供銷一體化

中國最大的化肥分銷商

中化化肥是中國最大的化肥分銷商，其母公司實力雄厚，是全球財富500強企業之一。

中化香港控股有限公司（“中化化肥”）重組後於二零零五年七月二十八日在香港聯合交易所掛牌上市。中化化肥專注於化肥等農業相關產品業務，經營領域貫穿於產品研發生產、進出口、分銷零售及農化服務等整個化肥產業鏈，是中國最大的進口化肥供應商，也是中國最大的化肥產品分銷商。作為中國中化集團的化肥旗艦公司，中化化肥的使命是立足於中國，從全球市場配置優質資源，為中國糧食安全和農業生產服務。公司的母公司實力雄厚，第一大股東中化集團是中國最大的國有企業之一和全球財富500強企業之一，在全球擁有石油、化肥及化工業務。

圖表 1：公司架構



資料來源：公司資料

戰略定位清晰：分銷為龍頭，產供銷一體化

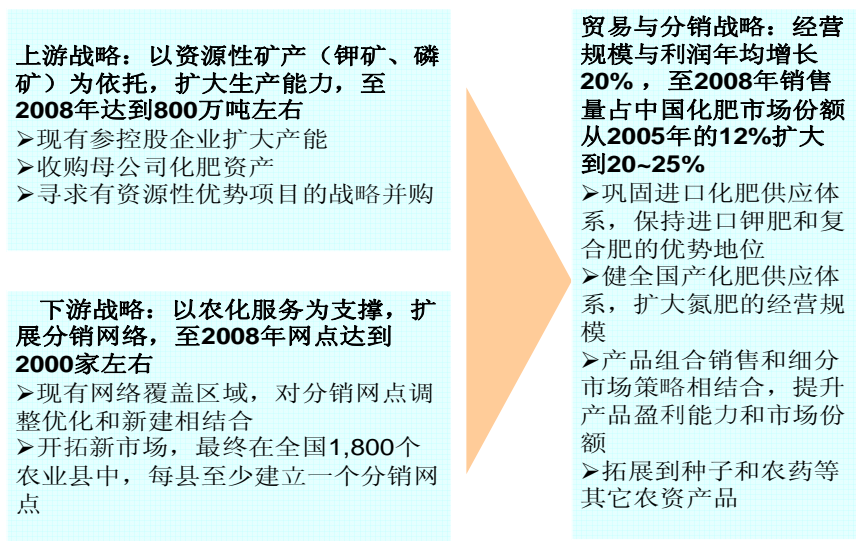
化肥分銷是中化化肥的主導業務，未來將進入種子、農藥等農資產品分銷領域。

中化化肥實行“以分銷為龍頭、產供銷一體化”的發展戰略，業務分為生產、採購及分銷三大部分，形成了上下游一體化協同發展的營運模式。中化化肥將自身定位為化肥、農藥、種子等農業生產資料的分銷商，其遍佈全國各地的分銷網路是其最重要的資產。公司的生產和貿易（採購）業務都是圍繞分銷為中心開展的。

對於主要的分銷品種，過去中化依託與世界主要鉀肥供應商建立多年的合作關係，採取鉀肥第一的戰略；目前採取“化肥多品種共同發展”的產品格局，鞏固和提升鉀肥市場的領先優勢，擴大國產化肥經營，特別是氮肥作為戰略重點，同時發揮磷肥、複合肥在生產、銷售方面的一體化優勢，提高磷肥和複合肥的市場競爭力；同時公司開始發展種子、農藥等相關農資產品的分銷。

公司注重通過戰略投資提高資源獲取效率和穩定性、長期性，戰略參股或者控股有資源價值的農資生產、科研資產。

圖表 2：中化化肥戰略示意圖



資料來源：公司資料

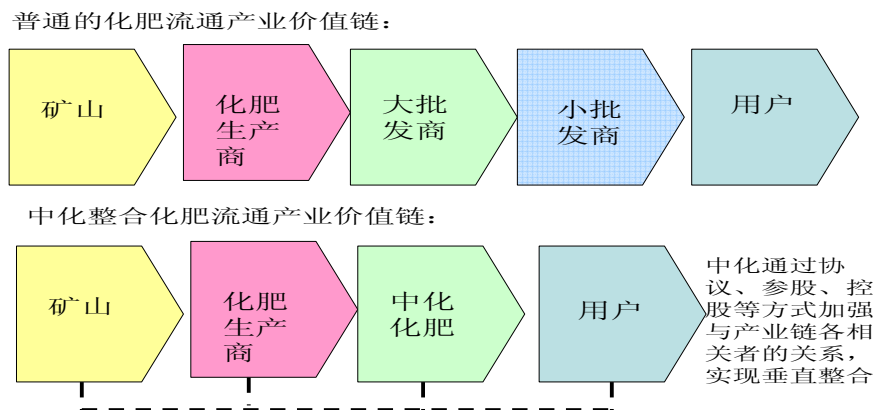
壓縮的價值鏈

中化整合化肥產業的價值鏈，可以有效降低化肥流通成本

中國傳統的化肥流通價值鏈較長，一般經過“礦山—製造—大批發商—小批發商—用戶”的過程，導致化肥到達終端用戶的價格偏高。比較典型流通過程如下：山西晉城的煤礦出產無煙煤—運輸—山東某氮肥廠—山東、江蘇、河北、東北等地的大批發商—各市、縣的小批發商—鄉鎮的分銷商（夫妻店等）—最終用戶。

中化化肥通過選擇有礦山資源優勢的公司參股、控股，與主要的化肥生產商簽訂合作協議，甚至戰略參股有戰略價值的化肥生產商，為最終用戶提供完整的農化服務等方式整合價值鏈，減少流通環節，使價值鏈縮短，可以有效地降低流通成本，為廣大農民提供物美價廉的化肥等農資產品。

圖表 3：化肥產業價值鏈示意圖



資料來源：第一上海

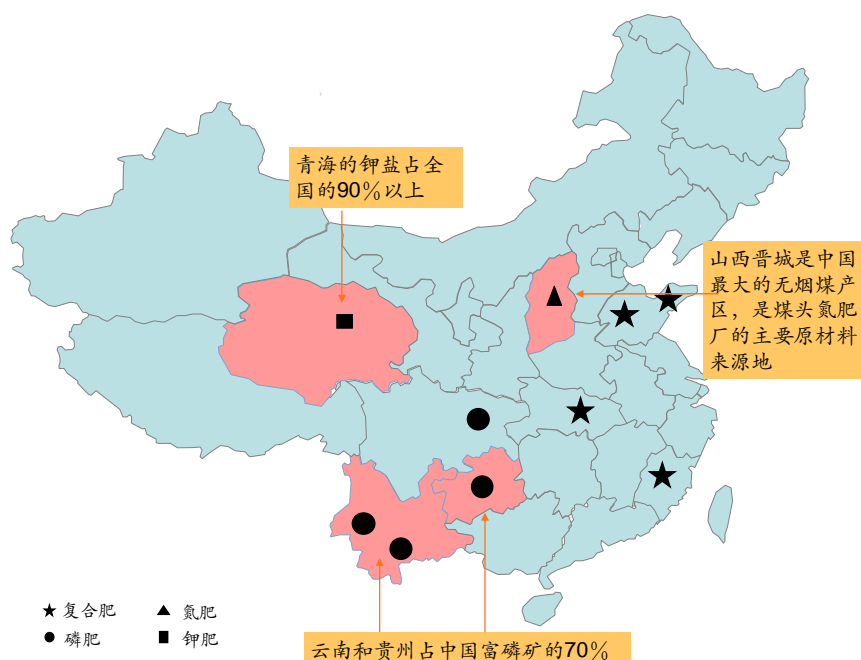
控制中國的主要鉀肥供應

在三大主要肥料品種中，尿素國內供應過剩，磷肥需要少量進口，但是鉀肥消費的75%需要從國外進口，因此鉀肥成爲最具有戰略價值的化肥品種。加拿大、俄羅斯、白俄羅斯、挪威、以色列、約旦爲主要的鉀肥出口國。其中全球最大的鉀肥生產商加拿大鉀肥公司（Potash Corp.）年產鉀肥 1300 萬噸，是中化化肥的第二大股東，占 20% 股份。

中化控制了中國鉀肥供應的上游資源。進口鉀肥方面，公司占中國進口鉀肥的 50% 以上，其中海運進口鉀肥占 70%，陸運進口鉀肥占 33%。目前已經與加拿大、以色列、約旦等主要鉀肥供應商簽訂獨家合作協議，有望在未來維持其主要鉀肥進口商地位。

國內資源方面，公司擁有中國最重要的鉀肥供應商青海鹽湖鉀肥的 50% 產品銷售權，同時公司正計畫收購母公司擁有的鹽湖鉀肥（000792.CN）的 18.49% 股權，以進一步控制鉀肥上游資源並分享收益。

圖表 4：以資源爲依託的產品生產能力繼續提高



資料來源：公司資料

積極介入有戰略價值的生產企業

公司積極介入有戰略價值的生產企業。中國的磷礦產地主要集中在雲南、貴州、四川等地，而磷肥消費地主要集中在東部沿海及中部廣大地區，靠近磷礦資源的生產商具有較大的資源優勢。公司在雲南、貴州等中國主要富磷礦產地投資生產磷肥，

對維持公司未來的磷肥供應有重要的戰略意義。

結合複合肥在產品銷售集散地加工較優的特點，公司還持有中化煙臺、中化東方、中化智勝等複合肥生產企業的多數股權。

公司還積極戰略參股相關的化肥生產企業。中化化肥持有山東魯西化工 4.78% 股權，同時取得山東魯西在遼寧、黑龍江、吉林、江蘇 4 省的化肥獨家經銷權。近期公司認購了華魯恒升 4.54% 股份，我們認為將幫助公司自華魯恒升取得穩定的化肥供應，並建立與華魯恒升之間以資本為紐帶的戰略性業務合作夥伴關係。

目前公司在 7 家化肥廠擁有權益，生產能力 303 萬噸，其中磷肥 78%，複合肥 22%。預計公司所控制企業 2008 年的生產能力將達到 800 萬噸。

母公司中化集團在 3 家化肥生產企業擁有權益也對公司的分銷業務提供了支援，尤其母公司控制 26% 股權的鹽湖鉀肥，目前產能達到 170 萬噸，中化化肥擁有其中 50% 鉀肥的優先銷售權。氮肥方面，母公司在具有成本優勢的無煙煤主產區山西晉城投資氮肥生產企業，預計今年年底投產。

圖表 5：中化參股、控股生產企業一覽

企业名称	权益 (%)	投入运营时间	设计产能 (千吨)
磷肥			
中化涪陵	60	2004年6月	1000
中化开磷	41	2003年7月	510
中化嘉吉	25	2001年5月	600
中化三环	40	2007年中期	1200
複合肥			
中化东方	55	2002年6月	50
中化智胜	53	2002年8月	200
中化烟台	51	2005年1月	100

資料來源：公司資料

全球一體化的供應鏈管理體系

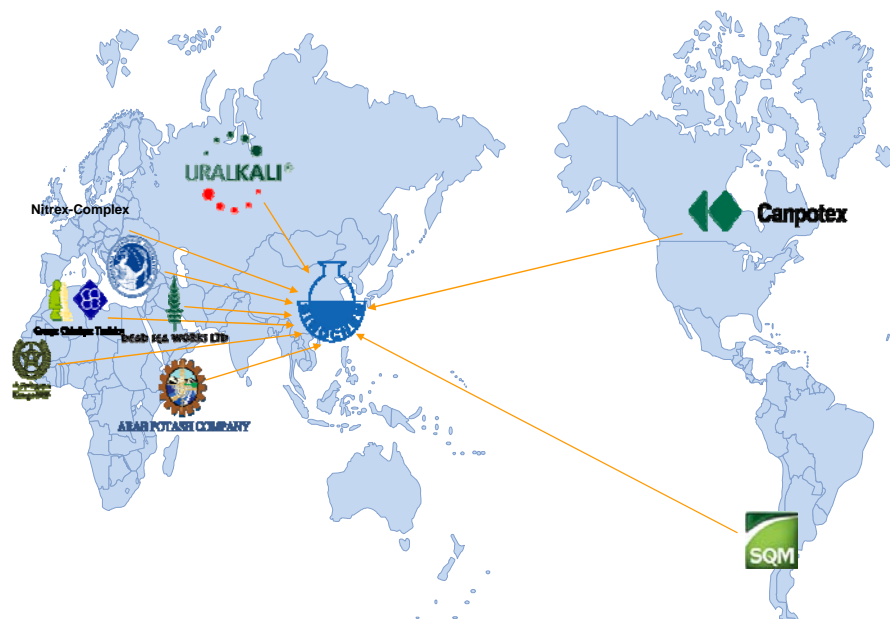
中化通過與國內外供應商的合作，建立了全球一體化的供應鏈管理體系

對於分銷企業而言，供應鏈體系是否能夠高效的適應競爭的需要，最終決定了公司的競爭能力。中化化肥目前已經建立了全球一體化的供應鏈管理體系。

進口化肥方面，公司目前已經與世界上 9 家主要的化肥供應商簽訂獨家供貨協定，保證了公司在進口化肥方面的競爭優勢。

國內資源方面，公司加強與國內廠家合作，加強國產肥料的採購。主要措施有兩個：一個是通過戰略投資大型化肥生產商以建立穩定的合作關係以保證化肥供應，如公司戰略參股魯西化工和華魯恒升；另一方面，公司以靈活和創新的方式擴大從區域中小化肥企業的採購，以發揮各地分銷網路的作用。

圖表 6：中化全球採購示意圖



資料來源：公司資料

圖表 7：中化主要海外獨家供應商

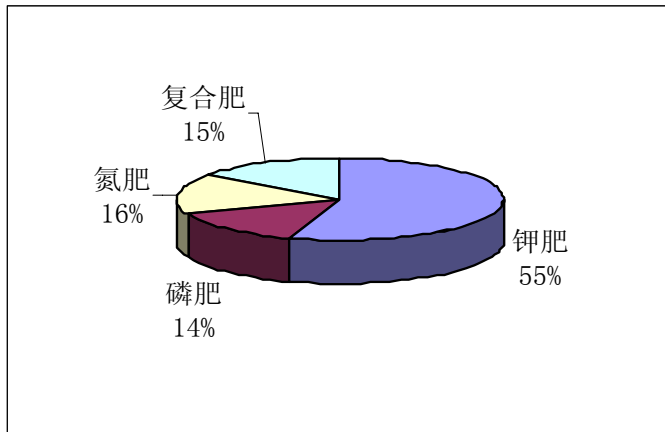
产品	供应商
钾肥	Canpotex
	乌拉尔钾肥公司 (URAL KALI)
	阿拉伯钾肥公司 (Arab Potash Company)
	Dead Sea Works
	Sociedad Quimica y Minera de Chile
磷肥	OCP
	GCT
复合肥	欧洲复合肥协会

資料來源：公司資料

提供一站式購買服務

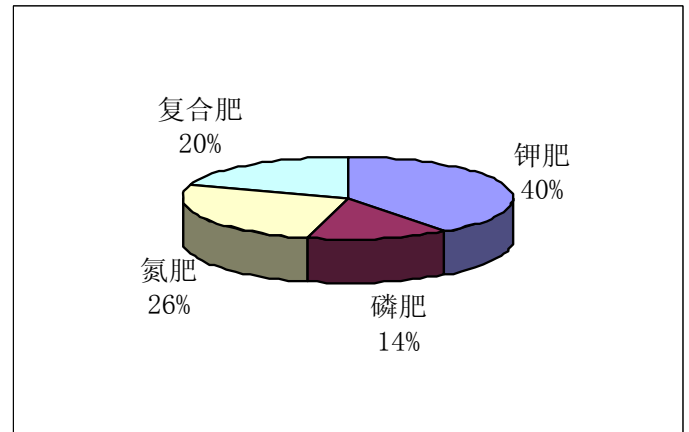
公司銷售的化肥品種齊全，是中國僅有的提供完整肥種的化肥分銷商。2005 年開始，公司大力拓展氮肥銷售，氮肥在銷售收入中的比重逐步增加，改變了過去鉀肥一家獨大的局面。同時公司新的 3 年戰略將業務拓展到種子和農藥領域，有望為農戶提供一站式購買服務。

圖表 8：中化產品組合 2005 上半年



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 9：中化產品組合 2006 上半年



資料來源：公司資料、第一上海

完善的農化服務提升公司價值

中化每年支出 3000 萬人民幣用於農化宣傳，建立了一套行銷與服務結合、研發與生產結合、點面結合、直達基層的農化服務體系，向農戶提供科學施肥的知識，增強農戶對公司的認同感以提升公司價值。公司的農化服務主要是通過如下方式：

- 開通 800-810-9991 全國免費服務電話，解答農作物營養及施肥問題。
- 與中央人民廣播電臺共同創辦“中化農業廣場”農業資訊節目，傳播作物知識及施肥要領。
- 舉辦“送科技、送服務、送肥料”三下鄉活動，田間地頭與農民親密接觸，教授、專家當面指導農民科學施肥。
- 聯合權威高端媒體，開闢科技普及專欄。

未來增長動力

龐大的分銷網路及其擴張成爲公司主要增長動力

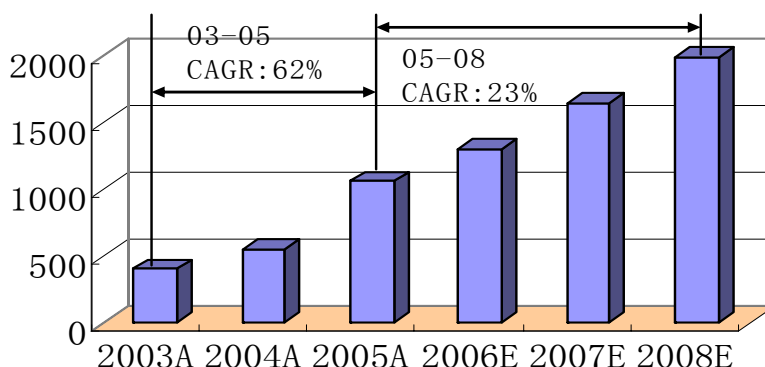
分佈全國的分銷網路及其擴張是中化最主要的增長動力

公司作爲中國最大的化肥分銷商，從 2000 年開始進入原來由國有的供銷社系統控制的化肥分銷領域，銷售網站從 2000 年的 50 多個快速擴張，截止 2006 年 10 月底已經達到 1305 個，並且有望在 2008 年實現公司 2000 個銷售網站的目標。目前公司在中國 21 個農業省設立的分銷機構，覆蓋中國 75% 的耕地面積。

這些分佈在全國主要農業產地的網點是公司實現其戰略意圖的重要工具，是公司最具戰略價值的資產，對公司進一步擴大其市場份額具有重要作用。公司目前占中國化肥分銷市場 12% 的份額，並計畫在 2008 年能夠佔有 20%~25% 份額；同時公司的化肥銷售數量有望從 2005 年的 1117 萬噸增長到 2008 年的 2000 萬噸。

我們認爲中化龐大的分銷網路及其擴張是中化最主要的增長動力。分佈全國各地的分銷網點有望依託中化控制的上游化肥資源，發揮龍頭作用，快速擴大市場份額，實現收入的快速增長。

圖表 10：中化分銷網點增長趨勢圖(單位：個)



資料來源：公司資料，第一上海預測

分銷網路有望實現高效協同，爲增長提供助力

未來分銷網路可望實現協同效應

公司使用 SAP 和 DMS 兩套電腦管理系統對分佈全國各地的子公司、分公司及各個分銷終端進行監控和管理，資訊交流順暢而高效，保證了公司對市場的迅速反應。

中國有 1800 個主要農業縣，中化的目標是在中國主要農業縣設立網點，但是網點的設立要綜合考慮市場容量、交通運輸條件、覆蓋地區、人力資源等因素，結合實際的運行情況進行調整。如 2006 年公司就調整了 60 多家經營績效達不到要求的經銷網點。

我們認爲中化化肥通過過去幾年的發展積累了豐富的經驗，有望依託其高效的電腦管理系統，合理佈局其各個分銷網點，並實現網點的高效協同。這樣一方面可以增加營業額，另一方面綜合成本有望降低，提升公司競爭力。

圖表 11：中化分銷網路示意圖



資料來源：公司資料

外資公司在華建立分銷網路的可能性小

根據中國加入 WTO 的承諾，中國將在 2006 年 12 月 11 日起放開國內的化肥批發和零售市場，屆時國外的化肥供應商將獲得在中國開展自己的分銷業務的權利。公司表示，目前尚無任何一家國外主要化肥供應商有在中國建立自己的分銷網路的跡象。實際上，國外廠家在中國建立自己的分銷網路並不經濟，主要是因為產品品種單一，銷售數量有限，而行業的利潤率過低也限制了新的進入者（中化近年的毛利維持在 8~9% 之間），我們預計市場的進一步開放不會對公司業務產生大的影響。

進入種子和農藥分銷領域

進入種子、農藥分銷新領域，給公司帶來新的利潤增長點

根據中化化肥新的 3 年戰略規劃，公司將依託其龐大的化肥分銷網點，進入農藥和種子分銷業務，並計畫在 3 年內成為全國最大的種子和農藥分銷商。我們認為中化的農藥、種子業務面對與化肥相同的目標客戶，加上中化良好的品牌和廣泛的銷售網站，有望與化肥業務實現協同效應，快速擴大其市場份額，而成為公司未來新的利潤增長點。

中國目前的種子和農藥市場容量分別約為 250 億和 550 億人民幣，行業極度分散，行業領先者的市場份額均不超過 5%。行業利潤方面，大田農作物種子銷售毛利較低，介於 10~30% 之間，蔬菜和經濟作物種子毛利較高，可以達到 50% 以上。農藥的毛利介於 10~40% 之間。

擬收購母公司持有的鹽湖鉀肥 18.49%股份

中化集團除了中化化肥外，還在 3 家公司擁有化肥資產，分別是中化天脊、中化山東和鹽湖鉀肥。中化集團已經向中化化肥授出選擇權，中化化肥可以以公平市值收購母公司在這 3 家公司的權益。公司收購母公司擁有的鹽湖鉀肥（000792. CN）18.49%股份的安排正在履行審批過程，預計將在未來幾個月內完成。我們預計青海鹽湖鉀肥 2007 年的利潤有望超過 7.5 億人民幣，如果收購完成，有望增加盈利約 1.4 億人民幣。

我們認為中化化肥將在 2007 年收購剩下的中化山東和中化天脊資產。

圖表 12：母公司中化集團其他化肥資產

公司	產品	註冊資本	權益比重	設計產能 (千噸)	說明
中化天脊	尿素	5億人民幣	40%	600	預計2006年底投產
中化山東	複合肥	5千萬人民幣	60%	1,000	2004年底試產，07年全面投產
鹽湖鉀肥	鉀肥	7.67億人民幣	26.14%	1,700	直接持股18.49%

資料來源：公司資料

財務分析與預測

財務預測的主要假設

財務預測的假設

根據公司所處行業特點及歷史資料，我們對公司主要產品的銷售數量、銷售價格以及毛利率水準假設如下表所示，這些假設將作為我們進行財務預測與估值的基礎。

圖表 13：主要產品銷量、價格及毛利假設

	2003实际	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测	2006上半年
产品销量 (千吨)							
钾肥	4184	4047	5695	4990	6167	6661	2190
磷肥	1833	1618	1452	1452	1742	2004	710
氮肥	801	945	1813	3600	5040	6804	1810
复合肥	682	907	1438	2000	2600	3250	1020
其它	102	838	1327	1200	1200	1200	600
合计总销量	7602	8355	11725	13242	16750	19919	6330
销售价格 (元)							
钾肥	1150	1433	1777	1825	1980	1980	1824
磷肥	1833	2033	1819	1900	1900	1900	1950
氮肥	1192	1484	1660	1450	1500	1500	1437
复合肥	1772	1781	1953	1930	1950	1950	1934
其它	355	577	503	580	550	550	589
毛利率							
钾肥	9.29%	7.61%	10.00%	11.80%	10.00%	10.00%	13.00%
磷肥	6.40%	9.63%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	5.00%
氮肥	3.80%	6.45%	4.20%	4.20%	5.00%	4.50%	5.20%
复合肥	12.05%	14.49%	7.80%	6.00%	6.00%	6.00%	5.50%
其它	9.97%	1.55%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
合计毛利率	8.17%	8.66%	8.01%	7.94%	7.53%	7.62%	8.14%

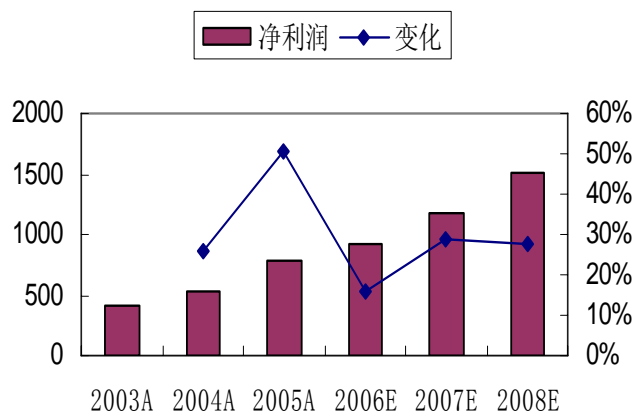
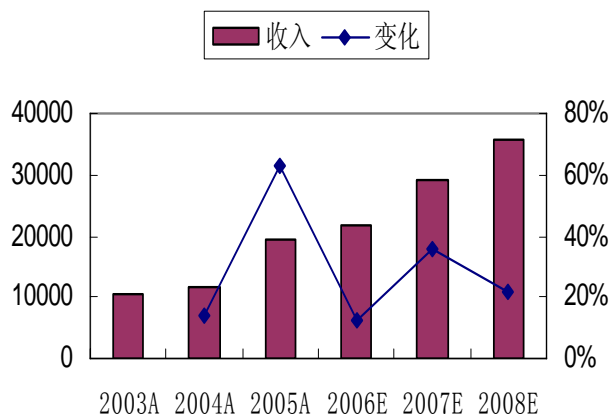
資料來源：公司資料，第一上海預測

收入高速增长

中化過去 3 年的營業額高速增长，2003~2005 年的複合增長率為年均 36.2%，表明了公司以分銷為龍頭，產供銷一體化戰略執行得到了良好的效果。因為 2006 年鉀肥談判拖延到 7 月末才簽訂，第一船鉀肥 9 月才到貨，公司 2006 年上半年營業額比 2005 年上半年僅增長 7.08%，其中鉀肥銷售同比下降 23%。受此影響，我們預計公司 2006 全年的增長速度將放緩到 12.5%，但是將在 2007 年恢復 30% 以上的高速增長，並預計在 2005~2008 年維持年均 22.8% 的複合增長率。

圖 14: 中化化肥收入變化 (單位: 百萬 RMB)

圖 15: 中化化肥淨利潤變化 (單位: 百萬 RMB)



資料來源: 公司資料、第一上海

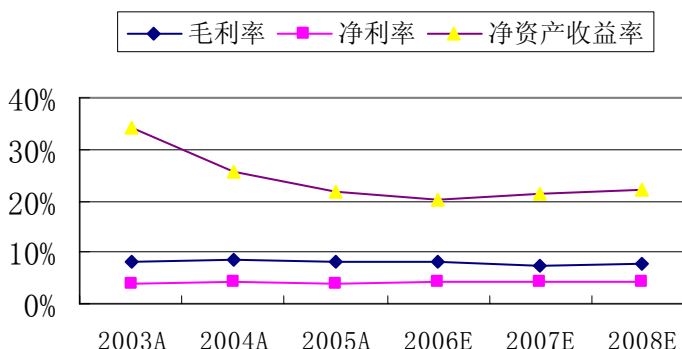
資料來源: 公司資料、第一上海

盈利能力穩定

中化過去 3 年的盈利水準非常穩定, 毛利維持在 8%~9%之間, 淨利率維持在 4%~4.5%之間。因為公司未來將增加毛利較低的尿素、複合肥等肥種的銷售, 公司總體毛利將降低, 預計 07-08 年將下降到 7.6%左右。穩定的毛利率和淨利率保證了公司的盈利與收入同步快速增長, 公司 2003~2005 年的淨利潤複合增長率達到了 37.7%, 預計 2005-2008 年均複合增長率約 24%。

同時作為一個以分銷為主的企業, 公司採用了輕資產運營的方式, 使淨資產收益率維持了較高水準, 2003、2004 和 2005 年分別為 34.1%、25.6%和 21.6%。我們預計未來公司還將維持 20%以上的淨資產收益率水準。

圖表 16: 中化化肥近年盈利指標



資料來源: 公司資料, 第一上海預測

對比同業的南京紅太陽和浩藍農科化肥銷售歷史毛利，公司的毛利較優。紅太陽和浩藍農科均有較完善的農資分銷網路，但是兩者大部分的化肥需要從外部採購，影響了毛利。中化因為掌控了中國主要鉀肥資源，其鉀肥毛利在 2003、2004、2005 分別為 9.29%、7.61%、10.1%，有效的提升了公司整體毛利水準。

圖表 17：同類公司化肥分銷業務毛利率對比

	2003年	2004年	2005年
中化	8.17%	8.66%	8.01%
浩倫農科	3.76%	4.15%	5.09%
紅太陽	36.88%	7.32%	7.37%

注：2003年紅太陽化肥銷售基數太小，無可比性

資料來源：公司資料，第一上海估計

營運效率分析

公司 05 年的總資產周轉次數為 2.1 次，因為公司作為一個分銷為主的企業，沒有全面介入化肥等農資生產領域，資產值較低，預計公司未來的總資產周轉次數將維持在 2.0 左右。

值得注意的是公司的存貨周轉天數從 2004 年的 119 天下降到 2005 年的 90 天，並在 2006 上半年進一步下降到 72 天，表明公司的庫存受到控制，營運效率得到提升。我們認為化肥分銷行業保持 3 個月的庫存是合理的，並預計公司未來存貨將維持這一水準。

因為公司採用了較為嚴格的信用政策，公司的應收帳款天數維持在 15 天左右。

圖表 18：中化化肥營運效率指標對比

	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
總資產周轉次數	2.3	1.7	2.1	1.9	1.9	2.0
庫存周轉天數	121	119	90	90	80	84
應收帳款天數	15	15	13	15	14	15
應付帳款天數	40	42	40	48	44	46

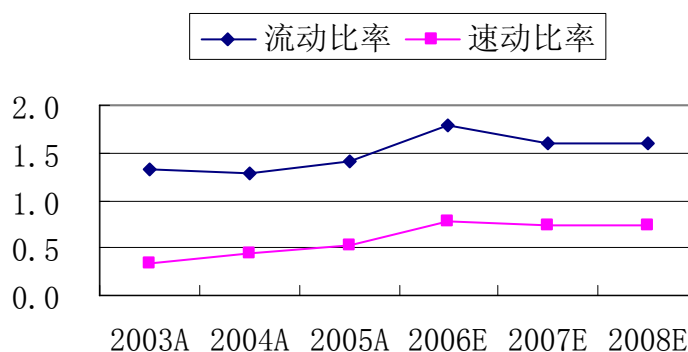
資料來源：公司資料，第一上海預測

流動性比例分析

公司 05 年流動比率和速動比率分別為 1.41 和 0.52，相比過去 2 年有所改善，主要是公司 2005 年重組上市募集資金 4.82 億，有效改善公司流動性和償債能力。同時公司在 2006 年 7 月發行零息可轉換債券，募集 13 億港幣。

公司的營運資金需求約 30 億，隨著業務擴大，2008 年的營運資金需求約增加到 70 億。公司目前擁有 80 億港幣的信用額度，現有資金完全可以滿足營運需要。

圖表 19：流動比率分析



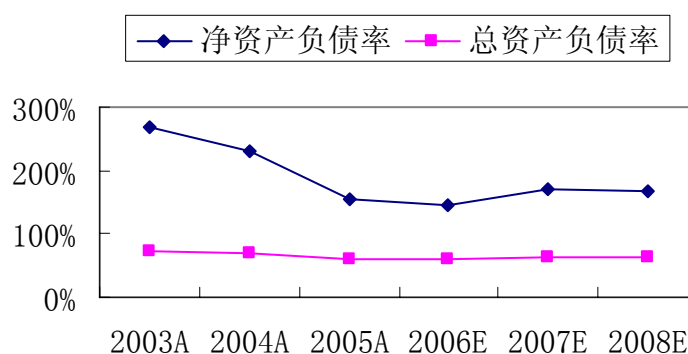
資料來源：公司資料，第一上海預測

負債情況分析

公司 05 年重組上市之前負債率偏高，上市募集資金有效改善公司 2005 年負債情況，公司的償債能力有所提高，為公司擴大銷售網路和開展資產收購提供了良好的條件。

公司負債率偏高，但是作為一家以分銷為主的貿易公司，大部分負債為貿易應付款項及短期貸款，公司有充足的信用額度滿足正常運轉的需要。如果僅考慮公司長期負債，其負債率將大幅降低。

圖表 20：負債率變化圖



資料來源：公司資料，第一上海預測

發行了 13 億零息可轉換債券，有望減少財務費用

可轉換債券轉股價格
3.74 港元，比現價溢價
27.6%

公司 2006 年 7 月發行 5 年期的 13 億港幣的零息可轉換債券，債券到期收益率為 4.875%，投資者可以以每股 3.74 元的價格將債券轉換為股票，轉股價對比現價有 27.6% 的溢價。我們認為零息債券的發行將減少公司的財務費用。

該債券同時附帶贖回條款，債券持有人有權要求公司在 2009 年 8 月 7 日按照本金金額的 115.55% 回購股份，按照同等收益要求對應的股價為 4.32 元，對比目前股價有 47.4% 的溢價。

目標價 3.9 港元，評級買入

目標價 3.9 港元，評級為買入

首次關注，目標價格
3.90 港元，給予買入評
級

中化化肥是目前中國內地僅有的以化肥分銷為主業的上市公司，其業務模式穩定，增長前景良好。根據我們前面的假設，我們預計中化化肥 2006~2008 年的淨利潤分別為 9.41 億、12.1 億和 15.4 億人民幣，對應的每股收益為 0.16、0.21、0.27 元人民幣。

我們以美國和亞太區的主要分銷企業作為對比，發現公司 2006 年和 2007 年的預期 PEG 值均大幅低於行業主要公司平均值，因此我們認為中化化肥的股價具有吸引力。

我們採用 PE 估值方法，設定中化化肥 12 個月目標價為 3.90 元，相當於 2007 年每股盈利的 18.7 倍，2008 年每股盈利的 14.7 倍；對應的 2007 年 PEG 值為 0.65 倍，遠低於行業平均。目標價相對現價有 33.1% 的上升空間，建議買入。

圖表 21：同行業估值比較

公司名称	代码	昨收盘	06PEG预测	07PEG预测	06PE预测	07PE预测
美国农资分销企业:						
UAP Holding	UAPH.US	24.39	1.74	1.45	26.51	33.88
美国其它分销企业:						
Airgas	ARG.US	41.74	1.68	1.46	21.89	21.21
Owens&Minor	OMI.US	30.71	1.73	1.39	19.44	15.62
United Stationers	USTR.US	48.67	1.18	1.06	15.46	15.22
W. W. Grainger	GWW.US	73.41	1.42	1.23	18.02	17.36
Watsco	WSO.US	53.75	1.04	0.90	17.36	17.19
Wesco	WCC.US	67.28	0.95	0.78	16.55	15.55
平均			1.33	1.14	18.12	17.03
亚太区分销企业:						
联华	980.HK	9.83	1.31	1.12	22.39	19.15
国美	493.HK	6.51	1.53	1.34	18.92	16.56
百盛	3368.HK	36.30	0.99	0.72	43.00	30.80
金鹰	3308.HK	5.70	0.88	0.65	33.50	24.80
利富国际	1212.HK	16.80	1.27	1.08	20.77	17.70
迪生创建	113.HK	8.41	不适用	不适用	12.33	9.77
苏宁电器	002024.CH	31.99	0.95	0.75	39.30	31.09
平均			1.15	0.94	27.17	21.41
中化化肥	297.HK	2.93	0.89	0.50	18.28	14.20

資料來源：彭博、第一上海預測

行業背景

穩定增長的中國化肥需求

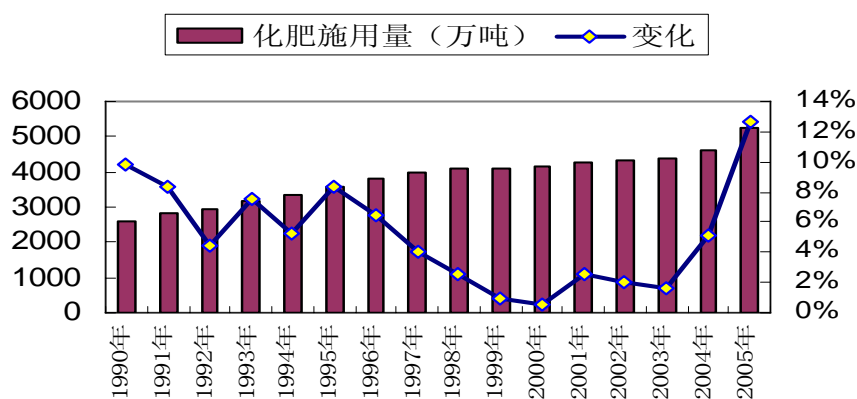
政府對農業的支援將導致農資產品的需求穩步增加

2005年，中國政府在其第十一個五年規劃（2006~2010年）中提出，堅持把解決好農業、農村、農民（“三農”）問題作為政府工作的重中之重，提出要千方百計增加農民收入，採取綜合措施，廣泛開闢農民增收管道。而農業種植收入作為農民最重要的收入來源，其發展受到政府的全力支持，推出了一系列減稅、補貼等鼓勵糧食生產的政策措施。因此，我們預計未來中國對化肥、種子、農藥等農資產品的需求將穩步增加。

化肥對糧食增產作用一般都在40%以上，是糧食的“糧食”

化肥是糧食的“糧食”，其對推動糧食生產、促進農民增收具有基礎性作用。國內外研究表明，化肥對糧食的增產作用一般都在40%以上。中國“田少人多”的現實進一步提升了化肥在中國農業中的重要作用。中國1990~2005年的化肥消費量年均增長率為4.79%，我們預計隨著政府對農業發展的傾斜性政策的進一步深化，化肥的需求將加速增長。

圖表 22：中國化肥消費增長趨勢（折純）1990-2005 CAGR：4.79%



資料來源：中國國家統計局，第一上海預測

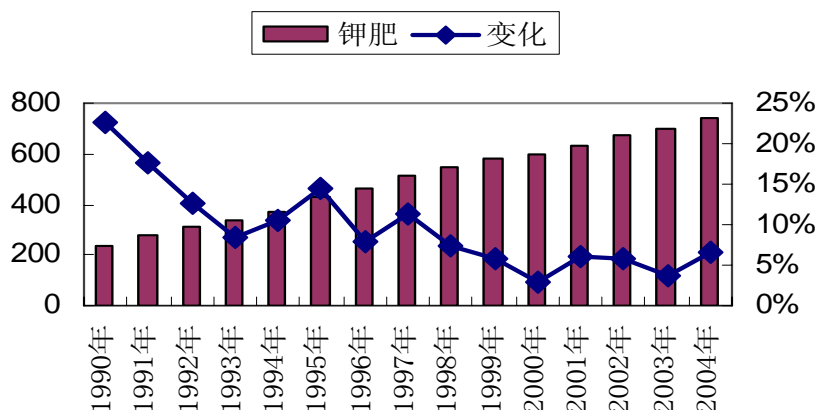
鉀肥是最稀缺的肥料

鉀肥是最稀缺的肥料，中化化肥控制鉀肥上游資源將從中受益。

鉀肥不像其他肥料原材料，全球緊缺，而且集中在加拿大、俄羅斯、以色列、約旦和中東地區，被少數國家所控制，基本處於壟斷地位。近年南美洲、東南亞等地區農業發展較快，對鉀肥的需求每年都在上升。

中國鉀資源工業儲量少，地理位置偏僻，開採條件差，因此中國大多數的氯化鉀生產能力低，在國際上沒有競爭優勢，只能滿足國內的部分需求。進口鉀肥約占中國消費量的75%，預計未來還將長期依賴進口。過去10年中國鉀肥消費的複合增長率為7.1%，因為中國土壤嚴重缺鉀，目前鉀肥在農業中施用比例偏低，預計未來的市場需求還將進一步增加，並維持7%以上的增長率。中化化肥將從其控制的鉀肥上游資源中受益。

圖表 23：中國鉀肥需求變化（單位：萬噸）



資料來源：中國國家統計局

中國化肥流通領域的基本現狀

首先，化肥流通呈現多元化競爭的格局。過去中國的化肥完全通過供銷社系統流通，1998 年的國發 39 號文規定了三條流通管道（全部國有）。事實上這三條流通主管道早已經被打破，目前參與市場競爭的主要實體有：中化化肥，中國農業生產資料集團（原供銷社系統），各地各級供銷社農資公司，農業系統“三站”，生產企業自己建立的化肥銷售公司等。還有大量的個體經營者通過掛靠、租賃、承包、代銷等方式進入化肥經營領域。

第二，化肥市場資源和網路的競爭程度增強。眾多化肥經營企業都在試圖通過各種形式，建立有效的銷售網路向終端用戶延伸，以取得化肥銷售環節的利潤，導致市場競爭加劇，有上游資源優勢和流通成本優勢的企業將在競爭中取得優勢。

第三，現代流通方式顯示旺盛的生命力。隨著化肥市場體系的不斷發育完善，連鎖、配送、超市、電子商務等現代經營方式和行銷業態不斷被引入化肥流通領域，受到生產、流通企業和農民的認可，進入快速發展階段。比較有實力的企業不斷加快分銷網路的建設和整合步伐，積極整合上下游資源，以加強對市場終端的控制，其品牌信譽逐步得到廣大用肥農戶的認可。

化肥流通領域蘊涵機遇

中國化肥消費市場分散，存在整合空間

首先是中國化肥消費市場十分分散，存在整合空間。中國國土面積比美國稍大些，但中國人口是美國人口的 4.3 倍，可耕地面積是美國的 80%，農村人口是美國的 500 倍，分銷商是美國的 5.3 倍。市場主要參與者包括中化化肥、中國農資、各級地方農資公司，農業三站、各化肥生產企業以及個體經營者等。中化目前擁有 12% 的市場份額，是市場的領導者。

化肥流通管道單一，層次偏多導致終端價格偏高

第二，中國傳統的化肥流通業銷售管道較為單一、層次偏多、細而長，化肥真正到達農民手中的價格和企業出廠價相比仍然偏高。中化化肥的產供銷一體化戰略能夠有效的降低流通成本。

農民對質優價廉的農資產品有現實的需求

第三，廣大農民對物美價廉的化肥等農資產品有現實的需求。中國的農資市場廣泛存在摻假化肥、假農藥、劣質種子等問題，損害了農民增收的最基本權益，使農民

產生對高品質化肥等農資產品的殷切需求。另一方面，化肥的支出占我國主要糧食作物生產費用支出的 30% 以上，使農民對化肥的價格變化非常敏感。這就給中化化肥等大型化肥分銷企業提供了滿足需求的空間。

中化化肥相對競爭對手而言存在較大優勢

我們認為中化化肥相對競爭對手而言存在較大優勢。首先，中化化肥控制了上游的戰略性化肥資源。如公司控制了中國主要的進口鉀肥以及中國主要鉀肥生產商青海鹽湖鉀肥 50% 產品銷售權，使公司擁有競爭對手難於獲得的一手獨家資源。第二，中化經過多年的發展，已經在用戶中建立了良好的品牌形象。第三，全球一體化的供應鏈管理能有效的降低公司流通成本。第四，公司資金雄厚，為大規模擴張提供堅強後盾。化肥流通領域的競爭其實是資金鏈的競爭，具有良好資金實力的公司將在競爭中勝出。第五，中化的銷售終端全部為自己設立，相對其他企業的自設、加盟、代理等多種模式，中化的模式管理受控，運作效率較高。

化肥流通體制改革的機會與威脅

化肥流通體制改革對公司負面影響不大，反而存在因為取消批零差價限制而提升毛利的空間

中國的化肥流通領域是開放最晚的行業之一，面臨國家的諸多管制。2006 年 12 月 11 日，中國將全面履行加入世界貿易組織的承諾，開放國內化肥批發和零售市場。

預計在未來 2~3 年，國家將放開對化肥行業的非市場化控制措施，如取消原有的 10% 批零差價限制，取消對化肥企業的天然氣、鐵路運輸、電力補貼而採用對農民實行直接補貼等。政策的實施有望在未來增加國內化肥生產企業的成本，導致價格上升。我們認為，市場價格的波動對公司影響不大，作為一家分銷企業，公司的戰略是依靠自身的龐大分銷網路和品牌優勢，擴大銷售規模，賺取批發和零售之間的合理差價。

因為行業盈利水準偏低缺乏吸引力，我們預計國外分銷商參與國內競爭可能性不大。公司將毛利率控制在 8~9% 左右，淨利率控制在 4~4.5% 之間，以較低的利潤率降低行業的吸引力以限制新的競爭者的加入，而依靠銷售數量的增長、貨物周轉次數的增加來提高經營效率並增加盈利。公司存在因為取消 10% 的批發零售差價限制而提升毛利空間的機會。

主要風險

管理與執行風險

公司龐大的分銷網路需要高效的管理以維持競爭力；我們非常認同公司的戰略，但是正確的執行比正確的戰略更加重要。

不良天氣可能對利潤造成負面影響

天氣對農業生產存在直接影響，惡劣的天氣如洪水、乾旱等會嚴重影響農業生產，並降低化肥需求。

政策變更風險

政府對農業的支持是導致化肥消費持續增長的重要因素，如果政策的支持力度改變，將影響化肥市場需求。同時，國家 2006 年底全面放開化肥批發和零售領域，並持續進行化肥流通領域的改革，政策的執行可能損害化肥流通企業的利益。

主要財務報表

损益表						财务分析				
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>										
	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
收入	11,837.2	19,248.7	21,641.6	29,312.1	35,699.1	盈利能力				
毛利	1,025.1	1,542.8	1,718.7	2,206.7	2,719.0	毛利率 (%)	8.7%	8.0%	7.9%	7.5%
其他业务收入	83.4	67.7	70.0	80.0	80.0	EBITDA 利率 (%)	5.9%	5.4%	5.6%	5.3%
销售及管理费用	(435.1)	(618.1)	(659.7)	(834.8)	(949.6)	净利率 (%)	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%
其他收入	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	营运表现				
营运收入	673.4	993.4	1,131.0	1,454.9	1,853.5	SG&A/收入 (%)	-3.7%	-3.2%	-3.0%	-2.8%
财务开支	(47.1)	(112.4)	(100.0)	(110.0)	(120.0)	实际税率 (%)	-21.1%	-14.8%	-15.0%	-15.0%
联营公司	41.6	49.9	49.9	49.9	49.9	股息支付率 (%)	0.0%	15.3%	26.3%	26.1%
税前盈利	667.9	931.0	1,080.9	1,394.9	1,783.4	库存周转	119.3	89.7	90.1	79.8
所得税	(141.3)	(137.5)	(161.8)	(208.8)	(266.9)	应付账款天数	41.7	40.0	47.6	43.6
少数股东应占利润	(16.0)	(13.0)	(24.0)	(28.0)	(32.0)	应收账款天数	14.6	13.1	15.2	14.0
净利润	510.6	780.4	895.1	1,158.1	1,484.5	财务状况				
折旧及摊销	21.6	51.2	71.1	94.5	118.0	净负债/股本	2.59	1.67	1.63	1.67
EBITDA	695.0	1,044.6	1,202.1	1,549.4	1,971.4	收入/总资产	1.73	2.08	1.96	1.87
增长						总资产/股本	3.59	2.67	2.63	2.67
总收入 (%)		62.6%	12.4%	35.4%	21.8%	盈利对利息倍数	14.29	8.84	11.31	13.23
EBITDA (%)		50.3%	15.1%	28.9%	27.2%					
每股收益 (%)		52.8%	14.7%	29.4%	28.2%					
资产负债表						现金流量表				
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>						<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>				
	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
现金	214.1	66.6	734.9	1,564.4	2,072.4	EBITDA	695.0	1,044.6	1,030.1	1,386.4
应收账款	533.2	846.7	952.0	1,289.4	1,570.3	融资成本	47.1	112.4	100.0	110.0
存货	3,902.6	4,798.1	5,032.9	6,816.8	8,302.1	营运资金变化	(312.0)	(891.8)	(40.2)	(1,160.2)
其他流动资产	1,258.1	1,871.7	2,104.4	2,850.3	3,471.4	所得税	(141.3)	(137.5)	(161.8)	(208.8)
总流动资产	5,908.0	7,583.1	8,824.2	12,520.8	15,416.2	营运现金流	288.9	127.7	928.1	127.4
固定资产	550.7	951.3	1,215.7	2,388.8	2,587.5	资本开支	(53.1)	(255.2)	(300.0)	(250.0)
无形资产	2.0	358.6	358.6	358.6	358.6	其他投资活动	(147.8)	234.4	(195.5)	63.6
长期投资	365.9	382.3	642.2	399.7	399.7	投资活动现金流	(200.9)	(20.8)	(495.5)	(186.4)
总资产	6,826.6	9,275.3	11,040.7	15,667.9	18,762.0	负债变化	(133.3)	(627.5)	460.9	1,180.0
应付帐款	1,431.3	2,448.3	2,752.7	3,728.3	4,540.7	股本变化	0.0	482.3	0.0	0.0
短期银行贷款	1,639.0	1,025.1	40.0	1,200.0	1,600.0	股息	0.0	(119.3)	(235.3)	(302.8)
其他短期负债	1,565.1	1,885.8	2,120.2	2,871.7	3,497.4	其他融资活动	1.2	6.9	10.2	11.2
总短期负债	4,635.4	5,359.1	4,912.9	7,800.0	9,638.1	融资活动现金流	(132.1)	(257.5)	235.8	888.4
长期银行贷款	130.7	234.1	380.0	400.0	450.0	现金变化	(44.1)	(150.6)	668.4	829.5
其他负债	4.2	21.4	1,321.4	1,321.4	1,321.4	期初持有现金	258.6	214.1	66.6	734.9
总负债	4,770.3	5,614.6	6,614.3	9,521.4	11,409.5	期末持有现金	214.5	63.5	734.9	1,564.4
少数股东权益	155.4	186.1	223.3	267.9	321.5					
股东权益	1,900.9	3,474.7	4,203.2	5,878.6	7,031.0					
每股账面值	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2					
营运资金	1,137.7	1,968.5	2,209.9	2,999.4	4,006.7					

資料來源：公司資料、第一上海預測

注：2004年資料為調整後資料

披露事項：China Alpha Fund（一間由First Shanghai Fund Management管理的互惠基金）與第一上海投資，為第一上海證券有限公司的關聯機構並持有中化香港的股份。

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2006 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。