玖源集團（8042）

首發報告

買入

2008 年 07 月 17 日

投資具有成本優勢的規模型氣頭尿素企業

- **擁有完整化肥產業鏈:**公司經達州市政府獲取普光氣田每年 4.5 億立方天然氣指標，收購磷礦儲量達 1.17 億噸。豐富的上游資源爲公司生產液氨、尿素、氯化銨、碳銨、複合肥和 BB 肥打下基礎，公司達州大化專案全部達產後尿素產能將達 90 萬噸。公司目前在 22 個省區建有銷售網站。
- **氣頭尿素成本優勢明顯:**目前國內氣頭尿素的毛利率維持在 30%左右，而煤頭尿素的毛利率約爲 20%。公司達州大化專案的用氣全部爲計畫內指標，達州大化專案投資預計約 9 億元，造價低於同類項目一半。達州項目建成後，公司在合成氨和尿素行業具有絕對的成本優勢。
- **液氨和化肥產品價格上漲動力強勁：**目前國際主要尿素產地的離岸價格已達 700 美元/噸，國內儘管對主要化肥產品限價，但需求旺盛、成本推動和國內外的巨大差價預示液氨和化肥產品價格上漲動力強勁。未來占 70%市場份額的煤頭尿素生產成本將決定國內液氨和尿素的價格基礎，預計未來三年尿素的價格不至低於 1700 元/噸。
- **達州大化項目使公司收入和盈利得到質的提升:**達州項目一期完成後尿素的產能將由現時的 16 萬噸提高 281%至 61 萬噸，合成氨的年產能將由現時的 14 萬噸增加 286%至 54 萬噸。根據當前尿素限制出廠價 1720 元/噸測算，項目達產後，年銷售額超過 10 億元，項目年均淨利潤保守預計約在 2.5 億元左右。
- **12 個月目標價 0.30 港元，買入評級:**根據 P/E 估值結果，給予 10%折讓以反映達州專案或將延遲竣工的風險，首次給予公司 12 個月目標價爲 0.30 港元，對應公司 2008 和 2009 年盈利的市盈率爲 25.9 倍和 8.9 倍，投資評級買入。

★1 港元=0.89 元人民幣

第一上海研究部

0755-33367018

主要資料

行業	化肥製造
股價	0.18 港元
目標價	0.30 港元
	(66.7%)
股票代碼	8042
已發行股本	63.94 億股
市值	11.96 億港元
52 周高/低	0.25 / 0.099 港元
每股淨現值	0.128 港元
主要股東	李洧若(45.73%)

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万元人民币）	611	775	674	1,524	1,977
变动（%）	-2.71%	26.91%	-12.98%	125.97%	29.75%
净利润（百万元人民币）	29	41	61	191	312
每股摊薄收益（人民币元）	0.012	0.016	0.010	0.030	0.049
变动（%）	-83.45%	33.3%	-35.9%	190.5%	63.0%
市盈率（倍，@0.18港元）	13.28	9.96	15.55	5.35	3.28
每股派息（港元）	0.012	0.012	0.001	0.006	0.015
息率（%）	5.93%	5.93%	0.51%	2.96%	7.24%

來源：公司資料，第一上海

股價表現

來源：彭博

目　　錄

產業鏈一體化的化肥製造和供應商 4

氮肥、BB 肥爲主的化肥企業 4

擁有完整的化肥生態產業鏈 4

達州大化項目將使公司成爲國內爲數不多具備規模效益的尿素企業 5

行業分析－選擇玖源的基本判斷 6

2008－2010 年全球氮肥和尿素供應依然偏緊 6

價格超過中國兩倍的國際尿素市場爲國內過剩尿素產能提供市場空間 6

中國以"保量"爲基本原則的化肥產業政策降低化肥企業的週期風險 7

中國煤頭尿素成本將決定國內尿素的市場價格基礎 8

國家天然氣發展政策使具有成本優勢的氣頭尿素項目成爲稀缺資源 8

天然氣價格仍將上漲，但氣頭尿素的成本優勢仍將維持 9

化肥企業的成本優勢意味著更強的獲利和生存能力 9

競爭優勢分析 10

氮、磷資源優勢 10

成本優勢突出 10

公司主要生產基地具備生產和銷售的區位優勢 10

成熟的分銷管道優勢 11

產品結構優勢 11

稅收優惠 11

增長動力分析 12

公司毛利率受惠於主要產品的價格上漲 12

達州大化項目投產提升公司尿素和液氨的產銷量 12

財務分析 13

重要假設 13

2007－2010 年公司收入複合年均增長率爲 36.6%. 14

公司生產成本分析和毛利率 14

2007－2010 年公司淨利潤複合年均增長率爲 96.1%. 15

ROE 和 ROA 15

估值 16

P/E 估值結果 0.34 港元 16

DCF 估值結果 0.49 港元 16

首次給予公司 12 個月目標價 0.30 港元，買入評級 17

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

投資風險 18
附錄 1：達州大化專案進展情況 19
附錄 2：主要財務報表 20

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

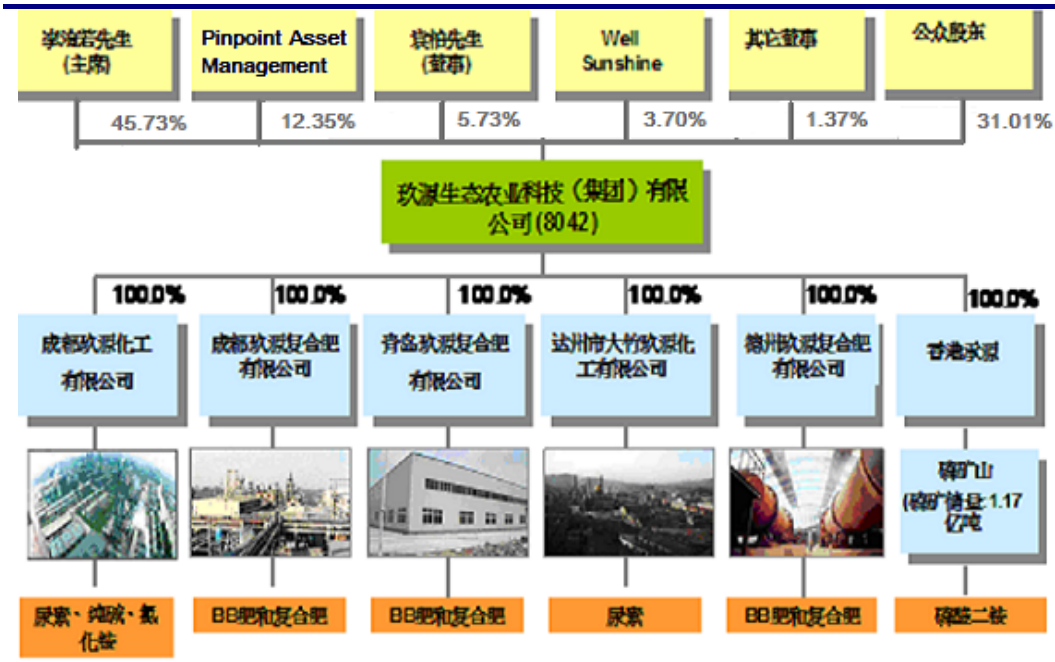
產業鏈一體化的化肥製造和供應商

氮肥、BB 肥爲主的化肥企業

擁有六家全資控股附屬公司生產 7 大類產品

玖源生態農業科技(HK8042) 於 2003 年 7 月在香港聯合交易所創業板上市，主要從事研發、生產及銷售化學肥料及化工產品。其中化學肥料包括 BB 肥、複合肥、尿素、氯化銨及碳酸氫銨；而化工產品則包括碳酸鈉及氨等。集團公司現擁有六家全資控股附屬公司，即成都玖源化工有限公司、成都玖源複合肥有限公司、青島玖源化工有限公司、達州市大竹玖源化工有限公司、德州玖源複合肥有限公司和香港承源。目前公司合成氨的產能爲 14 萬噸、尿素產能爲 16 萬噸、純鹼產能 10 萬噸、氯化銨產能 12 萬噸、複合肥產能 25 萬噸、BB 肥產能 72 萬噸。公司正在新建的達州大化專案一期合成氨產能 40 萬噸、尿素產能 45 萬噸。2007 年 4 月玖源榮獲“中國 BB 肥市場領軍品牌”，而“測方”品牌於 2006 年度獲得“中國行業十大影響力品牌”及“中國農資行業最具價值品牌”。公司總股本爲 63.94 億股，主要持股人爲李洧若先生 45.73%、Pinpiont Asset Management Group12.35%和袁柏先生 5.73%。據公司公告，公司將於 2008 年 7 月申請轉香港聯交所主板市場。

圖表 1：公司股權結構



資料來源：公司資料，第一上海

擁有完整的化肥生態產業鏈

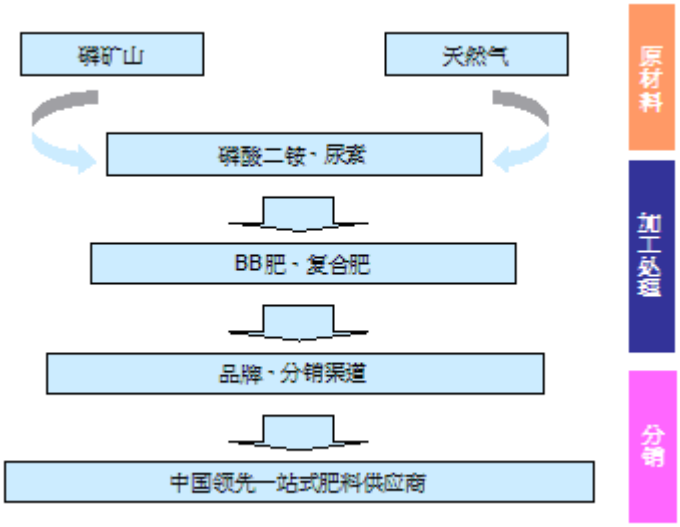
集生產和銷售一體的化肥製造和供應商

玖源集團擁有完整的化肥生態產業鏈。作爲生產企業公司努力獲取天然氣和磷礦資源，2006 年公司與達州政府達成天然氣供應協議，達州大化項目每年獲取 4.5 億立方天然氣用氣指標；公司於 2007 年收購四川省綿竹市的磷礦山以滿足對化肥原材料的需求。公司計畫于 2008 年底達州大化項目 40 萬噸液氨合成裝置投產，2009 年初 45 萬噸尿素項目投產，預期屆時尿素及合成氨的產能將較現時分別增長約 2.7 倍及 3 倍。該項目已獲得政府配額的確認，並按計劃建設中。爲配合上游生產計

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

畫，公司亦設立龐大的銷售網路以促進銷售表現。除公司基地四川省及山東省等農業重鎮外，公司的銷售網路亦覆蓋 4 個自治區及 18 個省份。公司亦于 2005 年開拓國外市場至東南亞等國家。

圖表 2：公司產業鏈



資料來源：公司資料

達州大化項目將使公司成爲國內爲數不多具備規模效益的尿素企業

公司最終形成 90 萬噸尿素產能

公司在四川達州的大化工專案擬年產合成氨 40 萬噸，一期配套尿素產能 45 萬噸/年， 公司預期最終達州大化工專案形成約 75 萬噸的尿素產能，加上公司在四川新都（氣頭）和大竹（煤頭）工廠目前約 15 萬噸的合成氨和 15 萬噸尿素產能，預計達州大化專案全部建成投產後，公司合成氨和尿素產能將達到 55 萬噸和 90 萬噸，將一舉使公司躋身國內爲數不多的具備規模效益的尿素企業。

圖表 3：國內主要規模尿素企業情況

公司	产能或生产情况	种类	公司	生产情况	种类
泸天化	2007年产93万吨合成氨、142万吨尿素	气头	鲁西化工	2008年计划产155万吨尿素	煤头
辽通化工	2007年产154.4万吨尿素	气头	湖北宜化	40万吨合成氨、65万吨尿素产能	煤头
四川美丰	100万吨尿素产能，2007年产86万吨	气头	华鲁恒升	105万吨尿素产能	煤头
云天化	2007年产46.7万吨合成氨、72.6万吨尿素	气头	兰花科创	2007年产93.96万吨尿素	煤头
川化股份	2007年产49.8万吨合成氨、69.7万吨尿素	气头	河池化工	2008年计划产28万吨尿素	煤头
建峰化工	2007年产57.38万吨尿素	气头	天润发展	20万吨尿素产能	煤头
沧州大化	2008年计划产36万吨合成氨、55万吨尿素	气头	昌九生化	20万吨尿素产能	煤头
赤天化	2008年计划产58万吨尿素	气头	柳化股份	20万吨尿素产能	煤头

資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

行業分析－選擇玖源的基本判斷

2008－2010 年全球氮肥和尿素供應依然偏緊

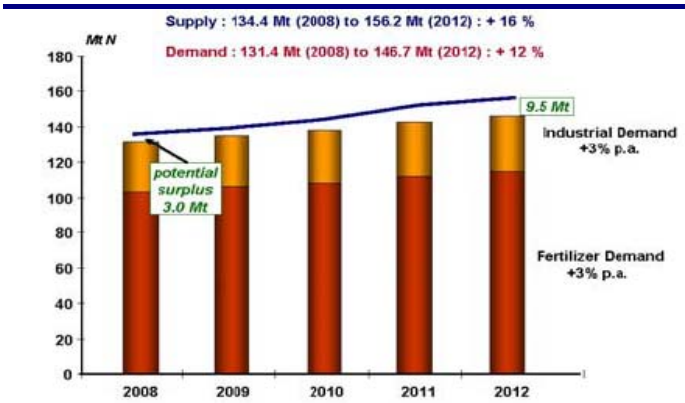
2010 年前全球氮肥供應基本面維持弱平衡

據國際肥料工業協會（IFA）2008年5月的報告，2007年全球氮肥的供需基本面依然偏緊。2007年全球合成氨的產量折純NH_3爲1.54億噸，較2006年增長4.5%，對應全球平均氮肥產能利用率爲88%。全球合成氨貿易量接近1920萬噸，其中海運貿易量穩定在1660萬噸。IFA預測全球合成氨產能將由2007年折純NH_3的1.76億噸增加至2012年的2.1億噸，其中三分之一增長來自與原有專案的改進，三分之二來自於全球近50個新項目投產，而這其中有一半地處中國。IFA預測全球氮肥供應量將由2008年折純氮1.34億噸提升至2012年的1.56億噸；而需求則由2008年的折純氮1.31億噸增長至2012年底1.47億噸。2008年全球氮肥供應過剩折純氮300萬噸，2012年過剩爲950萬噸，然而2008和2009年的過剩只相當於全球供應量的3%，考慮產能利用率不理想和不可預期的出口限制等因素，全球的供需基本面依然維持若平衡。

2011 年前全球尿素供應基本面緊張

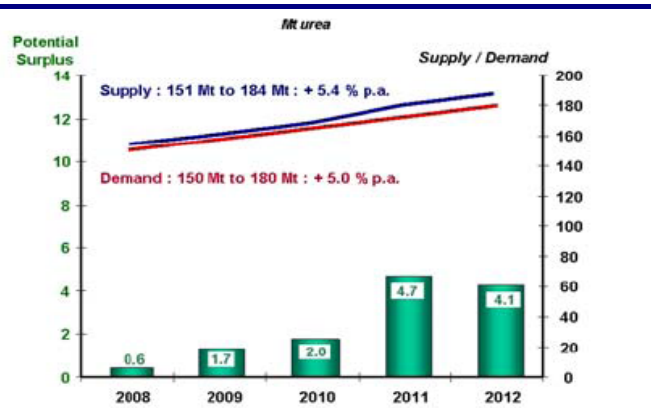
據IFA的統計資料，2007年全球尿素產量較2006年增長6.6%達1.44億噸，中國貢獻了三分之二的增長，全球尿素產能利用率達到91%，2007年全球尿素貿易量較2006年增長15%達3640萬噸。IFA預測2012年全球尿素產能將達2億噸，2007－2012年的複合平均增長率爲5.5%，新項目增加了超過3000萬噸的產能，原有項目的改進提升產能1300萬噸。IFA預測全球尿素的供應量將由2008年的1.506億噸提升至2012年的1.843億噸。而需求量則由2008年的1.50億噸提升至2012年的1.802億噸，需求的淨增長達3020萬噸，顯示2008－2010年全球尿素供應的緊張局面，預計2011年後方出現每年供應過剩430萬噸的局面，這個預測已經考慮到2008－2012年期間一些新專案可能延遲和取消。

圖表 4：2008-2012 年全球氮肥供需情況



資料來源：IFA

圖表 5：2008-2012 年全球尿素供需情況



資料來源：IFA

價格超過中國兩倍的國際尿素市場爲國內過剩尿素產能提供市場空間

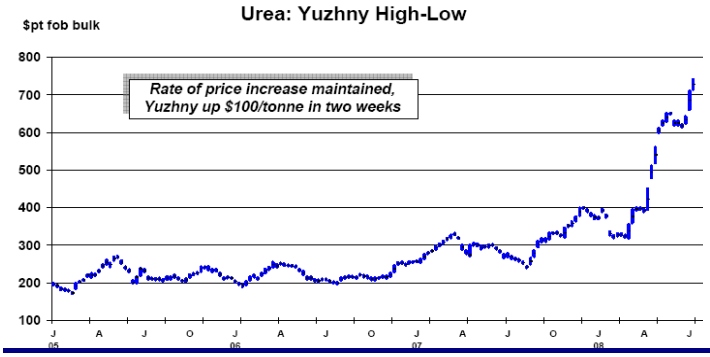
全球主要地區的尿素離岸價已超過 700 美元/噸

2008 年以來國際尿素價格持續上漲,價格的上漲動力來自于旺盛的需求、各國對出口限制引起的供應緊張和尿素生產成本推升的等多方面。進入 2008 年 7 月以來，全球主要地區的尿素離岸（FOB）價格都已超過 700 美元/噸的水準，部分地區已接近 800 美元/噸的水準。印度小顆粒尿素的到岸（CFR）價格達到 778 美元/噸，而阿根廷購買大顆粒尿素的到岸（CFR）價格爲 870 美元/噸。中東地區的尿素供應商

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

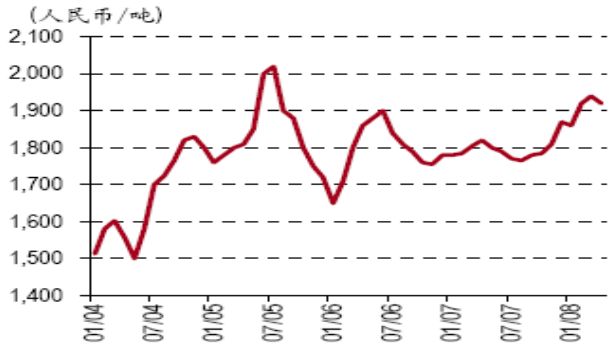
有意將離岸（FOB）價格提高到 800 美元/噸，對應印度的到岸(CFR)價格約爲 840 美元/噸。全球尿素普遍約 5000 元/噸的到岸價格是國內尿素價格的一倍多，國內最新的尿素出廠限價在每噸 1700 多元，而市場價 2008 年以來保持在每噸 2000 元左右。儘管國際尿素價格有回落的可能，但預計國際尿素價格與國內尿素價格巨大的差距仍將維持，在國內尿素用量能保證的前提下國家必將放鬆尿素的出口限制，總體上保持高位的國際尿素市場爲國內尿素企業提供了潛在的市場，國內尿素供應過剩的市場風險將大大降低。

圖表 6：烏克蘭尤日內尿素離岸價格走勢圖



資料來源：IFA

圖表 7：國內尿素價格走勢圖



資料來源：中國資訊網

中國以“保量”爲基本原則的化肥產業政策降低化肥企業的週期風險

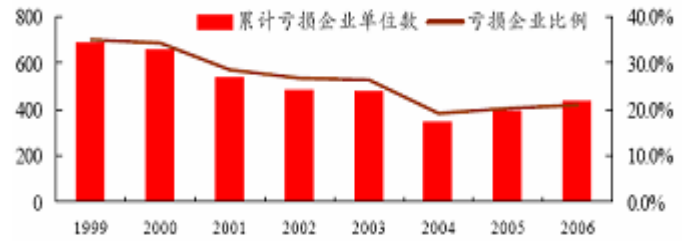
“保量”政策降低尿素行業的週期風險

鑒於化肥對農業的重要意義，中國政府對化肥產業政策的調控首要的原則就是保障國內化肥的供應量。例如2008年3月國家調高出口關稅至130%；而在國家調高天然氣和電價的同時，化肥用氣和電價卻沒有調高，歷史的調整幅度也小於總體水準，這些政策都體現了“保量”的基本原則。正因爲如此我們認爲中國以“保量”爲基本原則的化肥產業政策大大降低尿素企業的週期性風險，我國化肥企業虧損比例由1999年的32%下降到近年的20%體現了化肥行業整體盈利水準改善。

國內尿素供應已過剩，但控制出口量可平衡國內供需情況

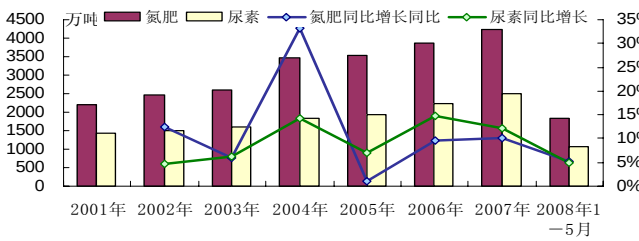
國內尿素產量過去10年的平均增長率約爲10%，而同期需求增速僅爲6.4%，自1998年後國內尿素出現了供應過剩的局面，2007年中國尿素出口量達到526萬噸，占國內總產量的9.7%。統計資料顯示2010年國內尿素產能將超過6,650萬噸，預計屆時將有1,000萬噸有待出口，相當於全球市場交易份額的20%。但我們並不擔心尿素企業的盈利會有大的波動，對於國家而言保證尿素企業在合理的利潤率水準下存活關係到國家糧食安全戰略。中國政府可通過調節出口關稅很好保持國內尿素市場的供需平衡，主要化肥產品價格的改革必然跟隨天然氣、煤、電等資源價格改革進行。

圖表 8：中國化肥企業虧損情況



資料來源：WIND 資訊

圖表 9：中國尿素供應量



資料來源：WIND 諮詢

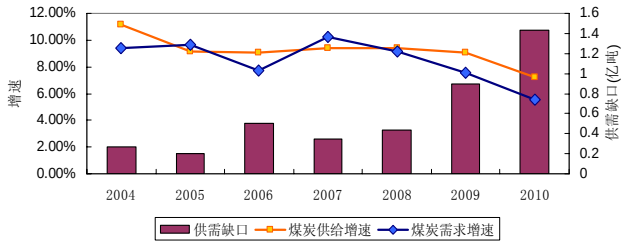
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

中國煤頭尿素成本將決定國內尿素的市場價格基礎

未來三年尿素價格有望保持在 1600 元/噸的基礎上

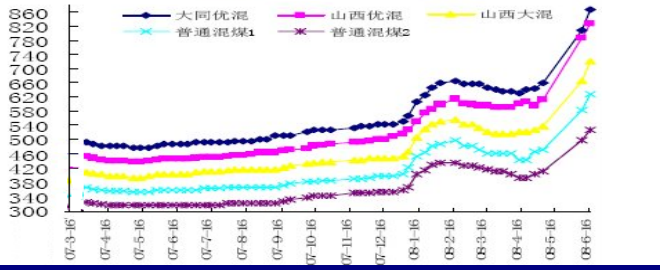
國際上約85%的氮肥生產以天然氣爲原料。而我國氮肥行業受我國富煤少油缺氣的能源結構影響，主要以煤爲主，占到總量的近70%，以天然氣爲氮肥原料的企業產量占總產量的約30%。目前國內煤頭尿素企業的生產成本上升至1700元/噸，氣頭的生產成本約在1400元/噸左右，由於煤炭價格高漲導致煤頭尿素生產成本高過氣頭尿素企業，而煤頭尿素企業的產量又占市場大部分份額，因此我們認爲煤頭尿素成本將決定國內尿素價格的市場基礎。2008年5月我們對內蒙煤礦區的調研使我們更有理由相信2010年前煤炭的供應依然緊張，煤炭價格未來保持強勢的概率很大，如果2008年內煤制油項目獲得突破，那麼煤價長期走強將獲得更強的支撐，我們對內蒙古伊泰集團16萬噸煤制油專案的考察，使我們對中國煤制油項目在2008年底前取得突破抱有更大的信心，鑒於此我們認爲國內未來三年煤頭尿素的成本很難因煤價而大幅下降，整個尿素市場的價格有望保持在1700元/噸的基礎上。

圖表 10：中國煤炭供需情況



資料來源：中國煤炭資源網，第一上海

圖表 11：國內秦皇島煤炭價格走勢



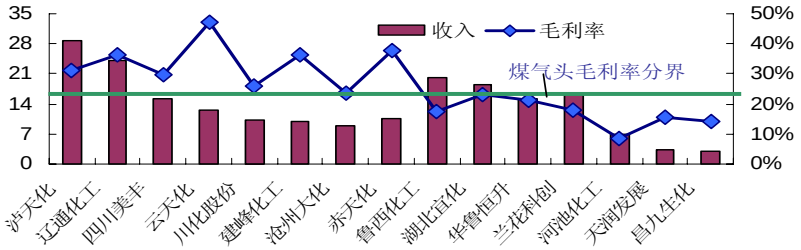
資料來源：中國煤炭網

國家天然氣發展政策使具有成本優勢的氣頭尿素項目成爲稀缺資源

天然氣用氣指標成爲氣頭尿素企業成本控制的關鍵

根據國家2007年制定的天然氣利用政策，已建的合成氨廠以天然氣爲原料的擴建項目、合成氨廠煤改氣項目都屬於限制類項目，原則上除非天然氣外輸有困難，天然氣被限制用於合成氨項目。目前氣頭化肥公司實際用氣配額指標不足，企業必須以停產延長檢修時間或另購工業用天然氣調整生產計畫。以玖源新都尿素廠爲例，在外購工業用天然氣後，其2007年的平均用氣價格爲1.00元，預計2008年將上漲到1.30元，儘管如此新都廠每年仍需要關停1個多月。儘管如此氣頭尿素企業2007年平均30%的毛利率仍遠高於煤頭尿素，因而完全能獲得足額天然氣指標的尿素項目以成爲行業的稀缺資源。基於此我們認爲公司達州大化項目獲得4.5億立方米天然氣指標實屬不易，未來該項目將保持顯著的成本優勢。

圖表 12：2007 年主要尿素上市公司尿素銷售收入和毛利率情況



資料來源：相關公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

天然氣價格仍將上漲，但氣頭尿素的成本優勢仍將維持

低幅度的天然氣價格上漲仍將使氣頭尿素維持成本優勢

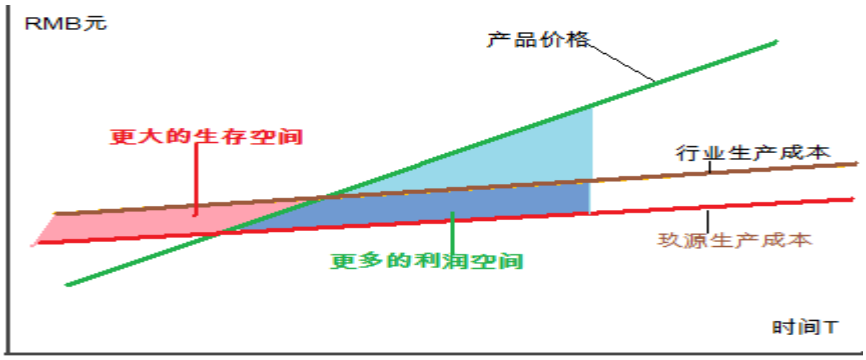
目前我國化肥生產企業享受著國家優惠氣價、電價、鐵路運價、免增值稅等優惠政策，因此國家對化肥進行限價也是合理的。總體上我們判斷尿素用天然氣價格的上漲應與國家尿素價格政策改革同步，但由於煤頭尿素生產成本提高較大，爲尿素用天然氣提價提供了基礎。國家已經明確表態未來幾年以每年10%的上漲幅度提高天然氣價格，2007年11月10日工業用天然氣出廠價上漲幅度達到50%，雖然化肥用天然氣沒有漲價，但市場普遍預期化肥用天然氣價格將成爲下一個調控目標，但我們預計氣頭尿素的成本優勢仍將維持，原因在於天然氣資源的定價改革明顯落後於煤炭定價改革的步伐，預計天然氣價格的上漲幅度將明顯落後於煤炭。同時儘管氣頭尿素企業只占國內總產量的30%，但主要氣頭尿素企業都是國內規模較大的企業，目前這些企業已經面臨用氣指標不足停工帶來的成本壓力，國家在對化肥用天然氣價格的調整上必然謹慎從事，根據目前的氣頭和煤頭的成本差異，氣頭尿素企業的平均用氣價格上漲0.40元，氣頭和煤頭企業的生產成本方接近，而這個漲價幅度不大可能一步到位，因此預計氣頭尿素企業的成本優勢未來三年仍有望維持。

化肥企業的成本優勢意味著更強的獲利和生存能力

集中度低導致尿素行業平均生產成本高

國內尿素行業呈現出十分分散的格局，年產能不足20萬噸的尿素設備卻佔據了59%以上的市場份額，與美國和俄國合成氨專案平均30萬噸以上的規模有很大差距。合成氨的規模導致的能耗差異直接決定規模較小廠家的生產成本相對較高，這也導致整個尿素行業平均生產成本較高，在國家對化肥產品限價的大背景下，作爲製造業的化肥企業最終的競爭就是成本控制。我們看好玖源達州氣頭大化工專案具備的成本優勢，除此外作爲民營企業的玖源公司在專案投資建設成本、銷售和管理費用方面都較同行業有優勢，成本優勢決定玖源未來可獲得更多的利潤和生存空間。這是我們看好玖源的基本判斷。

圖表 13：成本優勢對尿素企業的意義



資料來源：第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

競爭優勢分析

氮、磷資源優勢

4.5 億立方/年的天然氣和 1.17 億噸磷礦資源爲長期發展打下基礎

化肥行業的基本生產原料資源歸根到底就是氮、磷、鉀資源。在我國鉀肥資源屬於稀缺資源，氮的獲取主要以天然氣和煤爲原料，磷則需通過開發磷礦獲取。公司自2004年起便致力於獲取上游的氮、磷資源。中國石化開發世界第三大的普光氣田初，公司積極與當地政府溝通，最終中石化與達州市人民政府簽訂預留每年10億立方米的天然氣供應協議，以協助玖源發展達州大化項目，達州大化項目預期每年可獲4.5億立方米的天然氣供應。完全能滿足公司40萬噸合成氨的用氣需求。2007年玖源收購四川省綿竹市的磷礦山，磷礦物的蘊藏量約爲1.17億噸，足以滿足生產達50年。儘管該礦品位較低，公司有意未來採用新工藝進行開發，而磷肥價格的高漲也降低了開發的經濟要求。公司天然氣和磷礦資源的優勢將爲公司未來發展磷肥和複合肥打下堅實的基礎。

成本優勢突出

成本優勢來自於多方位的控制

資源是競爭的基礎，那麼成本優勢則是玖源最強的競爭力優勢。作爲從事化肥製造和供應的民營企業，公司的成本控制遠強於同業競爭者，成本優勢的獲取則來自生產工藝、原料和項目投資等多方面的節省。

圖表 14：公司成本控制優勢體現

项目	成本优势
天然气价格	达州项目地处普光气田，预计进厂气价较同类工厂每方气低0.01～0.02元人民币；达州项目完全计划内用气，公司外购气比例较同行低，整体的平均气价有优势
煤气头成本差异	新都厂和达州气头大化项目的气头合成氨和尿素生产成本预计比煤头企业低过300元/吨
生产工艺控制	公司新都厂吨合成氨用气量约为780方，这个水平低于行业平均的800方，而达州大化项目的综合能耗比将更优，公司大竹煤头尿素技改后，降低煤种要求，进炉煤价降低约200元/吨
项目投资成本	公司达州大化项目总投资约9亿元，而国内目前同类项目的投资额约在20亿元，成本优势主要源于公司设备采购动手早，基建费用易较同类公司节省

資料來源：第一上海

公司主要生產基地具備生產和銷售的區位優勢

生產基地外部配套運輸條件完善

玖源的基地及工廠處於優越的地理位置，這有利集團生產和銷售活動。集團的基地位於中國農業大省四川省。根據中國國家統計局統計年報顯示，四川農作物產量在2006 年排在前列位置。而玖源的基地接近四川省的客戶，這有助公司減低運輸成本。另外，集團青島工廠亦位於農業大省，是中國最大的農產品出口地。由於山東在地理上接近日本及東南亞等出口市場，故我們認爲集團在運輸成本上可享有明顯優勢。達州項目靠近鐵路及水路通道，有火車直達成都，距離重慶亦只有約兩小時的車程，完善的運輸網路亦有助公司降低平均運輸成本。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

成熟的分銷管道優勢

分銷網路覆蓋 22 個省區

爲配合上游生產計畫，公司亦設立銷售網路以促進銷售表現。除公司基地四川省及山東省等農業重鎮外，公司的銷售網路亦覆蓋4個自治區及18個省份。公司亦于2005年開拓國外市場至東南亞等國家。分銷網路保障公司主要產品的銷售，同時公司也與各省的化肥銷售管道商保持著良好的合作關係。

圖表 15：公司分銷網路

注: ▲ 玖源在中国市场的销售网络

資料來源：公司資料，第一上海

產品結構優勢

以氮肥爲基礎向複合肥和 BB 肥發展

公司目前的主要產品包括尿素、氯化銨、碳酸氫銨、液氨、純鹼、複合肥和BB肥，未來公司還將開發磷肥。除達州大化專案產尿素外，玖源生化未來重點關注研發和推廣面向高附加值農產品的肥料。這包括在四川省研發油菜、茶及中草藥的肥料以及在山東省內的水果、花生、大蒜及蔬菜的肥料。我們預期公司會將市場定位于面向高附加值農產品的肥料，這包括蔬菜和水果肥、大蒜肥及花生專用肥，這將促進公司業務表現及提升毛利率。

圖表 16：公司主要產品

資料來源：公司資料，第一上海

稅收優惠

達州大化項目 2010 年前享受所得稅減半優惠

公司下屬的成都玖源化工、成都玖源複合肥及大竹玖源化工爲中國西部地區成立的外商投資生產企業。所得稅適用于按西部開發優惠政策的15%企業所得稅。其中達州大化專案隸屬大竹玖源化工下，大竹玖源化工2008－2010年仍可享受50%的減稅優惠政策。公司整體綜合所得稅率低於15%，優於同類企業。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

增長動力分析

公司毛利率受惠於主要產品的價格上漲

主要產品價格上漲動力充足

2008年1季度公司主要產品價格都較2007年大幅上漲，鑒於國內外化肥差價巨大，強勁的煤炭價格推動煤頭合成氨和尿素的成本上漲以，而旺盛的需求依舊旺盛，使我們相信公司主要產品價格未來仍將保持高位，公司毛利率將受惠於此。

圖表 17：公司主要產品歷年實現價格

年份	复合肥	BB肥	纯碱	氯化铵	尿素	液氨	碳铵
2005年	913.62	1,758.79	1,318.26	714.95	1,658.91	1,804.00	485.79
2006年	939.27	1,626.09	1,276.27	508.94	1,640.91	1,891.78	461.22
2007年	1,107.60	1,668.99	1,421.47	568.29	1,647.01	2,089.40	509.77
2008年1季	1,382.29	2,266.30	1,824.88	891.64	1,725.00	2,516.61	588.31

資料來源：公司資料

達州大化項目投產提升公司尿素和液氨的產銷量

達州專案預測投資回收期 3.7 年

玖源生態達州項目將會提升公司未來表現。達州項目新產能主要包括40萬噸合成氨和45萬噸尿素，二期還可增加合成氨10萬噸和尿素產能約30萬噸。預期項目一期將於09年第1季投產。項目一期完成後尿素的產能將由現時的16萬噸提高281%至61萬噸，而合成氨的年產能將由現時的14萬噸增加286%至54萬噸。根據當前尿素的限制出廠價1720元/噸測算，項目投產後，可預見的平均年銷售額超過10億元，年均淨利潤約保守預計在2.5億元左右，公司項目在原有的利潤水準上有大幅度提高。

圖表 18：達州大化專案主要經濟技術指標測算

序号	指 标 名 称	单位	数量	备 注
一	总投资	万元	83569.88	包括建设期利息及流动资金
1	其中：建设投资	万元	73477.88	
2	建设期利息	万元	0	
3	流动资金	万元	10092	
二	拟建装置销售收入	万元/年	101258.86	（年平均）
三	财务评价指标			
	赢利能力分析			
1	全部投资			
1.1	项目财务内部收益率	%	45.47	
1.2	财务净现值	万元（i=9%）	160395.75	
1.3	投资回收期	年	3.7	
2	自有资金			
2.1	资本金收益率	%	43.22	
2.2	财务净现值	万元（i=9%）	142119.94	
3	投资利润率	%	37.5	
4	投资利税率	%	44.7	
5	资本金利润率	%	42.7	

資料來源：達州大化專案可研報告

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

財務分析

重要假設

本報告及財務模型基於以下重要假設：

➢ 假設四川達州大化項目2009年2季度開始生產，考慮到投產初期設備不能滿負荷運行，保守預計達州大化項目2009年產能利用率爲50%，2010年爲90%；液氨的銷量據每噸尿素耗液氨0.6噸計算富餘可銷售量；碳酸鈉、氯化銨和碳銨的產量保守維持與2008年的水準不變；複合肥和BB肥預計2010升至30萬噸。

➢ 主要產品的價格我們參照2008年公司1季度的實現價格假設，碳酸鈉預計2009年供應有所改善，價格降回落；整個與化肥相關的產品估計仍將受國家政策的限制，我們預計上游資源定價改革較爲緩慢，而國家由於糧食戰略安全仍將對主要化肥產品限價，但由於生產成本不斷推高，我們料尿素、液氨、氯化銨、碳銨和BB肥的價格都有輕微上漲。

➢ 由於我們對化肥價格採取了限價背景下的預測，因此我們認爲天然氣和電的價格有上漲但幅度不會太大，由於達州專案的用氣完全在計畫內，因此我們預計公司2009年平均用氣價格將回落到1.00元，而公司電價預計2009年會上漲0.05元，煤和鹽的價格參照目前市場情況和供應基本面假設，公司2008年原料煤價格下降得益於大竹尿素廠的技改降低煤種要求。

➢ 資本開支情況根據達州大化專案的可研報告和目前的投資進度假設，2010年開始投資達州大化二期30萬噸尿素。

圖表 19：公司營業收入

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售数量（吨）					
BB肥及複合肥	152773	182173	120000	220000	300000
碳酸鈉	91476	79495	80000	85000	85000
氯化銨	84049	80945	89600	95200	95200
尿素	127549	129326	117000	310000	400000
氨	6459	5743	5100	113500	149500
碳酸氫銨	6584	7651	7000	7000	7000
销售单价（元/吨）					
BB肥及複合肥	1636	1647	2050	2100	2200
碳酸鈉	1071	1421	1515	1300	1100
氯化銨	500	568	900	900	900
尿素	1584	1647	1800	1900	1900
氨	1548	2089	2300	2400	2500
碳酸氫銨	456	510	600	600	600
每方天然气价格	0.90	1.00	1.30	1.00	1.00
每吨动力煤价格	500	560	610	650	700
每度电价格	0.30	0.30	0.35	0.40	0.40
每吨盐价格	350	370	390	420	410
每吨原料煤价格	700	900	800	900	900
资本开支（百万元）	119	164	550	250	400

資料來源： 第一上海　　注：價格不含稅

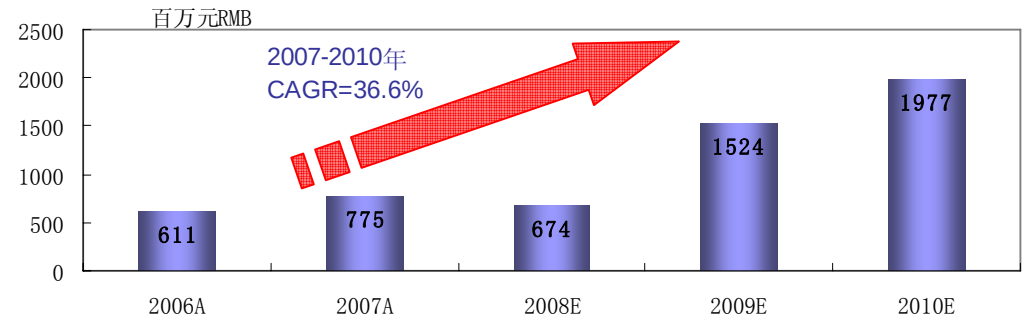
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

2007－2010 年公司收入複合年均增長率爲 36.6%

2007-2010 年收入複合年均增長率 36.6%

預測公司 2008－2010 年的收入分別爲人民幣 6.74 億元、15.24 億元和 19.77 億元。2007－2010 年淨利潤複合平均增長率爲 36.6%。

圖表 20：公司營業收入



資料來源： 第一上海

公司生產成本分析和毛利率

07 年分銷中心達 1672 家，08 年將達 2000 家

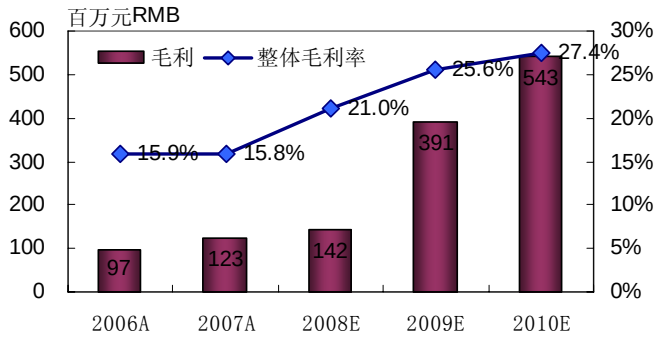
公司2007年氣頭合成氨的成本爲1668元/噸，毛利率爲24.8%；氣頭尿素的成本爲1408元/噸，毛利率爲18.2%；純鹼的成本爲1584元/噸，毛利率爲38.6%；煤頭液氨的成本爲2191元/噸，煤頭尿素的成本爲1702元/噸，毛利率爲14.6%；複合肥的平均成本爲1519元/噸，BB肥的平均成本爲1744元/噸，複合肥和BB肥的毛利率爲18.4%。預計達州大化項目的生產成本較新都氣頭廠更低，調研資料顯示公司達州大化的合成氨耗氣爲970方/噸，耗電約爲40度/噸，尿素耗電約爲18度/噸，綜合能耗遠低於新都和大竹的水準，新都氣頭尿素液氨耗氣爲780方/噸，耗電1100度/噸，每噸氣頭尿素耗電約100度，耗液氨0.6噸，耗熱力煤1.2噸。根據我們對原材料價格、產品銷售數量和價格的假設，結合各類此產品的技術指標，測得公司2008～2010年的整體毛利率爲21.0%、25.6%和27.4%。

圖表 21：2007 公司主要產品生產成本分析

单位:元/吨	气头合成氨	联碱	气头尿素	煤头合成氨	煤头尿素
所售产品成本	1668	1584	1408	2191	1702
原材料	1110	1314	1264	1526	1582
直接人工成本	52	39	35	48	15
其他直接生产费用	350	98	52	477	71
间接人工成本及制造成本	155	133	56	139	34
毛利率%	24.8	38.6	18.2	无外销	14.6

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 22：公司毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

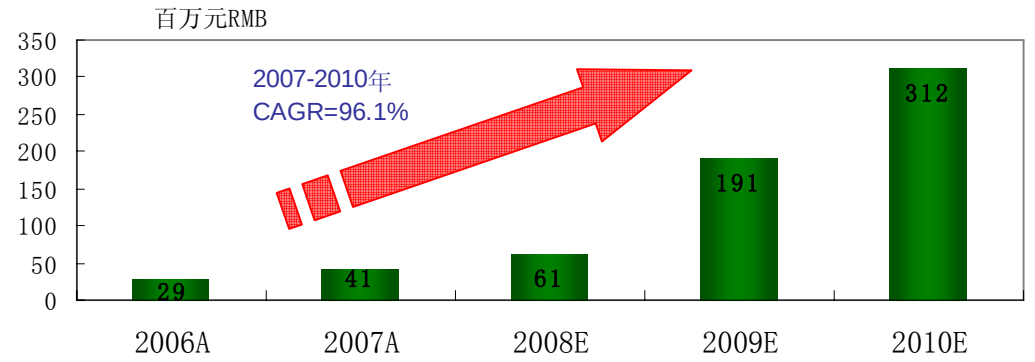
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

2007－2010 年公司淨利潤複合年均增長率爲 96.1%

2007-2010 年淨利潤複合年均增長率 96.1%

預測公司 2008－2010 年的淨利潤分別爲人民幣 0.61 億元、1.91 億元和 3.12 億元。2007－2010 年淨利潤複合平均增長率爲 96.1%。

圖表 23：公司淨利潤



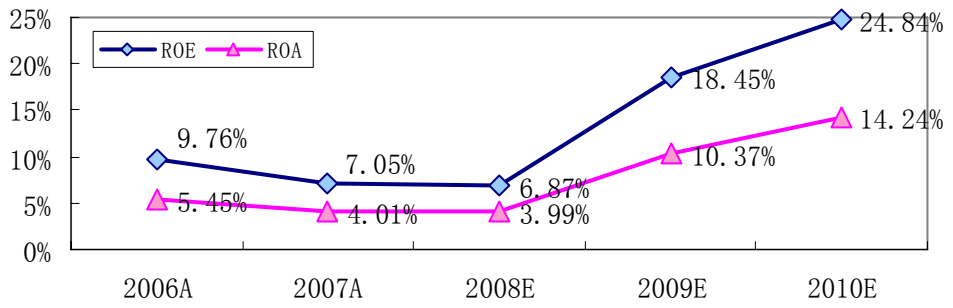
資料來源：第一上海

ROE 和 ROA

盈利指標明顯改善

預測公司 2008－2010 年的 ROE 將由 2007 年的 7.05%變爲 6.87%、18.45%和 24.84%，對應的 ROA 由 2007 年的 4.01%變爲 3.99%、10.37%和 14.24%。

圖表 24：ROE 和 ROA



資料來源：第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

估值

P/E 估值結果 0.34 港元

P/E 估值結果 0.34 港元

P/E 估值參照國際氮肥企業和國內氣頭氮肥企業的估值水準。在國際同類公司中在新加坡上市的河南的心連心煤頭尿素企業與公司最具可比性，綜合平均估值水準和心連心的情況，並考慮到公司的投資價值在於 2009 年大化項目的建成投產，因此我們選取 09 年 10 倍市盈率作爲估值水準，相對於四家國內氣頭尿素企業平均值水準 2009 年 13.2 倍，選取的估值水準分別有 24%的折讓，符合目前市場 A 股和 H 股的差價情況。從 PEG 考慮，公司 2007－2010 年淨利潤的年均複合增長率爲 96.1%，現價 0.18 港幣對應的 2008 年的 PEG 值僅爲 0.16，反應公司目前估值水準具備吸引力。根據 2009 年的 EPS 和 10 倍估值水準算得對應的估值結果爲 0.34 港元。這個估值結果相當於公司 2008 年和 2010 年收益的 30.0 倍和 6.1 倍市盈率。

圖表 25：同類公司估值情況

公司	价格	EPS			市盈率		
	2007-7-15	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
Terra Industries Holding(Usa)	47.69	4.44	4.97	4.95	10.7	9.6	9.6
CF Industries Holding(Usa)	159.04	14.1	19.24	16.83	11.3	8.3	9.4
Namhae Chemical(JP)	22050	3029	2128.7	—	7.3	10.4	—
心连心（SGP）	0.74	0.07	0.07	0.09	10.1	9.9	8.0
世纪阳光(HK)	0.29	0.03	0.03	—	8.9	8.1	—
中化化肥(HK)	6.24	0.34	0.41	0.46	16.6	13.5	12.0
平均值					10.8	10.0	9.8
泸天化	15.78	1.03	1.12	—	15.3	14.1	—
四川美丰	9.02	0.7	0.93	—	12.9	9.7	—
建峰化工	12.11	0.71	0.84	—	17.1	14.4	—
赤天化	12.11	0.71	0.84	—	17.1	14.4	—
平均值					15.6	13.2	—

資料來源：Thomson ONE, 第一上海

圖表 26：公司 PEG

项目	价格	EPS			市盈率		
	2007-7-15	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
玖源集团	0.180	0.010	0.030	0.049	15.5	5.4	3.3
PEG	2007－2010净利润CAGR为96.1%				0.16	0.06	0.03

資料來源：第一上海

DCF 估值結果 0.49 港元

DCF 估值結果 0.49 港元

根據公司達州大化項目的開發計畫，我們對公司採用三階段的 DCF 方法進行估值。按照公司的發展戰略，2008-2011 年爲公司的高速成長期，業績增長主要動力來自于達州大化工專案一期和二期的液氨和尿素投產，2011-2014 年爲成熟期，公司主要增長動力來自于公司達州項目產能利用率的提升和 BB 費和複合肥的產能提升，2015 年後爲穩定期，長期增長率選取 3%，DCF 具體估值結果如下：

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 27：DCF 估值

	高速增长期				成熟期			稳定期
期限	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	
	0	1	2	3	4	5	6	
自由现金流	-436	-6	37	262	363	395	428	5,654
折现自由现金流（百万人民币）	-436	-5	30	193	241	236	232	2,757
WACC	**10.8%**							
永久增长率	3.0%							
无风险利率	5.30%							
贝塔值	1.30							
风险溢价	6%							
企业价值	3247.0							
减:少数股东权益	0.0							
减:银行及其他借款	500.3							
加：净现金	20.2							
股权价值	2767.0							
股份数量	6,394							
每股价值（港元）	**$0.49**							

資料來源：第一上海

DCF 估值結果對參數的敏感性分析如下：

圖表 28：DCF 估值參數敏感性分析

		WACC					
		9.80%	**10.30%**	**10.80%**	**11.30%**	**11.80%**	**12.30%**
永久增长率	**4.50%**	0.77	0.68	0.60	0.54	0.48	0.43
	4.00%	0.70	0.62	0.56	0.50	0.45	0.41
	3.50%	0.65	0.58	0.52	0.47	0.42	0.38
	3.00%	0.60	0.54	**0.49**	0.44	0.40	0.36
	2.50%	0.56	0.51	0.46	0.41	0.38	0.34
	2.00%	0.52	0.48	0.43	0.39	0.36	0.33
	1.50%	0.49	0.45	0.41	0.37	0.34	0.31

資料來源：第一上海

首次給予公司 12 個月目標價 0.30 港元，買入評級

目標價 0.30 港元

鑒於公司達州大化項目 2009 年初建成投產，根據我們對公司的現場調研，項目基本按計劃進展，我們認爲項目或有延遲竣工的風險，但不至無法實現。我們採取給予 10%折讓後的 P/E 估值結果作爲公司一年期目標價，以反映公司達州專案延遲竣工風險。據此給予公司 12 個月目標價爲 0.30 港幣，該目標價與 DCF 估值敏感性分析的下線估值結果一致。0.30 港元的目標價對應公司 2008 年、2009 年和 2010 年收益的市盈率爲 25.9 倍、8.9 倍和 5.5 倍，目標價 0.30 港幣較現價 0.18 港幣尚有 66.7%的上升空間，買入評級。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

投資風險

➢ 達州大化項目延期投產的風險。倘若公司達州大化項目未能如我們預期於 09 年第 2 季投產，這可能對公司利潤表現產生不利影響。

➢ 國家對化肥行業的政策調控風險。國家限制化肥產品的出廠價和提升出口關稅對公司盈利或構成負面影響。

➢ 技術改造導致停產的風險。若公司因技術改造而令旗下廠房的生產線停產，或有可能對公司營業額構成不利的影響。

➢ 天災導致產品需求下降的風險。若國內出現任何天災(包括旱災、水災及雪災），這對公司生產及化肥需求產生負面影響。

➢ 原料及電力供應商的停止供應的風險。若電力供應或天然氣等原材料的供應出現中斷，或將對公司的生產產生不利影響。

➢ 天然氣及其它原材料成本價格的波動。若天然氣及其它原材料成本的價格快速上漲，或將對公司利潤產生不利影響。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

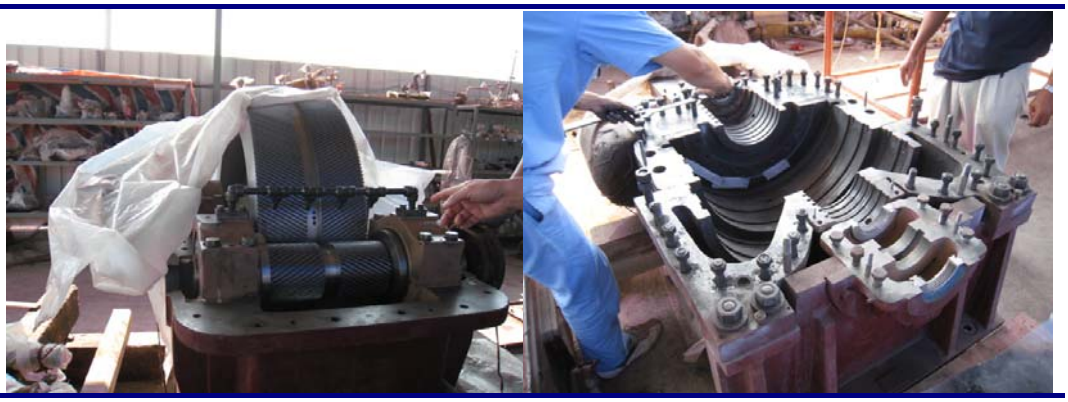
附錄 1：達州大化專案進展情況

圖表 29：專案進展情況

序号	项目进度	预计耗时	备注
1	初步设计	3个月	已经完成
2	详细设计（施工图设计）	7个月	已经完成
3	采购	6个月	已经完成
4	土建施工	8个月	已经完成
5	安装	9个月	正在进行中
6	人员培训	2个月	可抽调老厂技术人员
7	机械试车	2个月	计划自2008年10月起
8	试车和性能考核	2个月	计划2008年12月31日完成

資料來源： 公司資料

圖表 30：檢修中的設備



資料來源： 第一上海　注：拍攝於 2008 年 7 月 8 日

圖表 31：土建施工完成、開始吊裝合成氨設備

資料來源： 第一上海　注：拍攝於 2008 年 7 月 8 日

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 2：主要財務報表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
收入	610.6	774.9	674.4	1,523.8	1,977.2
毛利	97.4	122.6	141.8	390.5	542.7
其他业务收入	6.3	4.9	6.0	8.0	10.0
销售及管理费用	(63.5)	(69.9)	(57.3)	(149.3)	(168.1)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运收入	40.2	57.5	90.5	249.2	384.7
财务开支	(6.9)	(12.6)	(19.0)	(31.6)	(34.0)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	33.3	44.9	71.5	217.5	350.7
所得税	(4.7)	(3.5)	(10.7)	(26.1)	(38.6)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	28.6	41.4	60.7	191.4	312.1
折旧及摊销	12.7	14.4	15.0	22.2	82.3
EBITDA	46.0	59.3	86.4	239.7	432.9
增长					
总收入 (%)	-2.7%	26.9%	-13.0%	126.0%	29.8%
EBITDA (%)	-	28.9%	45.8%	177.4%	80.6%
每股收益 (%)	-83.5%	33.3%	-35.9%	190.5%	63.0%

财务分析

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	15.9%	15.8%	21.0%	25.6%	27.4%
EBITDA 利率 (%)	7.5%	7.7%	12.8%	15.7%	21.9%
净利率 (%)	4.7%	5.3%	9.0%	12.6%	15.8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	10.4%	9.0%	8.5%	9.8%	8.5%
实际税率 (%)	14.2%	7.9%	15.0%	12.0%	11.0%
股息支付率 (%)	32.2%	12.2%	10.0%	20.0%	30.0%
库存周转	54.6	39.4	40.0	40.0	40.0
应付账款天数	64.1	45.5	45.0	45.0	45.0
应收账款天数	38.5	31.5	31.0	31.0	31.0
财务状况					
净负债/股本	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7
收入/总资产	1.16	0.75	0.44	0.83	0.90
总资产/股本	1.79	1.76	1.73	1.78	1.74
盈利对利息倍数	5.8	4.6	4.8	7.9	11.3

资产负债表

人民百万元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
现金	12.8	19.2	20.2	45.7	49.4
应收账款	64.4	66.9	57.3	129.4	167.9
存货	76.8	64.1	58.4	124.2	157.2
其他流动资产	20.8	46.2	46.2	46.2	46.2
总流动资产	174.8	196.4	182.1	345.5	420.8
固定资产	304.4	450.7	973.3	1,140.6	1,422.7
勘探及评估资产	0.0	331.1	320.1	309.0	298.0
其他固定资产	45.1	54.6	53.1	51.5	49.9
总资产	524.3	1,032.8	1,528.6	1,846.7	2,191.3
短期负债					
应付帐款	90.2	81.4	65.7	139.7	176.8
短期银行贷款	125.5	159.5	188.7	284.2	378.3
其他短期负债	10.5	0.1	0.0	0.0	0.0
总短期负债	226.1	241.0	254.4	423.9	555.1
长期银行贷款	0.0	117.6	317.6	317.6	317.6
其他负债	5.3	86.9	72.0	67.5	62.4
总负债	231.4	445.4	644.0	809.0	935.1
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	292.9	587.4	884.6	1,037.8	1,256.2
每股账面值(元)	0.12	0.23	0.15	0.16	0.20
营运资金	(51.3)	(44.5)	(72.3)	(78.4)	(134.4)

现金流量表

人民币亿元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
EBITDA	46.0	59.3	86.4	239.7	432.9
融资成本	6.9	12.6	19.0	31.6	34.0
营运资金变化	(61.7)	(11.8)	(10.7)	(31.2)	(31.9)
所得税	(4.7)	(3.5)	(10.7)	(26.1)	(38.6)
营运现金流	(13.5)	56.6	84.0	214.0	396.5
资本开支	(119.4)	(164.0)	(550.0)	(250.0)	(400.0)
其他投资活动	3.2	1.4	5.0	4.3	6.8
投资活动现金流	(116.2)	(162.6)	(545.0)	(245.8)	(393.3)
负债变化	(19.4)	142.8	223.2	101.5	94.1
股本变化	66.4	0.0	238.9	0.0	0.0
股息	9.2	5.1	6.1	38.3	93.6
其他融资活动	38.6	(35.5)	(12.1)	(76.6)	(187.3)
融资活动现金流	94.8	112.3	456.0	63.2	0.4
现金变化	(34.9)	6.4	(5.0)	31.5	3.7
期初持有现金	47.8	12.8	19.2	14.2	45.7
期末持有现金	12.8	19.2	14.2	45.7	49.4

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

披露事項：第一上海證券有限公司是玖源集團（08042）於 2008 年 2 月和 2008 年 5 月進行的兩次股份配售的配售代理。

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，並非作爲或被視爲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的投資者的投資取向，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爲可靠，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。第一上海或其關連人仕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。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。