

四川美丰 000731.SH

推荐 维持评级

业绩进入恢复性增长期

分析师：李国洪 电话：(8610) 6656 8876 邮箱：liguohong@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511010001

1. 事件

公司10月25日公告三季度报告,2011年1-9月实现EPS0.3937元,同比增长149.18%,其中7-9月实现EPS0.1856元,同比增长271.94%。

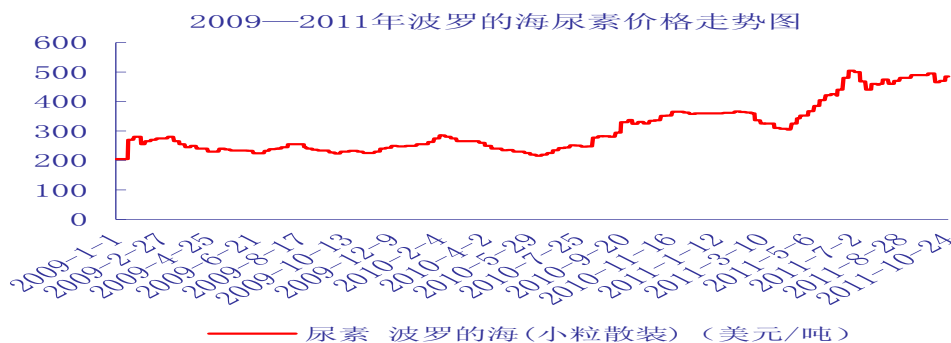
2. 我们的分析与判断

(一)、目前天然气供应情况明显好转,公司规模成本优势得到体现,尿素价格上升,公司业绩出现了恢复性增长

公司拥有约140万吨尿素产能,其中以气头尿素为主,气头尿素占比超过三分之二,是我国十大尿素生产经营企业之一,下辖化肥分公司、绵阳分公司、射洪分公司和三胺经理部,控股经营四川美丰农资化工、四川美丰化肥公司、复合肥公司、兰州远东化肥公司和四川建设网等公司。

尿素价格和生产成本是决定化肥行业企业盈利的决定性因素,2011年第三季度,国内尿素价格持续高位运行为公司业绩增长奠定了较好的基础。由于国家优惠化肥用天然气价格,气头公司生产成本明显好于煤头公司,但不同气头公司由于天然气供应量不稳定情况差异较大,公司也因前两年天然气供应不足而业绩下滑,目前天然气供应情况明显好转,公司规模成本优势得到体现,业绩出现了恢复性增长。公司尿素生产的主要原材料天然气成本约占尿素产品成本的50-60%。公司所处区域的川渝气田的化肥用气出厂基准价格相对较低,工业用气价格为1.275元/立方米,供需双方可以出厂基准价为基础,在上下10%的幅度内协商确定具体价格。由于气头尿素由于享受优惠天然气价格,每吨成本大约比煤头低300元左右。

图1: 国内尿素价格走势图



资料来源: 百川资讯

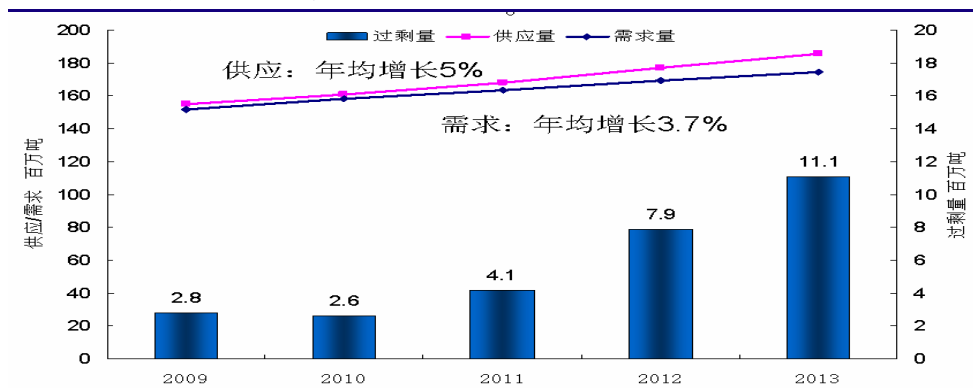
(二)、我国尿素市场保持较快的增长速度

根据 IFA 的统计, 2007 年-2009 年全球尿素产量分别为 14400 万吨、14680 万吨、15640 万吨, 而同期尿素消费量分别达到了 14420 万吨、14520 万吨、15320 万吨。导致国际尿素市场供求偏紧的主要原因是, 一方面农业生产对尿素以天然气为主, 而近年来天然气供应紧张导致一些国家的尿素生产线开工率不足, 国际尿素总体产量增长受到限制。

IFA 预测, 到 2013 年全球尿素需求将从 2008 年的 145 百万吨增长到 176 百万吨。其中 2008 年农业尿素用量占 88%, 非农业需求约占 12%, 今后几年内, 非农业尿素需求将以平均每年 6.5% 速度增长, 达到 21.2 百万吨。根据 IFA 的预测, 2009 年—2013 年, 国际尿素市场需求以及供应仍将保持平稳增长。全球尿素产量将从 2009 年的 15640 万吨, 增加到 2013 年的 18700 万吨, 年均增长将达到 5%; 全球尿素需求量将从 2009 年的 15320 万吨增加到 2013 年的 17690 万吨, 年均增长率达到 3.7%, 今后 3-5 年内国际尿素市场供需将保持基本平衡。

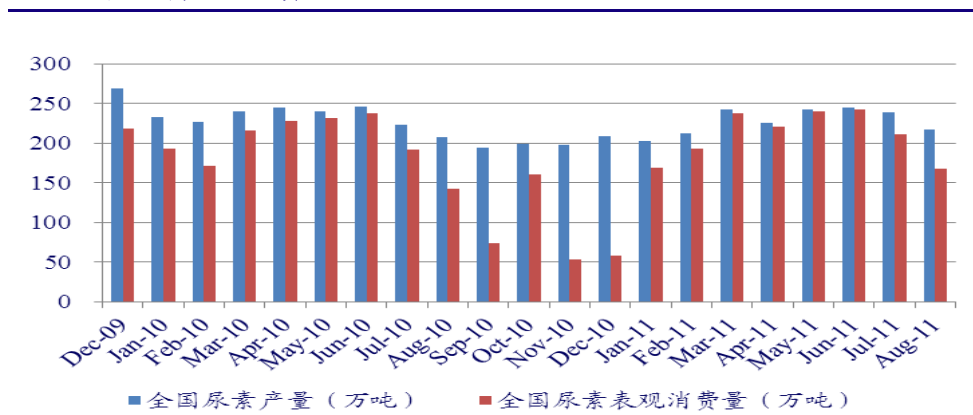
近年来, 我国尿素市场保持较快的增长速度, 根据中国氮肥工业协会及中国农资网的统计数据, 国内尿素产量从 2000 年的 3000 万吨, 快速增长到 2009 年的 5506 万吨; 同期, 国内尿素消费量从 2000 年的 2900 万吨, 增长到 2009 年 4600 万吨。

图 2: 全球尿素供应量、需求量及过剩量



资料来源: IFA

图 3: 我国尿素产量及消费量



资料来源: IFA

(三)、化肥政策面向好

18 亿亩耕地红线形成化肥需求支撑位

《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》提出“坚持最严格的耕地保护制度，层层落实责任，坚决守住 18 亿亩耕地红线。”随着农业精细化程度加强和种植结构的转换，我们预计每年每亩施肥量将以超过 3% 的速度递增，在耕地面积距离 18 亿亩红线只剩 0.26 亿亩，下降空间几无的情况下，目前的施肥量也已经成为未来每年化肥需求的支撑位。

提高粮食最低收购价格，压缩化肥行业收入下行空间

虽然国际农产品价格处于下行周期，但国内粮食基本上自给自足。目前政府对国内粮价实行管制，2009 年国家继续提高粮食最低收购价格，其中白小麦和红小麦分别提高 13% 和 15%，今年泰国等产粮国发生了多年不遇的洪水袭击，大米全面减产，国际粮价再度走高，我国政府也承诺稻谷的收购价将有较大幅度的提升。据统计，化肥费用在粮食的成本构成中约占 30%，则理论上化肥行业可以在最低收购价上调中获得 200 亿元左右的收入增长空间。

土地承包权流转政策通过两个渠道提高化肥产品需求

荒地复耕，实现农业规模化经营，扩大化肥需求：化肥需求与耕种面积和农业生产规模高度正相关，虽然土地资源日益紧缺，农村土地撂荒问题却仍然严重。国家已经放开了对农业土地承包权流转范围的限制，允许农民以多种形式流转土地承包经营权，此举有助于土地生产资料的重新合理配置，从而提升农业经营效率，从根本上解决撂荒问题。由于各地土地条件和经济发展情况存在巨大差距，撂荒程度也有着较大区别。以样本数据中的最低撂荒比例 1.5% 计算，若这些荒地复耕，将增加化肥需求 77.72 万吨。

农民财产性收入增加：农民收入水平是化肥需求的重要影响因素，放开土地承包权流转的限制，最直接的效果是提高农民财产性收入。目前我国城乡居民的财产性收入比例都很小，国家统计局数据显示仅为 2% 左右，相对美国等发达国家 40% 的比例仍然有巨大上升空间。假设农民新增收入全部投入粮食生产，化肥费用在粮食的成本构成中占 30%，则农民财产性收入每增加 1 元，将增加化肥行业收入约 2.2 亿元。

3. 投资建议

目前天然气供应情况明显好转，公司规模成本优势得到体现，尿素价格上升，公司业绩出现了恢复性增长。化肥政策面向好，18 亿亩耕地红线形成化肥需求支撑位，提高粮食最低收购价格，压缩化肥行业收入下行空间，目前泰国等产粮国发生了多年不遇的洪水袭击，大米全面减产，国际粮价再度走高，我国尿素市场保持较快的增长速度，在目前化肥价格预期下，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.47 元、0.65 元、0.75 元，维持“推荐”评级。

表 1: 四川美丰 (000731) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	405.92	986.15	1,813.93	2,767.95	2,277.03	营业收入	3,663.17	3,365.56	4,020.42	4,698.35	5,024.60
应收票据	66.86	70.15	83.80	97.93	104.73	营业成本	3,372.53	3,117.12	3,580.24	4,144.59	4,411.11
应收账款	13.82	15.74	18.80	21.97	23.50	营业税金及附加	3.67	3.39	4.05	4.74	5.07
预付款项	184.52	184.84	220.81	258.04	275.96	销售费用	22.15	26.41	31.55	36.87	39.43
其他应收款	37.14	37.15	44.37	51.86	55.46	管理费用	128.29	70.90	84.69	98.97	105.85
存货	164.67	230.32	264.54	306.23	1,470.37	财务费用	43.14	29.79	57.68	51.65	50.08
其他流动资产	0.09	0.07	0.12	0.18	0.21	资产减值损失	5.65	4.94	4.94	4.94	4.94
长期股权投资	369.62	360.39	360.39	360.39	360.39	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,309.14	1,437.78	1,401.23	1,359.64	1,314.26	投资收益	4.78	(20.65)	(20.65)	(20.65)	(20.65)
在建工程	98.94	89.58	84.79	82.40	81.20	汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
工程物资	5.31	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	92.53	92.36	236.62	335.93	387.47
无形资产	220.26	227.29	214.66	202.03	189.41	营业外收支净额	0.37	20.44	24.71	29.13	31.25
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	92.89	112.80	261.33	365.06	418.73
资产总计	2,896.43	3,647.58	4,515.58	5,516.75	6,160.63	减: 所得税	26.88	22.45	52.00	72.64	83.32
短期借款	272.50	567.50	567.50	567.50	567.50	净利润	66.01	90.35	209.33	292.42	335.41
应付票据	16.54	17.63	20.24	23.43	24.94	归属于母公司的净利润	137.60	100.60	233.06	325.57	373.43
应付账款	93.34	132.22	151.87	175.81	187.11	少数股东损益	(71.58)	(10.24)	(23.73)	(33.16)	(38.03)
预收款项	150.83	160.22	184.03	213.04	226.74	基本每股收益	0.28	0.20	0.47	0.65	0.75
应付职工薪酬	31.01	28.44	28.44	28.44	28.44	稀释每股收益	0.28	0.20	0.47	0.65	0.75
应交税费	29.76	22.29	22.29	22.29	22.29	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	51.35	60.83	69.87	80.88	86.08	成长性					
其他流动负债	300.00	2.99	656.54	1,333.10	1,658.70	营收增长率	6.61%	-8.12%	19.46%	16.86%	6.94%
长期借款	80.00	119.00	119.00	119.00	119.00	EBIT 增长率	-49.16%	8.20%	116.52%	29.16%	12.09%
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-59.31%	36.87%	131.67%	39.70%	14.70%
负债合计	1,165.45	1,752.15	2,460.81	3,204.52	3,561.83	盈利性					
股东权益合计	1,730.98	1,895.43	2,054.77	2,312.23	2,598.80	销售毛利率	2.02%	3.14%	7.84%	9.05%	9.59%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	3.76%	2.99%	5.80%	6.93%	7.43%
净利润	66.01	90.35	209.33	292.42	335.41	ROE	7.76%	5.55%	11.80%	14.91%	15.21%
折旧与摊销	221.77	145.23	133.71	136.36	138.95	ROIC	3.89%	4.39%	7.83%	9.51%	9.89%
经营活动现金流	(7.21)	(70.78)	1,036.10	1,141.28	(291.35)	估值倍数					
投资活动现金流	736.19	(132.43)	(100.65)	(100.65)	(100.65)	PE	27.97	38.26	16.51	11.82	10.31
融资活动现金流	(707.01)	924.15	(107.66)	(86.61)	(98.91)	P/S	1.05	1.14	0.96	0.82	0.77
现金净变动	21.98	720.93	827.78	954.02	(490.92)	P/B	2.22	2.03	1.87	1.66	1.48
期初现金余额	628.69	405.92	986.15	1,813.93	2,767.95	股息收益率	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
期末现金余额	650.67	1,126.85	1,813.93	2,767.95	2,277.03	EV/EBITDA	10.68	14.08	7.22	4.16	4.55

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn