



倪亮
021-53519888-1952
nlbeijing@hotmail.com
执业证书编号: S0870511100001

天然气供应稳定, 业绩有保障

报告目的:

近日,我们对公司进行了实地调研,就公司各项业务经营情况等与上市公司进行交流。

主要观点:

气源供应充足, 生产情况保持平稳

作为国内“气头”尿素的龙头企业之一,天然气是企业生产经营的最重要原材料。近几年,随着国内天然气应用领域的不断扩张,以及原有用气工业的产能增长,国内天然气需求量快速增长;而国内天然气的供应能力在短期内无法迅速提高,因此,天然气市场供不应求的矛盾已经比较突出。在2011年度,仅西南地区不少的“气头”尿素企业因天然气供应不足的缘故,造成停产检修超过3个月时间。

公司控股股东是中石化全资子公司成都华川石油天然气勘探开发总公司,强大的股东背景给公司在天然气资源获取方面优势显著。2011年度,中石化西南分公司及中石化全资子公司四川华星天然气有限责任公司合计向公司供应天然气超过2.8亿元。

根据公司2011年年报披露,公司生产尿素76.68万吨(其中:本部生产尿素48.32万吨,美丰实业28.36万吨),整体装置的开工负荷在80%左右。进入2012年以来,公司的气源供应继续保持稳定,全年的装置开工负荷有望与去年相比保持稳定。

在许多气头企业受限于天然气供应而长时间停产检修的背景下,公司依靠股东优势能够维持气源的稳定供应,竞争优势明显,也是公司生产经营情况保持稳定的重要保障。

表1 公司2011年度生产销售数据

生产情况	2011	2010	同比增幅
尿素(万吨)	76.68	73.57	4.23%
复合肥(万吨)	14.79	8.28	78.62%
三聚氰胺(吨)	6,032.28	6,008.90	0.39%
塑料编织袋和PVC管材管件(吨)	8,237.98	5,753.13	43.19%
销售情况			
尿素(万吨)	140.85	104.29	35.06%
复合肥(万吨)	38.4	23.09	66.31%
三聚氰胺(吨)	6,058	6,221	-2.62%

基本数据 (Y11)

报告日股价(元)	7.20
12mth A 股价格区间(元)	8.39/5.79
总股本(万股)	50232.29
无限售 A 股/总股本	99.97%
流通市值(亿元)	36.16
每股净资产(元)	4.21
PBR(X)	1.71
DPS(Y10, 元)	10 股派 2 元

主要股东 (Y11)

成都华川石油天然气	14.34%
四川美丰(集团)	6.10%

收入结构 (Y11)

化学肥料制造业	36.33%
其他化工行业	63.67%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: NL12-CT06

相关报告:

首次报告日期: 2012年3月1日

塑料编织袋和PVC管材管件(吨) 7,844.99 5,704.99 37.51%

数据来源: 上海证券研究所

一季度尿素价格维持高位, 公司尿素业务盈利能力突出

公司最主要的市场是四川省内, 作为农业大省, 在没有极端天气现象发生的情况下, 对于化肥的市场需求相对保持稳定; 由于天然气供应不足导致部分气头尿素装置的停产或减产, 尿素市场的供应并不宽松; 另外, 随着煤炭等资源品价格的大幅上涨以及人力成本等因素的推动, 尿素的整体生产成本不断上升。因此, 西南地区尿素的市场价格在一季度一直坚挺在高位。根据我们跟踪数据, 四川省尿素市场价格在一季度保持在 2300 元/吨以上。就公司而言, 凭借多年的品质、技术、品牌等优势, 美丰牌尿素的价格能够相对于市场一般产品有 50—100 元/吨的溢价。

目前, 公司最主要的原材料天然气的采购价与去年基本一致, 主要的供应商中石化西南分公司的结算价按化肥用气 1.139 元/立方米, 工业用气 1.7825 元/立方米, 化肥用气与工业用气差不多为 1:1 的比例进行供气; 四川华星天然气有限责任公司的结算价格则统一按 1.51 元/立方米进行计价。相对低廉的天然气采购价格, 使得公司产品的生产成本优势明显。

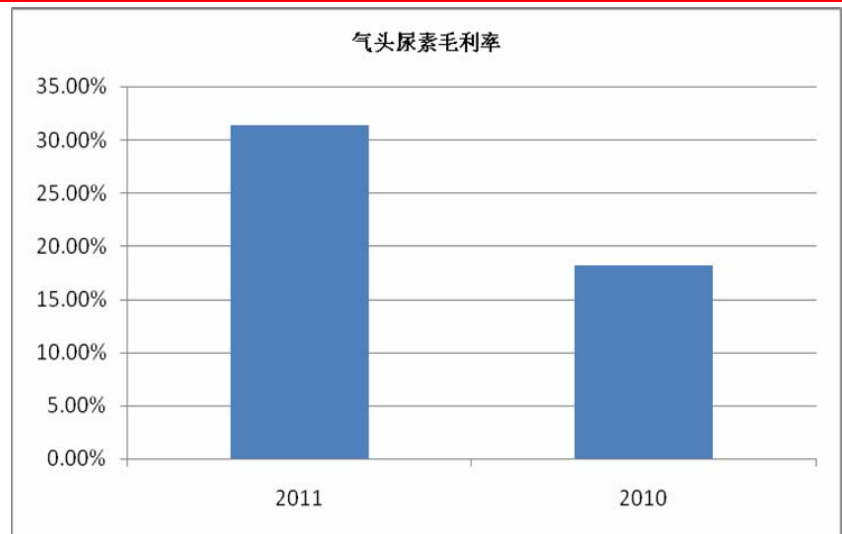
在市场价格坚挺, 同时公司生产成本保持稳定的背景下, 公司气头尿素业务盈利能力将处于较高的水平。

图 1 过去两年四川市场尿素价格(元/吨)



数据来源: 上海证券研究所

图 2 公司气头尿素业务的毛利率水平



数据来源：上海证券研究所

延伸尿素后续加工产业链，优化公司产品结构是未来发展方向

为了增强企业的持续竞争力，按照适应现代农业发展和环境友好的要求，一方面改进提升尿素基础肥料，如发展具有缓控释功效的多肽尿素，另一方面大力发展复合肥料，如硝基复合肥，及按配方施肥要求的专用复合肥，研究发展中、微量元素肥料、高效缓控释肥料。公司现有 30 万吨复合肥产能，自 2010 年开始投产，随着运营经验的积累，装置的开工负荷有望在 2012 年进一步得到提升，复合肥的产量有望超过 20 万吨。

公司发行可转债得募投资项目绵阳工业园区项目也将作为公司产品结构优化的重要项目，拟新建一套年产 15 万吨合成氨装置，配套建设年产 15 万吨尿素、3 万吨三聚氰胺、18 万吨稀硝酸、3 万吨浓硝酸、23 万吨硝铵或 27 万吨硝基复肥，同时还会利用附产的二氧化碳等产品，实现资源的有效利用与产业的优化升级。该项目有望于 2013 年上半年建成完工。

另外，公司跨区域扩张项目新疆美丰一期工程 18 万吨尿素项目将于 2012 年中期建成投产，公司也将视该项目的经营情况决定是否进一步扩大在新疆地区的投资规模。

2012 年公司经营目标稳定增长

根据公司年报披露，公司计划在新的一年里尿素产量达到 75-80 万吨，高效复合肥产量达到 20-24 万吨，销售尿素 200 万吨、高效复合肥等化工产品 50 万吨，力争在宏观市场行情表现良好、产品价格不发生大幅波动的情况下实现超过 70 亿元的销售收入。

■ 投资建议

给予“跑赢大市”评级

公司是西南地区氮肥龙头企业，市场需求有望保持稳定增长，公司产品技术、品质及品牌优势明显，渠道销售能力强劲，产品的市场需求情况良好。同时，受天然气供应紧张导致部分企业减产，天然气、煤炭价格的持续走高，以及人力成本的增加等因素的影响，西南地区尿素价格保持在高位坚挺。公司在控股股东中石化的支持下，天然气气源可以获得有效保障，稳定的高负荷开工率使得公司竞争优势凸显，气头尿素业务仍将是公司最主要业绩来源；公司复合肥业务的拓展也将在这两年保持快速增长，对公司业绩做出一定的贡献。

公司在 2010 年发行的可转债转股价格为 7.26 元，而目前公司的股价处于转股价格附近。我们预计公司 2012 年和 2013 年的每股收益分别为 0.67 元和 0.85 元，对应的市盈率分别是 11 倍和 9 倍，中长期具有一定的投资价值。因此，继续给予公司“跑赢大市”的投资评级。

■ 风险因素

天然气价格的上升使得公司生产成本大幅升高，对公司经营业绩造成不利影响；尿素市场价格的波动对公司经营业绩造成影响；天然气供应出现问题，导致公司生产装置开工负荷下降。

■ 数据预测与估值：

单位：万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	524,666.16	690,000.00	828,000.00	894,240.00
年增长率 (%)	55.89%	31.51%	20.00%	8.00%
归属于母公司的净利润	28,413.25	33,842.87	42,742.67	48,305.79
年增长率 (%)	182.44%	19.11%	26.30%	13.02%
每股收益 (元)	0.57	0.67	0.85	0.96
PER (X)	12.7	10.7	8.5	7.5

注：股价取 2012 年 3 月 29 日数据

表 2：利润表预测 (单位：万元)

指标名称	2011 A	2012 E	2013 E	2014E
一、营业总收入	524,666.16	690,000	828,000	894,240
二、营业总成本	496,285.68	653,702	781,282	841,196
营业成本	470,611.40	625,140	746,856	804,816
营业税金及附加	507.22	690	828	894
销售费用	5,097.93	6,072	7,038	7,601
管理费用	11,118.57	13,800	16,560	17,885
财务费用	4,291.59	6,000	8,000	8,000
资产减值损失	4,658.96	2,000	2,000	2,000

三、其他经营收益	2,125.15	2,000	2,500	3,000
投资净收益	2,125.15	2,000	2,500	3,000
四、营业利润	30,505.63	38,298	49,218	56,044
加：营业外收入	2,386.39	2,000	2,000	2,000
减：营业外支出	97.34	0	0	0
五、利润总额	32,794.68	40,298	51,218	58,044
减：所得税	6,030.71	7,455	9,475	10,738
六、净利润	26,763.97	32,843	41,743	47,306
减：少数股东损益	-1,649.28	-1,000	-1,000	-1,000
归属于母公司所有者净利润	28,413.25	33,843	42,743	48,306
七、每股收益				
年末总股本（百万股）	50,232.3	50,232.3	50,232.3	50,232.3
EPS（元）	0.57	0.67	0.85	0.96

数据来源：公司年报，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 倪亮

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。