

评级：强烈推荐（维持）
农用化工
公司季报点评

证券研究报告

分析师 张伟保 S1080512080001

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

四川美丰(000731)

——复合肥发力助推三季度业绩稳步增长

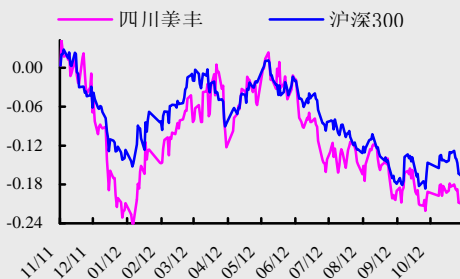
交易数据

上一日交易日股价（元）	6.13
总市值（百万元）	3,079
流通股本（百万股）	502
流通股比率（%）	99.97

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	2,255
每股净资产（元）	4.49
市净率（倍）	1.37
资产负债率（%）	45.40

公司与沪深300指数比较



相关报告

2011-08-03 《尿素业务推动业绩改善》半年报点评

2012-01-12 《业绩超预期，搬迁保证持续发展》年报点评

2012-08-15 《计提大额资产减值损失拖累业绩》半年报点评

事件：公司发布三季报，季报中显示公司 1-9 月份实现营业收入 56.84 亿元，同比增长 53.19%；实现净利润 2.27 亿元，同比增长 15.29%；按照最新股本计算，实现前三季度 EPS0.45 元；其中第三季度实现营业收入 18.50 亿元，同比增加 12.58%；实现净利润 1.08 亿元，同比增加 15.97%，单季度实现 EPS 0.215 元。

点评：

30 万吨复合肥连续化生产，对三季度业绩增长贡献较大。公司 30 万吨复合肥自 2011 年 5 月份投产以来，一直处于各种配方调试和客户开发阶段，一直到 2012 年一季度才开始连续化生产阶段，三季度施复合肥销售旺季，公司复合肥大客户订单增加，销量和盈利也大幅提升，对三季度业绩贡献较大。公司第三季度自产尿素产量和价格与去年同期相比变化不大，贸易业务中公司外购尿素销量增加，对三季度业绩也有一定贡献。

拟携手梅塞尔，打造尾气回收循环产业链。公司同时公告拟出资 1500 万与世界领先的工业气体公司梅塞尔成立合资公司美丰梅塞尔，公司占比 50%，合资公司的生产规模和年产量约为食品级二氧化碳 10 万吨，氢气 400 吨，液态氨 2000 吨，钢瓶气体 40 万瓶。此次合作有利于回收利用公司的二氧化碳尾气，变废为宝，生产的液态氨再用于尿素生产中，有助于公司打造完整的循环经济产业链，丰富产品线，开拓新的市场，有望成为公司未来新的利润增长点。

绵阳产业循环链项目将成为公司 13 年新的利润增长点。由于现有的合成氨、尿素装置存在环保安全隐患，公司在绵阳新建年产 35 万吨合成氨、60 万吨尿素项目，打造成由合成氨、硝酸、硝铵、硝基复合肥、尿素、三聚氰胺等构成的循环经济产业链项目，该项目目前已接近完工，预计到 2013 年可达到可使用状态。该项目三聚氰胺以尿素为原料，其副产尾气直接回收用于生产硝铵；合成氨副产的 CO₂ 用于生产商品 CO₂ 及可降解塑料，使装置的原料天然气及副产品物尽其用，提高天然气化工产品附加值，各产品的盈利能力达到最大值，项目投产后将成为公司最主要的利润增长点。

继续维持“强烈推荐”评级。预计公司 2012-2014 年实现 EPS0.68 元、0.85 元、1.08 元，按照最新股价 6.74 元计算，对应的 PE 分别为 10 倍、8 倍和 6 倍，给与“强烈推荐”评级。

风险提示：在建项目投产低于预期、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。



表 1: 四川美丰主要财务指标预测

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	336,556	524,666	920,770	1,285,626	1,773,210
同比 (%)	-8.1%	55.9%	75.5%	39.6%	37.9%
营业毛利	24,844	54,055	61,746	69,372	89,401
同比 (%)	-14.5%	117.6%	14.2%	12.3%	28.9%
归属母公司净利润	10,060	28,413	34,015	42,871	54,262
同比 (%)	-26.9%	182.4%	19.7%	26.0%	26.6%
总股本 (万股)	50,233.1	50,233.1	50,233.1	50,233.1	50,233.1
每股收益 (元)	0.20	0.57	0.68	0.85	1.08
ROE	5.4%	13.5%	14.5%	15.5%	16.4%
P/E (倍)	33.4	11.8	9.9	7.8	6.2

数据来源: 公司公告、第一创业研究所



公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,605.7	2,272.9	2,919.1	3,772.5	一、营业收入	5,246.7	9,207.7	12,856.3	17,732.1
货币资金	795.1	178.9	-32.0	-304.1	减: 营业成本	4,706.1	8,590.2	12,162.5	16,838.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	5.1	6.1	5.4	6.9
应收款项	110.1	171.1	238.0	332.6	销售费用	51.0	51.9	73.0	100.7
预付款项	336.4	614.4	866.7	1,193.8	管理费用	111.2	145.2	174.0	207.0
存货	332.2	1,292.6	1,830.4	2,534.1	财务费用	42.9	62.8	80.9	82.8
其他流动资产	31.8	16.0	16.0	16.0	资产减值损失	46.6	40.6	4.0	5.4
非流动资产	2,244.6	2,229.0	2,120.1	2,011.1	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	505.1	524.6	524.6	524.6	投资收益	21.3	92.9	146.9	146.9
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	21.3	92.9	146.9	146.9
固定资产	1,280.0	1,162.1	1,043.0	923.9	二、营业利润	305.1	403.8	503.3	638.1
在建工程	231.8	317.0	327.2	337.3	加: 营业外收入	23.9	12.7	13.1	13.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.0	6.4	9.3	10.4
无形及递延性资产	219.4	216.9	216.9	216.9	三、利润总额	327.9	410.1	507.1	641.1
其它非流动资产	8.4	8.4	8.4	8.4	减: 所得税费用	60.3	68.6	76.1	96.2
资产总计	3,850.3	4,501.9	5,039.2	5,783.6	四、净利润	267.6	341.6	431.0	545.0
流动负债	1,023.7	1,288.1	1,394.3	1,593.7	归属母公司净利润	284.1	340.2	428.7	542.6
短期借款	556.5	649.9	649.9	649.9	少数股东损益	-16.5	1.4	2.3	2.3
应付账款	117.2	148.0	201.9	277.8	五、总股本(百万股)	502.3	502.3	502.3	502.3
预收帐款	150.4	210.7	290.3	406.6	EPS(元)	0.57	0.68	0.85	1.08
其它流动负债	199.6	279.5	252.2	259.4					
非流动负债	706.1	839.6	839.6	839.6	主要财务比率				
长期借款	676.6	810.5	810.5	810.5	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	29.6	29.1	29.1	29.1	营业收入	55.9%	75.5%	39.6%	37.9%
负债合计	1,729.8	2,127.7	2,233.9	2,433.3	营业毛利	117.6%	14.2%	12.3%	28.9%
少数股东权益	7.8	9.2	11.6	13.9	主业盈利	152.7%	11.0%	6.5%	31.3%
股本	502.3	502.3	502.3	502.3	母公司净利	182.4%	19.7%	26.0%	26.6%
资本公积与其它	509.5	511.5	511.5	511.5	获利能力				
留存收益	1,086.4	1,326.1	1,754.8	2,297.4	毛利率	10.3%	6.7%	5.4%	5.0%
股东权益合计	2,098.2	2,339.9	2,768.6	3,311.2	主业盈利/收入	7.1%	4.5%	3.4%	3.3%
负债和股东权益	3,850.3	4,501.9	5,039.2	5,783.6	ROS	5.1%	3.7%	3.4%	3.1%
					ROE	13.5%	14.5%	15.5%	16.4%
					ROIC	8.0%	9.0%	10.2%	11.4%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	44.9%	47.3%	44.3%	42.1%
经营活动现金流	323.2	-501.1	-266.8	-325.9	利息保障倍数	6.2	5.4	5.3	6.6
净利润	267.6	341.6	431.0	545.0	速动比率	1.21	0.75	0.77	0.77
折旧摊销	181.6	166.6	123.1	124.5	经营净现金/当期债务	0.58	-0.77	-0.41	-0.50
财务费用	42.3	57.3	80.9	82.8	营运能力				
投资损失	0.0	-92.9	-146.9	-146.9	总资产周转率	1.36	2.05	2.55	3.07
营运资金变动	-168.9	-973.1	-754.3	-930.9	应收款天数	7.56	6.69	6.66	6.75
其它变动	0.5	-0.6	-0.6	-0.5	存货天数	25.41	54.17	54.18	54.18
投资活动现金流	-351.7	-160.0	136.7	136.7	每股指标(元)				
资本支出	-327.7	-237.8	-10.1	-10.1	主业盈利/股本	0.74	0.82	0.88	1.15
长期投资	-65.9	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.64	-1.00	-0.53	-0.65
其它变动	42.0	77.8	146.9	146.9	每股净资产	4.18	4.66	5.51	6.59
筹资活动现金流	-162.5	44.9	-80.9	-82.8	估值比率				
债务融资	-61.0	215.9	0.0	0.0	P/E	11.81	9.86	7.83	6.18
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	1.60	1.43	1.21	1.01
其它变动	-101.5	-171.0	-80.9	-82.8	P/S	0.64	0.36	0.26	0.19
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	6.98	8.33	9.13	7.82
现金净增加额	-191.0	-616.3	-210.9	-272.0					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135