



中石化携手美丰践行“美丽中国”

——四川美丰（000731）动态跟踪报告——

增持

内容摘要:

- **战略性布局车用尿素，产品附加值进一步提升。**车用尿素用于柴油机来减少氮氧化物和 PM 排放，公司提前布局车用尿素的研发及实际运营投入，目前拥有车用尿素 2 项氮氧化物还原剂生产的关键专利，去年及今年分别完成 1 万吨和 3 万吨的车用尿素颗粒的出口订单，国外质量认可度高，公司计划在 4-5 月新增 60 万吨车用尿素溶液产能。随着国家相关环保政策的进一步落实，以及公司渠道建设的逐步完善，公司车用尿素在柴油车尾气处理、电厂脱硝等领域的应用将大幅增加，为“美丽中国”的美好愿望贡献力量。
- **依托大股东平台构建能化业务框架。**公司公告与中国石化四川天然气有限责任公司签署了《液化天然气技术开发与应用项目合资合作框架协议》，合作开展液化天然气技术开发及应用项目建设。自此公司开始涉足液化天然气（LNG）等清洁能源的生产和销售领域。公司依托在川西气田、元坝气田的地利优势，业务逐步向能化方面拓展。
- **产品结构逐步优化，寻求多元化发展。**随着天然气价格上涨，公司的气头尿素的价格优势逐渐丢失。因此，进行产品结构优化，引入高附加值产品变得尤为重要。公司积极开展氮氧化物还原剂、高效复合肥、生物肥、食品级 CO₂ 及新工艺技术研究，获得突破性进展。公司与梅塞尔格里斯海姆（中国）投资有限公司成立合营企业美丰梅塞尔公司进军食品级二氧化碳行业打造循环绿色产业链。绵阳美丰化工园区的 27 万吨硝基复合肥公司预计 4 季度投产，将使得公司肥料产品结构更加合理。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2013~2014 年公司的 EPS 分别为 0.58、0.84 元，对应 3 月 29 日收盘价 12 元的动态 PE 分别为 20.7、14.3 倍。考虑到公司业务正处于业务转型期，未来将涉足化工环保领域及 LNG 清洁能源领域，因此，相对于公司原来的估值水平将有较大的提升，公司具有主题投资机会，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：1、原材料价格波动风险，**天然气大幅涨价将对公司尿素业务的盈利情况构成影响。**2、车用尿素推广不如预期，**车用尿素的广泛应用得益于国家的强制标准的贯彻和实施，如果今年 7 月 1 日国 IV 汽车尾气排放标准再度被延迟，将对公司车用尿素的产能投放构成影响。**3、公司 LNG 项目推进不如预期，**目前公司 LNG 项目初步签订了《框架协议》，未来还要进一步关注公司与中石化四川天然气公司之间的 LNG 业务推进。

分析师

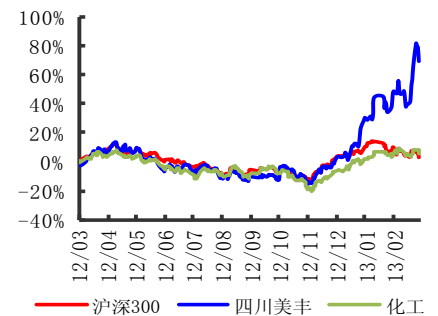
徐永超
执业证号：S1250512110002
电话：023-67791263
邮箱：xychao@swsc.com.cn

研究助理

商艾华
电话：023-63786519
邮箱：shah@swsc.com.cn

李晓迪
电话：023-67791323
邮箱：lxdi@swsc.com.cn

市场表现



目 录

一、公司业务稳健发展.....	1
(一) 利润率逐渐稳定, 资产规模同步大幅增长.....	1
(二) 公司存货周转率在同行业内相对较高.....	2
二、战略性布局车用尿素, 产品附加值进一步提升.....	3
三、依托大股东平台构建能化业务框架.....	4
四、产品结构逐步优化, 寻求多元化发展.....	5
五、盈利预测与投资建议.....	5
六、风险提示.....	6

插图目录

图 1: 四川美丰营业收入、利润总额、归属母公司净利润及增速.....	1
图 2: 公司资产收益率.....	2
图 3: 公司销售毛利率与净利率.....	2
图 4: 公司主营业务收入保持稳定增长.....	2
图 5: 存货结构.....	3
图 6: 存货周转率.....	3
图 7: 中石化是公司实际控制人.....	4
图 8: 公司主营收入构成.....	5

表格目录

表 1: 公司主要产能情况统计.....	1
表 2: 财务和估值数据摘要(单位:百万元).....	6
表 3: 报表预测(单位:百万元).....	7

一、公司业务稳健发展

公司作为气头尿素龙头企业，目前具备 125 万吨尿素权益产能。其中德阳 60 万吨，绵阳 30 万吨，新疆，甘肃刘化 70 万吨（45%权益），新疆 20 万吨（26%权益）；其他产品包括 30 万吨复合肥、6000 吨三聚氰胺。在建的绵阳工业园计划建设 15 万吨尿素、18 万吨稀硝酸、3 万吨浓硝酸、27 万吨硝基复合肥、3 万吨三聚氰胺等产品。

表 1: 公司主要产能情况统计

	尿素 (万吨)	复合肥 (万吨)	三聚氰胺 (吨)	稀硝酸 (万吨)	浓硝酸 (万吨)	硝基复合肥 (万吨)
已有产能	125	30	6000			
在建产能			30000	18	3	27

资料来源: 公司公告, 西南证券研发中心

图 1: 四川美丰营业收入、利润总额、归属母公司净利润及增速



资料来源: 公司公告, 西南证券研发中心

(一) 利润率逐渐稳定，资产规模同步大幅增长

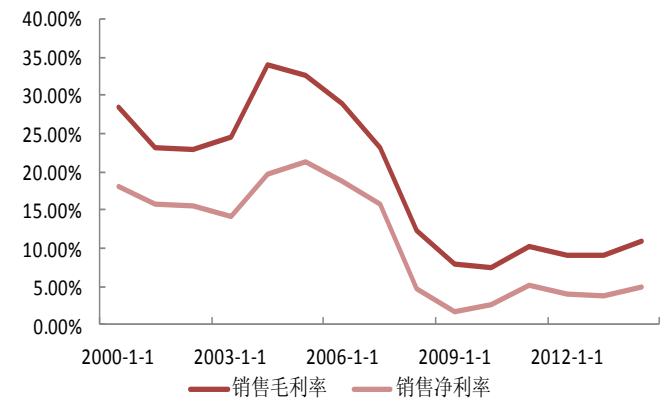
利润率结束大幅下滑，近几年保持相对稳定增长。近三年以来，公司的资产收益率逐步提升。公司运营的销售毛利率和净利率近几年保持相对稳定，毛利率保持在 8-10% 左右，净利润率在 4% 左右。我们判断，作为西南最大的气头化肥企业，公司盈利情况较煤头化肥利润稍好。随着国家逐步增加对农化方面的投入，农作物价格的上涨，农民在物化投入方面的经济承受能力增强，化肥未来将保持在合理的利润空间范围内，因此公司化肥业务将维持稳定。

图 2: 公司资产收益率



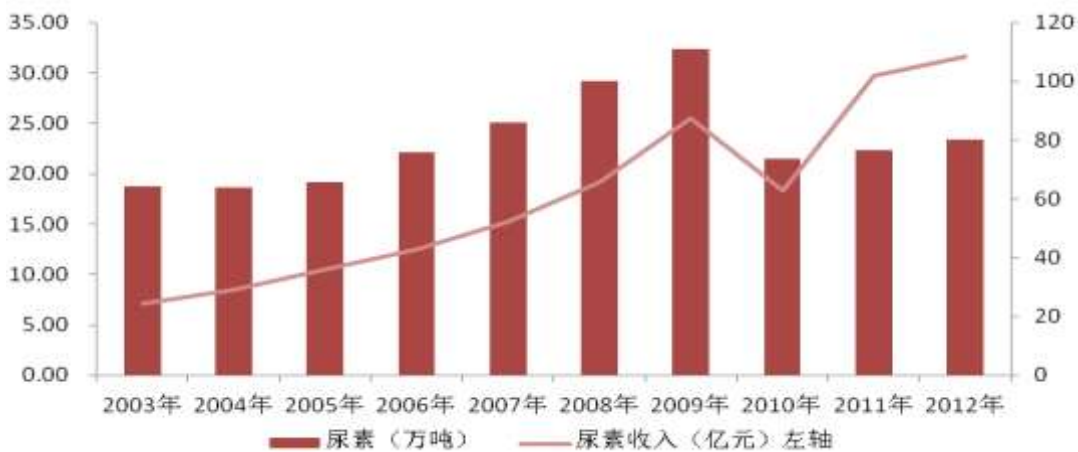
资料来源: Wind, 西南证券研发中心

图 3: 公司销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 西南证券研发中心

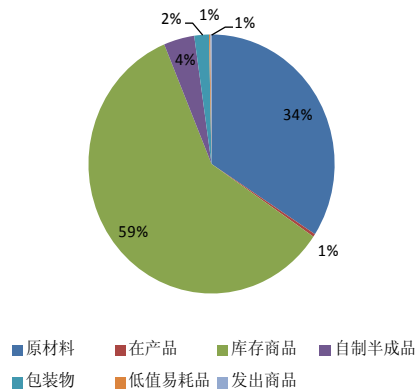
图 4: 公司主营业务收入保持稳定增长



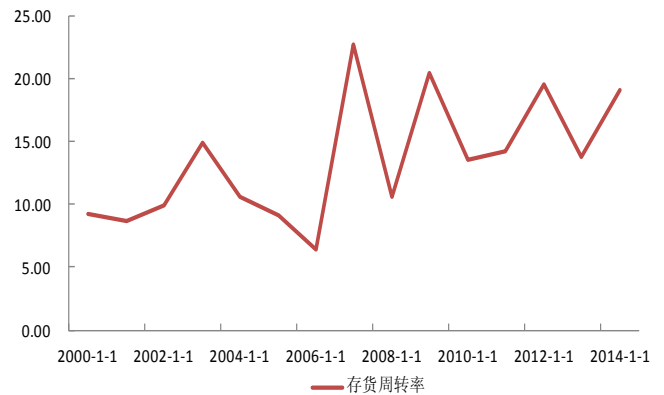
资料来源: Wind, 西南证券研发中心

(二) 公司存货周转率在同行业内相对较高

由于公司的主要原材料为天然气, 公司从中国石油化工股份有限公司西南分公司、华星公司采购天然气。2012 年公司存货比重下降 1.84%。

图 5: 存货结构


资料来源: 公司公告, 西南证券研发中心

图 6: 存货周转率


资料来源: 公司公告, 西南证券研发中心

二、战略性布局车用尿素, 产品附加值进一步提升

汽车在给生活带来便捷的同时, 也带来了严重的环境问题。环保部 2012 年 12 月发布的《2012 年中国机动车污染防治年报》显示, 机动车污染已成为我国空气污染的重要来源, 是造成灰霾、光化学烟雾污染的重要原因。汽车排放的氮氧化物 (NO_x)、颗粒物 (PM)、碳氢化合物 (HC)、一氧化碳 (CO) 等是污染物的主要“贡献者”。

柴油机氮氧化物和 PM 的排放量大, 对环境污染严重, 目前主要的解决路径为: 先通过充分燃烧, 再使用选择性催化还原 SCR 来降低因燃烧优化而产生的 NO_x 排放; 其中车用尿素的工作原理是尿素水解为氨气和二氧化碳, 氨气与汽车中的氮氧化物反应得到氮气和水, 从而达到柴油机减少氮氧化物和 PM 排放的目的。由于 SCR 这一技术路线具有燃油消耗率低(油耗可节省 5%-7%)以及燃油品质相对不敏感等优点, 目前已成为各大企业竞相发展的技术。欧洲车用尿素溶液市场容量约 350 万吨—400 万吨, 国内市场容量预计在 700 万吨以上。随着新一任领导人对环保问题的重视程度, 我们预计今年 7 月 1 日国 IV 汽车尾气排放标准实施的概率极大。

公司提前布局车用尿素的研发及实际运营投入, 目前拥有车用尿素 2 项氮氧化物还原剂生产的关键专利, 美丰去年及今年分别完成 1 万吨和 3 万吨的车用尿素颗粒的出口订单, 国外质量认可度高, 公司计划在 4-5 月新增 60 万吨车用尿素溶液产能。并已公告设立全资子公司主营车用尿素等业务。

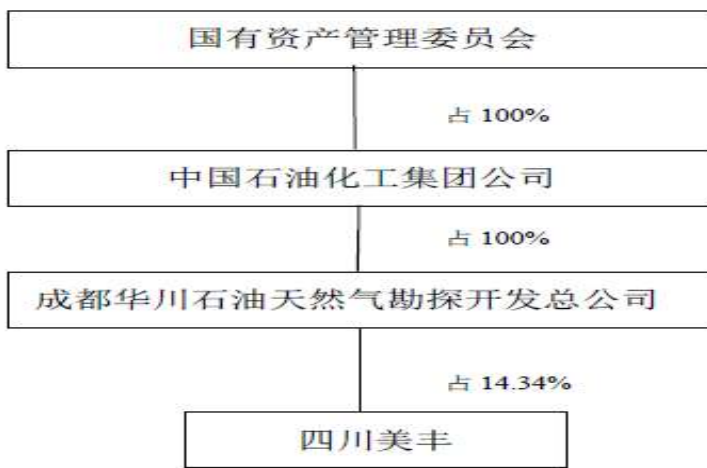
普通尿素成本在 1800 元/吨左右, 车用尿素为尿素溶液, 减少了高温造粒这一环节, 其中一吨尿素溶解三吨车用尿素溶液, 按欧洲成熟市场 3500 元/吨的价格测算, 考虑公司在车用尿素的渠道销售方面增加的成本要高于普通尿素的成本, 且初期由于推广力度及下游接受程度等原因导致装置开工率不高, 生产成本会较高, 根据市场情况, 预计日产 300 吨车用尿素溶液, 对应车用尿素固态颗粒产能约 3 万余吨。但至少每吨仍有 500 元左右的净利润, 产品附加值远高于普通尿素。

随着国家相关环保政策的进一步落实, 以及公司渠道建设的逐步完善, 公司车用尿素在柴油车尾气处理、电厂脱硝等领域的应用将大幅增加, 为“美丽中国”的美好愿望贡献力量。

三、依托大股东平台构建能化业务框架

公司实际控制人为中石化集团公司，因此在中石化集团公司的大力支持下，公司天然气的供应得到了可靠的保障，即使在冬季供暖季用气高峰阶段，公司没有和其他气头尿素企业一样出现“气荒”的现象，仍能保证尿素产能开工率高达 80%以上。每年被动停产检修的时间较短，这样大大的体现了公司相比其它以天然气为原料的化肥生产企业，在原料和能源供应方面的优势。

图 7：中石化是公司实际控制人



资料来源：公司公告、西南证券研发中心

公司公告与中国石化四川天然气有限责任公司签署了《液化天然气技术开发与应用项目合资合作框架协议》，协议主要内容为：美丰与四川天然气共同投资设立四川双瑞能源有限公司（暂定名），合作开展液化天然气技术开发及应用项目建设。首期合作项目为阆中市及巴中市 LNG 工程项目。自此公司开始涉足液化天然气（LNG）等清洁能源的生产和销售领域。未来通过双方努力和资金投入，在国内西南地区设立分（子）公司方式，主要从事液化天然气的加工、运输和销售，主要针对的用户群体将包括车用、民用燃气用户以及化工生产企业等。

此次合作公司作为控股股东（51%股权）开展 LNG 业务，可以看出大股东中石化对四川美丰上市平台的看中，依托川西气田、元坝气田的地利优势，将美丰业务逐步向能化方面规划。LNG 项目还需要获得地方部门的立项核准以及天然气相应指标的落实就可以开始建设天然气液化项目，通常建设周期为 1~2 年。其中元坝气矿目前探明储量为 8000 多亿方。中石化集团规划，元坝气矿 2013 年将建成 17 亿方净化能力，15 年末建成 34 亿方净化能力。

LNG 作为清洁能源近年来受到广泛关注和一致认可，应用领域日益广泛，下游主要应用于汽车和工业领域。车用 LNG 市场化程度较高，较工商业用气高 1 元左右，未来即便是以管道天然气制 LNG 出售给下游汽车领域盈利前景仍非常可观。

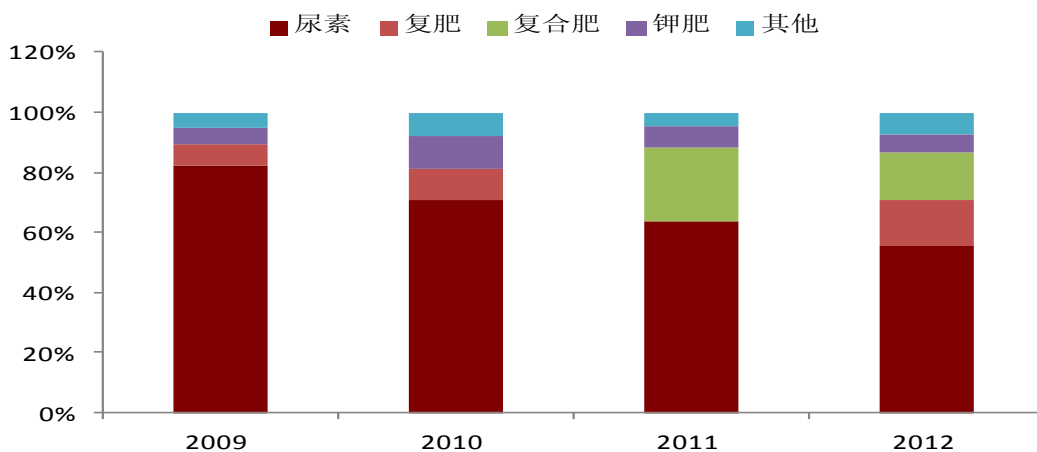
四、产品结构逐步优化，寻求多元化发展

随着天然气价格上涨，公司的气头尿素的价格优势逐渐丢失。因此，进行产品结构优化，引入高附加值产品变得尤为重要。公司积极开展氮氧化物还原剂、高效复合肥、生物肥、食品级 CO₂ 及新工艺技术研究，获得突破性进展。

公司进军食品级二氧化碳行业打造循环绿色产业链。公司在绵阳工业园的项目建成后，预计每年有 10 万吨的二氧化碳排放量。为打造低污染、高效益的循环经济产业链，公司于 2012 年 12 月公告与梅塞尔格里斯海姆（中国）投资有限公司各出资 50%，成立合营企业美丰梅塞尔公司。美丰梅塞尔公司将利用工业尾气生产食品级二氧化碳 10 万吨，氢气 400 吨，液态氨 2000 吨，钢瓶气体 40 万瓶。

公司肥料产品结构更加合理。绵阳美丰化工园区的 27 万吨硝基复合肥预计 2013 年 4 季度投产。公司已经提前做好该项业务的营销布局，未来公司计划整合已有的复合肥营销网络，消化该部分产能。硝基复合肥产能的投放将使得公司肥料产品结构更加合理，逐步降低尿素在收入中的比重，增强公司抵抗天然气价格上涨带来的风险。

图 8：公司主营收入构成



资料来源：Wind，西南证券研发中心

五、盈利预测与投资建议

我们预计 2013~2014 年公司的 EPS 分别为 0.58、0.84 元，对应 3 月 29 日收盘价 12 元的动态 PE 分别为 20.7、14.3 倍。考虑到公司业务正处于转型期，未来将涉足化工环保领域及 LNG 清洁能源领域，相对于公司原来的估值水平将有较大的提升，公司具有主题投资机会，首次给予“增持”评级。

六、风险提示

1. 原材料价格波动风险

天然气大幅涨价将对公司尿素业务的盈利情况构成影响。

2. 车用尿素推广不如预期

车用尿素的广泛应用得益于国家的强制标准的贯彻和实施,如果今年7月1日国IV汽车尾气排放标准再度被延迟,将对公司车用尿素的产能投放构成影响。

3. 公司 LNG 项目推进不如预期

目前公司 LNG 项目初步签订了《框架协议》,未来还要进一步关注公司与中石化四川天然气公司之间的 LNG 业务推进。

表 2: 财务和估值数据摘要 (单位:百万元)

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	3365.56	5246.66	6506.59	7417.51	8455.96
增长率(%)	-8.12%	55.89%	24.01%	14.00%	14.00%
归属母公司股东净利润	100.60	284.13	301.71	317.23	460.85
增长率(%)	-26.89%	182.44%	6.19%	5.14%	45.27%
每股收益(EPS)	0.183	0.516	0.548	0.576	0.837
销售毛利率	7.38%	10.30%	9.01%	9.00%	11.00%
销售净利率	2.68%	5.10%	4.11%	3.88%	4.95%
净资产收益率(ROE)	5.38%	13.45%	13.04%	12.49%	16.06%
投入资本回报率(ROIC)	5.51%	12.66%	13.28%	10.36%	14.84%
市盈率(P/E)	65.00	23.01	21.67	20.61	14.19

数据来源: 西南证券研发中心

表 3: 报表预测 (单位:百万元)

资产负债表					利润表				
	2011A	2012A	2013E	2014E		2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	693.98	768.47	661.74	1139.01	营业收入	5246.66	6506.59	7417.51	8455.96
应收和预付款项	478.20	656.65	559.05	806.78	减: 营业成本	4706.11	5920.03	6749.93	7525.80
存货	332.21	302.37	489.04	393.34	营业税金及附加	5.07	6.52	7.43	8.48
其他流动资产	0.15	0.00	0.00	0.00	营业费用	50.98	60.15	99.39	113.31
长期股权投资	505.06	532.84	532.84	532.84	管理费用	111.19	126.06	185.44	295.96
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	42.92	52.47	56.18	39.86
固定资产和在建工程	1511.74	1920.84	1744.96	1508.46	资产减值损失	46.59	0.03	0.00	0.00
无形资产和开发支出	218.83	229.05	201.97	174.89	加: 投资收益	21.25	29.04	0.00	0.00
其他非流动资产	0.60	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3740.78	4410.23	4189.60	4555.33	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	527.50	457.50	0.00	0.00	营业利润	305.06	370.37	319.13	472.55
应付和预收款项	363.59	557.61	597.11	676.12	加: 其他非经营损益	22.89	-52.96	19.75	19.75
长期借款	676.56	1043.75	1043.75	1043.75	利润总额	327.95	317.41	338.89	492.30
其他负债	52.65	69.56	69.56	69.56	减: 所得税	60.31	50.15	50.83	73.85
负债合计	1620.30	2128.41	1710.41	1789.42	净利润	267.64	267.27	288.05	418.46
股本	502.32	502.33	502.33	502.33	减: 少数股东损益	-16.49	-34.45	-29.18	-42.39
资本公积	157.56	157.60	157.60	157.60	归属母公司股东净利润	284.13	301.71	317.23	460.85
留存收益	1452.77	1654.06	1880.61	2209.72	现金流量表				
归属母公司股东权益	2112.65	2313.99	2540.54	2869.65	经营性现金净流量	323.81	336.27	480.83	632.09
少数股东权益	7.82	-32.18	-61.36	-103.74	投资性现金净流量	-351.65	-519.67	16.79	16.79
股东权益合计	2120.47	2281.82	2479.19	2765.91	筹资性现金净流量	-162.52	192.28	-604.36	-171.60
负债和股东权益合计	3740.78	4410.23	4189.60	4555.33	现金流量净额	-190.37	8.93	-106.73	477.28

数据来源: 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业