

# 莫道浮云终蔽日, 严冬过尽绽春蕾

## 买入 维持

目标价格: 15.00 元

自我们的“自助者、天助之”报告发布以来, 公司股价震荡幅度较大, 我们反思了投资逻辑以及市场争议热点, 简要总结如下:

### 报告摘要:

- **博弈心态严重导致股价波动较大。**转债实施后公司可能动力不足, 短期获利筹码较多, 人心不稳, 任何留言都会被放大。深层次看, 对公司基本面缺乏深入分析, 看不清清气价上行, 油价走软背景下 LNG 产业链的投资价值是决定性因素。
- **燃气价格上行背景下公司的尿素业务如何估值是市场争议之一。**对于合成氨产业而言, 气头氮肥和小合成氨装置是两大焦点问题, 公司的吨尿素气耗和大氮肥相比有 200 方的优势, 在目前的价格体系下大氮肥基本盈亏平衡, 不能承受气价上调。如果国家决心对气头大氮肥开刀, 那么从产业角度看, 紧迫性应该排在淘汰小氮肥装置之后。
- **达化是支撑美丰估值的防火墙。**达化项目已成各方心病, 盘活资产势在必行。我们认为, 这个项目经过技术改造可以扩能到 70~80 万吨, 可贡献 3~4 亿元的利润, 相当于现有农化板块的总和。
- **车用尿素是提升公司估值的重要题材, 但是释放业绩需要时间。**气头尿素、高负荷以及背靠中石化是美丰在车用尿素领域的优势。严峻的雾霾天气使得车用尿素必然是市场宠儿, 但是也要看到油品标准而不是排放标准才是车用尿素放量的真正标志。
- **进军 LNG 业务打开一个新窗口。**市场过分纠结 LNG 的供需平衡、价格等细节问题, 实际上只要日本核电政策不调整, 北美页岩气逻辑还在, 针对 LNG 的任何质疑都不值得一驳。分析美丰进军 LNG 业务, 还需要结合西南油气分公司的天然气、页岩气产业发展规划。我们认为, 美丰自身也没有充分挖掘出该业务对其的影响。
- **维持“买入”评级。**预计 2013~2015 年的每股收益分别是 0.53、0.73 以及 1.08 元, 当前股价 11.87, 维持“买入”评级, 目标价位 15 元。

### 石化&环保研究组

#### 分析师:

**柴沁虎(S1180512040001)**

电话: 010-88013563

Email: chaiqinhu@hysec.com

**祖广平(S1180510120011)**

电话: 010-88085610

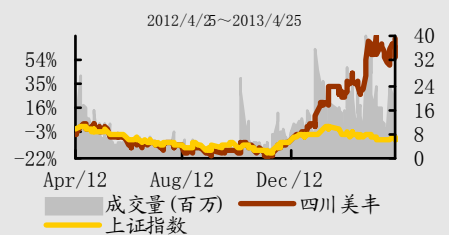
Email: zuguangping@hysec.com

**张力扬**

电话: 010-88085610

Email: zhangliyang@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

四川美丰: 转型之路刚刚开始

2013/3/28

东华能源: 股价调整恰是买入良机

2013/2/28

我们的 PM2.5 观

2013/2/7

黑猫股份: 突发利空不改公司投资价值

2013/1/29

黑猫股份: 业绩拐点隐现

2013/1/8

补库存以及原料提价驱动业绩向好

2013/1/7

齐翔腾达: 丁二烯向好, 买点显现

2012/12/17

哈密地区理应是分质利用的主战场

2012/12/13

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	5246.66	6506.59	6795.70	7335.70	8421.34
增长率(%)	55.89%	24.01%	4.44%	7.95%	14.80%
归母净利润(百万)	284.13	301.71	292.00	401.13	594.16
增长率(%)	182.44%	6.19%	-3.22%	37.37%	48.12%
每股收益	0.516	0.548	0.530	0.728	1.079
主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E

**表 1: 盈利预测 (百万元)**

单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6506.59	6795.70	7335.70	8421.34	货币资金	768.47	67.96	73.36	84.21
增长率)	24.01%	4.44%	7.95%	14.80%	应收和预付款项	656.65	467.73	735.02	632.86
归属母公司股东净利润	301.71	292.00	401.13	594.16	存货	302.37	433.16	349.98	536.34
增长率	6.19%	-3.22%	37.37%	48.12%	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股收益 (EPS)</b>	0.548	0.530	0.728	1.079	长期股权投资	532.84	532.84	532.84	532.84
每股经营现金流	0.182	0.152	0.208	0.308	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售毛利率	0.610	1.166	1.284	1.771	固定资产在建工程	1920.84	2413.39	2825.94	3158.49
销售净利率	9.01%	7.69%	8.95%	10.24%	无形资产开发支出	229.05	201.97	174.89	147.81
净资产收益率 (ROE)	4.11%	3.81%	4.84%	5.88%	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
投入资本回报率 (ROIC)	13.04%	11.58%	14.28%	18.38%	<b>资产总计</b>	4410.23	4117.05	4692.02	5092.55
市盈率 (P/E)	13.28%	9.81%	11.33%	13.53%	短期借款	457.50	51.33	321.65	392.76
市净率 (P/B)	21.67	22.39	16.30	11.01	应付和预收款项	557.61	525.41	619.39	653.52
					长期借款	1043.75	1043.75	1043.75	1043.75
					其他负债	69.56	69.56	69.56	69.56
<b>利润表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>负债合计</b>	2128.41	1690.04	2054.35	2159.59
营业收入	6506.59	6795.70	7335.70	8421.34	股本	502.33	502.33	502.33	502.33
减: 营业成本	5920.03	6273.37	6679.37	7559.37	资本公积	157.60	157.60	157.60	157.60
营业税金及附加	6.52	6.81	7.35	8.44	留存收益	1654.06	1862.59	2149.05	2573.37
营业费用	60.15	62.82	67.81	77.85	归属母公司股东权益	2313.99	2522.52	2808.98	3233.30
管理费用	126.06	131.67	142.13	163.16	少数股东权益	-32.18	-65.51	-111.31	-210.34
财务费用	52.47	65.02	69.30	78.31	<b>股东权益合计</b>	2281.82	2457.01	2697.68	3022.96
资产减值损失	0.03	0.00	0.00	0.00	<b>负债和股东权益合计</b>	4410.23	4147.05	4752.02	5182.55
加: 投资收益	29.04	30.00	30.00	30.00					
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>营业利润</b>	370.37	286.02	399.74	564.22					
加: 其他非经营损益	-52.96	13.00	13.00	13.00					
利润总额	317.41	299.02	412.74	577.22					
减: 所得税	50.15	40.35	57.41	82.08					
<b>净利润</b>	267.27	258.66	355.33	495.13					
减: 少数股东损益	-34.45	-33.34	-45.80	-99.03					
<b>归属母公司净利润</b>	301.71	292.00	401.13	594.16					
					<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
					经营性现金净流量	336.27	642.30	707.12	975.86
					投资性现金净流量	-519.67	-788.95	-788.95	-788.95
					筹资性现金净流量	192.28	-553.86	87.23	-176.05
					现金流量净额	8.93	-700.51	5.40	10.86

资料来源: 宏源证券研究所

**作者简介:**

**柴沁虎:** 宏源证券研究所石化行业研究员，清华大学管理学博士，2010年加盟宏源证券，从事石油化工、煤化工、天然气等能源化工领域的行业研究。加盟宏源证券之前，曾经在扬子石化、石化协会等机构任职。主要覆盖：广汇能源、东华能源、海越股份、齐翔腾达、宝利沥青。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。