

基本面反转确定, 车用尿素和 LNG 长期看好

- **事件:** 8月17日, 公司发布2015年半年报, 上半年实现营业收入18.9亿元, 同比减少19.1%, 归母净利润4569万元, 同比大增136.3%, 实现扭亏为盈。
- **盈利大幅改善, 业绩符合预期:** 公司上半年盈利大幅改善的主要原因是主营业务销售情况明显好转, 其中复合肥营收同比增长114%, 毛利率同比增加2.1个百分点, 尿素产品价格上升, 毛利率同比大增20.5个百分点, 达到23.9%。(2) 公司自有产品营业收入有所增加, 贸易收入所占比重减少, 导致公司营业收入减少, 综合毛利率同比大增11.3个百分点, 达到13.7%。(3) 绵阳工业园已正式投产, 新产能开始放量增厚公司业绩, 三聚氰胺等产品延伸尿素产业链, 提高产品附加值。
- **车用尿素业务期待爆发。** 公司车用尿素业务营收同比下滑21.4%, 低于我们的预期, 毛利率同比基本持平。我国车用尿素行业目前尚处于起步阶段, 作为全行业唯一国有上市公司, 四川美丰以先进入者和行业标准制定者占据制高点, 引导行业的未来发展。依托美丰加蓝的质量优势, 技术优势, 成本优势, 渠道优势, 全力推进车用尿素业务, 开拓新的盈利空间。随着国家治理空气污染政策的陆续出台, 尤其是柴油车国四标准的执行, 我们坚定看好车用尿素的长期发展前景, 期待爆发。
- **积极推进 LNG 业务, 阆中项目进展顺利:** 目前阆中项目进展顺利, 年内有望顺利建设完成, 2016年开始将贡献收益。公司拥有中石化大股东背景, 锐意进军能源行业, 布局清洁能源的战略思路清晰。随着中石化混合所有制逐步推进, 旗下资产分拆置入上市公司平台的可能性较大。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司2015、2016和2017年EPS分别为0.25元、0.60元和0.82元, 动态PE分别为41倍、17倍和13倍。公司基本面反转确定, 我们看好公司车用尿素和LNG业务的长期前景, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险, LNG项目投产进度低于预期的风险, 车用尿素市场需求不及预期的风险。

| 指标年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4769.01 | 3851.00 | 5115.74 | 6067.60 |
| 增长率 | -17.32% | -19.25% | 32.84% | 18.61% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -244.50 | 150.40 | 355.30 | 485.98 |
| 增长率 | -243.61% | — | 136.24% | 36.78% |
| 每股收益EPS(元) | -0.41 | 0.25 | 0.60 | 0.82 |
| 净资产收益率ROE | -8.88% | 5.20% | 13.02% | 15.83% |
| PE | -25.04 | 40.70 | 17.23 | 12.60 |
| PB | 2.21 | 2.10 | 1.86 | 1.61 |

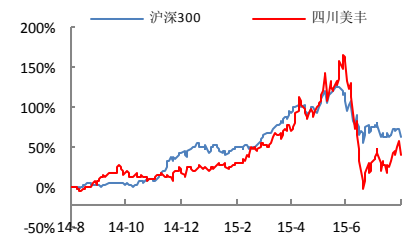
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 5.91 |
| 流通A股(亿股) | 5.91 |
| 52周内股价区间(元) | 6.41-20.37 |
| 总市值(亿元) | 61.2 |
| 总资产(亿元) | 46.63 |
| 每股净资产(元) | 4.58 |

相关研究

1. 四川美丰(000731): 迎来业绩拐点, 车用尿素和LNG业务长期看好 (2015-07-16)
2. 四川美丰(000731): 尿素价格盈亏平衡有望进一步上涨 (2014-09-15)
3. 四川美丰(000731): 利空出尽, 期待能源项目全面推进 (2014-08-14)
4. 四川美丰(000731): 业绩下行不改车用尿素与LNG业务前景 (2014-03-24)
5. 四川美丰(000731): 国内车用尿素需求空间有望打开, 开启公司新纪元 (2013-12-31)

表 1: 分业务业绩预测

| | | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 复合肥 | 收入(百万元) | 47,240.35 | 75,584.56 | 113,376.84 | 147,389.89 |
| | 成本(百万元) | 43,497.61 | 66,514.41 | 99,204.74 | 128,229.21 |
| | 毛利率(%) | 7.92% | 12.00% | 12.50% | 13.00% |
| 尿素 | 收入(百万元) | 100,457.19 | 115,525.77 | 150,183.50 | 187,729.37 |
| | 成本(百万元) | 91,665.84 | 87,799.58 | 112,637.62 | 140,797.03 |
| | 毛利率(%) | 8.75% | 24.00% | 25.00% | 25.00% |
| 车用尿素 | 收入(百万元) | 11,473.53 | 12,620.88 | 25,241.77 | 37,862.65 |
| | 成本(百万元) | 9,207.29 | 8,582.20 | 17,164.40 | 25,746.60 |
| | 毛利率(%) | 19.75% | 32.00% | 32.00% | 32.00% |
| 三聚氰胺 | 收入(百万元) | 10,758.10 | 22,592.01 | 29,369.61 | 38,180.50 |
| | 成本(百万元) | 8,485.21 | 18,073.61 | 23,495.69 | 30,544.40 |
| | 毛利率(%) | 21.13% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 天然气 | 收入(百万元) | 1,250.33 | 5,376.42 | 86,022.70 | 120,431.79 |
| | 成本(百万元) | 958.47 | 3,983.93 | 64,517.03 | 90,323.84 |
| | 毛利率(%) | 23.34% | 25.90% | 25.00% | 25.00% |
| 其他 | 收入(百万元) | 301,511.36 | 153,400.00 | 107,380.00 | 75,166.00 |
| | 成本(百万元) | 296,498.82 | 145,975.44 | 102,011.00 | 71,407.70 |
| | 毛利率(%) | 1.66% | 4.84% | 5.00% | 5.00% |
| 合计 | 营业收入(百万元) | 476,901.07 | 385,099.64 | 511,574.42 | 606,760.20 |
| | 营业成本(百万元) | 454,755.28 | 330,929.17 | 418,600.37 | 487,048.77 |
| | 毛利率 | 4.64% | 14.07% | 18.17% | 19.73% |
| 归属母公司净利润(百万元) | | -244.50 | 152.13 | 355.30 | 485.98 |
| EPS | | -0.41 | 0.25 | 0.60 | 0.82 |

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 现金流量表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|--------------------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 4769.01 | 3851.00 | 5115.74 | 6067.60 | 净利润 | -245.38 | 151.30 | 429.30 | 600.98 |
| 营业成本 | 4547.55 | 3309.29 | 4186.00 | 4870.49 | 折旧与摊销 | 173.36 | 351.14 | 369.34 | 385.74 |
| 营业税金及附加 | 3.61 | 2.91 | 3.87 | 4.59 | 财务费用 | 37.07 | 46.21 | 56.27 | 60.68 |
| 销售费用 | 123.56 | 107.83 | 143.24 | 169.89 | 资产减值损失 | 117.85 | 37.00 | 20.00 | 17.00 |
| 管理费用 | 169.43 | 173.29 | 204.63 | 242.70 | 经营营运资本变动 | -245.11 | 131.03 | -116.00 | -83.00 |
| 财务费用 | 37.07 | 46.21 | 56.27 | 60.68 | 其他 | 133.32 | -36.20 | -19.41 | -16.79 |
| 资产减值损失 | 117.85 | 37.00 | 20.00 | 17.00 | 经营活动现金流净额 | -28.90 | 680.50 | 739.51 | 964.61 |
| 投资收益 | -1.31 | -3.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | 46.43 | -242.00 | -200.00 | -150.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -468.95 | -3.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -422.52 | -245.00 | -200.00 | -150.00 |
| 营业利润 | -231.36 | 171.46 | 501.72 | 702.25 | 短期借款 | -125.00 | -421.53 | -223.47 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -5.99 | 3.58 | 3.58 | 3.58 | 长期借款 | 160.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | -237.36 | 175.04 | 505.30 | 705.83 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 8.03 | 23.73 | 76.00 | 104.85 | 支付股利 | -35.49 | 0.00 | -44.20 | -100.11 |
| 净利润 | -245.38 | 151.30 | 429.30 | 600.98 | 其他 | -25.56 | -245.14 | -56.27 | -60.68 |
| 少数股东损益 | -0.88 | 0.90 | 74.00 | 115.00 | 筹资活动现金流净额 | -25.53 | -666.67 | -323.93 | -160.78 |
| 归属母公司股东净利润 | -244.50 | 150.40 | 355.30 | 485.98 | 现金流量净额 | -476.80 | -231.18 | 215.58 | 653.83 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 财务分析指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 616.28 | 385.10 | 600.68 | 1254.50 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 679.91 | 494.85 | 656.78 | 769.31 | 销售收入增长率 | -17.32% | -19.25% | 32.84% | 18.61% |
| 存货 | 256.97 | 187.04 | 237.44 | 277.07 | 营业利润增长率 | -215.23% | — | 192.63% | 39.97% |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长率 | -245.04% | — | 183.74% | 39.99% |
| 长期股权投资 | 100.59 | 100.59 | 100.59 | 100.59 | EBITDA 增长率 | -105.75% | 2616.28% | 63.03% | 23.87% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2559.50 | 2484.03 | 2348.36 | 2146.30 | 毛利率 | 4.64% | 14.07% | 18.17% | 19.73% |
| 无形资产和开发支出 | 283.13 | 249.45 | 215.78 | 182.11 | 三费率 | 6.92% | 8.50% | 7.90% | 7.80% |
| 其他非流动资产 | 28.76 | 28.76 | 28.76 | 28.76 | 净利率 | -5.15% | 3.93% | 8.39% | 9.90% |
| 资产总计 | 4525.13 | 3929.83 | 4188.38 | 4758.65 | ROE | -8.88% | 5.20% | 13.02% | 15.83% |
| 短期借款 | 645.00 | 223.47 | 0.00 | 0.00 | ROA | 3.51% | -5.42% | 3.85% | 10.25% |
| 应付和预收款项 | 385.15 | 279.76 | 361.98 | 419.90 | ROIC | -5.44% | 5.21% | 13.61% | 18.61% |
| 长期借款 | 441.98 | 441.98 | 441.98 | 441.98 | EBITDA/销售收入 | -0.44% | 14.77% | 18.13% | 18.93% |
| 其他负债 | 289.11 | 73.37 | 88.05 | 99.52 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1761.25 | 1018.57 | 892.02 | 961.40 | 总资产周转率 | 1.02 | 0.91 | 1.26 | 1.36 |
| 股本 | 591.48 | 591.48 | 591.48 | 591.48 | 固定资产周转率 | 2.81 | 1.67 | 2.33 | 2.96 |
| 资本公积 | 640.86 | 640.86 | 640.86 | 640.86 | 应收账款周转率 | 63.48 | 61.71 | 82.93 | 77.28 |
| 留存收益 | 1426.06 | 1576.46 | 1887.57 | 2273.44 | 存货周转率 | 14.83 | 14.52 | 19.25 | 18.54 |
| 归属母公司股东权益 | 2662.33 | 2808.80 | 3119.91 | 3505.78 | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 92.85% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 101.56 | 102.46 | 176.46 | 291.46 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2763.89 | 2911.26 | 3296.37 | 3797.24 | 资产负债率 | 38.92% | 25.92% | 21.30% | 20.20% |
| 负债和股东权益合计 | 4525.13 | 3929.83 | 4188.38 | 4758.65 | 带息债务/总负债 | 61.72% | 65.33% | 49.55% | 45.97% |
| | | | | | 流动比率 | 1.19 | 1.91 | 3.46 | 4.59 |
| | | | | | 速动比率 | 1.00 | 1.58 | 2.91 | 4.04 |
| | | | | | 股利支付率 | -14.51% | 0.00% | 12.44% | 20.60% |
| 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | -20.94 | 568.81 | 927.34 | 1148.66 | 每股收益 | -0.41 | 0.25 | 0.60 | 0.82 |
| PE | -25.04 | 40.70 | 17.23 | 12.60 | 每股净资产 | 4.67 | 4.92 | 5.57 | 6.42 |
| PB | 2.21 | 2.10 | 1.86 | 1.61 | 每股经营现金 | -0.05 | 1.15 | 1.25 | 1.63 |
| PS | 1.28 | 1.59 | 1.20 | 1.01 | 每股股利 | 0.06 | 0.00 | 0.07 | 0.17 |
| EV/EBITDA | -322.76 | 11.20 | 6.40 | 4.60 | | | | | |
| 股息率 | 0.58% | 0.00% | 0.72% | 1.64% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 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 |
| 行业评级 | 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 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

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 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn