



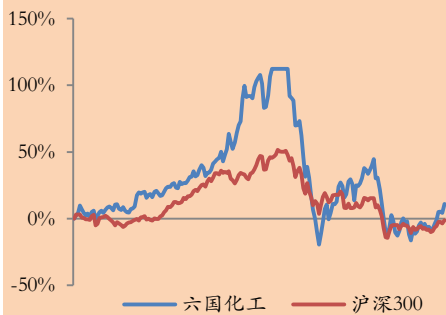
六国化工 (600470)

投资评级: 增持

报告日期: 2015-10-16

当前股价: 7.36 元

年初以来股价走势:



主要数据

| | |
|------------|----------------|
| 总股本 (亿股) | 5.22 |
| A 股股本 (亿股) | 5.22 |
| 流通 A 股比例 | 100.00% |
| 总市值 (亿元) | 38.39 |
| 第一大股东 | 铜陵化学工业集团有限公司 |
| 大股东持股比例 | 25.49% |
| 实际控制人 | 铜陵市国有资产监督管理委员会 |

分析师:

谭丁源

执业编号: S0010514010001

电话: 0551-65161830

邮箱: tdyhazq@163.com

快速上升中的磷复肥骨干国企

主要观点:

一、新产品继续放量

公司于去年正式向市场投放“亲亲”系列水溶肥;同时开发出聚氨酸控失复合肥、“六国安辛”64%二铵等新产品,分批投放市场,价格比同类产品高出5-10%。今年,公司加大新产品开发和销售,产品平均销售价格高于去年同期,新产品销售量高于去年同期。公司新产品销售继续放量,公司产品结构进一步优化。

二、成本下降管理上升

从磷肥生产的上游原材料价格来看,磷矿石价格相比去年同期已经下降20%左右,这使得公司生产成本进一步下降;同时,公司加强内部管理,对内管理上通过内部模拟市场化考核,强化生产管理,使主要产品成本有较大幅度降低。成本降低使得公司总体利润增速进一步上升。

三、磷肥出口市场火热

根据统计数据,我国今年1-8月磷肥出口同比增长73%,其中磷酸二铵同比增长83%至433万吨,磷酸一铵同比增长53%至187万吨。国际上一些农业大国对磷肥的需求在不断提升,例如,印度磷肥处于进口持续提升期,三季度是其消费高峰。巴西下半年进口环比上半年也将明显改善。

四、受益于国企改革

公司实际控制人为铜陵市国有资产监督管理委员会,因此从公司发展来说有望受益于国企改革政策,从二级市场股价表现来看也有望受益于国企改革概念。2015年6月4日,六国化工与安纳达发布停牌公告,控股股东铜化集团拟筹划混合所有制改革,标志着铜陵市属国企改革正式拉开序幕。公司作为集团旗下的资本平台,有望在混改中发挥重要作用。

五、投资策略

公司是国家重点发展的大型磷复肥生产骨干企业。经过多年的发展,公司已形成300万吨/年化肥产能,年销售收入超过50亿元,总资产超过60亿元,未来发展前景看好。同时,公司作为国有企业,兼具国企改革题材,这对于公司未来发展以及二级市场股价表现均有催化剂作用。目前公司内部成本下降,管理上升,外部新产品和出口市场也在放量,公司业绩向好趋势显著。预计公司2015-2017年净利润分别为-1.28亿元、3000万元、2.04亿元,对应EPS分别为-0.25元、0.06元、0.39元,给予公司“增持”评级。

| 主要财务数据预测 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|----------|-------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,272 | 5,586 | 5,960 | 6,389 |
| (+/-%) | -7.8% | 6.0% | 6.7% | 7.2% |
| 净利润(百万元) | -206 | -128 | 30 | 204 |
| (+/-%) | -1554.7% | -- | -123.6% | 576.9% |
| 每股收益 (元) | -0.40 | -0.25 | 0.06 | 0.39 |
| EBIT Margin | -1.7% | -1.2% | 3.6% | 7.6% |
| 净资产收益率 (ROE) | -10.3% | -7.3% | 1.7% | 10.3% |
| 市盈率 (PE) | -18.8 | -30.4 | 129.1 | 19.1 |
| EV/EBITDA | 35.8 | 22.0 | 12.0 | 7.9 |
| 市净率 (PB) | 1.93 | 2.22 | 2.18 | 1.96 |

财务报表预测：

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 现金及现金等价物 | 431 | 431 | 431 | 431 | 营业收入 | 5272 | 5586 | 5960 | 6389 |
| 应收款项 | 186 | 197 | 210 | 225 | 营业成本 | 5000 | 5211 | 5258 | 5381 |
| 存货净额 | 1228 | 1258 | 1258 | 1276 | 营业税金及附加 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| 其他流动资产 | 152 | 161 | 171 | 184 | 销售费用 | 145 | 169 | 204 | 231 |
| 流动资产合计 | 1997 | 2047 | 2070 | 2116 | 管理费用 | 202 | 258 | 267 | 275 |
| 固定资产 | 3713 | 3874 | 3985 | 4043 | 财务费用 | 155 | 167 | 188 | 172 |
| 无形资产及其他 | 636 | 572 | 509 | 445 | 投资收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资性房地产 | 78 | 78 | 78 | 78 | 资产减值及公允价值变动 | (142) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 7 | 7 | 7 | 7 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | (0) |
| 资产总计 | 6430 | 6577 | 6649 | 6689 | 营业利润 | (385) | (231) | 30 | 316 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1305 | 1818 | 1884 | 1383 | 营业外净收支 | 45 | 20 | 20 | 20 |
| 应付款项 | 1313 | 1345 | 1344 | 1364 | 利润总额 | (340) | (211) | 50 | 336 |
| 其他流动负债 | 786 | 808 | 746 | 808 | 所得税费用 | (6) | (4) | 1 | 6 |
| 流动负债合计 | 3404 | 3971 | 3974 | 3555 | 少数股东损益 | (128) | (79) | 19 | 126 |
| 长期借款及应付债券 | 803 | 803 | 803 | 803 | 归属于母公司净利润 | (206) | (128) | 30 | 204 |
| 其他长期负债 | 108 | 108 | 108 | 108 | | | | | |
| 长期负债合计 | 910 | 910 | 910 | 910 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 4314 | 4881 | 4884 | 4465 | 净利润 | (206) | (128) | 30 | 204 |
| 少数股东权益 | 107 | (53) | (15) | 240 | 资产减值准备 | 139 | 2 | 3 | 2 |
| 股东权益 | 2009 | 1750 | 1780 | 1984 | 折旧摊销 | 318 | 465 | 514 | 567 |
| 负债和股东权益总计 | 6430 | 6577 | 6649 | 6689 | 公允价值变动损失 | 142 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 财务费用 | 155 | 167 | 188 | 172 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 859 | 6 | (84) | 37 |
| 每股收益 | -0.40 | -0.25 | 0.06 | 0.39 | 其它 | (398) | (163) | 35 | 254 |
| 每股红利 | 0.41 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | 854 | 183 | 498 | 1064 |
| 每股净资产 | 3.85 | 3.35 | 3.41 | 3.80 | 资本开支 | (283) | (564) | (564) | (564) |
| ROIC | -2% | 0% | 6% | 12% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | -10% | -7% | 2% | 10% | 投资活动现金流 | (250) | (564) | (564) | (564) |
| 毛利率 | 5% | 7% | 12% | 16% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | -2% | -1% | 4% | 8% | 负债净变化 | (343) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 4% | 7% | 12% | 16% | 支付股利、利息 | (213) | (132) | 0 | 0 |
| 收入增长 | -8% | 6% | 7% | 7% | 其它融资现金流 | 502 | 513 | 66 | (500) |
| 净利润增长率 | -1555% | -- | -124% | 577% | 融资活动现金流 | (609) | 381 | 66 | (500) |
| 资产负债率 | 69% | 73% | 73% | 70% | 现金净变动 | (6) | 0 | 0 | (0) |
| 息率 | 5.5% | 3.4% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期初余额 | 437 | 431 | 431 | 431 |
| P/E | -18.8 | -30.4 | 129.1 | 19.1 | 货币资金的期末余额 | 431 | 431 | 431 | 431 |
| P/B | 1.9 | 2.2 | 2.2 | 2.0 | 企业自由现金流 | 807 | (157) | 79 | 518 |
| EV/EBITDA | 35.8 | 22.0 | 12.0 | 7.9 | 权益自由现金流 | 966 | 192 | (40) | (151) |

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。