

LNG 业务进展顺利 天然气调价将显著受益

- 事件:** 公司发布 2015 年三季度报, 前三季度实现营业收入 31.19 亿元, 同比减少 13.0%, 归母净利润 5476.2 万元, 实现扭亏为盈, 前三季度 EPS 0.09 元。同时公司公告, 全资子公司美丰科技拟以不高于 2684.8 万元的价格, 收购四川绵城石化拥有的, 甚至美丰科技厂区全长约 11.2km 天然气输送管道及配套设施。
- 毛利率大幅提升, 盈利明显改善。** 公司前三季度盈利明显改善的主要原因是毛利率大幅提升, 前三季度毛利率同比上升了 8.8 个百分点至 12%。公司毛利率大幅提升的原因主要有: (1) 主营业务销售情况明显好转, 其中复合肥营收大幅增长, 毛利率同比上升, 同时尿素产品价格上升, 毛利率同比大增。(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, 也拉动了公司综合毛利率。(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, 提高了产品附加值。
- 天然气调价将显著降低公司尿素成本, 大幅增厚业绩。** 我国天然气价格改革有望加快推进, 细则或将在 11 月落地。天然气调价将显著降低公司尿素成本, 大幅增厚公司业绩。公司约有 5 亿立方天然气用于尿素生产, 2016 年天然气降价将直接利好公司尿素收益, 按照公司化肥计划气和增量气预期降价 3 毛计算, 假设明年尿素行情和今年一样, 则 2016 年公司由于尿素成本下降将增厚业绩 1.5 亿元。随着天然气价格逐渐与市场接轨, 我们预期 2017 年天然气价格仍有下降空间, 公司业绩弹性明显。
- 积极推进 LNG 业务, 阆中项目预计明年贡献利润。** 目前阆中项目进展顺利, 预计 2016 年开始将贡献利润。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。
- 此次资产收购有利于公司降本减费, 培育新的利润增长点。** 根据美丰科技的天然气用量测算, 美丰科技每年需支付绵城石化天然气管输费达 687.7 万元, 管输费支出额较大, 且管输费未来还有涨价的可能性, 不利于公司控制生产成本。通过此次收购, 将避免未来每年大额的管输费用支出, 预计 4 年内可完全收回投资成本。并且有利于提高公司对美丰科技公司天然气输送的控制力, 有助于公司下属的四川美丰天然气投资有限公司利用该管道进行终端用户拓展, 培育新的利润增长点。
- 业绩预测与估值:** 我们预测公司 2015、2016 和 2017 年 EPS 分别为 0.11 元、0.47 元和 0.67 元, 动态 PE 分别为 87 倍、20 倍和 14 倍。我们看好公司 LNG 业务的长期前景, 天然气调价将显著增厚业绩, 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	4187.19	5530.44	6559.66
增长率	-17.32%	-12.20%	32.08%	18.61%
归属母公司净利润(百万元)	-244.50	65.86	280.62	396.04
增长率	-243.61%	-73.06%	326.09%	41.13%
每股收益 EPS(元)	-0.41	0.11	0.47	0.67
净资产收益率 ROE	-8.88%	2.36%	11.22%	14.22%
PE	-23.37	86.75	20.36	14.43
PB	2.07	2.02	1.81	1.59

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: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@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)	57.14
总资产(亿元)	46.63
每股净资产(元)	4.58

相关研究

- 四川美丰(000731): 基本面反转确定, 车用尿素和 LNG 长期看好 (2015-08-19)
- 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)
- 四川美丰(000731): 尿素价格盈亏平衡有望进一步上涨 (2014-09-15)
- 四川美丰(000731): 利空出尽, 期待能源项目全面推进 (2014-08-14)

图 1: 公司收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 公司净利润及增速



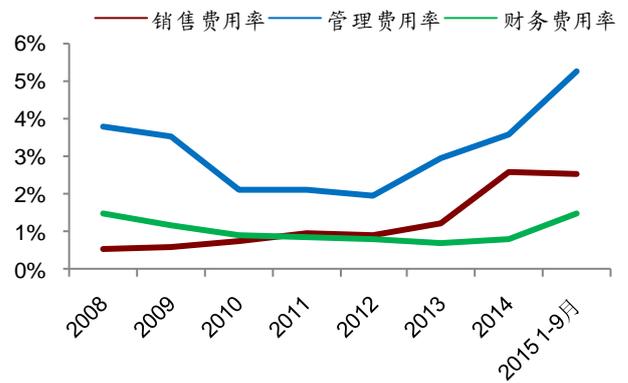
数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 公司毛利率和净利率



数据来源: Wind, 西南证券

图 4: 公司三项费用率



数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4769.01	4187.19	5530.44	6559.66	净利润	-245.38	66.76	354.62	511.04
营业成本	4547.55	3676.77	4550.45	5265.44	折旧与摊销	173.36	362.77	402.57	437.06
营业税金及附加	3.61	3.17	4.19	4.96	财务费用	37.07	50.25	60.83	65.60
销售费用	123.56	138.18	193.57	249.27	资产减值损失	117.85	37.00	20.00	17.00
管理费用	169.43	205.17	287.58	360.78	经营营运资本变动	-245.11	71.33	-135.06	-107.31
财务费用	37.07	50.25	60.83	65.60	其他	133.32	-35.98	-19.23	-16.69
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	552.14	683.74	906.69
投资收益	-1.31	-3.00	0.00	0.00	资本支出	46.43	-800.00	-400.00	-300.00
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	-803.00	-400.00	-300.00
营业利润	-231.36	73.65	413.83	596.61	短期借款	-125.00	302.48	-69.23	-359.10
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	77.23	417.41	600.19	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.03	10.47	62.78	89.15	支付股利	-35.49	0.00	-19.35	-79.07
净利润	-245.38	66.76	354.62	511.04	其他	-25.56	-249.17	-60.83	-65.60
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	53.31	-149.41	-503.77
归属母公司股东净利润	-244.50	65.86	280.62	396.04	现金流量净额	-476.80	-197.56	134.33	102.92
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	616.28	418.72	553.04	655.97	成长能力				
应收和预付款项	679.91	637.80	823.35	975.80	销售收入增长率	-17.32%	-12.20%	32.08%	18.61%
存货	256.97	215.63	267.57	310.39	营业利润增长率	-215.23%	-68.17%	461.85%	44.17%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-245.04%	-72.79%	431.19%	44.11%
长期股权投资	100.59	100.59	100.59	100.59	EBITDA 增长率	-105.75%	2224.02%	80.25%	25.31%
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	3030.41	3061.51	2958.12	毛利率	4.64%	12.19%	17.72%	19.73%
无形资产和开发支出	283.13	249.45	215.78	182.11	三费率	6.92%	9.40%	9.80%	10.30%
其他非流动资产	28.76	28.76	28.76	28.76	净利率	-5.15%	1.59%	6.41%	7.79%
资产总计	4525.13	4681.35	5050.60	5211.73	ROE	-8.88%	2.36%	11.22%	14.22%
短期借款	645.00	947.48	878.25	519.15	ROA	3.51%	-5.42%	1.43%	7.02%
应付和预收款项	385.15	385.65	474.21	550.49	ROIC	-5.44%	2.72%	9.56%	12.85%
长期借款	441.98	441.98	441.98	441.98	EBITDA/销售收入	-0.44%	11.62%	15.86%	16.76%
其他负债	289.11	79.52	94.16	106.14	营运能力				
负债合计	1761.25	1854.63	1888.61	1617.77	总资产周转率	1.02	0.91	1.14	1.28
股本	591.48	591.48	591.48	591.48	固定资产周转率	2.81	1.72	2.15	2.53
资本公积	640.86	640.86	640.86	640.86	应收账款周转率	63.48	58.83	66.68	59.25
留存收益	1426.06	1491.92	1753.19	2070.16	存货周转率	14.83	15.18	18.44	17.88
归属母公司股东权益	2662.33	2724.26	2985.53	3302.50	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	2826.72	3161.99	3593.96	资产负债率	38.92%	39.62%	37.39%	31.04%
负债和股东权益合计	4525.13	4681.35	5050.60	5211.73	带息债务/总负债	61.72%	74.92%	69.91%	59.41%
					流动比率	1.19	0.91	1.15	1.68
					速动比率	1.00	0.76	0.96	1.41
					股利支付率	-14.51%	0.00%	6.90%	19.96%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	-20.94	486.67	877.23	1099.27	每股收益	-0.41	0.11	0.47	0.67
PE	-23.37	86.75	20.36	14.43	每股净资产	4.67	4.78	5.35	6.08
PB	2.07	2.02	1.81	1.59	每股经营现金	-0.05	0.93	1.16	1.53
PS	1.20	1.36	1.03	0.87	每股股利	0.06	0.00	0.03	0.13
EV/EBITDA	-303.27	13.68	7.36	5.45					
股息率	0.62%	0.00%	0.34%	1.38%					

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