

六国化工 (600470)

业绩符合预期

—2010 三季度报点评

中性/ 维持评级

股价: RMB15.04

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

赵森

+755-82368536 zhaosen@lhqz.com

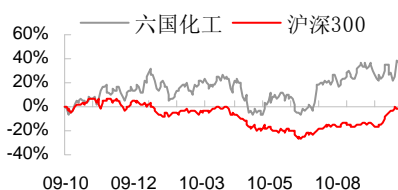
- 公司 2010Q3 单季度实现归属上市公司股东净利润 2060 万元, 同比增长 7%, 考虑增发摊薄, 每股收益 0.08 元。1-9 月实现营业收入 19.09 亿元, 同比降低 6.6%, 营业利润 7131 万, 同比增长 220%, 归属母公司所有者净利润 6709 万, 同比增长 171%, EPS 0.283 元。
- 销售收入同比下降主要由于化肥销售均价下跌, 09 年上半年国内二铵多处于 3000 元/吨或以上的高位, 10 年则在 2600-2900 元/吨水平。而公司利润水平同比提高则得益于硫酸、液氨等原材料成本的同比降低。公司产品总产能超过 100 万吨/年, 业绩弹性较大。
- 公司 1-9 月营业税金及附加大幅增长 418%, 达到 585 万元, 主要由于公司国际化肥需求转好, 公司出口增加, 相应出口关税增加所致。销售费用增长 33.4%, 达到 4142 万元, 主要由于公司运输装载费用增加所致。
- 公司三季度综合毛利率 7.39%, 原料外购, 成本上涨, 导致公司三季度毛利率与二季度基本相当。公司在建的 28 万吨合成氨项目及宿松磷矿项目投产后将解决公司原料外购瓶颈, 提升公司盈利能力, 利于公司长期发展。
- 公司继续加大对铜陵鑫克投资, 发展精制磷酸项目, 有利于公司在多元化发展。公司的磷酸铁、磷酸铁锂研究与应用项目, 前景值得期待。
- 在农产品中长期牛市的背景下, 全球磷化工行业将在未来 2-3 年仍然保持较高开工率。国际、国内磷铵需求旺盛, 带动国内磷铵价格上涨, 我们看好磷肥行业。
- 维持公司 2010-2012 年合并摊薄后 EPS 0.27 元、0.32 元及 0.34 元的盈利预测, 维持“中性”评级。
- 风险提示: 国际、国内磷肥受天气因素等影响, 需求大幅下降; 国家出台严厉政策限制磷肥出口; 公司原料硫酸、液氨、磷矿石等价格大幅上涨。

相关研究

基础数据

| | |
|----------------|---------|
| 总股本 (百万股) | 326.00 |
| 流通 A 股 (百万股) | 226.00 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0.00 |
| 可转债 (百万元) | N/A |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 3399.04 |

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

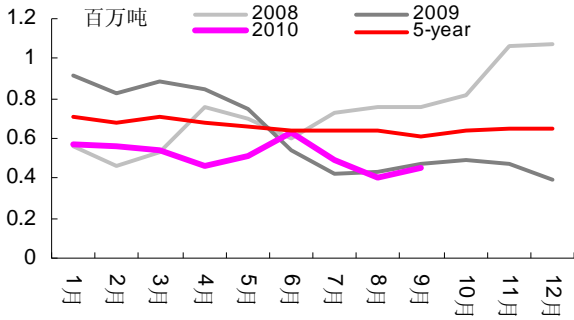
| | 2009A | 20101-3Q | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2916.4 | 1908.7 | 3098.4 | 3207.0 | 3266.0 |
| (+/-%) | -4.7 | -6.6 | 6.2 | 3.5 | 1.8 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 54.4 | 67.1 | 60.4 | 73.1 | 77.6 |
| (+/-%) | -18.1 | 70.7 | 11.0 | 21.0 | 6.1 |
| EPS(元) | 0.17 | 0.21 | 0.27 | 0.32 | 0.34 |
| P/E(倍) | 90.1 | 38.7 | 38.7 | 31.9 | 30.1 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

国际、国内磷肥需求旺盛

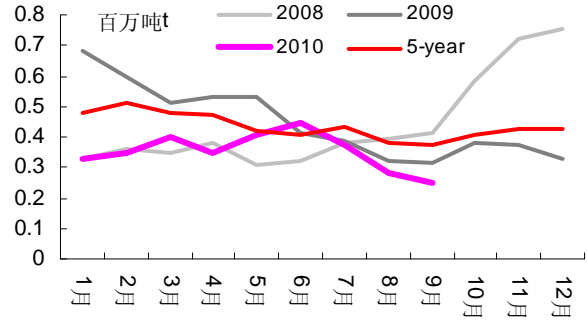
北美磷铵库存低位，价格持续上涨

图 1、北美二铵库存低于 5 年平均 25%



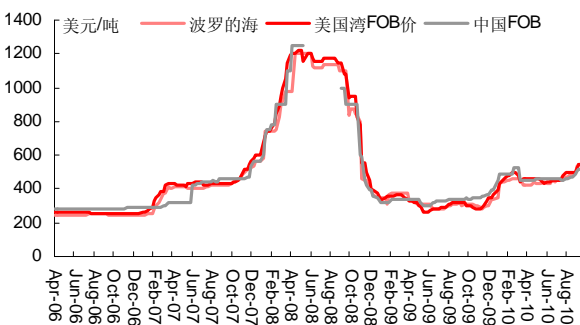
资料来源: POT, 华泰联合证券研究

图 2、北美一铵库存低于 5 年平均 34%



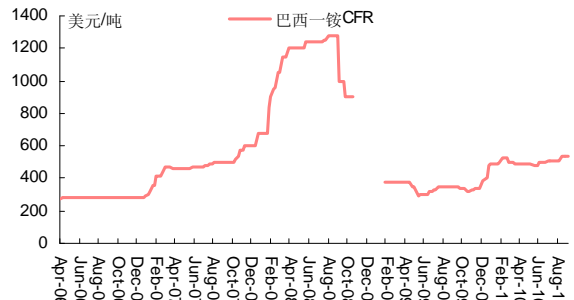
资料来源: POT, 华泰联合证券研究

图 3、国际二铵价格持续上涨



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

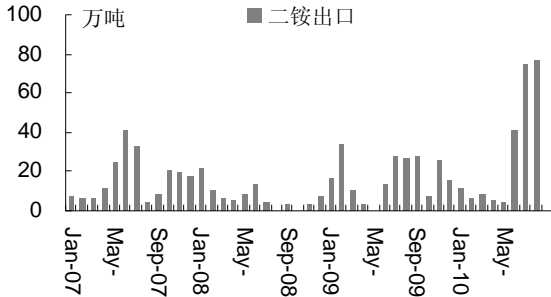
图 4、国际一铵价格



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

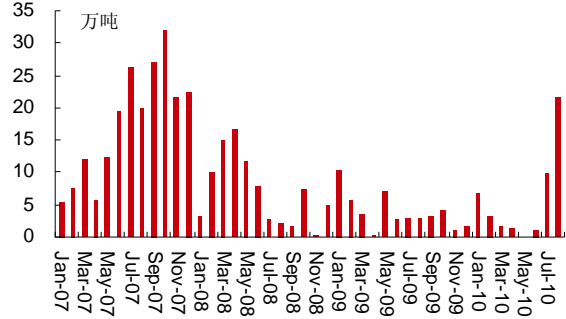
国内磷铵出口大增，行业趋势向好

图 5、二铵出口连创新高



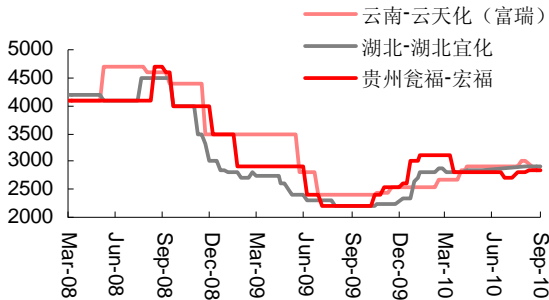
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

图 6、一铵出口连续高位



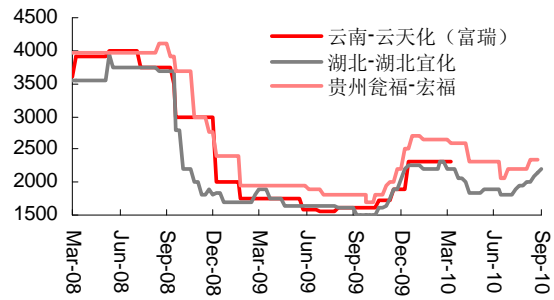
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

图 7、国内二铵价格



资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 8、国内一铵价格

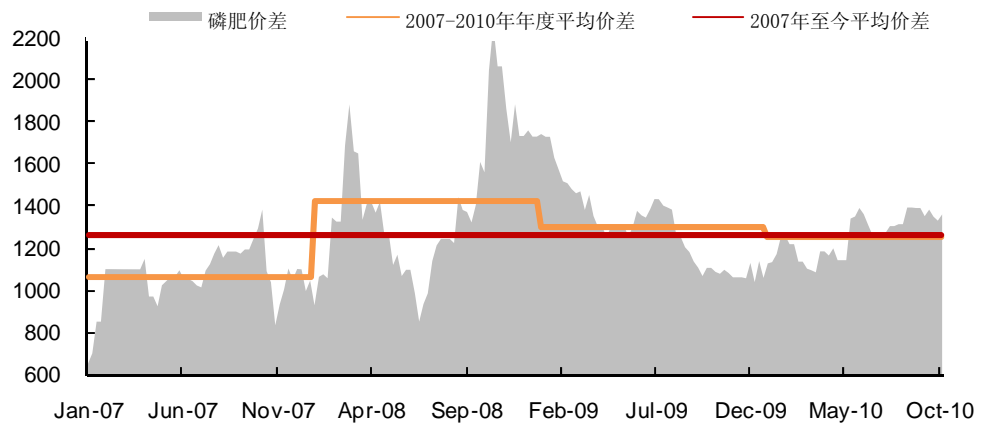


资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 9、2010 年磷肥的盈利能力与历史平均水平持平

元/吨

2010Q3，磷肥价差环比 Q2 提高 7%，同比 2009 年提高 8%。



资料来源：华泰联合证券研究

公司发展前景值得期待

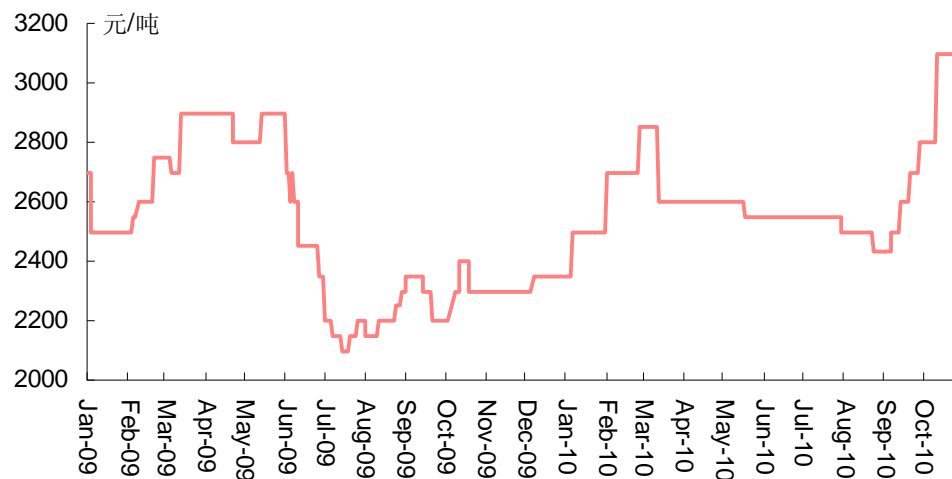
自建合成氨及磷矿石项目，降低生产成本

公司毛利较低，业绩很难大幅增长的主要原因是公司原料全部外购的瓶颈。

2010年3季度内，公司完成非公开发行股票工作，募集资金净额10.23亿元，为公司投资建设28万吨/年合成氨项目提供资金。项目建成后，将根本解决公司液氨采购成本高及长途运输存在安全隐患等问题，2012年后长期利好公司发展。

宿松80万吨/年磷矿采选矿的部分工程物资已投入使用，我们预计该矿2011年起将可为公司贡献业绩，公司磷矿自给情况将得到改善，为公司在磷化工领域发展奠定良好基础。

图9、合成氨价格大幅上涨



资料来源：化工在线，华泰联合证券研究

投资精制磷酸及磷酸铁锂项目，开拓多元发展空间

公司设立铜陵鑫克化工子公司，建设精细磷酸项目，并在三季度内引入安徽省投资集团公司4000万元资金，对其增资扩股。10月公司进一步加大力度，为鑫克公司担保贷款1亿元。

与四川大学合作签署的磷酸铁、磷酸铁锂技术研究与生产应用开发合同，则将公司的磷化工生产引入更高端的领域。

公司开拓多元化发展的空间，有利于公司业绩稳定持续的增长，增强整体盈利能力。

盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 1109 | 1430 | 1274 | 1411 | 营业收入 | 2916 | 3098 | 3207 | 3266 |
| 现金 | 555 | 533 | 527 | 573 | 营业成本 | 2766 | 2900 | 2939 | 2960 |
| 应收账款 | 25 | 27 | 26 | 28 | 营业税金及附加 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他应收款 | 6 | 8 | 7 | 7 | 营业费用 | 46 | 46 | 47 | 50 |
| 预付账款 | 134 | 133 | 143 | 141 | 管理费用 | 47 | 46 | 49 | 50 |
| 存货 | 361 | 703 | 548 | 635 | 财务费用 | 7 | 32 | 70 | 99 |
| 其他流动资产 | 28 | 26 | 22 | 27 | 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 1058 | 1832 | 2414 | 2912 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 40 | 40 | 40 | 40 | 投资净收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 708 | 1174 | 1681 | 2579 | 营业利润 | 48 | 73 | 100 | 106 |
| 无形资产 | 7 | 7 | 7 | 7 | 营业外收入 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 303 | 612 | 687 | 287 | 营业外支出 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2167 | 3262 | 3689 | 4324 | 利润总额 | 53 | 73 | 100 | 106 |
| 流动负债 | 985 | 1772 | 1823 | 2078 | 所得税 | 5 | 12 | 25 | 27 |
| 短期借款 | 106 | 842 | 909 | 1261 | 净利润 | 48 | 61 | 75 | 80 |
| 应付账款 | 194 | 286 | 322 | 275 | 少数股东损益 | -7 | 0 | 2 | 2 |
| 其他流动负债 | 685 | 643 | 592 | 542 | 归属母公司净利润 | 54 | 60 | 73 | 78 |
| 非流动负债 | 30 | 278 | 578 | 878 | EBITDA | 117 | 179 | 288 | 387 |
| 长期借款 | 22 | 278 | 578 | 878 | EPS (元) | 0.24 | 0.27 | 0.32 | 0.34 |
| 其他非流动负债 | 8 | 1 | 1 | 1 | | | | | |
| 负债合计 | 1015 | 2050 | 2402 | 2957 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 53 | 53 | 55 | 58 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 226 | 226 | 226 | 226 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 538 | 538 | 538 | 538 | 营业收入 | -4.7% | 6.2% | 3.5% | 1.8% |
| 留存收益 | 320 | 394 | 467 | 545 | 营业利润 | -26.9% | 52.8% | 36.9% | 6.1% |
| 归属母公司股东权益 | 1098 | 1159 | 1232 | 1309 | 归属于母公司净利润 | -18.1% | 11.0% | 21.0% | 6.1% |
| 负债和股东权益 | 2167 | 3262 | 3689 | 4324 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 5.2% | 6.4% | 8.4% | 9.4% |
| | | | | | 净利率 (%) | 1.9% | 2.0% | 2.3% | 2.4% |
| | | | | | ROE (%) | 5.0% | 5.2% | 5.9% | 5.9% |
| | | | | | ROIC (%) | 7.2% | 0.0% | 5.8% | 5.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 46.9% | 62.8% | 65.1% | 68.4% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 12.61% | 54.62% | 61.88% | 72.34% |
| | | | | | 流动比率 | 1.13 | 0.81 | 0.70 | 0.68 |
| | | | | | 速动比率 | 0.76 | 0.41 | 0.40 | 0.37 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.24 | 1.14 | 0.92 | 0.82 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 112 | 109 | 111 | 111 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 8.47 | 12.08 | 9.66 | 9.92 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 0.24 | 0.27 | 0.32 | 0.34 |
| | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 2.62 | -0.55 | 1.76 | 0.76 |
| | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 4.86 | 5.13 | 5.45 | 5.79 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 42.94 | 38.67 | 31.95 | 30.10 |
| | | | | | P/B | 2.13 | 2.02 | 1.90 | 1.78 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16 | 11 | 7 | 5 |

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com