六国化工（600470）

中性/维持评级

股价：RMB15.56

分析师
肖晖
SAC 执业证书编号:S1000510120037
(0755)8249 3656
xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人
赵森
(0755)8236 8536
zhaosen@mail.htlhsc.com.cn

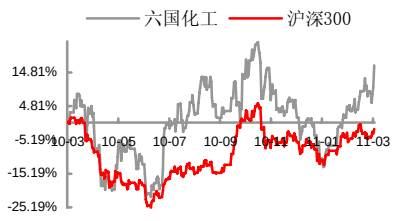
相关研究

《谋求稳定主营，尝试多元发展》20100420

基础数据

总股本（百万股）	326
流通 A 股（百万股）	326
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	5,073

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

业绩符合预期 期待更好发展

- **业绩符合预期。**公司 2010 年报，实现营业收入 27.3 亿元，同比降低 6.3%，利润总额 1.04 亿元，同比增长 97%，归属上市公司股东净利润 8710 万元，同比增长 50%，增发摊薄后 EPS 0.25 元，基本符合预期。
- **产销量降低，毛利提升。**公司由“销量拓展”向“效益增强”发展，收入结构有改善。10 年磷复肥产量 120.2 万吨，同比降低 7.6 万吨；国内二铵均价 10 年同比上涨约 15%，公司收入降低 6.3%，估算销量下降 20%。公司毛利率上升 3.4 百分点至 8.61%。收入中，出口增长 743.2%，毛利率 18%，高于内销 8%的水平，对毛利贡献由 0.7%提升至 11%。毛利率 11%的一铵收入增长 16%，而二铵（8%毛利率）下降 16%。
- **三项费用率小幅上升。**公司三项费用率一直保持业内较低水平，10 年公司费用率由 3.46%小幅提升至 4.35%，增加支出约 1800 万，其中增长主要是销售费用中的运输费增长 98%，销售服务费增长 59%，以及管理费用中职工薪酬增长 25%。
- **存货增长，储备后期销售。**公司年末存货同比增长 1.84 亿元，增幅 51%，主要是公司部分原材料价格上涨，以及公司 11 年初供货量较大，公司增加相应原料及产成品储备所致，公司预收账款同比增长 20%，达 3.64 亿元。
- **2011 磷肥趋势向好。**我们预计 2011 年全球磷酸开工率达到 80%，仅低于 2007 年的 85%的水平，全球磷肥价格上涨，美洲湾达到 615-618 美元/吨，较 10 年 7 月低点已上涨 40%，摩洛哥 OCP 将 11 年 4 月二铵再上调 10 美元至 665 美元/吨 CFR。全球农产品价格高位，中国高关税限制出口及突尼斯磷铵继续停产，我们预计国际磷铵价格还将持续高位。6 月-9 月磷肥出口低关税，将刺激国内磷肥价格阶段性上涨。
- **投资建议。**我们预计公司 11-13 年 EPS 0.30、0.38、0.46 元，PE52、41、34 倍，维持“中性”评级。《磷铵生产准入条件》将中长期利好公司发展。
- **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。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2733.6	3088.0	3266.0	3698.0
(+/-%)	-6.3	13.0	5.8	13.2
归属母公司净利润(百万元)	81.7	98.0	122.0	150.0
(+/-%)	50.1	20.0	24.5	23.0
EPS(元)	0.25	0.30	0.38	0.46
P/E(倍)	62.1	51.6	41.5	33.9

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目　录

国际、国内磷肥需求旺盛 4

公司发展前景值得期待 6

自建合成氨及磷矿石项目，降低生产成本 6

开拓多元发展空间 6

《磷铵生产准入条件（征求意见稿）》出台 7

投资建议 7

风险提示 7

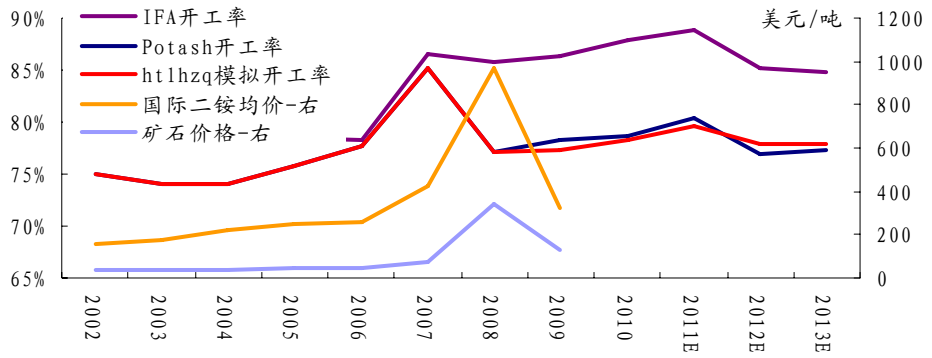
图表目录

图 1: 2011 年国际磷酸开工率将达到 80% 4
图 2: 国际磷铵价格持续上涨 4
图 3: 二铵出口量大增 5
图 4: 一铵出口保持高位 5
图 5: 国内二铵价格 5
图 6: 国内一铵价格 5
图 7: 国内液氨价格 5
图 8: 国内硫酸价格 5
图 9: 10 年磷肥行业盈利情况有提高，11 年进一步提高趋势 6

国际、国内磷肥需求旺盛

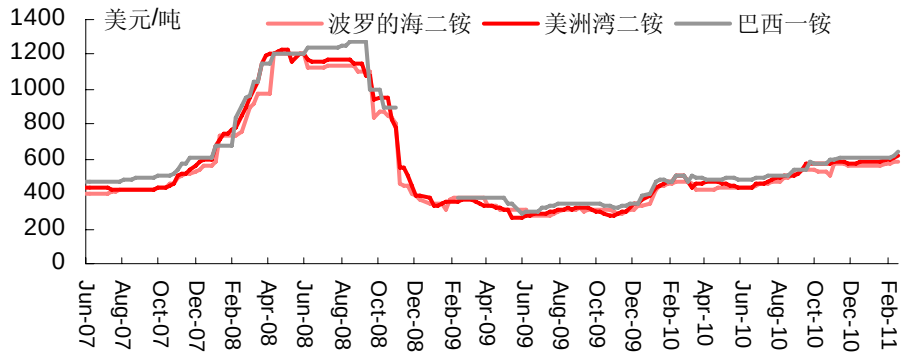
我们预计 2011 年全球磷酸开工率达到 80%，仅低于 2007 年的 85%的水平，全球磷肥价格上涨，美洲湾达到 615-618 美元/吨，较 10 年 7 月低点已上涨 40%，摩洛哥 OCP 将 11 年 4 月二铵再上调 10 美元至 665 美元/吨 CFR。全球农产品价格高位，中国高关税限制出口及突尼斯磷铵继续停产，我们预计国际磷铵价格还将持续高位。国际旺盛需求将在 6-9 月中国出口阶段带动国内磷铵景气。

图 1： 2011 年国际磷酸开工率将达到 80%



资料来源：华泰联合证券研究所

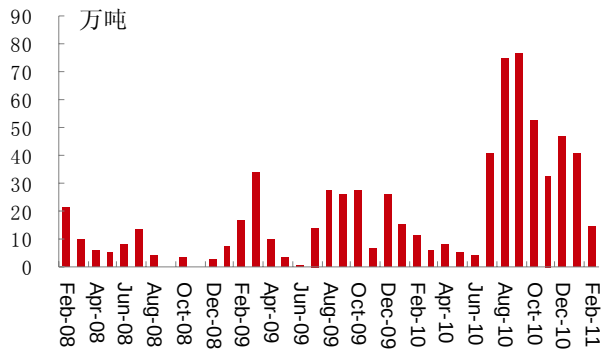
图 2： 国际磷铵价格持续上涨



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

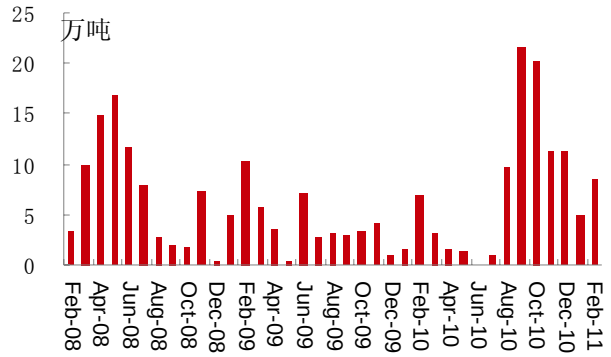
中国将从 6 月起，执行 7%淡季关税，连续四个月，我们认为在国际磷铵旺盛需求带动下，中国出口将保持高位，且届时可以带动国内磷化工行业景气。

图 3： 二铵出口量大增



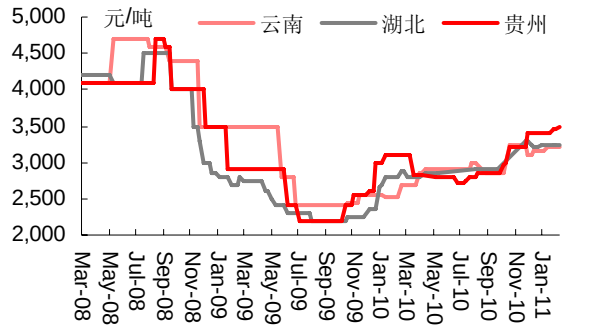
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

图 4： 一铵出口保持高位



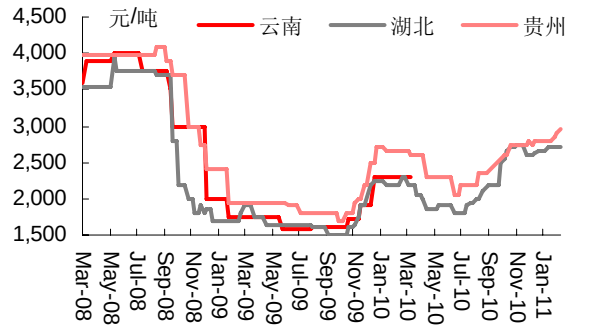
资料来源：石化行业协会，华泰联合证券研究所

图 5： 国内二铵价格



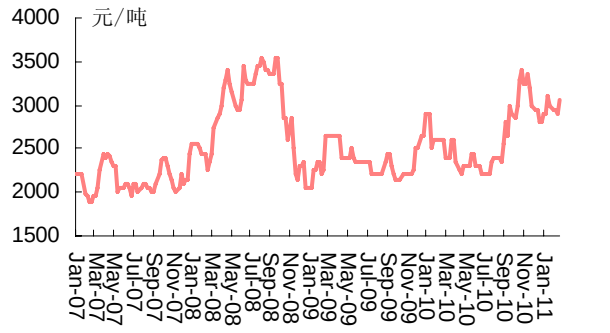
资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 6： 国内一铵价格



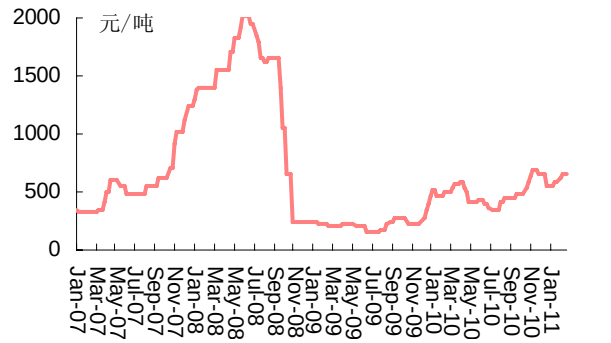
资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 7： 国内液氨价格



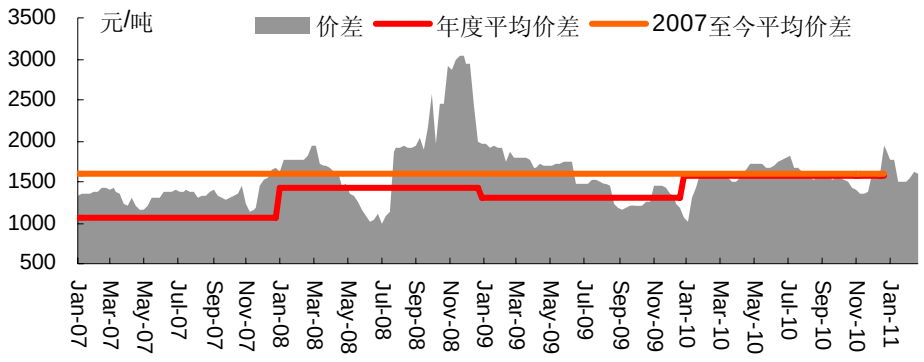
资料来源：华泰联合证券研究所

图 8： 国内硫酸价格



资料来源：华泰联合证券研究所

图 9： 10 年磷肥行业盈利情况有提高，11 年进一步提高趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

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/年磷矿采选矿项目目前仍在试生产阶段，主要是平巷掘进位处含水层中，采掘作业受到一定的影响。该项目进展已达 90%，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。

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。鑫克化工年产 5 万吨精制磷酸及磷酸盐项目，已顺利完成试生产，公司产业升级和产品结构调整的战略发展目标得以快速推进。

管理层在 10 年将公司经营对策由“销量拓展型”向“效益增强型”转变，提升公司市场地位。年内公司还与三星物产合作，合资建设一期 20 万吨/年硫磷铵复合肥项目，规划建设总规模为 60 万吨/年复合肥。

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。

《磷铵生产准入条件（征求意见稿）》出台

工业和信息化部 3 月 25 日《对磷铵生产准入条件（征求意见稿）》公开征求意见。该准入条件从生气企业布局、工艺条件、能源消耗和资源综合利用、环保、安全生产及监管几个方面对行业准入进行规范。

对公司利好方面主要包括：三年内原则上不再新建或改扩建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置；鼓励利用冶炼副产硫酸资源；项目建设同时必须配套建设氟回收装置和磷石膏综合利用项目；以及相应的能耗和环保标准等，公司处行业内龙头地位，技术先进，但未能达标的中小企业在 2013 年前后将被关停。

我们认为，该准入条件将会有效遏制磷复肥行业盲目投资，防止低水平重复建设，规范磷复肥行业发展，促进产业结构优化升级，中长期利好磷肥行业发展。

投资建议

我们预计公司 11-13 年 EPS 0.30、0.38、0.46 元，PE52、41、34 倍，维持“中性”评级。《磷铵生产准入条件》将中长期利好公司发展。

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。

盈利预测

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2159	2668	2473	2510
现金	1301	1924	1612	1554
应收账款	7	19	19	18
其他应收款	6	6	7	8
预付账款	269	197	223	279
存货	546	497	582	616
其他流动资产	1	24	30	34
非流动资产	1246	2021	2593	3073
长期投资	35	35	35	35
固定资产	688	1148	1644	2524
无形资产	45	45	45	45
其他非流动资	0	794	869	469
资产总计	3405	4689	5065	5582
流动负债	1072	1134	1084	1148
短期借款	86	150	150	150
应付账款	271	321	288	352
其他流动负债	0	663	647	646
非流动负债	39	278	579	879
长期借款	22	278	578	878
其他非流动负	16	1	1	1
负债合计	1111	1412	1663	2027
少数股东权益	95	92	95	99
股本	326	326	326	326
资本公积	1458	2345	2345	2345
留存收益	402	513	636	786
归属母公司股	2200	3185	3307	3457
负债和股东权	3405	4689	5065	5582

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	-2	283	113	367
净利润	80	95	125	153
折旧摊销	0	80	128	200
财务费用	4	9	27	45
投资损失	1	-1	-1	-1
营运资金变动	0	111	-167	-31
其他经营现金	-8	-12	0	0
投资活动现金	-314	-856	-699	-679
资本支出	323	857	700	680
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	0	1	1	1
筹资活动现金	1063	1197	273	255
短期借款	-20	64	0	0
长期借款	0	256	300	300
普通股增加	100	0	0	0
资本公积增加	920	887	0	0
其他筹资现金	63	-9	-27	-45
现金净增加额	0	624	-313	-58

利润表 单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2734	3088	3266	3698
营业成本	2498	2843	2960	3320
营业税金及附加	9	11	11	13
营业费用	58	56	59	67
管理费用	56	56	59	70
财务费用	5	9	27	45
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-1	1	1	1
营业利润	97	115	151	185
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	104	115	151	185
所得税	24	20	26	31
净利润	80	95	125	153
少数股东损益	-1	-3	3	4
归属母公司净利	82	98	122	150
EBITDA	102	204	307	430
EPS（元）	0.25	0.30	0.38	0.46

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-6.3%	13.0%	5.8%	13.2%
营业利润	102.0	18.7%	31.4%	22.4%
归属母公司净利	50.1%	20.2%	24.5%	22.4%
获利能力				
毛利率(%)	0.0%	7.9%	9.4%	10.2%
净利率(%)	3.0%	3.2%	3.7%	4.1%
ROE(%)	3.7%	3.1%	3.7%	4.3%
ROIC(%)	3.4%	0.0%	5.9%	6.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.6%	30.1%	32.8%	36.3%
净负债比率(%)	106.24	30.27	43.75	50.70
流动比率	2.01	2.35	2.28	2.19
速动比率	1.50	1.92	1.74	1.65
营运能力				
总资产周转率	0.98	0.76	0.67	0.69
应收账款周转率	168	224	159	187
应付账款周转率	10.74	9.61	9.73	10.37
每股指标（元）				
每股收益(最新	0.25	0.30	0.38	0.46
每股经营现金流	-0.01	0.87	0.35	1.12
每股净资产(最	7.04	9.77	10.14	10.60
估值比率				
P/E	62.09	51.64	41.47	33.87
P/B	2.21	1.59	1.53	1.47
EV/EBITDA	52	19	13	9

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 ± 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

免责申明

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn