



2009 年 2 月 23 日

审慎推荐

化工

中金公司研究部

分析员：时雪松

shixs@cicc.com.cn

(8621) 58796226

四川美丰 (000731/7.93 元)

4 季度计提损失，业绩低于预期

主要财务指标

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1,364	2,053	3,436	3,252	3,756
(+/-)	21%	51%	67%	-5%	15%
主营业务利润	391	471	418	600	711
(+/-)	8%	20%	-11%	44%	18%
净利润	249	315	201	312	357
(+/-)	6%	26%	-36%	55%	15%
每股盈利 (元)	0.50	0.63	0.40	0.62	0.71
(+/-)	6%	26%	-36%	55%	15%
市盈率	15.9	12.6	19.7	12.7	11.1
市净率	1.6	1.7	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	10.1	8.3	9.0	5.3	6.6
净资产收益率	19.8%	22.1%	12.3%	16.2%	15.7%
ROCE	20.3%	17.9%	10.3%	10.8%	11.3%
现金分红收益率	7.6%	7.6%	3.0%	4.7%	5.4%

股票代码	000731.CH
当前股价	人民币 7.93
日成交量 (百万股)	15.0
52周最高价/最低价	人民币 33.3/4.10
发行股数 (百万股)	500
其中：流通股 (百万股)	409
总市值 (百万元)	3,964
主要股东 (持股比例)	
	成都华川石油天然气勘探开发总公司 (14.42%)
	四川天晨投资控股集团有限公司 (8.78%)

近期股价表现



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

要点：

➤ **08 年年报符合预期。**四川美丰公布了 2008 年年报。全年主营业务实现销售收入 34.36 亿元，同比增长 67.3%；主营业务利润 4.18 亿元，同比下降 11.1%；实现净利润 2.01 亿，同比下降 36%，每股收益 0.40 元。其中四季度单季度实现销售收入 9.61 亿元，净利润 0.11 亿元，同比下降 88.4%，环比下降 85.6%。全年实现经营性现金流 0.40 亿元。盈利情况符合我们的预期。

公司 2008 年业绩下滑主要是 5 月份四川地震影响，德阳和绵阳的化肥工厂停产近一月，同时几次开停车导致消耗和成本上升。同时贵化由于年初雪灾以及无烟煤价格上涨原因，2008 年实现了亏损近 8000 万元。

公司 2008 年度将每 10 股派现金 1.5 元，公司一直保持一个较高的分红比例。

➤ **贵化技改和新刘化的控股将是今年增长的主要来源。**公司控股 55.787% 的贵州美丰的原料煤技术改造正在实施之中，我们预计 2009 年中期有望完成，技改完成后原料可用无烟粉煤，成本大幅度下降，2009 年有望实现扭亏。

公司参股 45% 的甘肃刘化集团，目前也在实施氮肥和甲醇装置的技改扩建工作，按照协议，改造完成后，四川美丰有望继续增持股份至控股，2008 年刘化实现净利润 7010 万元。

公司还在绵阳美丰工业园建设一期 30 万吨尿素，预计 2010 年建成。

➤ **维持盈利预测，维持“审慎推荐”。**我们维持 2009 年和 2010 年每股盈利 0.62 元和 0.71 元的预测。公司经营风格比较稳健，目前估值在氮肥企业中相对较低，维持“审慎推荐”。公司原料天然气近一半为计划外用气，这部分气价可能继续上涨，这部分因素未在盈利预测中反映。

表 1: 四川美丰季度业绩对比

(百万元)	1Q 2007	2Q 2007	3Q 2007	4Q 2007	1Q 2008	2Q 2008	3Q 2008	4Q 2008	QoQ	YoY	2008	2007	YoY
主营业务收入	473	446	502	631	798	797	880	961	9.2%	52.2%	3,436	2,053	67.3%
主营业务成本	377	341	368	493	694	712	736	873	18.8%	77.0%	3,015	1,580	90.8%
主营业务利润	96	105	134	136	104	84	143	87	-39.6%	-36.1%	418	471	-11.1%
营业费用	4	3	3	5	4	5	5	6	7.4%	14.3%	19	15	30.0%
管理费用	12	26	19	2	23	35	35	38	8.9%	1556.5%	131	59	122.3%
财务费用	8	8	8	9	12	16	16	7	-55.4%	-20.4%	51	32	59.7%
资产减值损失	-	-	-	-0	-1	1	0	-23	n.m.	4879.2%	-22	-0	n.m.
营业利润	73	68	105	120	67	28	87	14	-83.7%	-88.2%	195	366	-46.5%
税前利润	81	74	113	124	77	40	94	-4	n.m.	n.m.	206	391	-47.3%
所得税	13	12	17	26	12	9	19	4	-81.6%	-86.2%	44	68	-35.1%
少数股东损益	2	1	1	5	-5	-14	-1	-19	1629.3%	n.m.	-39	9	-554.9%
净利润	66	61	94	94	70	45	76	11	-85.6%	-88.4%	201	315	-36.0%
每股收益 (元)	0.13	0.12	0.19	0.19	0.14	0.09	0.15	0.02	-85.6%	-88.4%	0.40	0.63	-36.0%
财务比率	1Q 2007	2Q 2007	3Q 2007	4Q 2007	1Q 2008	2Q 2008	3Q 2008	4Q 2008	QoQ	YoY	2008	2007	YoY
毛利率	20.3%	23.5%	26.8%	21.8%	13.1%	10.7%	16.4%	9.1%	-7.3%	-12.7%	12.3%	23.1%	-11%
营业利润率	15.4%	15.2%	20.9%	19.0%	8.3%	3.5%	9.9%	1.5%	-8.4%	-17.5%	5.7%	17.8%	-12%
净利润率	14.0%	13.6%	18.8%	14.8%	8.8%	5.6%	8.6%	1.1%	-7.5%	-13.7%	5.9%	15.3%	-9%
营业费用率	0.8%	0.8%	0.5%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.0%	-0.2%	0.6%	0.7%	-0.2%
管理费用率	2.4%	5.8%	3.8%	0.4%	2.8%	4.4%	4.0%	4.0%	0.0%	3.6%	3.8%	2.9%	0.9%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

附表 1: 四川美丰财务预测表

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	1,364	2,053	3,436	3,252	3,756
主营业务成本	972	1,580	3,015	2,640	3,031
主营业务利润	391	471	418	600	711
营业利润	282	366	195	402	463
利润总额	307	391	206	412	473
净利润	249	315	201	312	357
现金流量表					
经营活动产生之现金流	355	458	396	-14	680
投资活动产生之现金流	-365	-227	-247	-745	-651
筹资活动产生之现金流	347	-221	35	178	-144
现金及现金等价物净增加额	337	10	184	-581	-115
资产负债表					
流动资产	683	643	1,078	365	290
长期投资	264	315	319	315	315
固定资产	1,231	1,384	2,103	2,632	3,026
无形资产及其他资产	83	136	313	314	316
流动负债	687	940	1,342	1,023	1,035
长期负债	301	77	723	471	383
股东权益	1,256	1,427	1,635	1,918	2,275
财务指标					
毛利率	29%	23%	12%	18%	19%
净利率	18%	15%	6%	10%	10%
净资产收益率	20%	22%	12%	16%	16%
股息收益率	8%	8%	3%	5%	5%
净债务/股东权益	-2%	净现金	净现金	净现金	净现金
资产负债率	44%	41%	53%	41%	36%
流动比率	0.99	0.68	0.80	0.36	0.28
速动比率	0.77	0.61	0.59	0.25	0.16

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

附表 2、行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率			EV/EBITDA		
				2009-2-20	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
国内化肥公司														
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	27.72	17.7	14.5	13.4	3.9	3.3	2.9	9.6	7.8	7.0	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	55.8	24.7	9.8	13.6	13.3	6.9	7.3	15.7	5.7	7.8	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	7.93	15.8	12.7	11.1	2.4	2.0	1.7	8.2	7.4	6.2	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	13.69	16.2	15.7	12.3	2.8	2.5	2.1	9.3	8.7	7.6	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	10	17.6	15.8	13.5	2.1	1.9	1.8	6.7	5.8	5.4	
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	38.65	289.7	13.0	8.7	11.5	6.1	3.6	887.1	302.4	250.2	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	13.58	18.3	19.6	11.7	4.8	4.2	3.3	8.8	7.3	4.8	
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.88	11.3	8.5	8.8	1.8	1.5	1.3	1.8	1.4	1.5	
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	24.70	31.2	22.1	21.1	14.5	8.7	6.2	15.0	10.2	9.4	
平均					49.2	14.6	12.7	6.3	4.1	3.4	106.9	39.6	33.3	
中间值					17.7	14.5	12.3	3.9	3.3	2.9	9.3	7.4	7.0	
国内材料公司														
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	14.15	13.7	16.3	12.7	4.2	3.3	2.6	9.7	10.9	8.4	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	42.94	7.1	16.8	13.7	4.1	3.5	2.9	5.1	9.9	7.9	
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	11.29	30.6	39.7	25.0	1.8	1.8	1.7	10.1	9.0	7.6	
三爱富	600636 CH	CNY	中性	6.5	14.1	21.0	16.3	1.2	1.1	1.0	2.9	3.8	3.2	
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	6.41	22.0	27.3	27.9	1.8	1.7	1.6	8.2	8.1	8.1	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	7.26	22.4	21.8	17.4	1.5	1.4	1.4	10.4	9.7	9.0	
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	8.52	20.6	33.8	17.3	1.5	1.5	1.4	9.1	10.0	7.6	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.61	13.1	19.7	16.0	3.4	2.9	2.5	7.4	9.4	8.8	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	15.91	15.1	22.8	16.5	3.8	3.3	2.9	9.6	10.1	7.8	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	16.65	16.7	40.3	26.9	2.7	2.6	2.4	7.8	10.0	8.2	
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	15.48	182.5	87.1	22.4	20.3	4.0	3.5	72.9	25.6	7.9	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.649	53.5	25.6	6.6	6.0	1.2	1.0	31.9	12.7	5.9	
平均					34.3	31.0	18.2	4.4	2.4	2.1	15.4	10.8	7.5	
中间值					18.7	24.2	16.9	3.1	2.2	2.0	9.3	9.9	7.9	

资料来源: Wind, 中金公司研究部

附表 3、国际化工公司估值表

	代码	货币	股价 2009-2-20	2007	市盈率					市净率					EV/EBITDA		
					2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010		
国际化肥公司																	
加拿大化肥公司	POT CN	CAD	104.69	29.91	8.02	6.57	5.87	5.50	4.16	2.65	1.83	15.05	5.43	4.51	4.20		
Potashcorp	AGU CN	CAD	49.96	15.23	4.82	5.63	5.67	2.55	1.63	1.25	1.04	9.41	3.60	4.06	4.19		
美国化肥公司																	
Mosaic	MOS US	USD	42.52	9.05	5.42	4.46	4.25	2.80	1.91	1.18	1.02	5.47	3.28	2.69	2.56		
Terra Industry	TRA US	USD	24.68	11.37	4.24	6.58	8.02	3.56	2.20	1.68	n.a.	3.62	2.10	3.89	6.56		
Terra Nitrogen	TNH US	USD	119.91	11.00	n.a.	n.a.	n.a.	10.82	n.a.	n.a.	n.a.	9.50	n.a.	n.a.	n.a.		
欧洲化肥公司																	
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	1.11	36.89	2.05	1.85	1.04	11.97	1.72	0.80	0.55	7.05	1.78	1.29	0.90		
Yara	YAR NO	NOK	151.25	7.34	3.32	5.97	5.21	2.10	1.47	1.25	1.05	10.67	3.66	6.14	5.40		
K+S	SDF GR	EUR	37.45	n.m.	6.26	5.29	5.19	6.64	3.88	2.59	1.95	15.09	4.10	4.10	4.10		
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	3300	20.48	4.74	4.95	3.69	6.11	3.97	3.13	2.56	3.42	3.94	4.10	3.07		
平均				17.66	4.86	5.16	4.87	5.78	2.62	1.82	1.43	8.81	3.49	3.85	3.87		
中间值				11.37	4.82	5.63	5.21	4.53	2.20	1.68	1.44	9.45	3.66	4.10	4.19		
国际材料公司																	
聚氨酯公司																	
Bayer AG	BAY GR	EUR	40.69	6.97	11.02	10.62	9.51	1.86	1.82	1.65	1.54	7.39	6.49	6.19	5.95		
BASF AG	BAS GR	EUR	21.86	5.25	5.59	7.84	7.57	1.09	1.08	1.08	1.04	3.10	3.26	3.95	3.83		
Dow Chemical Co	DOW US	USD	8.1	2.67	3.02	3.93	3.51	0.39	0.39	0.39	0.37	2.82	2.94	3.18	3.10		
平均				4.97	6.54	7.46	6.86	1.11	1.10	1.04	0.98	4.44	4.23	4.44	4.30		
中间值				5.25	5.59	7.84	7.57	1.09	1.08	1.08	1.04	3.10	3.26	3.95	3.83		
有机硅公司																	
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2015	7.64	10.08	10.62	9.10	1.07	1.03	0.94	0.85	5.10	5.94	5.95	5.24		
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	434	7.31	7.42	8.67	7.56	0.53	0.54	0.53	0.53	3.22	3.41	4.12	4.09		
Solvay SA	SOLB BB	EUR	49.24	5.21	6.96	7.67	6.71	0.94	0.90	0.85	0.78	3.29	3.97	4.33	4.03		
3M Co.	MMM US	USD	47.25	8.29	9.13	10.11	10.32	2.85	2.76	2.45	2.29	5.88	5.63	6.24	6.47		
平均				7.11	8.40	9.27	8.42	1.35	1.31	1.19	1.11	4.37	4.74	5.16	4.96		
中间值				7.48	8.28	9.39	8.33	1.00	0.97	0.89	0.82	4.20	4.80	5.14	4.66		
有机硅公司																	
GE Co.	GE US	USD	9.38	4.30	5.05	6.65	6.61	0.81	0.75	0.78	0.76	15.13	13.10	13.67	13.78		
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	3990	9.35	8.95	9.25	8.47	1.19	1.09	1.02	0.94	3.51	4.01	3.79	3.79		
Rhodia SA	RHA FP	EUR	2.816	2.18	2.10	2.96	2.11	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.35	2.72	2.90	2.67		
Cabot Corp	CBT US	USD	11.14	5.41	8.74	5.00	4.58	0.61	0.52	0.48	n.a.	4.14	4.46	3.58	4.24		
平均				5.31	6.21	5.96	5.44	0.87	0.79	0.76	0.85	6.28	6.07	5.99	6.12		
中间值				4.86	6.89	5.82	5.60	0.81	0.75	0.78	0.85	3.82	4.24	3.69	4.01		
环氧树脂公司																	
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	6.52	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.47	0.99	9.18	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.		
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	214	6.64	6.76	8.88	9.68	0.33	0.32	0.32	0.32	5.02	5.51	5.95	6.21		
Sunoco Inc	SUN US	USD	33.1	4.45	5.72	9.43	7.91	1.54	1.25	1.17	1.07	3.49	3.56	4.98	4.22		
Ciba	CIBN VX	CHF	48.06	13.61	22.57	17.85	15.58	0.97	1.16	1.14	1.10	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
平均				8.24	11.69	12.05	11.06	0.83	0.93	2.95	0.83	4.25	4.53	5.47	5.22		
中间值				6.64	6.76	9.43	9.68	0.72	1.07	1.15	1.07	4.25	4.53	5.47	5.22		

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附表 4、国际可比公司行业板块估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	12.7	9.7	14.7	8.7	1.9	2.0	1.8	2.0	6.6	7.9	5.7	5.6
美国大宗化学品	4.4	5.9	8.2	6.4	0.9	0.8	0.7	0.5	4.0	4.0	4.4	4.0
欧洲化工	9.0	8.0	8.2	7.6	1.5	1.5	1.3	1.2	6.0	5.5	5.6	5.2
日本化工	10.8	14.8	12.0	10.3	0.7	0.7	0.7	0.7	4.0	4.7	4.9	4.6
亚太化工	7.4	8.8	10.3	10.3	1.0	1.2	1.1	1.1	11.1	7.8	9.3	10.1
平均	9.2	9.7	10.8	8.7	1.2	1.3	1.1	1.1	6.4	5.9	5.8	5.7
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化化工	5.9	10.4	9.5	8.8	0.8	0.8	0.7	0.7	8.0	5.5	6.8	7.2
工业气体	9.4	11.1	9.3	8.3	1.4	1.4	1.2	1.1	7.3	7.7	6.4	5.8
大宗化学品	10.3	7.5	9.5	7.8	1.2	1.0	0.9	0.8	5.0	4.4	4.9	4.5
特殊化学品	10.7	10.3	12.7	8.8	1.5	1.6	1.4	1.4	6.0	6.6	5.6	5.5
平均	9.2	9.7	10.8	8.7	1.2	1.3	1.1	1.1	6.4	5.9	5.8	5.7
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
大盘公司	9.7	11.0	10.7	9.4	1.9	1.8	1.6	1.5	6.7	6.2	6.3	6.2
中盘公司	8.2	7.5	8.8	7.4	0.7	0.7	0.6	0.6	6.5	4.8	5.7	5.6
小盘公司	10.7	12.1	18.7	11.5	1.0	1.4	1.1	1.1	5.3	8.3	4.4	3.3
平均	9.2	9.7	10.8	8.7	1.2	1.3	1.1	1.1	6.4	5.9	5.8	5.7

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。