

四川美丰 (000731.SZ/000731 CH)

经营情况稳定，明年面临天然气涨价风险

Rmb9.12**增持**
维持**动态更新**
财测下修

V 王志霖

W 886.2.2181.8730

X stephen.wang@kgi.com.tw

V 张琼钢 (Coordinator)

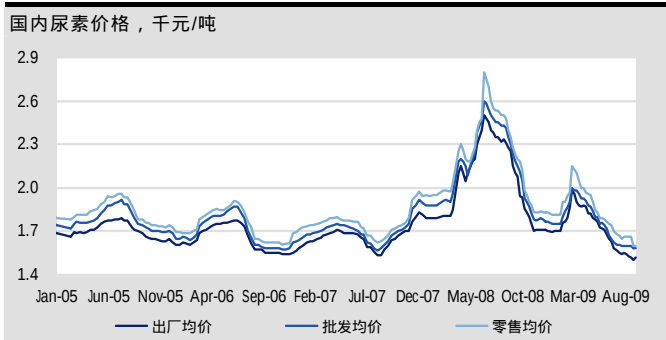
W 86.21.6125.8680

- 经营情况稳定，销售良好
- 今年天然气价格保持稳定，不排除明年涨价的可能
- 目标价 12.75 元，维持「增持」评级

经营情况稳定

春耕过后，国内尿素的价格持续下跌，目前处于历史低点，随着华北、华东等地开始为冬小麦的播种进行储备，市场交易量有所上升，同时带动国内出厂均价上涨 20 元/吨，但与春夏两季的用量不可同日而语，价格反弹有限。

图一：尿素价格处于历史低点



目前四川美丰在四川地区的装置运行稳定，与往年基本持平，销售顺畅，出厂价 1,620 元/吨，较四川地区的出厂均价高约 100 元/吨；贵州美丰经过几个月的技改，已经能够满负荷运行，8 月份尿素产量已经达到 2.63 万吨，但由于能耗、物耗太高，现在还难以扭亏；兰州远东 10 万吨尿素装置在 8 月初进行了为期 20 天左右的停产检修，由于尿素价格过低，目前还处于停产状态，预计全年能保持微利或者盈亏平衡；参股公司甘肃刘化目前也运行稳定，出厂价报价 1,550 元/吨。

天然气价格目前稳定，不排除明年涨价的可能

中石化中石化 (600028.SS, Rmb11.98, 未评级) 已下发文件，将川气东送天然气出厂价定在 1.408 元/立方米。这一定价较目前的西气价格上涨了 100% 以上，该价格将

成为我国天然气价格改革的风向标，全国新一轮天然气价格上涨已经不可避免，一直享受优惠气价的化肥企业将受到冲击。

目前，四川美丰天然气的采购均价为 1.09 元/立方米，一半享受化肥用气的国家优惠价格 0.89 元/立方米，其余为市场化采购，供应合同签订到今年年底，因此，今年的生产成本不会受到影响。但明年涨价的可能性很大，按照公司每年消耗 4.5-5 亿立方米天然气测算，天然气的价格每上涨 1 分钱，生产成本增加 450-500 万元/年。

复合肥项目明年中期建成投产

公司 30 万吨/年的复合肥项目正在紧锣密鼓的建设中，预计明年四五月份建成投产，虽然国内复合肥严重过剩，整体盈利情况不乐观，但是由于自产尿素，有一定成本优势；“美丰”品牌具有很高的市场知名度，尿素的价格要比其它品牌高 100-150 元/吨，因此，有望带动复合肥取得较好的销售业绩；另外，公司的农资公司有多年的销售经验和晚上的销售网络，销售有望比较顺畅。因此，30 万吨/年的复合肥建成后，会给公司贡献一定的利润。

公司评价与投资建议

由于目前尿素的价格仅为上半年均价的 85%，预计年底前也难有大幅反弹，我们下调 09 年每股盈利预测至 0.39 元，假设明年天然气价格上调 0.1 元/立方米，尿素的生产成本将增加 60 元/吨，因此下调 10-11 年每股收益预测至 0.51 元、0.62 元，根据目前的 market 情况，给予四川美丰 10 年 25 倍 PE 的估值，目标价 12.75 元，维持「增持」评级。

至12月31日	主营收入	主营利润	营业利润	EBITDA	净利润	每股盈利
	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(元)
2008A	3,436	418	246	454	202	0.40
2009F	4,394	345	205	530	193	0.39
2010F	5,503	468	303	659	256	0.51
2011F	6,618	537	371	752	308	0.62
至12月31日	EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA	市盈率	EV/Inv. C	净资产回报率
	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)
2008A	1.6	21.8	9.5	25.0	1.9	13.2
2009F	1.1	24.6	11.8	23.6	1.9	11.1
2010F	0.9	15.5	9.5	17.8	1.6	13.1
2011F	0.6	11.3	9.5	14.8	1.3	13.8
产业	化工			52 周股价 (低/高):		4.2 - 11.4
12个月目标价 (人民币元)	12.75			市值 (十亿元/美金百万):		5/633
上涨/下跌空间 (%)	39.8			流通在外股数 (百万股):		500
上涨空间排名 (percentile, %)	93			不受大股东掌控股数 (百万股):		478
股利收益率-12/09估 (%)	N.A.			外资持有股数 (百万股):		N.A.
每股净值-12/09估(人民币元)	3.7			3 个月平均日成交量 (百万股):		20
价格每股净值比-12/09估 (x)	2.5			股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)		14.9; 16.7; 84.7
净负债比率-12/09估 (%)	26.7			股价相对表现 % (3, 6, 12个月)		5.3; -14.6; -2