

2010 年 2 月 4 日

A
持有

000731.SZ - 人民币 8.65

目标价格: 人民币 8.20 (▼9.36)

倪晓曼

(8621) 6860 4866 分机 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

股价相对指数表现


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(7)	(7)	(5)	12
相对新华富时 A50 指数 (%)	4	4	4	(33)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	500
流通股 (%)	85.6
流通股市值 (人民币 百万)	3,702
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	135
净负债比率 (%)	46
主要股东 (%)	
成都华川石油天然气勘探公司	14.42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

四川美丰

2009 年净利低于预期

公司公告 2009 年实现净利 1.38 亿元, 同比下降 32%, 该结果低于我们和市场预期。虽然公司未来两年有一定产能扩充, 但考虑天然气成本上升因素和公司并购企业未来仍可能成为盈利负担, 我们认为其目前估值并不便宜, 维持**持有**评级, 但将目标价格下调至 8.20 元。

支撑评级的要点

- 公司 2009 年利润同比下降除了有并购煤头装置盈利较差对公司形成拖累以外, 其第四季度加大冬储, 减少了几万吨尿素销量也是主要原因。我们认为这部分利润会在 2010 年第一季度有所体现。
- 公司 2010 年 4 月份将建成 30 万吨复合肥生产装置, 这有望成为其未来盈利增长点。

评级面临的风险因素

- 我们未来盈利预期未考虑天然气成本上升因素, 如果该成本大幅上升, 则公司盈利低于我们预期。

估值

- 基于 18 倍 2010 年预期每股收益, 我们将公司目标价由 9.36 元下调至 8.20 元, 但对该股维持**持有**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	3,436	3,663	4,350	5,133	6,057
变动 (%)	67	7	19	18	18
净利润 (人民币 百万)	201	138	228	259	336
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.402	0.275	0.455	0.518	0.673
变动 (%)	(36.1)	(31.5)	65.4	13.7	30.0
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.411	0.552	0.757	-
原先预测每股收益 (人民币)	-	-	0.517	0.725	-
调整幅度 (%)	-	-	(11.9)	(28.6)	N/A
核心每股收益 (人民币)	0.402	0.275	0.455	0.518	0.673
变动 (%)	(36.1)	(31.5)	65.4	13.7	30.0
全面摊薄市盈率	22.1	32.3	19.5	17.2	13.2
核心市盈率	22.1	32.3	19.5	17.2	13.2
每股现金流量 (人民币)	0.46	0.32	0.93	1.02	1.23
价格/每股现金流量 (倍)	19.1	27.7	9.6	8.7	7.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.4	13.5	8.3	6.6	5.2
每股股息 (人民币)	0.150	0.070	0.100	0.120	0.150
股息率 (%)	1.7	0.8	1.1	1.3	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

估值。目前四川美丰估值相当于 2010 年 19.5 倍预期市盈率，即使考虑公司未来两年有一定的产能扩充，但由于天然气成本上升的不确定性，始终制约气头尿素企业估值提升，并且公司在并购过程中发展还是遇到些问题，未来两年公司可能会继续消化并购企业的盈利负担，目前看公司估值并不便宜。基于 18 倍 2010 年预期每股收益，我们将公司目标价由 9.36 元下调至 8.20 元，但对该股维持**持有**评级。

公司 2009 年净利同比下降 29%。四川美丰公告其 2009 年业绩，期间收入同比仅增长 7%至 36.6 亿元，而净利同比下降 32%至 1.38 亿，该结果低于我们预期。公司同时公告其 2009 实行每 10 股派 0.7 元现金的分红方案。

图表 2.2009 年度业绩摘要

(人民币 百万)	2008	2009	同比变动%
营业额	3,436	3,663	7
销售税金	(3)	(4)	34
净销售额	3,433	3,660	7
销售成本	(3,015)	(3,373)	12
毛利润	418	287	(31)
销售费用	(19)	(22)	15
管理费用	(131)	(128)	(2)
经营利润	269	137	(49)
投资收益	31	5	(85)
财务费用	(51)	(43)	(15)
资产减值	(22)	(6)	(75)
其它	(20)	0	(102)
税前利润	206	93	(55)
所得税	(44)	(27)	(39)
少数股东权益	39	72	82
净利润	202	138	(32)
主要比率 (%)			
毛利率	12.2	7.8	
经营利润率	7.8	3.7	
净利率	5.9	3.8	

资料来源：公司数据

公司 2009 年业绩低于预期的主要原因是其第四季度盈利较差，在尿素价格同比上涨较多的背景下，其竟然亏损 1,000 万元。公司解释是在第四季度加大冬储力度，使得期间尿素销量同比下降了几万吨。由于本部高毛利的尿素比例下降较大，导致利润下滑较多。另外，并表的贵州美丰（第四季度由于公司将部分股权转让给刘化集团，仅持有其 28% 股权，不再并表）、兰州远东是煤头尿素生产企业，由于其单位生产成本较高，盈利能力较差，改造恢复速度也低于预期，拉低尿素整体毛利率由 2008 年的 16.90% 至 11.57%；同时公司外购的尿素、磷肥、钾肥和复合肥等产品毛利率同比均有不同程度下降，导致公司整体毛利率同比下滑了 4.4 个百分点至 7.8%。第三、同样由于尿素行业低迷，导致参股公司甘肃刘化利润下降，公司投资收益由去年同期的 3,100 万元下降为 500 万元。尽管公司由于贷款利率降低和本期利息资本化金额增加，财务费用有所减少，但净利同比仍降低 32% 至 1.38 亿元。

图表 3.第四季度业绩摘要

(人民币 百万)	2008 第四季度	2009 第四季度	同比变动%
营业额	961	605	(37)
销售税金	(1)	0	(104)
净销售额	960	605	(37)
销售成本	(873)	(582)	(33)
毛利润	87	23	(73)
销售费用	(6)	(6)	12
管理费用	(38)	(30)	(22)
经营利润	43	(12)	(129)
投资收益	2	(9)	(672)
财务费用	(7)	(15)	113
资产减值	(22)	(6)	(74)
其它	(20)	(7)	(66)
税前利润	(4)	(49)	1,035
所得税	(4)	4	(209)
少数股东权益	19	36	85
净利润	11	(10)	(184)
主要比率 (%)			
毛利率	9.0	3.9	
经营利润率	4.5	-2.0	
净利率	1.2	-1.6	

资料来源：公司数据

下调 2010 及 2011 年盈利预测。公司 2010 年 4 月份将建成 30 万吨复合肥项目，这样不仅丰富了其产品线，并且带来新增利润。同时，公司也计划新建 15-20 万吨高效复合肥装置，进一步扩大规模。但我们考虑公司近期并购的外省尿素装置盈利性仍然可能低于预期，并且公司本部气头尿素受天然气供应制约开工率仍存在一定不确定，新建复合肥盈利性也有待考验，我们将公司 2010 年和 2011 年净利分别下调 12% 和 29%。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,436	3,663	4,350	5,133	6,057
销售成本	(3,017)	(3,376)	(3,844)	(4,498)	(5,263)
运营费用	58	71	67	55	47
息税折旧前利润	476	358	573	690	841
折旧与摊销	(208)	(221)	(246)	(266)	296
营业利润 (息税前利润)	269	137	327	424	545
净利息收入/(费用)	(51)	(43)	(30)	(80)	(95)
其它盈利/(亏损)	(12)	0	36	40	50
税前利润	206	93	334	384	500
所得税	(44)	(27)	(96)	(111)	(144)
少数股东损益	39	72	(10)	(15)	(20)
净利润	201	138	228	259	336
核心净利润	201	138	228	259	336
每股收益 (人民币)	0.402	0.275	0.455	0.518	0.673
核心每股收益 (人民币)	0.402	0.275	0.455	0.518	0.673
每股派息 (人民币)	0.150	0.070	0.100	0.120	0.150
营收增长率 (%)	67	7	19	18	18
系税前利润增长率 (%)	(32)	(49)	140	30	29
息税折旧前利润增长率 (%)	(7)	(25)	60	20	22
每股收益增长率 (%)	(36)	(32)	65	14	30
核心每股收益增长率 (%)	(36)	(32)	65	14	30

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	629	406	524	723	785
应收帐款	45	81	87	103	121
库存	286	165	261	308	363
其它流动资产	119	222	252	275	280
流动资产合计	1,078	873	1,124	1,409	1,550
固定资产	2,101	1,413	1,689	1,734	1,872
无形资产	381	240	163	85	150
其它长期资产	319	370	370	370	370
长期资产合计	2,800	2,023	2,222	2,189	2,391
总资产	3,878	2,896	3,345	3,598	3,941
应付账款	175	110	192	224	263
短期债	796	678	680	650	525
其它流动负债	371	266	315	321	475
流动负债合计	1,341	1,053	1,187	1,195	1,263
长期借款	663	80	100	120	100
其他长期负债	61	32	125	125	125
股本	500	500	500	500	500
储备	1,135	1,199	1,392	1,601	1,877
股东权益	1,634	1,699	1,892	2,101	2,377
少数股东权益	180	32	42	57	77
负债权益总计	3,879	2,896	3,346	3,598	3,942
每股账面价值 (人民币)	3.27	3.40	3.78	4.20	4.76
每股有形资产 (人民币)	2.51	2.92	3.46	4.03	4.46
每股净负债/(现金) (人民币)	1.66	0.70	0.51	0.09	(0.32)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	206	93	334	384	500
折旧与摊销	208	221	246	266	296
净利息费用	51	43	30	80	95
营运资本变动	(84)	(127)	(21)	(30)	(36)
支付税金	(44)	(27)	(96)	(111)	(144)
其它经营现金流	104	178	216	186	201
经营活动产生的现金流	232	161	463	510	617
固定资产净采购	(278)	(221)	(333)	(250)	(350)
投资减少/(增加)	(286)	373	0	0	0
其它投资现金流	(115)	300	0	0	0
投资活动产生的现金流	(679)	452	(333)	(250)	(350)
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	678	(701)	23	(10)	(145)
支付股息	(52)	(135)	(35)	(50)	(60)
其它筹资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	626	(835)	(12)	(60)	(205)
现金余额变动	180	(223)	117	200	62
年初现金	449	629	406	524	723
公司自由现金流	(447)	613	130	260	267
股权自由现金流	231	(88)	152	250	122

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	13.9	9.8	13.2	13.4	13.9
息税前利润率	7.8	3.7	7.5	8.3	9.0
税前利润率	6.0	2.5	7.7	7.5	8.3
净利率	5.8	3.8	5.2	5.0	5.6
流动性 (倍)					
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.2	1.2
利息覆盖率	5.3	3.2	11.0	5.3	5.7
净权益负债率 (%)	45.7	20.3	13.3	2.2	Net cash
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9
估值 (倍)					
市盈率	22.1	32.3	19.5	17.2	13.2
核心业务市盈率	22.1	32.3	19.5	17.2	13.2
目标价对应核心业务市盈率	20.4	29.8	18.0	15.8	12.2
市净率	2.7	2.6	2.3	2.1	1.9
价格/现金流	19.1	27.7	9.6	8.7	7.2
企业价值/息税折旧前利润	11.4	13.5	8.3	6.6	5.2
周转率					
存货周转天数	21.5	24.3	20.2	23.1	20.2
应收帐款周转天数	5.5	6.2	7.0	6.7	6.7
应付帐款周转天数	15.2	14.2	12.7	14.8	14.7
回报率 (%)					
股息支付率	37.3	25.4	22.0	23.2	22.3
净资产收益率	13.1	8.3	12.7	13.0	15.0
资产收益率	6.6	2.9	7.5	8.7	10.3
已运用资本收益率	9.7	4.7	12.6	15.0	18.2

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371