

买入

2015年08月05日

量、价双升，产品创新优化产品结构，利润大幅提升

- 1H15 盈利大幅上升 283%，远超我们预期：**公司上半年完成销售额 28.9 亿人民币，同比上升 17%；实现归属股东利润 2.5 亿人民币，每股基本盈利人民币 0.21 元，同比增长 283%。上半年业绩大幅增长主要受益于以下几个方面：1) 煤炭价格同比下滑；2) 尿素价格大幅上涨；3) 产品销量上升；4) 高毛利率之高效肥销量占比提升。
- 量、价齐升，成本下降，利润开始快速爬坡：**1) 上半年销量总体上升：尿素销售 98.6 万吨，同比增长 6%；复合肥销量 41.2 万吨，同比这种 44%；甲醇销量小幅下滑 5%。2) 平均售价提升：尿素售价 1630 元/吨，上升 5%；复合肥 2180 元/吨，上升 5%；甲醇价格下滑 17%至 1697 元/吨。3) 用煤成本下降：无烟煤价格 2014 年上半年前高后低，无烟煤价格 981-789 元/吨，而 2015 年上半年的价格平均降幅在 100 元/吨左右；4) 水煤浆技术使得能耗和物耗都大幅下降，有效降低生产成本。
- 高效肥产品推出，盈利空间得到提升，利好企业长期发展：**以控失肥为代表的高效肥不但利润率高，而且市场需求旺盛，资本投入少。1) 利润率高：公司掌握市场定价权，出厂价约 2300 元/吨，而成本只略高于尿素生产成本；2) 尽管目前销量占比较小，但由于其投入产出高出普通化肥，受到市场认可，需求旺盛；3) 由于高效肥重配方，所需资本开支有限，其特殊性为未来经营模式创新带来新的机遇，而盈利规模亦将可以得到快速提升，利好企业长期发展。
- 12 个月目标价 6.69 港币，买入评级：**预计公司 15, 16 年 EPS 分别为人民币 0.36 元及 0.51 元。高效肥的推出，不仅仅是推出一种产品，更是为企业未来商业模式，包括农资电商、高效肥的合作产销等，带来转变契机，给予目标价 6.69 港币，相当于 15 年 15 倍市盈率，较上一交易日有 110.49% 上升空间，评级买入。

郑嘉梁

852-2532-1599

Jupiter.Zheng@firstshanghai.com.hk

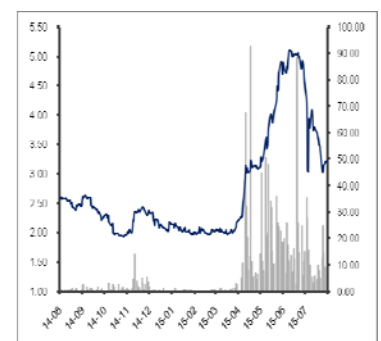
主要数据

行业	化工化肥
股价	3.18 港元
目标价	6.69 港元 (+110.49%)
股票代码	1866
总股本	11.76 亿股
总市值	31.8 亿港元
52 周高/低	5.09/1.93 港元
每股净值	3.09 港元
主要股东	刘兴旭 35.08% 闫蕴华 29.77%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013历史	2014历史	2015预测	2016预测	2017预测
收入(百万元人民币)	3,969	5,082	5,383	6,348	6,530
变动(%)	0.59%	28.04%	5.93%	17.92%	2.87%
净利润(百万元人民币)	264	241	420	605	749
每股摊薄收益(人民币元)	0.22	0.20	0.36	0.51	0.64
变动(%)	-15.1%	-8.8%	74.3%	44.0%	23.9%
市盈率(倍, @3.18港元)	11.33	12.42	7.13	4.95	2.22
每股派息(人民币)	0.05	0.05	0.07	0.11	0.13
股息现价比(%)	2.01%	2.01%	2.88%	4.14%	9.24%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

主要财务报表

损益表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
收入	3,968.9	5,081.7	5,383.2	6,348.0	6,530.1
毛利	747.7	898.8	1,301.9	1,581.7	1,685.3
其他收入	26.3	56.3	45.0	47.2	49.7
销售及管理费用	(358.2)	(440.7)	(619.1)	(666.5)	(587.7)
其他开支	(9.1)	(11.0)	(11.5)	(12.1)	(12.7)
营业利润	406.7	503.3	716.4	950.2	1,134.6
财务费用	(95.1)	(218.0)	(201.9)	(210.4)	(218.9)
税前盈利	311.6	285.3	514.4	739.7	915.7
所得税	(52.2)	(48.6)	(92.6)	(133.2)	(164.8)
净利润	254.7	232.7	423.8	608.6	752.9
折旧及摊销	183.5	324.4	345.9	378.1	378.1
EBITDA	590.2	827.7	1,062.2	1,328.3	1,512.7
增长					
总收入 (%)	0.6%	28.0%	5.9%	17.9%	2.9%
EBITDA (%)	-6.8%	40.3%	28.3%	25.0%	13.9%
每股收益 (%)	-15.1%	-8.8%	74.3%	44.0%	23.9%

资产负债表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
现金	797.8	633.4	737.0	1,011.8	1,449.2
应收账款	9.6	36.4	37.4	49.6	75.7
存货	261.4	340.6	330.2	348.8	341.4
其他流动资产	575.5	1,126.5	1,144.5	1,326.1	1,512.8
总流动资产	1,644.2	2,136.9	2,249.1	2,736.3	3,379.0
固定资产	4,735.4	6,907.3	7,907.3	8,307.3	8,707.3
矿权	41.2	39.6	41.2	41.2	41.2
其他固定资产	882.0	504.7	495.4	495.5	493.2
总资产	7,302.9	9,588.5	10,692.9	11,580.2	12,620.6
短期负债					
应付帐款	88.2	95.6	195.1	144.4	227.3
短期银行贷款	135.0	429.4	617.7	643.7	669.7
其他短期负债	1,394.4	2,258.2	2,432.9	2,650.5	2,781.1
总短期负债	1,617.6	2,783.2	3,245.7	3,438.6	3,678.1
长期银行贷款	2,837.8	3,595.1	4,133.8	4,307.8	4,481.8
其他负债	333.6	536.7	323.6	323.6	323.6
总负债	4,789.0	6,915.0	7,703.1	8,070.0	8,483.5
少数股东权益	2.6	(1.5)	0.5	2.5	4.5
股东权益	2,511.3	2,675.0	2,989.2	3,507.7	4,132.7
每股账面值(元)	2.14	2.27	2.54	2.98	3.51
营运资金	26.7	(646.3)	(996.7)	(702.3)	(299.0)

财务分析					
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	18.8%	17.7%	24.2%	24.9%	25.8%
EBITDA 利率 (%)	14.9%	16.3%	19.7%	20.9%	23.2%
净利率 (%)	6.4%	4.6%	7.9%	9.6%	11.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	9.0%	8.7%	11.5%	10.5%	9.0%
实际税率 (%)	16.8%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率 (%)	24.7%	25.8%	20.3%	20.4%	20.4%
库存周转	29.6	29.7	29.5	26.7	25.7
应付账款天数	10.0	8.3	17.5	11.1	17.1
应收账款天数	0.9	2.6	2.5	2.9	4.2
财务状况					
净负债/股本	1.9	2.6	2.6	2.3	2.1
收入/总资产	0.54	0.53	0.50	0.55	0.52
总资产/股本	2.91	3.58	3.58	3.30	3.05
盈利对利息倍数	4.3	2.3	3.5	4.5	5.2

现金流量表					
人民币百万元, 财务年度					
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
经营活动					
营运资金变动前	595.8	818.7	1,059.0	1,323.4	1,505.8
营运资金变化	249.4	186.2	167.4	(95.4)	(30.4)
所得税	(52.2)	(48.6)	(92.6)	(133.2)	(164.8)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	793.0	956.4	1,133.9	1,094.9	1,310.6
投资					
资本开支	(1,630.5)	(1,655.1)	(1,345.9)	(778.1)	(778.1)
其他投资活动	(136.1)	(342.8)	(98.3)	(118.0)	(141.6)
投资活动现金流	(1,766.6)	(1,997.9)	(1,444.2)	(896.1)	(919.7)
融资活动					
负债变化	1356.7	937.1	500.0	200.0	200.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(63.0)	(60.0)	(86.1)	(123.9)	(153.5)
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	1293.7	877.1	413.9	76.1	46.5
现金变化	320.2	(164.4)	103.6	274.8	437.4
期初持有现金	477.6	797.8	633.4	737.0	1,011.8
期末持有现金	797.8	633.4	737.0	1,011.8	1,449.2

资料来源: 公司公告, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作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或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。