

2011年10月19日

徐莹
XY_Cherry@e-capital.com.cn
目标价(元) 23.80

公司基本信息

产业别	化工
A 股价 (11/10/18)	20.69
深证成份指(11/10/18)	10226.93
股价 12 个月高/低	23.89/16.41
总发行股数 (百万)	542.38
A 股数 (百万)	542.09
A 市值 (亿元)	112.16
主要股东	湖北宜化集团有限责任公司 (16.41%)
每股净值 (元)	6.08
股价/账面净值	3.40
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	-0.53 -5.95 -2.17

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-06-01	18.25	买入

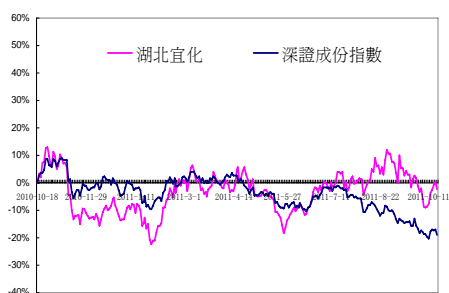
产品组合

尿素	40.40%
化工产品	16.05%
聚氯乙烯	18.16%
磷酸二铵	17.07%
其它	8.29%

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	4.46%
基金	28.6%
券商集合理财	0.11%
一般法人	16.42%

股价相对大盘走势



湖北宜化 (000422.SZ)

Buy 买入

前三季度业绩增长 65-75% 拟扩磷肥产能至 126 万吨

结论与建议:

我们看好公司在内蒙古、青海、新疆等煤炭、天然气资源富集地区持续布局, 通过产能扩张和产业链的延伸, 未来利润有望保持稳定较高速增长。预计公司 2011、2012 年实现归属上市公司股东净利分别为 9.53 亿元和 11.02 亿元, 同比分别增长 66.4% 和 15.7%, EPS 分别为 1.76 元和 2.03 元, 动态 PE 为 11.8 倍和 10.2 倍, 维持“买入”的投资建议。

- 公司 10 月 15 日公告前三季度归属上市公司股东净利约 7.4-7.85 亿元, 同比增长约 65-75%, 每股盈利约 1.36-1.44 元; 其中第三季度盈利约 2.64-3.25 亿元, 同比增长 120-170%, EPS 约 0.49-0.60 元; 略高于我们此前预期。与去年同期相比, 公司主导产品尿素价格上涨幅度较大, 公司内蒙联合化工年产 30 万吨 PVC、烧碱项目投产以及子公司贵州宜化及宜化肥业权益增加, 引领公司前三季度利润同比大幅上升。
- 作为中国最大的化肥生产企业和龙头之一, 公司目前拥有磷酸二铵产能 70 万。公司 10 月 15 日公告称, 全资子公司宜化肥业拟投资 11.55 亿元建设 56 万吨磷酸二铵生产线。公司预估项目建成投产后年均销售收入 18.9 亿元, 年均利润总额可达 3.4 亿元, 将成为公司新的业绩增长点。
- 公司目前拥有尿素产能 270 万吨 (权益产能 211.2 万吨), 2011 年四季度新疆 60 万吨尿素投产, 预估 2011-2013 年尿素产量分别为 248 万吨、300 万吨和 325 万吨; 拥有 PVC 产能 84 万吨, 除原有本部 24 万吨外, 内蒙和青海的 30 万吨项目分别于 2010 年 4 月和 2011 年 7 月投产, 预估 2011-2013 年公司 PVC 产量分别为 68 万吨、80 万吨、104 万吨。
- 公司 2011-2014 年业绩增长较为明确 1) 2011 年的主要盈利增长点为新增贵州宜化和宜化肥业 50% 权益并表、11 年 7 月投产的青海 PVC 项目 19 万吨左右的贡献产能; 2) 2012 年期待新疆 60 万吨尿素项目上马, 以及内蒙、青海 PVC 项目的满产; 3) 2013 业绩增长将主要来自于新疆 30 万吨 PVC 项目投产; 4) 2014 年增长亮点有望来自于 56 万吨的拟建磷肥专案。考虑到公司主营产品 PVC 面临过剩局面, 虽公司以低成本优势仍能保持盈利格局, 业绩贡献增幅可能略低于产能增幅。
- 预计公司 2011、2012 年实现营收 158.6 亿元和 180.3 亿元, yoy 分别增长 37.4% 和 13.7%, 归属上市公司股东净利分别为 9.53 亿元和 11.02 亿元, 同比分别增长 66.4% 和 15.7%, EPS 分别为 1.76 元和 2.03 元, 动态 PE 为 11.8 倍和 10.2 倍, 维持“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011 F	2012 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	264	238	573	953	1102
同比增减	%	-32.08%	-9.88%	140.87%	66.37%	15.67%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.486	0.438	1.056	1.756	2.031
同比增减	%	-32.08%	-9.88%	140.87%	66.37%	15.67%
市盈率 (P/E)	X	42.5	47.2	19.6	11.8	10.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.1	0.1	0.15	0.12
股息率 (Yield)	%	0.72%	0.48%	0.48%	0.72%	0.58%

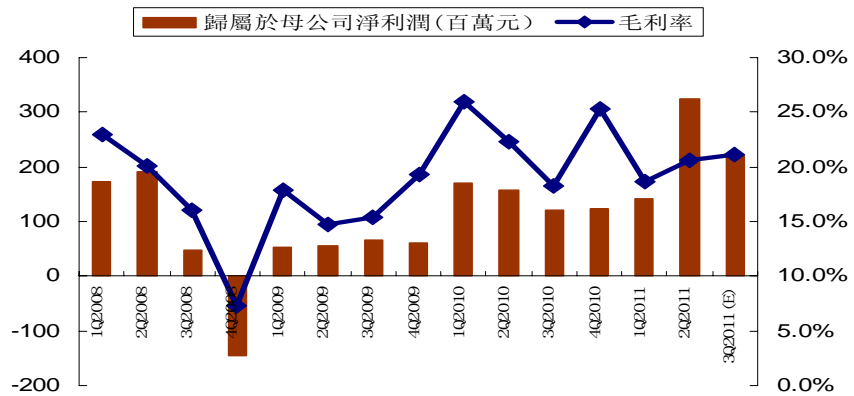
营运分析

公司前三季度实现净利润同比上升 65-70%；3Q 净利同比增长 120-170%

公司 10 月 15 日公告前三季度归属上市公司股东净利约 7.4-7.85 亿元，同比增长约 65-75%，每股盈利约 1.36-1.44 元；其中第三季度盈利约 2.64-3.25 亿元，同比增长 120-170%，EPS 约 0.49-0.60 元；略高于我们此前预期。

与去年同期相比，公司主导产品尿素价格上涨幅度较大，公司内蒙联合化工年产 30 万吨 PVC、烧碱项目投产以及子公司贵州宜化及宜化肥业权益增加，引领公司前三季度利润同比大幅上升。

图 1：公司净利润及毛利率走势



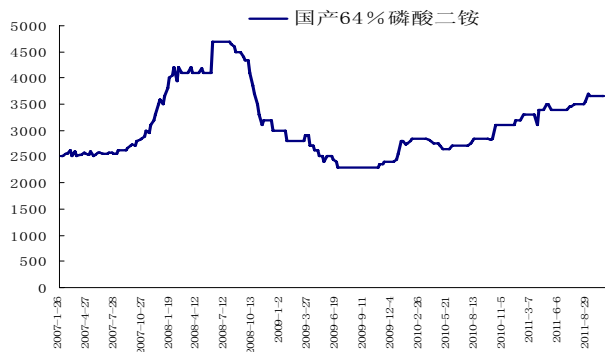
资料来源：群益证券整理

2014 年磷肥 总产能将达 126 万吨

作为中国最大的化肥生产企业和龙头之一，公司目前拥有磷酸二铵产能 70 万。公司 10 月 15 日公告称，全资子公司宜化肥业拟投资 11.55 亿元（建设资金 9.74 亿元、流动资金 1.58 亿元）建设 56 万吨磷酸二铵生产线，项目资金拟采用自有资金、银行贷款方式解决。公司预估建成投产后年均销售收入 18.9 亿元，年均利润总额可达 3.4 亿元，成为公司新的业绩增长点。

宜昌地区磷矿资源丰富，公司已成功利用重介质-反浮选工艺，采用宜昌低品位磷矿生产磷酸二铵，并且公司及母公司宜化集团均有磷矿石资源，保证了成本的相对稳定。据悉，新投资项目预期将于两年后达产，2014 年贡献业绩，此项目将有效提高公司资源利用率，盈利前景良好。

图 1：国内磷酸二铵价格走势



资料来源：隆众石化网、群益证券整理

图 2：国内尿素价格走势



资料来源：隆众石化网、群益证券整理

2012 年尿素 总产能将达 330 万吨

公司目前拥有尿素产能 270 万吨（权益产能 211.2 万吨），分别分布在宜昌本部、湖南宜化、贵州宜化及内蒙鄂尔多斯联合化工，2011 年四季度新疆 60 万吨尿素投产后，尿素总产能将达到 330 万吨。预估 2011-2013 年尿素产量分别为 248 万吨、300 万吨和 325 万吨。

公司尿素在成本方面优势较为明显，尤其布局西部地区的内蒙和新疆项目。内蒙鄂尔多斯尿素项目采用天然气为原料，当地天然气成本较低、资源丰富、供气稳定，吨成本在 1000 元左右，远低于行业平均吨成本 1900 元；今年 10 月即将试生产的新疆项目坐享当地 120 元/吨的廉价煤炭资源，吨完全成本在 900 元以内。随着西部项目的逐步投产，公司尿素产品盈利水平有望得到进一步的提升。

价格方面，目前已进入施肥淡季尿素价格逐步回落，但我们认为农用化肥需求主要集中在 3 月起的春耕用肥，占全年用肥量的 70%，而各地由于气候差异，施肥时间略有不同，一般春耕需求延续至 5 月，此期间在需求增加的推动下，化肥价格也会出现一定上扬。化肥价格的提高，有利于化肥生产企业营收增长。

公司	尿素产能(万吨)	权益	税率	尿素成本(元/吨)	投产时间
本部	65	100%	15%	1800	
湖南宜化	40	100%	15%	1750	
贵州宜化	45	100%	15%	1700	
内蒙联合化工	120	51%	12.5%	1000	2010 年 4 月
新疆宜化	60	100%	25%	900	2011 年 4 季度

2013 年 PVC 总产能将达 114 万吨

公司目前拥有 PVC 产能 84 万吨，除原有本部 24 万吨外，内蒙和青海的 30 万吨项目分别于 2010 年 4 月和 2011 年 7 月投产，2011 年有望分别贡献产能 25 万吨和 19 万吨，使得今年公司 PVC 销量同比将有显著增长。另有 PVC 新疆 30 万吨项目计划于明年底投产，我们预估 2011-2013 年公司 PVC 产量分别为 68 万吨、80 万吨、104 万吨。另有配套烧碱产能，预估 2011-2013 年产量有望达到 64 万吨、75 万吨和 90 万吨。

成本方面，内蒙、青海和新疆等地电力和煤炭的价格低廉且较少受到节能限电政策的影响，电价较本部低 2-3 毛/度，按 PVC 每吨耗电 7000 度计算，吨 PVC 成本较本部低 1400-2100 元。另外内蒙古项目实现电石完全自给，使得成本进一步降低，目前内蒙古和青海 PVC 产品吨成本分别控制在 6400 元和 6200 元左右。

价格方面，PVC 面临产能过剩局面、平均开工率在 50-60%，且近期原料电石价格跌幅较大，价格支撑减弱，同时下游需求平淡观望情绪较浓，后期可能维持偏弱震荡格局。我们认为，虽公司以低成本优势仍能保持盈利格局，PVC 市场价格偏弱格局短期难有较大改善，新产能投放后，业绩增幅可能略低于产能增幅。

公司	PVC 产能(万吨)	权益	电价	PVC 成本(元/吨)	投产时间
太平洋热电	12	36.5%	0.55	7600	
太平洋化工	12	36.5%	0.55	7600	
内蒙古宜化	30	100%	0.42	6400	2010 年 4 月
青海宜化	30	100%	0.35	6200	2011 年 7 月
新疆宜化	30	100%	0.25	6000	2012 年底

盈利预测

公司 2011-2014 年业绩增长较为明确 1) 2011 年的主要盈利增长点为新增贵州宜化和宜化肥业 50%权益并表、11 年 7 月投产的青海 PVC 项目 19 万吨左右的贡献产能；2) 2012 年期待新疆 60 万吨尿素项目上马，以及内蒙、青海 PVC 项目的满产；3) 2013 业绩增长将主要来自于新疆 30 万吨 PVC 项目投产；4) 2014 年增长亮点将有望来自于 56 万吨的拟建磷肥专案。

我们看好公司在内蒙古、青海、新疆等煤炭、天然气资源富集地区持续布局，通过 PVC、尿素和磷肥产能扩张和产业链的延伸，未来利润有望保持稳定较高速度的增长。预计公司 2011、2012 年实现营收 158.6 亿元和 180.3 亿元，yoy 分别增长 37.4%和 13.7%，归属上市公司股东净利分别为 9.53 亿元和 11.02 亿元，同比分别增长 66.4%和 15.7%，EPS 分别为 1.76 元和 2.03 元，动态 PE 为 11.8 倍和 10.2 倍，维持“买入”的投资建议。

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表（合并后）

人民币百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	7131	8761	11545	15858	18025
经营成本	5912	7283	8918	12610	14069
营业税金及附加	12	8	31	37	45
销售费用	111	314	615	606	729
管理费用	256	290	395	521	620
财务费用	278	345	432	518	664
资产减值损失	230	13	61	2	1
投资收益	67	1	0	0	0
营业利润	399	514	1099	1563	1896
营业外收入	26	45	90	45	21
营业外支出	10	15	29	11	8
利润总额	416	544	1160	1597	1910
所得税	8	96	132	188	286
净利润	408	448	1027	1409	1623
少数股东损益	144	210	455	457	521
归属于母公司股东权益	264	238	573	953	1102

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	391	1137	1562	1323	1520
应收账款	75	187	620	664	710
存货净额	1892	1630	2521	1765	1980
流动资产合计	3153	3818	7200	6314	6861
长期股权投资	8	7	7	10	10
固定资产	4574	7570	9016	9636	10574
在建工程	2738	1206	1874	1950	1780
非流动资产合计	8154	9698	11525	12555	13347
资产总计	11307	13516	18725	18869	20208
流动负债合计	5808	4775	6629	8046	10657
非流动负债合计	2363	5062	6961	5012	3112
负债合计	8171	9837	13590	13058	13769
少数股东权益	1169	1508	2430	2658	2919
股东权益合计	3135	3679	5156	5811	6439
负债和股东权益总计	11307	13516	18746	18869	20208

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
经营活动所得现金净额	630	768	458	595	840
投资活动所用现金净额	-1978	-1123	-3236	-2961	-2643
融资活动所得现金净额	1272	1026	3164	2689	2000
现金及现金等价物净额	-76	672	391	323	197

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。