

评级：强烈推荐**化工原材料****公司深度报告**

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人：张伟保

电 话：0755-82485029

邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

湖北宜化（000422）**——西部煤化工给力 2011，增发支撑安全边际****交易数据**

52周内股价区间（元）	12.71-24.44
总市值（百万元）	11,165.21
流通股本（百万股）	542.09
流通股比率（%）	99.9%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	2,725.51
每股净资产	5.03
市净率	4.28
资产负债率	72.5%

相关报告

第一创业-湖北宜化-000422-《被“宜”化的湖北龙头》 20110307

摘要：**● 西部 PVC 项目开花结果，给力 2011**

原油价格的不断上涨将凸显煤化工的成本优势，西部转移是尿素、PVC 等煤化工的发展大趋势。公司在西部布局的 PVC 和尿素已开花结果，其中内蒙宜化 30 万吨 PVC 已于 10 年 4 月投产，成本更为低廉的青海宜化 30 万吨 PVC 也将于 2011 年二季度投产，公司西部 PVC 将成为公司最给力的产品之一，保守预计 11 年将为公司贡献 9200 万元，贡献 EPS0.17 元。

● 尿素弹性最大，盈利能力将超越去年同期。

公司尿素弹性业内第一，尿素价格每上涨 100 元增厚 EPS0.33 元。从今年上半年情况来看，尿素价格高出去年同期的 20%左右，二铵价格上涨 15%左右，再加上由于受通胀影响粮食价格高涨将刺激尿素的使用量，虽然尿素和磷肥价格上涨与原料上涨有关，公司有原料煤且生产基地多处于廉价的原料区，首次影响比较小，因此综合起来我们认为今年尿素的盈利能力远好于去年，业绩弹性在 0.16 元左右。

● 收购宜化肥业和贵州宜化，增发为股价提供安全边际

宜化肥业、贵州宜化是宜化集团下属的盈利能力极强的优质资产，公司收购完成后，预计 11 年将分别为公司贡献 EPS0.31 元和 0.08 元，更为重要的是理顺了上市公司与集团的股权关系，避免了关联交易，使管理层于少数股东权益趋于一致，有充分动力做好公司业绩。公司于 2011 年 6 月份再次调整增发价格不低于 19.30 元/股，而且已经获得证监会通过，股价向下空间有限，具有较强的安全边际，而向上动力十足。

● 维持“强烈推荐”评级。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.51 元、1.97 元、和 2.36 元，按照最新股价 18.86 元，对应的 PE 分别为 13 倍、10 倍和 8 倍。目前公司是业内估值最低的标的，而且再次增发价格以暂定为 19.3 元/股，向下安全边际较高，向上动力十足，维持“强烈推荐”评级。**● 风险提示：增发项目进展低于预期风险；主营产品价格大幅下跌风险；原料价格大幅上涨风险。**



目 录

1、公司简介	4
1.1、公司股权结构.....	4
1.2、公司主营业务规模及行业地位.....	6
1.3、尿素、磷肥和PVC是公司的三大主要利润来源.....	6
2、西部转移—煤化工发展的必然趋势	8
2.1、高油价凸显煤化工成本优势，西部转移大势所趋.....	8
2.2、西部地区电石法PVC成本优势明显.....	10
3、西部布局开花结果，11年业绩大增长	13
3.1 内蒙和青海PVC开花结果，11年贡献EPS0.17元.....	13
3.2 公司尿素产品弹性最大，磷肥成本优势明显.....	15
3.3 公司磷矿石资源增值潜力无限.....	19
3.4 收购贵州宜化和宜化肥业，理顺股权关系.....	21
3.5 季戊四醇等待爆发，保险粉成为新增点.....	23
4、估值优势明显，增发支撑股价下有安全边际	23
4.1 公司估值优势明显.....	23
4.2 公司增发价支撑公司底部价格.....	24
5、盈利预测	24
基本假设:.....	24
6、风险提示	27



公司投资逻辑:

首先, 原油价格的不断上涨将凸显煤化工的成本优势, 向煤炭丰富的西部转移是尿素、PVC 等煤化工发展大趋势, **公司在西部布局的 PVC 和尿素已开花结果**, 我们认为西部布局以及其他业务增长对公司 11 年业绩会有较大贡献, 具体如下: 一, 公司布局在西部的内蒙宜化和青海宜化 PVC 业务开始贡献利润, 11 年保守估计增厚 EPS0.17 元; 二, 公司的主营产品尿素业绩弹性最大, 今年尿素市场明显好于去年 (遭遇大范围干旱), 预计全年尿素增厚 EPS0.16 元; 三, 公司收购宜化肥业和贵州宜化盈利能力极强的优质资产, 将为 11 年贡献 EPS0.37 元; 四, 公司为完善产业链投资的保险分业务已经投产, 保守估计能为公司增厚 EPS0.07 元。

其次, 公司于 2011 年 6 月份再次调整增发价格不低于 19.30 元/股, 而目前股价只有 18.86 元, 具有较强的安全边际。该预案获得证监会通过之后, 公司管理层将通过出来路演的方式来提高其认购率, 对股价将有一个有力推动。

再者, 公司目前拥有 1 亿吨磷矿石储量, 另有 100 万吨开采能力, 目前该 100 万吨的开采证仍在办理中, 由于存在不确定因素我们在盈利预测中并未考虑进去, 这也成为未来业绩超预期的导火索。除此之外, 我们认为公司未来有能力在湖北省的磷矿资源整合中获得更多的磷矿资源, 这将成为未来推升股价的催化剂。

最后, 公司完全收购宜化肥业和贵州宜化后, 不但避免了上市公司与集团公司之间的关联交易, 而且公司的管理层通过持股宜化集团的方式持股上市公司, 其利益将与流通股东趋于一致, 管理层也有充分的动力做好公司业绩, 消除了目前市场最担心的公司管理层风险。

我们不同于市场的观点:

目前市场上普遍担心公司的业绩释放和管理层问题, 我们认为: 公司过去 08、09 年的业绩并不像大家想象中的那么好, 主要是因为大家以前过高的估计了公司的盈利能力, 尤其是在经济危机的 08 年以及刚刚复苏的 09 年, 整个行业都处在不景气中, 公司相对同行业中的上市公司盈利能力已经很强了 (08 年 EPS0.46 元、09 年 0.45 元), 从 10 年的业绩 (1.06 元) 中我们也可以印证一点, 公司的盈利能力已经恢复过来, 并且在行业中居前列。有关管理层方面, 公司自 10 年完全收购宜化集团控股 50% 的宜化肥业和贵州宜化之后, 理清了股权关系, 其利益将与流通股东趋于一致, 再加上今年是公司增发的关键一年, 管理层也有充分的动力做好公司业绩, 这点可消除市场上的担心。



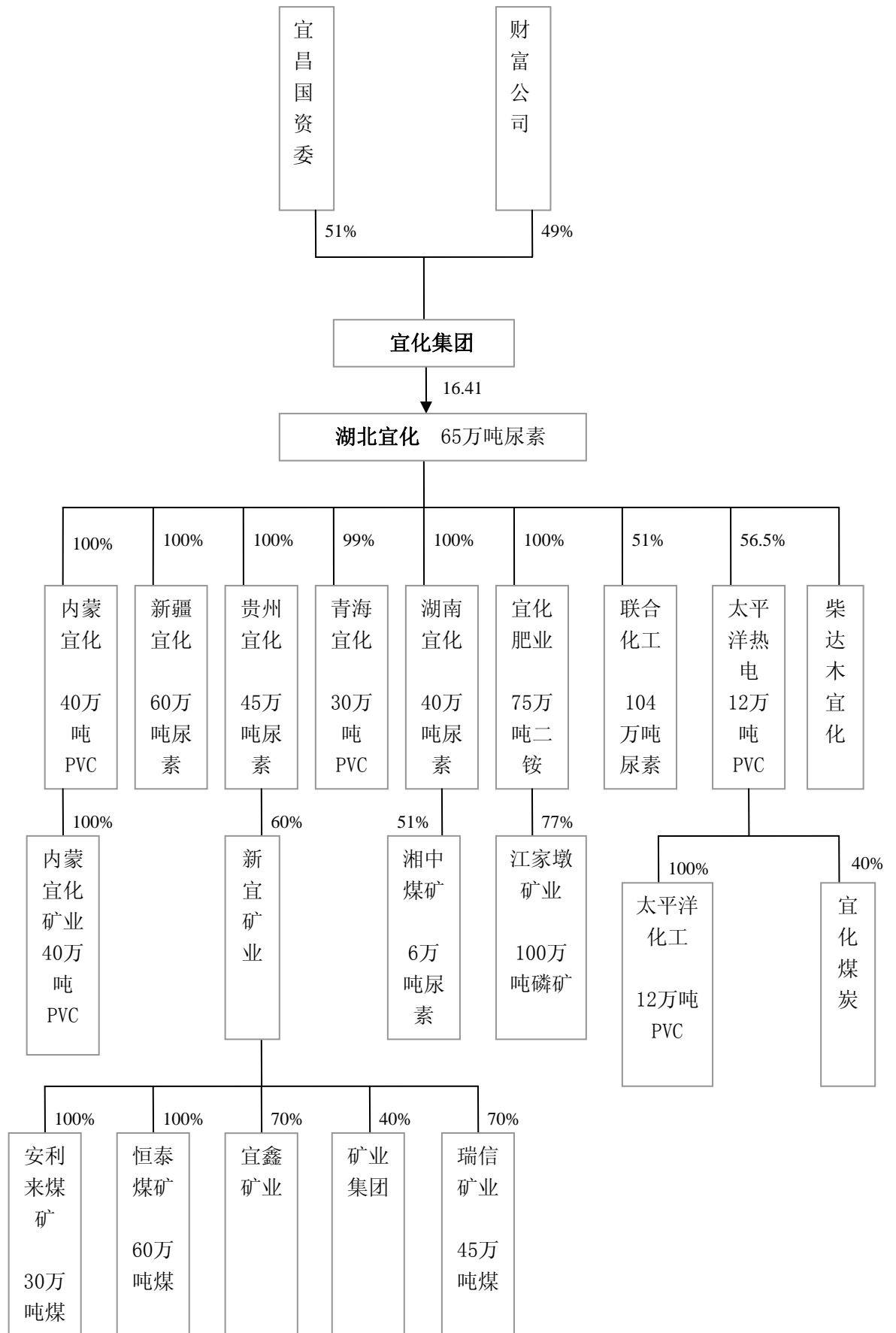
1、公司简介

公司目前拥有 203 万吨尿素（国内第一）、70 万吨磷肥、74 万吨 PVC、10 万吨季戊四醇（国内第一、全球第二）、10 万吨保险粉（国内第一）的权益产能，是这五个产品的国内行业龙头企业。

1.1、公司股权结构

公司最大股东和实际控制人为湖北宜化集团，湖北宜化集团对公司持股比例为 16.41%。宜化集团是宜昌市国有资产管理委员会下属的全资子公司，为全国 520 家重点企业之一，是中国石化行业最具影响力的十大代表企业之一。

图 1：公司股权结构及产能情况



数据来源：公司年报、第一创业研究所



1.2、公司主营业务规模及行业地位

公司是国内大型煤化工和天然气化工企业之一,公司主营业务包括尿素、磷肥、PVC、季戊四醇、保险粉,是这五个产品的国内行业龙头企业,这五种产业目前的权益产能分别达到 203 万吨、70 万吨、74 万吨、10 万吨、10 万吨。 , 主营产品业务规模及行业地位如下:

(1) 公司拥有 203 万吨的尿素权益产能,其中煤头尿素 150 多万吨,气头尿素 50 多万吨,总产能位居行业第一,目前公司正满负荷生产,而煤价高企以来尿素行业平均开工率只有 60%-70%,未来公司权益产能有望达到 263 万吨,稳居行业龙头地位;

(2) 目前公司拥有 70 万吨磷肥权益产能,位居行业前列,公司的磷肥生产地位于磷矿资源丰富的湖北省宜化,目前公司所需磷矿石全部在当地采购,采购价在 220 元/吨,成本优势明显,公司的磷肥盈利能力居行业前列;

(3) 公司目前拥有 74 万吨 PVC 权益产能,其中内蒙宜化 30 万吨、青海宜化 30 万吨、太平洋热电 14 万吨,公司还打算在新疆建设 30 万吨 PVC,计划 2011 年二季度开工,未来公司 PVC 产能将达到 114 万吨。公司在西部建设的 PVC 生产基地,靠近丰富廉价的煤炭资源,具有绝对的成本优势;

(4) 目前公司拥有 10 万吨季戊四醇权益产能,位居国内第一,全球第二,曾经是公司盈利水平最高的产品之一,公司通过不断提升技术,目前季戊四醇的收率已经由原来的 1%提升至 10%;

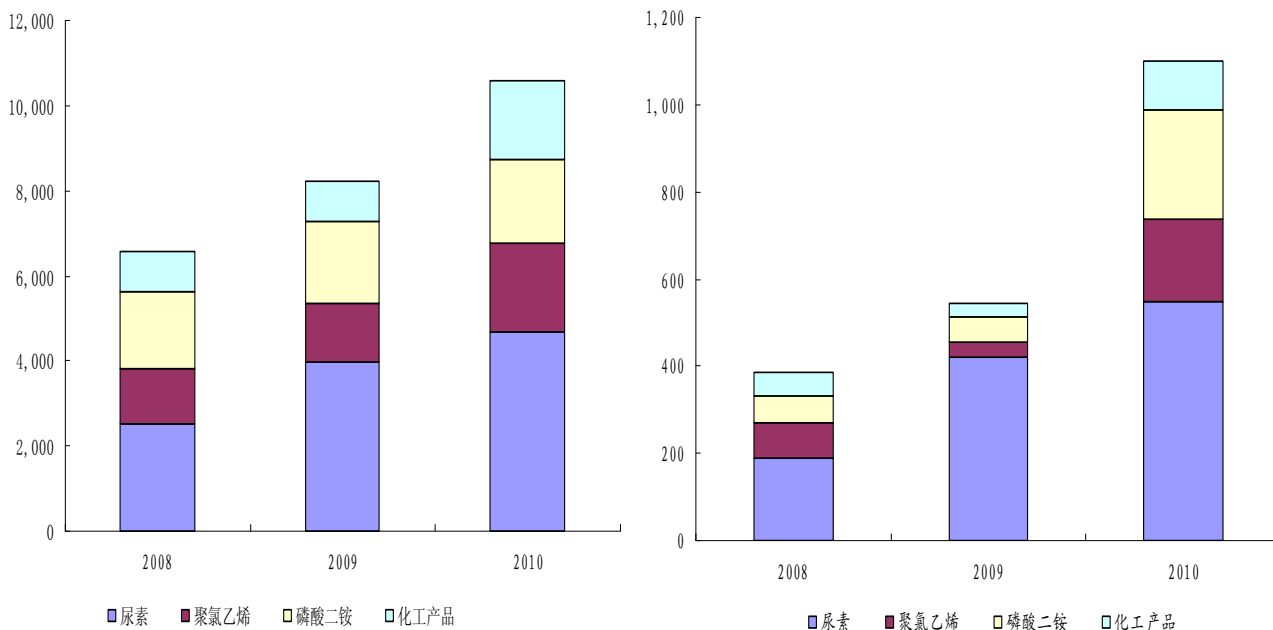
(5) 公司拥有 10 万吨保险粉权益产能,位居行业前列,目前公司的保险粉毛利率在 19%左右,具有较强的盈利能力;

1.3、尿素、磷肥和PVC是公司的三大主要利润来源

尿素、磷肥以及 PVC 为公司支柱产品,是营业收入和利润的最主要来源,10 年三大业务的收入占比分别达到了 40.42%、17.07% 和 18.16%,利润占比分别达到了 49.96%、22.93%和 16.92%。随着新疆 60 万吨的尿素投产以及青海宜化 30 万吨 PVC 的投产,公司的盈利能力将大大增强。

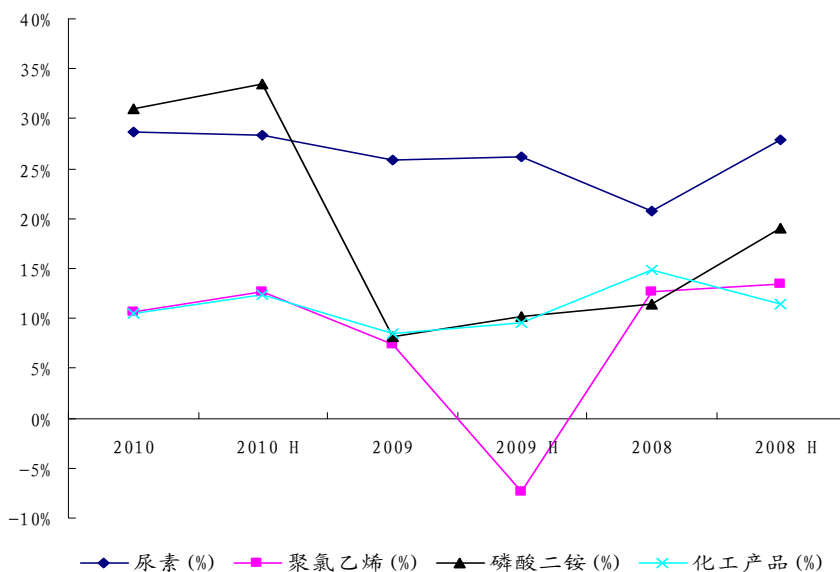
图 2: 公司主营业务收入构成

图 3: 2008-2010 年公司的利润构成



数据来源: wind、第一创业研究所

图 4: 公司主营产品毛利率情况



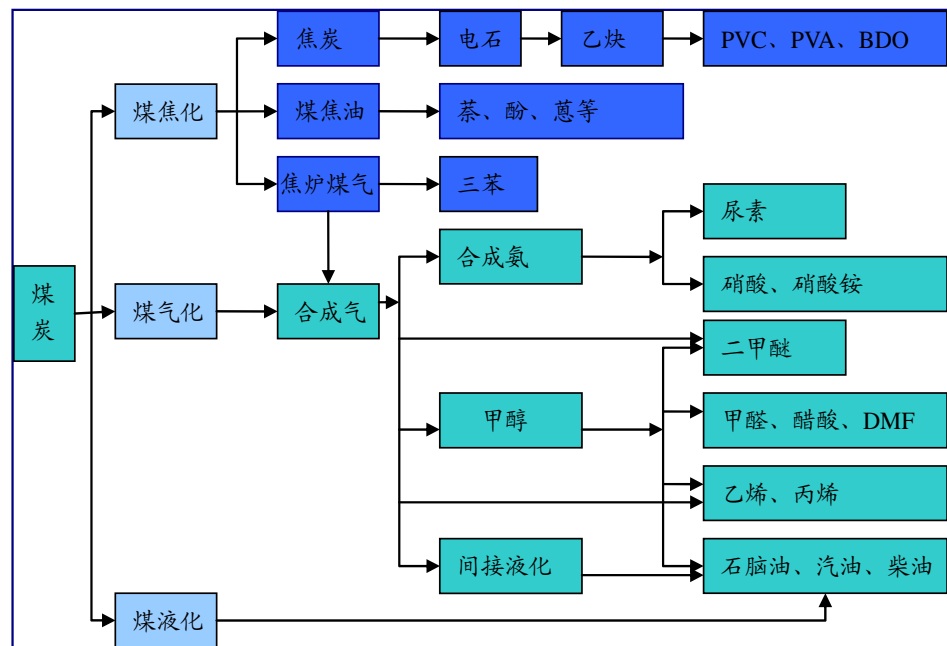
数据来源: wind、第一创业研究所

公司向西部煤化工转移，盈利能力进一步提升。西部具有丰富的煤炭资源，人力和电力成本低廉，公司已于 09 年开始布局西部煤化工。随着公司向西部转移的战略实施，目前内蒙异化 30 万吨 PVC 项目已经投产 8 个月，由于靠近原料产地，成本优势明显，使公司 PVC 的综合毛利率又 09 年的 7.33% 提升至 10.62%，随着成本更为低廉的青海宜化 30 万吨 PVC 的投产，公司 PVC 的综合毛利率将进一步提升。

2、西部转移—煤化工发展的必然趋势

煤化工是相对于石油化工、天然气化工而言的,从理论上来说,以原油和天然气为原料通过石油化工工艺生产出来的产品也都可以以煤为原料通过煤化工工艺生产出来。煤化工的主要产品有煤焦化生产的焦炭、电石,煤气化生产的合成氨、甲醇、二甲醚和烯烃,以及煤液化生产的油品等。

图 5: 煤化工产业链示意图



数据来源：第一创业证券研究所整理

2.1、高油价凸显煤化工成本优势，西部转移大势所趋

油价高位攀升以及天然气涨价凸显煤化工优势。目前国内石油、天然气资源匮乏和供应不足已成为制约我国石油以及天然气化工发展所面临的一个严峻现实,煤化工产业健康发展对于降低我国石油以及天然气对外依存度、保证国家能源及生产安全都具有战略意义。我国煤炭资源丰富,全国共有煤炭资源的矿区 6019 个,查明煤炭资源储量为 10201 亿吨,其中煤炭基础储量 3341 亿吨(煤炭储量为 1886 亿吨),煤炭资源量为 6872 亿吨,具有得天独厚的煤炭资源优势。随着油价和天然气不断上涨,越来越多的化工产品面临成本压力,尤其像石油乙烯法制 PVC 和天然气制合成氨,盈利空间已被原料上涨挤压的所剩无几,而改用煤为原料生产同类化工产品表现出较强的竞争力,发展煤化工已是未来我国化工发展的必然趋势。



图 6: 国际原油价格不断攀升

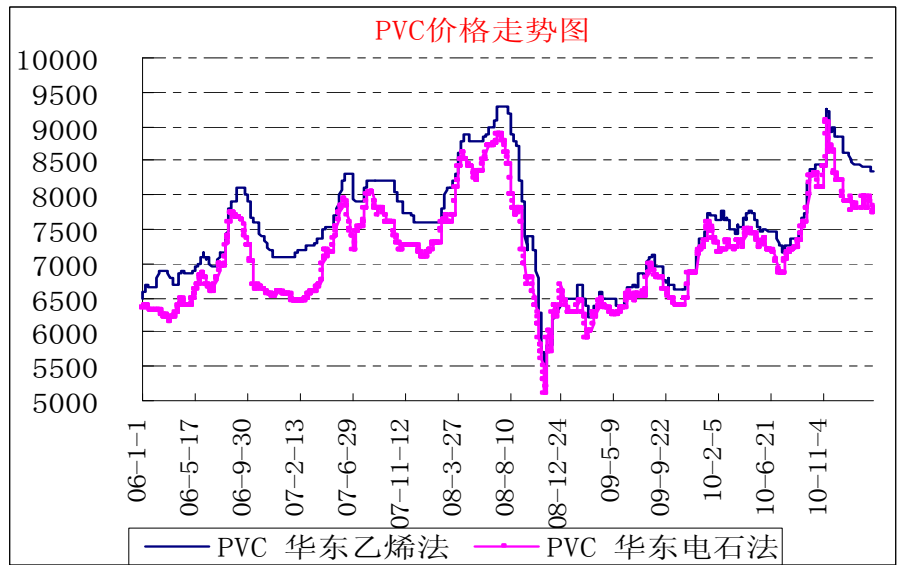


图 7: 受油价影响甲醇价格承压价格上涨



数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所整理

图 8: 石油乙烯法和电石乙炔法 PVC 价格走势比较

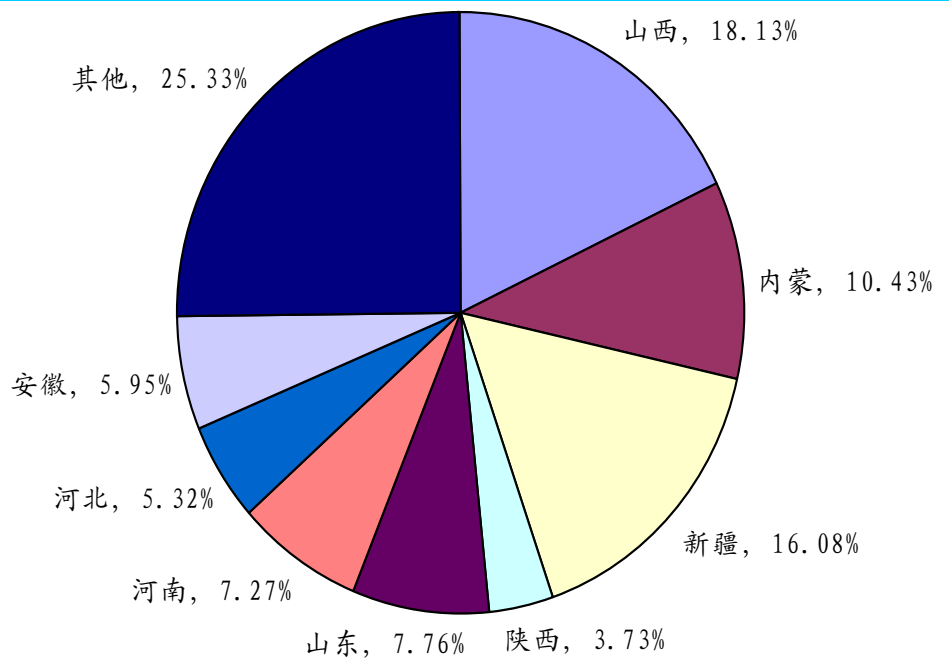


数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所整理

向资源丰富的西部转移是未来煤化工发展的必然选择。我国的煤炭资源主要集中分布在目前经济还不发达的山西、内蒙古、陕西、新疆、贵州、宁夏等西部 6 省(自治区), 它们的煤炭资源总量为 4.19 万亿 t, 占全国煤炭资源总量的 82.8%; 而目前我国煤化工企业多分布在华北、华东和中南等煤炭资源贫乏地区。其中华北地区煤化工产量占全国的 39%, 华东煤化工产量占全国产量的 20%。**向煤炭资源廉价且丰富的西部转移, 不但可以大大节约长途运输成本、降低人力成本、享受当地政府税收等优惠政策, 还受到国家政策支持, 是未来煤化工发展的必然选择。**

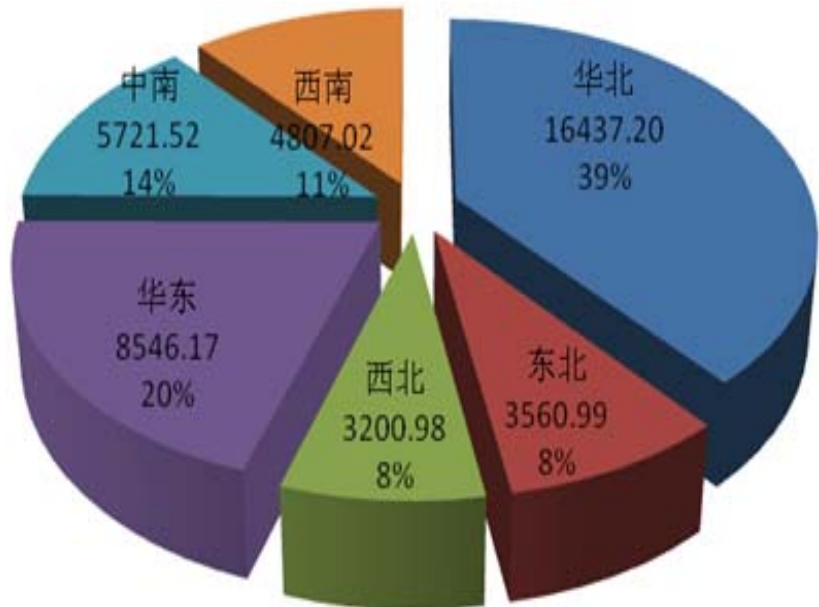


图 9：我国煤炭资源集中在西部地区



数据来源：煤化工网、第一创业证券研究所整理

图 10：我国煤化工区域分布



数据来源：煤化工网、第一创业证券研究所整理

2.2、西部地区电石法PVC成本优势明显

PVC 的生产主要有两种制备工艺，一是电石法，主要生产原料是电石、煤炭和原盐；二是乙烯法，主要原料是石油。国际市场上 PVC 的生产主要以乙烯法为主，而国内受富煤、贫油、少气的资源禀赋限制，则主要以电石法为主，占总产能的 70%以上，石油乙烯法 PVC 占比在不断下降，目前占总产能的 30%以下。



表 1: 我国电石法 PVC 和乙烯法 PVC 产能大致分布

区域	PVC 产能		合计
	电石法	乙烯法	
西南	245	12	257
西北	198	20	218
华中	167	18	185
华南	112	12	124
华东	196	167	363
华北	328	213	541
东北	92	46	138
合计	1338	488	1826

数据来源: 百川资讯、第一创业证券研究所整理

原油价格高企凸显电石法 PVC 优势。电石法成本构成主要由电石费用、氯化氢费用和水电费构成。国家标准规定: 生产 1 吨 PVC 消耗电石 1.45~1.5 吨, 消耗氯化氢气体 0.75~0.85 吨, 每吨耗电量约 450~500kw·h, 另加其它项目开支, 目前行业平均成本在 6300 元/吨左右。而乙烯法成本的主要因素有乙烯消耗量、氯气消耗、耗电量、加工助剂、管理人工费用等。乙烯法每生产 1 吨 PVC 要消耗乙烯 0.5 吨, 消耗氯气 0.65 吨, 两者约占成本的 60% 左右。在原料成本中乙烯成本占了主要部分, 乙烯价格对聚氯乙烯的成本影响最大。目前按照油价在 90 美元计算, 乙烯法成本在 6900 元/吨左右, 远高于电石法 PVC, 而且随着原油价格的不断走高, 乙烯法 PVC 将面临更大的成本压力。

图 11: 电石法 PVC 成本构成

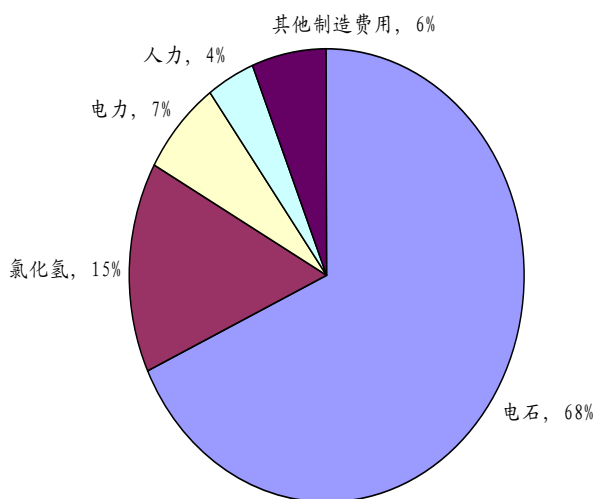
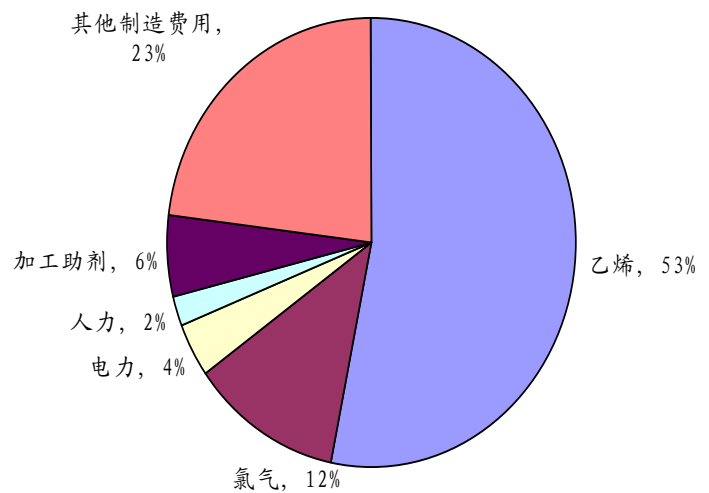


图 12: 乙烯法 PVC 成本构成



数据来源: 化工在线、第一创业证券研究所整理



表 2: 电石法 PVC 东西部成本比较 (元/吨)

	吨耗量	东部地区成本构成	西部地区成本构成
电石	1.45 吨	1.45*3250=4712	1.45*2950=4277
液氯	0.76 吨	0.76*1380=1048	0.76*1280=972
电力	470KW	470*0.56=263	470*0.32=150
人力	—	220	160
其他制造费用	—	530	510
合计	—	6773	6069

数据来源: 化工在线、第一创业证券研究所整理

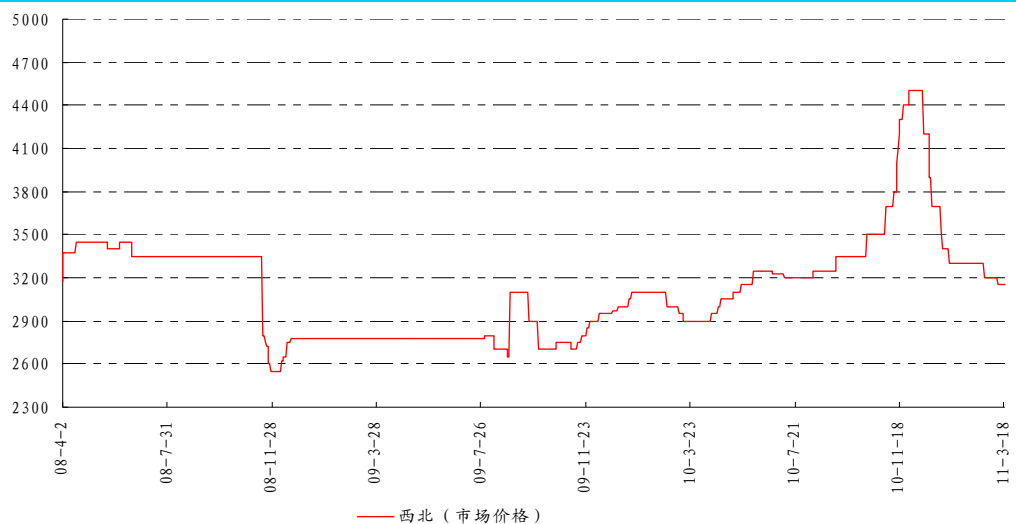
表 3: 乙烯法 PVC 成本构成 (元/吨)

原料	吨耗量	成本构成
乙烯	0.53 吨	0.53*7035=3728
液氯	0.65 吨	0.65*1380=897
电力	450KW	750*0.56=420
人力	—	320
其他制造成本	—	1610
合计	—	6975

数据来源: 化工在线、第一创业证券研究所整理

西部电石法 PVC 最具竞争优势。由于西部具有丰富的煤炭资源,电石成本以及电力成本相比其他地区都具有无可比拟的竞争优势,而且西部地区人力成本丰富,很多地区为引进投资,还给予非常低的税收优惠以及提供工业用地,所有这些都构成了西部地区电石法 PVC 的竞争优势。目前西北地区电石成本一般在 3000 元左右,而华东地区电石成本在 3500 元/吨左右。从成本比较上看,国内 PVC 行业情况是:电石法 PVC 相比乙烯法 PVC 优势将越来越明显,而在电石法 PVC 企业中,西部地区的 PVC 生产成本最低,竞争优势最为突出。

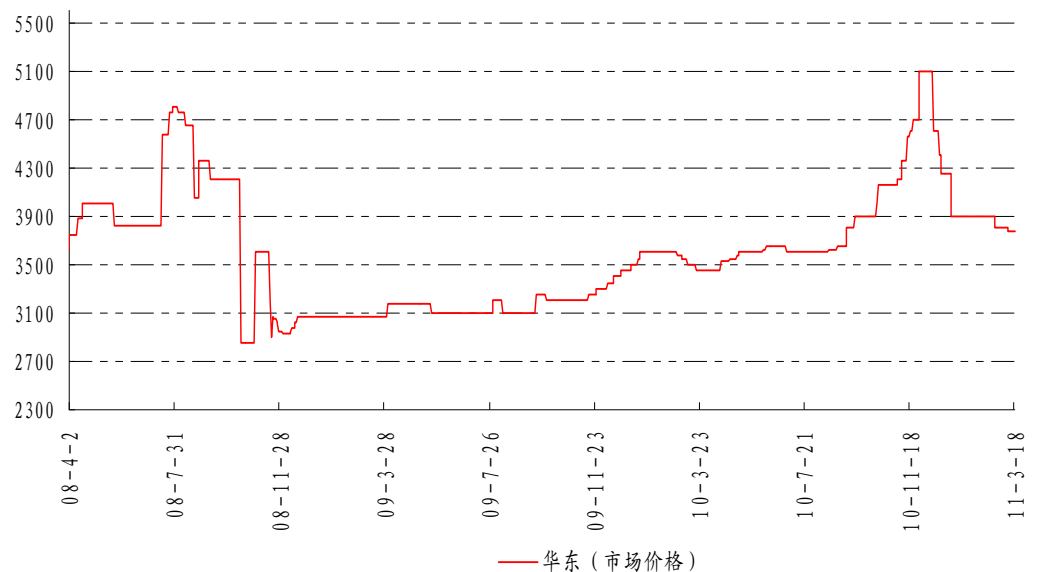
图 13: 西部地区电石价格走势





数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

图 14：东部电石价格明显高于西部



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所整理

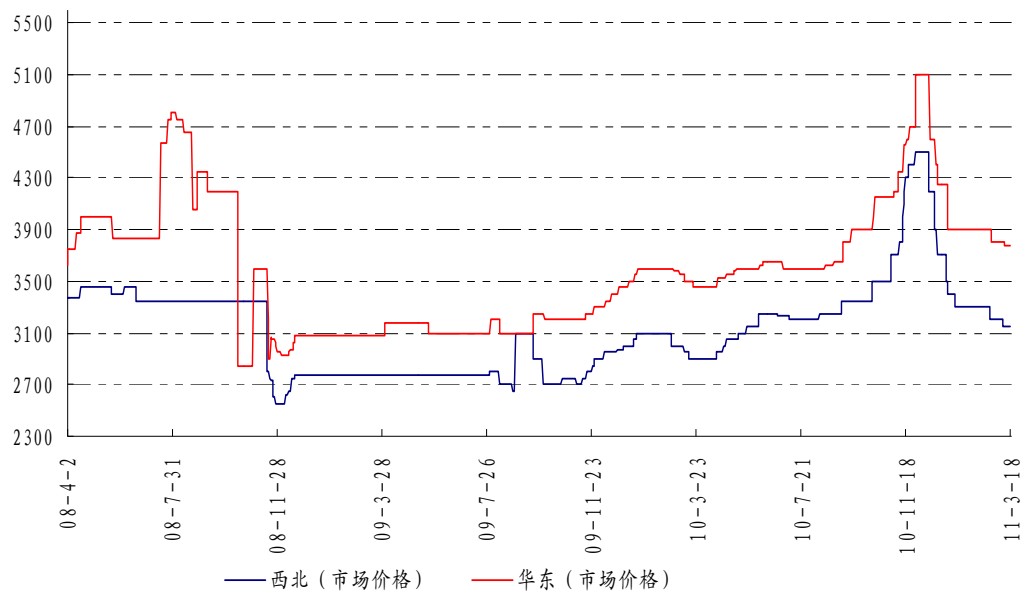
3、西部布局开花结果，11 年业绩大增长

3.1 内蒙和青海PVC开花结果，11 年贡献EPS0.17 元

提前布局西部 PVC，抢占市场先机。随着石油价格的不断上涨，乙烯法 PVC 面临着巨大的成本压力，而由于煤炭价格上涨幅度较小，电石法 PVC 凸显其成本优势，但由于中东部电石产量极少，西部的电石运到中东部大大增加了运输成本，导致东部电石价格远高于西部（见图 15），因此西部以外的其他地区竞争优势并不明显。公司深刻理解行业未来发展趋势，提前布局西部，于 2009 年 5 月收购内蒙海吉氯碱化工成立内蒙宜化投资建设 30 万吨 PVC 项目，吹响了进军西部的号角，紧接着又在青海设立子公司青海宜化，投资建设 30 万吨 PVC 项目，预计将于 2011 年二季度投产，至此公司进军西部的步伐并没有停止，2010 年 3 月公司又在新疆设立子公司投资建设 60 万吨尿素和 30 万吨 PVC 项目，PVC 项目计划 2011 年 2 季度开工建设。

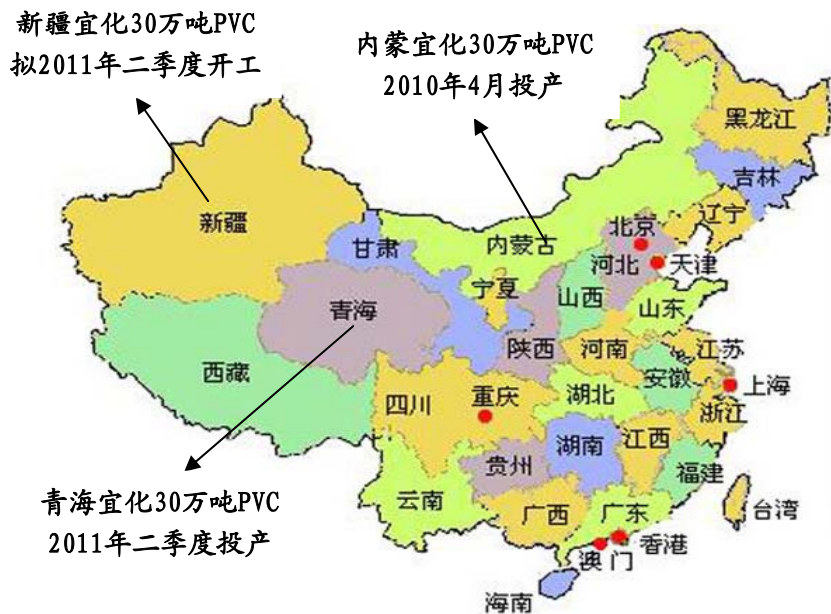


图 15: 西部电石价格远低于东部



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

图 16: 公司的 PVC 产品在西部的布局图



数据来源: 第一创业研究所整理

公司 PVC 业务凭借成本优势成为公司未来最给力的产品之一。公司在西部的布局地点都具有丰富的煤炭资源和廉价个电石资源, 以及政府承诺的较低的电价, 成本优势非常突出, 其中内蒙宜化 PVC 成本在 6100 元左右, 远低于中东部地区的 6600 元/吨, 青海宜化 30 万吨的 PVC 项目成本优势更为明显, 预计在 5900 元/吨左右, 进展顺利的话将在 2011 年二季度投产, 届时公司 PVC 将成为公司最给力的产品之一。

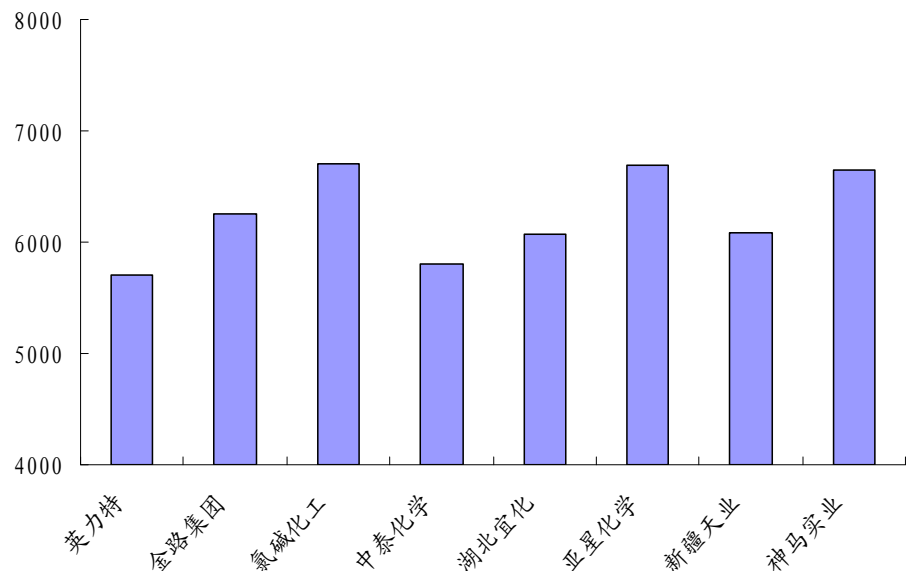


表 4: 公司内蒙宜化和青海宜化成本构成 (元/吨)

原料	吨耗量	内蒙宜化成本构成	青海宜化成本构成
电石	1.45 吨	$1.45 \times 3050 = 4422$	$1.45 \times 2950 = 4277$
液氯	0.76 吨	$0.76 \times 1280 = 972$	$0.76 \times 1300 = 988$
电力	470KW	$520 \times 0.41 = 213$	$510 \times 0.36 = 184$
人力	--	160	160
其他制造费用	--	350	360
合计	--	6117	5969

数据来源: 第一创业研究所整理

图 17: 公司 PVC 成本在行业中优势明显



数据来源: 第一创业研究所整理

公司西部布局的 PVC 产业“开花结果”，预计 2011 年为公司贡献 EPS0.17 元。内蒙宜化已经于 2010 年 4 月投产，在投产后的 8 个月中为公司 2010 年贡献将近 3200 万元净利润，随着青海宜化 30 万吨成本更为低廉的 PVC 项目的投产，公司在西部布局的两大基地已开花结果，成为公司最给力的利润增长点，保守估计公司在内蒙宜化和青海宜化生产的聚氯乙烯将为公司 2011 年贡献 9200 万元，贡献 EPS0.17 元。

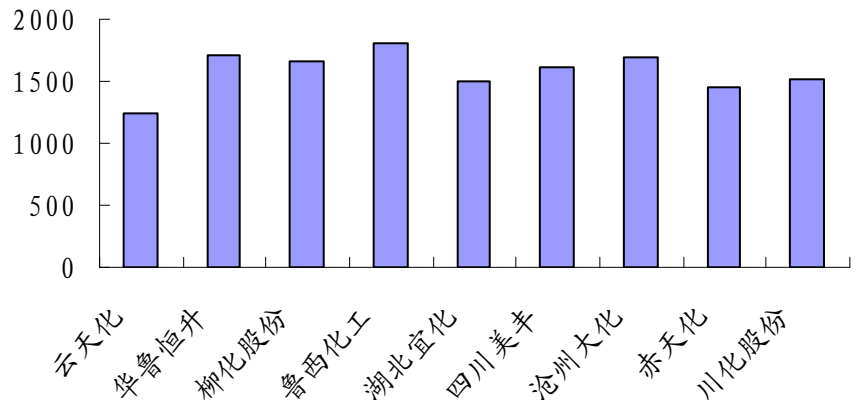
3.2 公司尿素产品弹性最大，磷肥成本优势明显

公司尿素综合成本 1500 元/吨左右，竞争优势居行业前列。在尿素这个产能严重过剩的行业，一个公司的盈利能力如何很大程度上取决于公司对成本的控制能力。目前公司在本部和湖南地区有



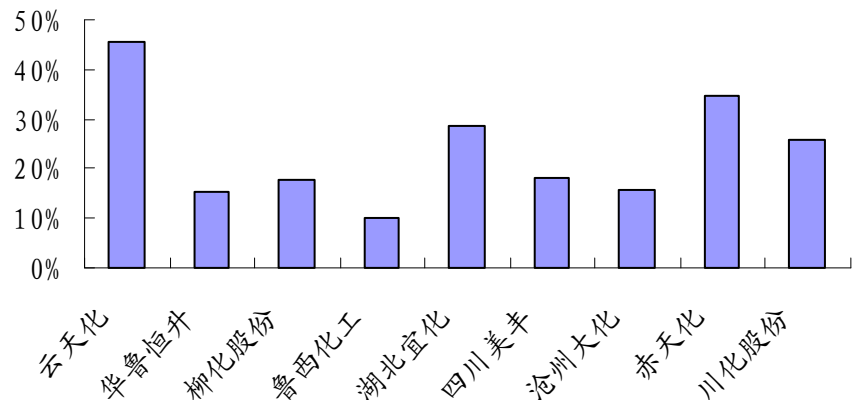
105万吨的尿素产能，由于没有煤炭资源其成本相对较高，在1600元/吨左右，而在贵州宜化由于拥有自己的煤矿，生产成本较低，在1400元/吨左右，内蒙地区的天然气供给较为充足，成本在1100元/吨。公司未来增发新建的新疆宜化的60万吨的尿素项目，由于当地的煤炭价格在120元/吨，能够使尿素成本更低，预计在1300元/吨左右，综合起来公司的尿素成本在1500元左右，在行业内具有较大的竞争优势。

图 18: 公司尿素成本在行业内较低



数据来源：第一创业研究所整理

图 19: 公司尿素毛利率在行业内居于前列



数据来源：、第一创业研究所整理

公司的尿素业绩弹性最大，尿素上涨100元增厚业绩0.33元。公司目前拥有尿素权益产能203万吨，产能位居行业第一，随着2011年底新疆更具成本优势的60万吨尿素投产，届时公司的尿素产能将达263万吨，行业内无出其右者，按照目前203万的权益产能计算，公司尿素每上涨100元，业绩弹性将达0.33元，如果按照11年底的263万吨权益产能计算，公司的业绩弹性将达惊人的0.45元。



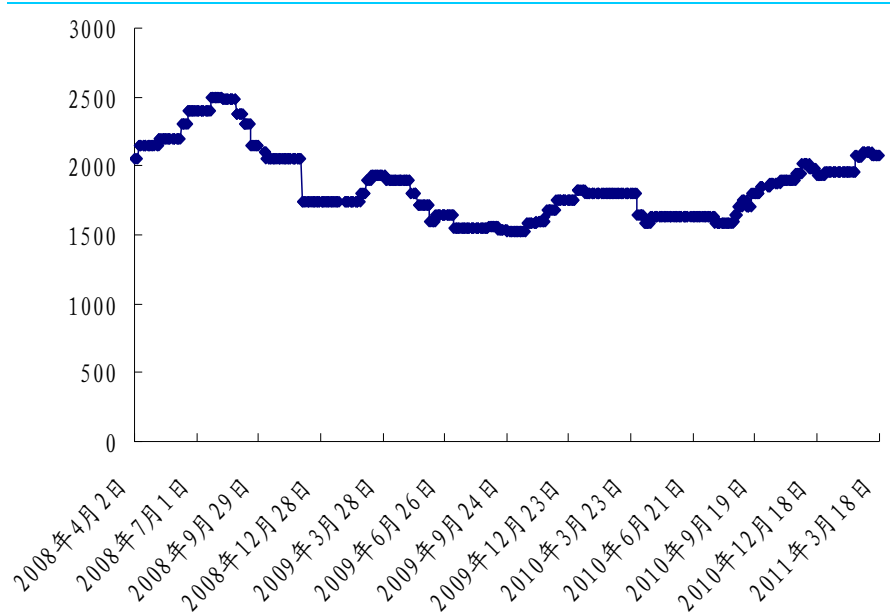
表 5: 2011 年公司的尿素业绩弹性行业内第一

公司	尿素权益产能	股本/百万股	每百万股权益产能	尿素上涨 100 元的业绩弹性
湖北宜化	203	542.4	0.374	0.33
云天化	76	590.1	0.129	0.11
华鲁恒升	140	495.7	0.282	0.23
四川美丰	157	499.8	0.314	0.27
柳化股份	40	399.3	0.1	0.085
鲁西化工	160	1460	0.109	0.09
沧州大化	56	259.3	0.216	0.17
川化股份	90	470	0.191	0.14
建峰化工	132	598.8	0.22	0.18
泸天化	160	585	0.274	0.22
辽通化工	150	1200	0.125	0.1

数据来源: Wind、第一创业研究所整理

预计公司 11 年尿素价格平均高出 10 年 100 元/吨左右, 业绩增厚 0.16 元左右。由于 10 年春季用肥阶段国内遭遇大范围的干旱, 导致尿素价格一直在 1750 元/吨底部徘徊, 严重影响了公司的盈利。而进入 11 年以来, 春耕用肥明显高于去年, 再加上 10 年底出口过于猛烈导致氮肥储备不足, 尿素价格一直维持在 2000 元/吨左右, 远高于去年的 1750 元/吨, 公司盈利能力远高于去年。由于春季用肥占到全年用肥量的 60% 左右, 且 11 年尿素需求量远好于 10 年, 再加上今年新增长能比较少, 我们预测 11 年尿素全年价格在 1850 元/吨左右, 较 10 年高出 100 元/吨左右, 扣除煤等成本的上涨, 吨净利润较 10 年高出 50 元/吨, 对应的尿素业绩弹性在 0.16 元左右。

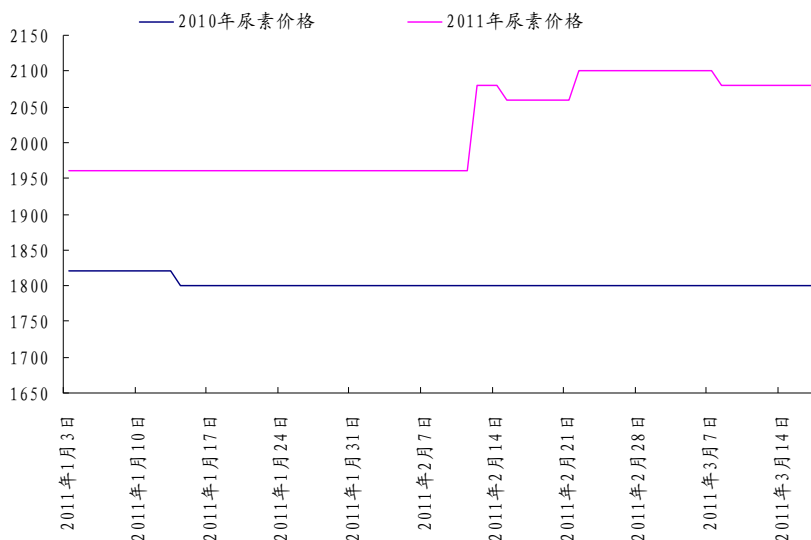
图 20: 湖北省尿素市场价格走势图 (元/吨)



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所



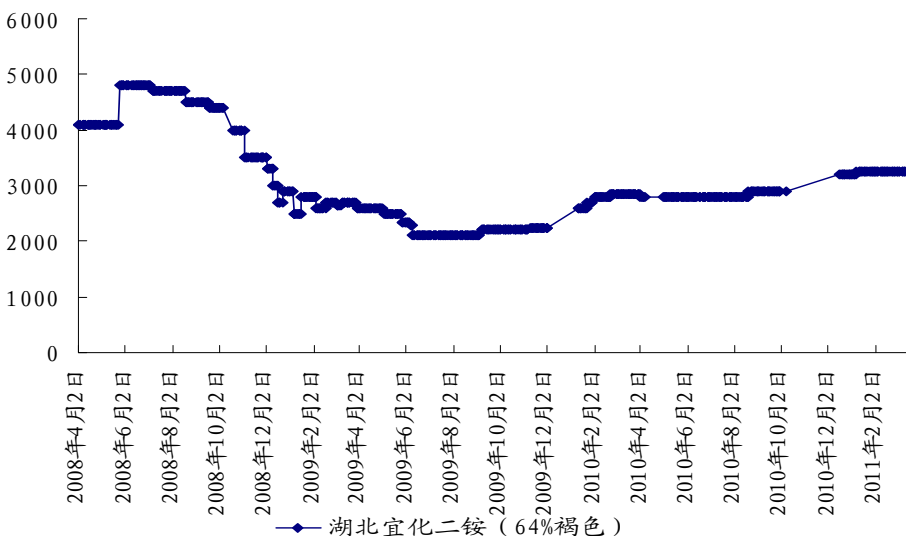
图 21: 湖北省尿素市场价格走势图 (元/吨)



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

公司磷肥业务成本优势突出，盈利能力据行业前列。公司全资子公司宜化肥业 75 万吨磷肥生产地位居磷矿资源丰富的湖北省宜化市，成本优势突出。目前公司所需磷矿石全部在当地采购，采购价在 220 元/吨，每吨二铵的完全合成成本在 2100 元左右，毛利率高达 30.97%，盈利能力居行业前列。进入 11 年以来，公司磷肥价格一直维持在 3200 元/吨左右，盈利能力一直较好。随着下游需求的增长，以及国际磷肥价格的支撑，国内磷肥价格有望维持在 3000 元/吨以上，公司的磷肥盈利能力有望保持在较高水平。

图 22: 公司近三年磷肥价格走势图



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所



3.3 公司磷矿石资源增值潜力无限

磷矿石资源稀缺性逐渐显现 磷矿资源具有不可缺少、不能替代、不能回收、不能再生的特性，属于国家具有特色的战略资源。磷矿石的稀缺性非常厉害，世界磷矿石总储量约 500 亿吨，而经济储量不足 180 亿吨，按目前的开采速度，全球磷矿资源的可用年限不足 50 年。中国更为严重，按照目前每年一亿吨以上的磷矿消耗量，如果我们全部利用现有的富矿资源，则仅能利用到 2013 年，如果利用经济储量，也最多只能利用 40 年。

磷矿资源稀有属性比钾矿更强 按照当前的开采速度，目前全球钾矿资源可经济开采储量可用年限为 176 年，而磷矿资源却不足 50 年，而中国更是不足 40 年。国土资源部已将磷矿列入 2010 年后不能满足国民经济发展需求的重要矿种之一。

表 6: 世界磷矿资源储量和使用年限情况

	可经济开采储量	基础储量	2009年产量	可经济开采储量使用年限
全球	1800000	5000000	19961	47.64
中国	500000	1300000	5100	39.93
摩洛哥	570000	2100000	3200	71.25
美国	120000	340000	4300	14.46
南非	150000	250000	368	316.54
澳大利亚	7700	120000	240	14.61
约旦	90000	170000	812	44.33
俄罗斯	20000	100000	1320	8.39
巴西	26000	37000	670	18.75
印度	9000	16000	134	34.62
以色列	18000	80000	460	25.96
埃及	10000	76000	321	20.70
Syria	10000	80000	340	13.47
Tunisia	10000	60000	990	4.89
加拿大	2500	20000	130	10.64
Senegal	5000	16000	210	11.75
Togo	3000	6000	146	10.28
其他	80000	200000	490	64.47

数据来源：世界矿产资源年评、第一创业证券研究所

表 7: 世界钾盐资源储量和使用年限情况

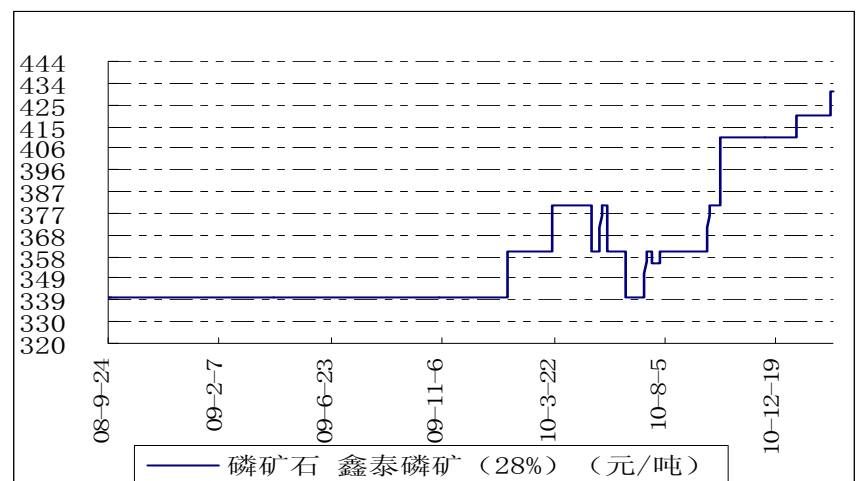


	可经济开采储量	基础储量	2009年产量	可经济开采
全球	892400	1867000	3424.6	173.88
加拿大	440000	1100000	1240	167.59
俄罗斯	180000	220000	716	240.00
白俄罗斯	75000	100000	532	93.98
德国	71000	85000	380	108.54
中国	800	45000	283	6.87
以色列	4000	58000	247	10.34
巴西	30000	60000	47	425.27
美国	9000	30000	110	43.81
约旦	4000	58000	120	22.22
乌克兰	2500	3000	2.6	641.02
英国	2200	3000	60	24.44
西班牙	2000	3500	50	26.67
智利	1000	5000	37	18.02
其他	5000	14000	150	22.22

数据来源：世界矿产资源年评、第一创业证券研究所

磷矿石的稀缺性逐渐从价格上得到体现。由于磷是农作物生长不可缺少的元素之一，磷资源的稀缺程度到国家粮食的安全生产问题，关系到社会的稳定与发展，因此国家已经把磷矿资源列为国家战略性保护资源。随着国家对磷矿资源整合力度的加大，磷矿资源正逐步向具有规模和技术优势的龙头企业集中，磷矿石的价格正逐步上涨，逐步体现磷矿石的真正价值。

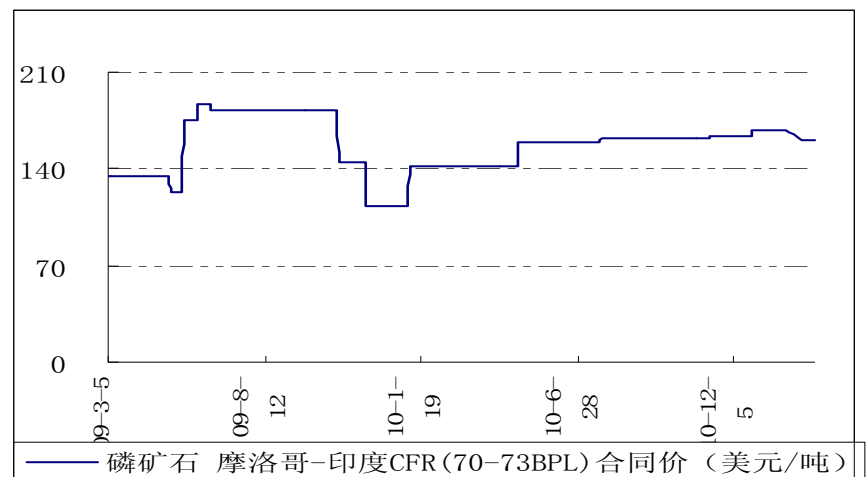
图 23: 国内磷矿石价格不断上涨



数据来源：百川资讯、第一创业研究所



图 24: 国际磷矿石价格是国内磷矿石价格的 3 倍左右



数据来源: 百川资讯、第一创业研究所

公司磷矿石资源价值在 400 亿以上，而且未来增值潜力无限。

公司作为国内第二大磷矿石储量大省湖北省的龙头企业，在磷矿石资源整合中不断获得磷矿资源，目前公司在江家垵矿业和殷家坪磷矿共拥有约 1 亿吨可采储量的磷矿资源，公司在江家垵拥有 100 万吨磷矿石开采能力。目前湖北省新探明的 4 亿吨磷矿石储量，公司作为湖北省国资委控股的龙头企业，在未来的整合中有望获得更多的磷矿资源。按照目前的磷矿石价格，公司的磷矿石的资源价值在 400 亿以上。公司未来磷矿石增值空间来自于磷矿石价格的不断上涨和不断获得更多的磷矿石资源。

未来磷矿资源将成为公司未来主要利润增长点。公司原计划 2010 年下半年进行开采的 100 万吨磷矿石产能由于开采证的问题一直没有动工，导致目前公司生产磷肥用磷矿石全部来自外购，外购成本在 220 元/吨左右，未来公司 100 万吨磷矿石投产后将为公司 2.2 亿元的净利。目前该 100 万吨磷矿石的开采权仍在办理中，具体的开采时间存在着不确定性，因此在 2011 年的盈利预测中并未考虑该部分的盈利。

3.4 收购贵州宜化和宜化肥业，理顺股权关系

公司虽控股 50%，但已成为 10 年的主要利润来源。贵州宜化和宜化肥业是公司控股股东宜化集团和上市公司各控股 50% 的优质资产，其盈利能力在行业内居于前列。其中宜化肥业 2010 年度实现营业收入 503815.85 万元，净利润 38892.43 万元，为上市公司 10 年业绩贡献 19446.2 万元，占 10 年业绩的 34.26%，贵州宜化 2010 年度实现营业收入 94908.63 万元，净利润 5074.67 万元，为上市公司贡献 2537.3 万元，占公司业绩的 4.43%，2010 年度两公司合计为上市公司贡献 38.69% 的净利润，是公司的主要利润来源。

表 8: 宜化肥业近四年财务数据表



	营业收入	净利润	总资产	负债	净资产
2007	110677.1	11216.08	179780.7	127120.9	52659.85
2008	204280.2	-4510.59	250691.6	221446.3	29245.33
2009	269614.7	1603.55	238652.4	206846.2	31806.19
2010	503815.85	38892.43	312329.37	209865.7	46993.61

数据来源：公司年报、公司公告、第一创业研究所

表 9：贵州宜化近似年财务数据表

	营业收入	净利润	总资产	负债	净资产
2007	13860.54	-81.29	153025.9	123107.2	29918.71
2008	93976.72	25457.86	155483.1	95432	60051.09
2009	81198.28	8834.27	59719.6	105045.2	54674.44
2010	94908.63	5074.67	177886.59	102576.4	101806.6

数据来源：公司年报、公司公告、第一创业研究所

完全控股贵州宜化和宜化肥业，增厚公司权益产能，11 年将为公司贡献 EPS0.37 元。贵州宜化拥有 45 万吨的尿素产能，宜化肥业拥有 75 万吨的二铵产能，此次收购完成后，上市公司将增加 35 万吨二铵和 22.5 万吨尿素的优质资产，大大提高其盈利能力，保守估计宜化肥业 11 年将为公司贡献 EPS0.31 元，贵州宜化将为公司贡献 EPS0.06 元。

表 10：股权收购后将增厚公司 2011 年 EPS0.37 元

公司	总产能(万吨)	股权变动	增加权益产能(万吨)	吨净利(元/吨)	预计 2011 年增加利润(万元)	预计 2011 年增厚 EPS
宜化肥业	75 万吨二铵	50%-100%	35 万吨二铵	480	16800	0.31
贵州宜化	45 万吨尿素	50%-100%	22.5 万吨尿素	150	3375	0.06

数据来源：公司年报、公司公告、第一创业研究所

注：上述预测相对 10 年比较保守，10 年宜化肥业 35 万吨二铵实现净利 19446.2 万元。

更重要的是，收购完成后，避免了关联交易，理顺了股权关系，使管理层和少数股东权益趋于一致。当前贵州宜化和宜化肥业两个少数股东权益权并入上市公司之后，不但避免了上市公司与集团公司之间的关联交易，而且公司的管理层通过持股宜化集团的方式



持股上市公司，其利益将与流通股股东完全一致，目前市场最关心的公司管理层风险得到消除，管理层也有充分的动力做好公司业绩。

3.5 季戊四醇等待爆发，保险粉成为新增点

公司是全球第二大季戊四醇生产企业，季戊四醇曾经是公司盈利水平最高的产品。自 2008 年金融危机以来，该行业急转直下，市场持续低迷，出现几乎全行业亏损的局面。面对严酷的市场，公司运用技术手段、加大高附加值产品双季戊四醇开发力度，目前已将双季戊四醇的收率由 1% 提高到 10%。季戊四醇市场价格于历史最低位徘徊已长达两年多时间，一旦市场回暖，季戊四醇将迎来爆发性增长。

完善产业链，保险粉成为新的利润增长点。公司为充分利用生产季戊四醇的副产品甲酸钠，完善产业链，于 09 年 6 月投资近 3 亿元兴建了年产 10 万吨保险粉项目，目前已经投产并销售。公司的保险粉项目是与季戊四醇联产，充分利用了季戊四醇的氟产品，成本优势明显，目前保险粉的毛利率在 19% 左右，预计 11 年公司将生产销售 7 万吨保险粉（年报中披露），按照当前的盈利能力，保险粉业务将为公司 11 年公司贡献 4200 万元，贡献 EPS0.07 元。

4、估值优势明显，增发支撑股价下有安全边际

4.1 公司估值优势明显

公司被严重低估 50% 左右。根据公司现有的权益资产规模，利用目前行业内的上市公司对同样资产的投资额度进行重置成本法计算得出，公司的重置成本在 170 亿元左右，其中还不包括公司拥有的一亿吨可采磷矿资源（如果算上资源价值的话，保守估值在 500 亿左右），而目截止到 2011 年 3 月 18 号，公司的市值只有 112 亿，可见公司目前被严重低估 50% 左右。

表 11：公司重置成本在 170 亿元

产品	相似公司	项目	投资额/亿	投资额亿元/万吨	宜化产能/ 万吨	重置成本/ 亿元
尿素	湖北宜化	60 万吨尿素	20	0.33	260	87
	兴发集团	60 万吨磷肥	15.56	0.26	70	18
二铵	六国化工	28 万吨合成 氨	19.89	0.71	16	11
PVC	天原集团	40 万吨 PVC	18.36	0.46	84	39
保险粉、 季戊四 醇	--	各 10 万吨	--	--	20	15
合计						170

数据来源：各公司公告、第一创业研究所整理



同类的上市公司中，公司估值优势最为明显。公司 10 年的业绩已经出来，EPS 为 1.06 元，而目前股价只有 20.6 元，PE 只有 19 倍左右，而 10 年农化板块的平均估值也都在 25 左右，按照我们的预测，公司 11 年 PE 只有 14 倍左右，在同类型的上市公司中，公司的估值最低，优势也最为明显。

表 12: 公司估值优势明显

同类型上市公司	6 月 20 号股价	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
云天化	18.3	0.31	0.57	0.89	59	32	21
华鲁恒升	15.38	0.51	0.76	1.16	30	20	13
四川美丰	6.13	0.2	0.31	0.43	31	20	14
柳化股份	8.43	0.14	0.38	0.53	60	22	16
鲁西化工	6.41	0.23	0.47	0.69	28	14	9
沧州大化	11.53	0.37	0.51	0.61	31	23	19
川化股份	7.36	-0.38	0.07	0.19	NA	105	39
建峰化工	7.88	0.22	0.31	0.42	36	25	19
泸天化	6.7	-0.1	0.06	0.15	NA	112	45
平均					39	41	22
湖北宜化	18.86	1.06	1.51	1.97	18	12	12

数据来源: Wind、第一创业研究所

4.2 公司增发价支撑公司底部价格

增发为股价提供安全边际，为管理层做好 11 年业绩提供动力。公司 2010 年非公开增发不超过 1.5 亿股募集资金总额不超过 25 亿元，用于向公司全资子公司新疆宜化增资 20 亿元建设 40 万吨合成氨和 60 万吨尿素项目以及使用 5 亿元偿还银行贷款，当时的非公开增发价格定价为不低于 18.51 元，后来由于环评问题被延迟。今年 5 月份再次召开股东会，最终发行价格暂定为不低于 19.3 元/股。目前增发已经获得证监会通过，这样就对当前股价形成有力的底部支撑，目前股价在 18.86 元，安全边际较高。下一步公司管理层将通过出来路演的方式来提高其认购率，对股价将有一个有力拉升。目前公司各产品价格远高于去年同期水平，个产品盈利能力远高于去年同期，11 年公司业绩有望超市场预期。

5、盈利预测

基本假设:

- (1) 由于今年春季用肥比较顺利，好于 10 年同期水平，假设公司 11 年本部尿素平均价格为 1800 元/吨，联合化工平均价格为 1780 元/吨、湖南宜化平均价格为 1750 元/吨，贵州宜化为 1900 元/吨；
- (2) 假设新疆宜化 60 万吨项目进展顺利，2011 年底投产，12 年贡献 60 万



- 吨，平均价格假定为 1790 元/吨；
- (3) 假定公司内蒙宜化 PVC 开工率 90%，平均价格为 6900 元/吨，青海宜化进展顺利，二季度初顺利投产，11 年贡献 20 万吨；
- (4) 由于磷矿石价格不断上涨，假定公司 2011 年二铵平均价格为 2850 元/吨，毛利率有一定程度下降至 29%。

表 13: 湖北宜化分产品销售收入和毛利率从预测

			2010	2011	2012	2013	
尿素	本部	产量(万吨)	65	70	70	70	
		售价(元/吨)	1750	1800	1800	1800	
		收入(百万)	1137.5	1260	1260	1260	
		成本(百万)	1017.49	1121.4	1134	1134	
		毛利率	10.55%	11%	10%	10%	
		联合化工	产量(万吨)	116	120	120	120
		售价(元/吨)	1720	1780	1770	1770	
		收入(百万)	1995.2	2136	2124	2124	
		成本(百万)	1396.64	1495.2	1486.8	1486.8	
		毛利率	30%	30%	30%	30%	
		湖南宜化	产量(万吨)	40	40	40	40
			售价(元/吨)	1700	1750	1750	1750
			收入(百万)	680	700	700	700
			成本(百万)	606.49	616	624.33	624.33
			毛利率	11%	12%	11%	11%
		贵州宜化	产量(万吨)	45	45	45	45
			售价(元/吨)	1890	1950	1950	1950
			收入(百万)	850.5	877.5	877.5	877.5
			成本(百万)	603.86	614.25	614.25	614.25
			毛利率	29%	30%	30%	30%
	新疆宜化	产量(万吨)	—	—	60	60	
		售价(元/吨)	—	—	1790	1790	
		收入(百万)	—	—	1074	1074	
		成本(百万)	—	—	751.8	751.8	
		毛利率	—	—	30%	30%	
	尿素合计	收入(百万)	4663.2	4973.5	6035.5	6035.5	
		成本(百万)	3624.48	3846.85	4611.18	4611.18	
		综合毛利率	28.66%	29.29%	30.89%	30.89%	
二铵							
	宜化肥业	产量(万吨)	70	70	70	70	
		售价(元/吨)	2816	2850	2800	2800	
		收入(百万)	1971.2	1995	1960	1960	
		成本(百万)	1360.72	1416.45	1411.20	1411.20	
		毛利率	30.97%	29%	28%	28%	



PVC					
太平洋热电	产量(万吨)	20	24	24	24
	售价(元/吨)	6800	7000	7000	7000
	收入(百万)	1360	1680	1680	1680
	成本(百万)	1267.52	1537.2	1545.6	1545.6
	毛利率	6.8%	8.50%	8%	8%
内蒙宜化	产量(万吨)	11	28	30	30
	售价(元/吨)	6700	6900	6900	6900
	收入(百万)	737	1932	2070	2070
	成本(百万)	639.95	1642.2	1780.2	1780.2
	毛利率	13.2%	15%	14%	14%
青海宜化	产量(万吨)	—	20	30	30
	售价(元/吨)	—	6700	6700	6700
	收入(百万)	—	1340	2010	2010
	成本(百万)	—	1098.8	1648.2	1668.3
	毛利率	—	18%	18%	17%
新疆宜化	产量(万吨)	—	—	10	30
	售价(元/吨)	—	—	6500	6500
	收入(百万)	—	—	650	1950
	成本(百万)	—	—	526.5	1599
	毛利率	—	—	19%	18%
PVC合计	收入(百万)	2097	4952	6410	7710
	成本(百万)	1907.47	4278.2	5500.5	6593.1
	毛利率	9.94%	15.75%	16.53%	16.94%
季戊四醇					
	产量(万吨)	6	7	7	7
	售价(元/吨)	7800	7800	7800	7800
	收入(百万)	468	546	546	546
	成本(百万)	444.6	518.7	518.7	518.7
	毛利率	5%	5%	5%	5%
保险粉					
	产量(万吨)	3	7	8	10
	售价(元/吨)	4600	4500	4500	4500
	收入(百万)	138	315	360	450
	成本(百万)	111.78	255.15	291.6	364.5
	毛利率	19%	19%	19%	19%
其他化工品					
	收入(百万)	2207.55	2278	2357	2461
	成本(百万)	1469.71	1889	1989	1961
总计	收入(百万)	11544.95	15059.50	17668.50	19162.50
	成本(百万)	8918.76	12204.10	14322.18	15459.68
	综合毛利率	23.47%	23.65%	23.16%	22.98%

数据来源：第一创业研究所



6、风险提示

- 1、增发项目低于预期风险风险；
- 2、公司募投项目进展低于预期风险；
- 3、公司主营产品价格出现大幅波动风险；
- 4、下游原材料价格大幅上涨风险；
- 5、宏观经济环境发生变化导致下游需求下降风险。



表 14: 湖北宜化盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7,220.5	9,468.9	12,192.1	15,011.7	一、营业收入	11,545.0	15,058.6	17,668.9	19,162.9
货币资金	1,561.7	3,754.0	5,531.6	7,847.7	减: 营业成本	8,918.0	12,204.1	14,322.1	15,459.9
交易性金融资产	0.6	0.6	0.6	0.6	营业税金及附加	30.6	33.2	38.9	43.0
应收款项	762.5	924.4	1,093.9	1,186.4	销售费用	614.9	854.8	1,003.0	1,087.8
预付款项	2,044.5	2,623.0	3,080.1	3,319.6	管理费用	394.9	454.1	493.4	514.1
存货	2,521.0	1,836.7	2,155.8	2,327.3	财务费用	431.6	-65.3	-71.4	-78.1
其他流动资产	330.2	330.2	330.2	330.2	资产减值损失	60.7	-0.2	5.0	2.7
非流动资产	11,525.3	10,713.1	9,900.9	9,088.6	加: 公允价值变动收益	-0.1	0.0	0.0	0.0
股权投资	7.3	7.3	7.3	7.3	投资收益	4.8	2.0	2.0	2.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	2.0	2.0	2.0
固定资产	9,015.7	8,140.9	7,266.1	6,391.2	二、营业利润	1,098.9	1,580.0	1,880.0	2,135.3
在建工程	1,926.2	1,988.8	2,051.4	2,114.1	加: 营业外收入	90.2	92.9	95.7	98.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	29.4	66.3	74.6	84.0
无形及递延性资产	535.2	535.2	535.2	535.2	三、利润总额	1,159.7	1,606.6	1,901.1	2,149.9
其它非流动资产	40.9	40.9	40.9	40.9	减: 所得税费用	132.4	241.0	285.2	322.5
资产总计	18,745.8	20,182.0	22,093.0	24,100.3	四、净利润	1,027.3	1,365.6	1,615.9	1,827.4
流动负债	6,629.2	6,699.9	6,994.9	7,174.8	归属母公司净利润	572.5	817.5	1,067.8	1,279.3
短期借款	3,932.0	3,932.0	3,932.0	3,932.0	少数股东损益	454.8	548.1	548.1	548.1
应付账款	1,256.3	1,422.8	1,630.2	1,749.9	五、总股本(百万股)	542.4	542.4	542.4	542.4
预收帐款	1,230.7	1,300.0	1,509.0	1,634.0	EPS (元)	1.06	1.51	1.97	2.36
其它流动负债	210.1	45.0	-76.2	-141.2					
非流动负债	6,960.9	6,960.9	6,960.9	6,960.9	主要财务比率				
长期借款	6,189.9	6,189.9	6,189.9	6,189.9	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	770.9	770.9	770.9	770.9	成长能力				
其它非流动负债	0.1	0.1	0.1	0.1	营业收入	31.8%	30.4%	17.3%	8.5%
负债合计	13,590.1	13,660.8	13,955.8	14,135.7	营业毛利	77.8%	8.7%	17.2%	10.6%
少数股东权益	2,430.2	2,978.3	3,526.3	4,074.4	主业盈利	83.5%	-4.7%	19.8%	13.6%
股本	542.4	542.4	542.4	542.4	母公司净利	140.9%	42.8%	30.6%	19.8%
资本公积与其它	611.6	611.6	611.6	611.6	获利能力				
留存收益	1,571.5	2,389.0	3,456.9	4,736.2	毛利率	22.8%	19.0%	18.9%	19.3%
股东权益合计	2,725.5	3,543.0	4,610.8	5,890.2	主业盈利/收入	13.7%	10.0%	10.3%	10.7%
负债和股东权益	18,745.8	20,182.0	22,093.0	24,100.3	ROS	8.9%	9.1%	9.1%	9.5%
					ROE	21.0%	23.1%	23.2%	21.7%
					ROIC	7.5%	9.5%	10.4%	10.9%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	72.5%	67.7%	63.2%	58.7%
经营活动现金流	457.6	2,190.5	1,766.8	2,298.6	利息保障倍数	2.4	-20.9	-22.6	-23.4
净利润	1,027.3	1,365.6	1,615.9	1,827.4	速动比率	0.66	1.09	1.39	1.72
折旧摊销	806.3	874.7	879.8	877.5	经营现金净额/当期债务	0.12	0.56	0.45	0.58
财务费用	424.0	-65.3	-71.4	-78.1	营运能力				
投资损失	-4.7	-2.0	-2.0	-2.0	总资产周转率	0.62	0.75	0.80	0.80
营运资金变动	-1,759.4	17.6	-655.5	-326.2	应收款天数	23.78	22.10	22.29	22.29
其它变动	-35.8	0.0	0.0	0.0	存货天数	101.77	54.18	54.19	54.19
投资活动现金流	-3,236.3	-60.6	-60.6	-60.6	每股指标(元)				
资本支出	-3,237.4	-62.6	-62.6	-62.6	主业盈利/股本	2.93	2.79	3.34	3.79
长期投资	1.1	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.84	4.04	3.26	4.24
其它变动	0.0	2.0	2.0	2.0	每股净资产	0.54	1.04	2.00	3.35
筹资活动现金流	3,163.8	62.3	71.4	78.1	估值比率				
债务融资	3,390.9	0.0	0.0	0.0	P/E	19.52	13.67	10.46	8.73
权益融资	739.6	0.0	0.0	0.0	P/B	37.83	19.78	10.30	6.15
其它变动	-966.7	62.3	71.4	78.1	P/S	0.97	0.74	0.63	0.58
汇率变动影响	5.9	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	8.58	7.72	6.19	4.88
现金净增加额	391.1	2,192.3	1,777.6	2,316.1					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120