



买入

37% ↑

目标价格: 人民币25.70

000422.SZ

价格: 人民币 18.71

目标价格基础: 17倍12年市盈率

板块评级: 中立

湖北宜化

坚决实施资源发展战略

经过前期的快速异地扩张, 湖北宜化已成长为国内化肥行业的龙头企业, 未来公司将坚决实施资源战略, 将化工产业向上游包括磷矿石、煤炭等行业延伸, 将尿素、PVC产业向西部转移。我们仍然看好公司的未来发展战略。得益于低成本的尿素和磷肥新产能扩充, 我们预计2011-2013年公司净利年均复合增长率仍有望达到26%, 目前其估值较低, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2011年公司主营收入和净利分别同比增长54%和43%, 主要是由于公司对贵州宜化、宜化肥业权益由50%增加至100%, 以及尿素价格上涨和青海宜化年产30万吨PVC投产所致。但由于第四季度PVC价格加速下滑, 拖累公司利润增长略低于我们预期。
- 2012年得益于新疆低成本60万吨尿素投产以及青海、内蒙PVC产销量上升, 将拉动公司主营收入由178亿元提升至190亿元左右, 净利同比将增长15.8%至9.47亿元。如果后期PVC景气回升, 公司净利有望增速在25%以上。
- 今年年底在湖北松滋投产的56万吨磷酸二铵将成为2013年新增长点, 由于配套上游原料, 我们预计其利润率将高于公司现有磷肥项目。另外考虑新疆30万吨PVC装置投产, 我们预计2013年公司净利增长有望恢复至36%至12.9亿元。

评级面临的主要风险

- 负债率过高, 面临一定财务风险。
- 公司在西部产能扩充较快, 面临一定的人才和技术瓶颈。

估值

- 目前公司估值仅相当于12.4倍2012年预期市盈率, 我们维持其买入评级和25.70元目标价不变。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10	(4)	9	(13)
相对新华富时A50指数	6	3	4	7

发行股数(百万)	627
流通股(%)	86.4
流通股市值(人民币 百万)	9,913
3个月日均交易额(人民币 百万)	272
净负债比率(%) (2012E)	133
主要股东(%)	
湖北宜化集团	16.85

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	11,545	17,765	18,957	23,401	25,667
变动(%)	32	54	7	23	10
净利润(人民币 百万)	573	818	947	1,292	1,401
全面摊薄每股收益(人民币)	1.056	1.509	1.511	2.061	2.235
变动(%)	140.9	43.0	0.1	36.4	8.4
先前预测每股收益(人民币)			1.863	2.479	
调整幅度(%)	-	-	(18.9)	(16.9)	
全面摊薄市盈率(倍)	17.7	12.4	12.4	9.1	8.4
每股现金流量(人民币)	0.10	3.88	2.92	3.85	4.90
价格/每股现金流量(倍)	182.9	4.8	6.4	4.9	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	7.7	8.0	6.7	6.4
每股股息(人民币)	0.100	0.050	0.100	0.100	0.100
股息率(%)	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

经过前期的快速异地扩张，湖北宜化已成长为国内化肥行业的龙头企业，未来公司将坚决实施资源战略，将化工产业向上游延伸，将尿素、PVC产业向西部转移。同时公司也将试水新产业，在流通领域建立和发展宜化的商贸服务业。我们仍然看好公司未来的发展方向。得益于低成本的尿素和磷肥新产能扩充，我们预计2011-2013年公司净利年均复合增长率仍有望达到26%，目前估值仅相当于12.4倍2012年预期市盈率，我们维持其**买入**评级。基于17倍2012年预期市盈率，结合每股盈利1.51元，设定公司目标价为25.70元。

2011年公司净利同比增长43%

湖北宜化2011年实现主营收入177.65亿元，净利8.18亿元，同比分别增长54%和43%，略低于我们预期。主营收入大幅增长主要是得益于尿素价格上涨和青海宜化年产30万吨PVC投产所致。但由于第四季度PVC价格加速下滑，导致其毛利率从上半年10.3%下滑至6%，拖累盈利增长。并且由于磷矿石、硫磺等成本上涨，导致磷酸二铵毛利率由2011年31%下降至14.8%，公司总体毛利率同比下降3.8个百分点至18.7%。公司主营利润增幅28%，小于收入增幅。公司管理和销售费用控制较好，基本小于收入增幅。但由于负债率较高，2011年末净权益负债率达到156%，导致其财务费用同比增幅在43%，财务压力较大。同时由于公司对贵州宜化、宜化肥业权益由50%增加至100%，使得其少数股东权益几乎没有增长，带动净利同比增幅达到43%。

公司同时宣布其2011年分红方案为每10股转增5股，并派0.5元。

图表 1.2011年业绩摘要

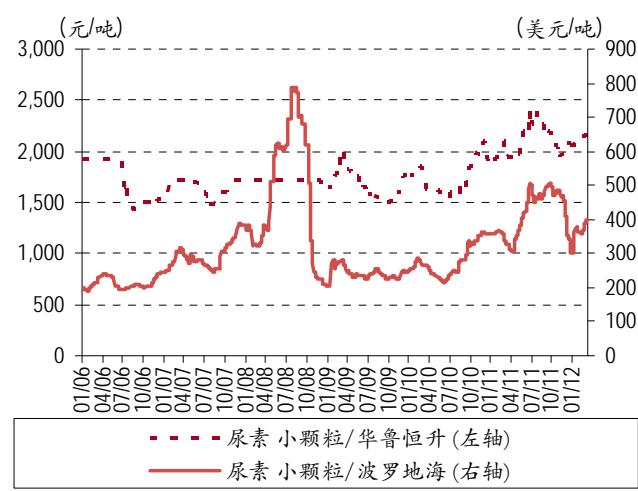
(人民币, 百万)	2010年	2011年	同比变动(%)
营业额	11,545	17,765	54
销售税金	(31)	(39)	28
净销售额	11,514	17,726	54
销售成本	(8,918)	(14,409)	62
毛利润	2,596	3,317	28
销售费用	(615)	(753)	22
管理费用	(395)	(492)	25
经营利润	1,587	2,072	31
投资收益	5	(2)	(134)
财务费用	(432)	(618)	43
资产减值	(61)	0	(100)
其它	61	42	(32)
税前利润	1,160	1,495	29
所得税	(132)	(228)	72
少数股东权益	(455)	(449)	(1)
净利润	573	818	43
主要比率 (%)			
毛利率	22.5	18.7	
经营利润率	13.7	11.7	
净利率	5.0	4.6	

资料来源：公司数据

预计 2012 年尿素行业保持较高景气度，PVC 行业不确定性较大

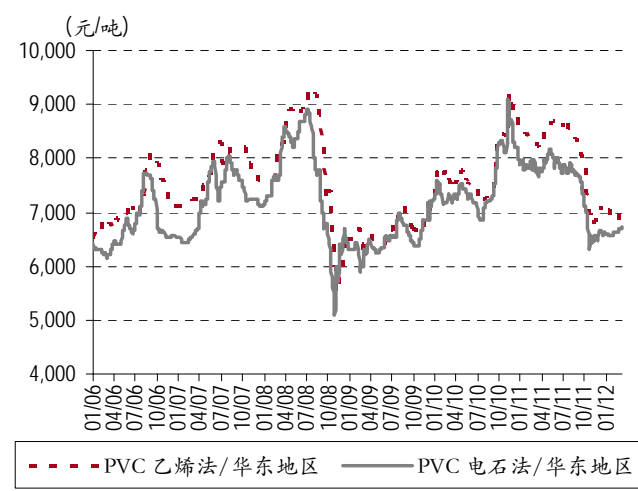
目前春耕已进行过半，化肥价格仍处于高位，尿素上涨至 2,200-2,400 元之间。我们预计近期由于需求支撑尿素价格仍可能维持高位，进入后期淡季虽然有小幅回落可能，但由于煤炭、天然气（市场预期化肥用气价格将持续走高）成本支撑，我们预计 2012 年尿素均价较 2011 年将上涨 50-100 元。湖北宜化由于享受在西部地区低成本优势，将享受尿素价格上涨带来的利润上升。另一化肥——磷酸二铵，我们预计在 2012 年将保持相对稳定，虽然仍然面临磷矿石成本上涨压力，但由于公司江家墩 30 万吨磷矿石将在今年开始贡献利润，将有效冲减上涨成本，我们预计公司磷肥业务盈利将保持相对稳定。PVC 产品仍然是今年最不确定的一个因素。由于下游需求低迷，虽然受到乙烯法成本支撑，但电石法 PVC 价格仍维持在 6,700 元的较低水平。展望后市，由于政府对房地产行业调控方向未变，保障房不足以提升整体新建房屋开工率回升，刺激 PVC 价格大幅回升的因素未现。

图表 2. 尿素价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 3. PVC 价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

未来两年盈利增长来自于新疆新建 60 万吨尿素和湖北松滋 56 万吨磷酸二铵项目

2011 年底，湖北宜化在新疆新建的 60 万吨尿素已顺利投产运行，我们预计 2012 年可贡献 48 万吨的新增量。并且，由于新疆煤炭成本在 100 元以下，在考虑火车运费后，尿素的完全成本不到 1,100 元，该项目总 2012 年将为公司贡献 4 亿元主营利润。另外考虑青海、内蒙 PVC 的完全达产，我们预计今年公司主营收入由 178 亿元提升至 190 亿元左右，净利同比将增长 15.8%至 9.47 亿元，按增发后总股本计算，完全摊薄每股盈利在 1.51 元。

公司 2011 年新建的两套 28 万吨磷酸二铵（同时配套建设年产 80 万吨硫酸、30 万吨磷酸和 1.05 万吨氟硅酸钠项目），预计在 2012 年底可投产。由于该项目将利用宜昌当地磷矿石资源，并配套磷酸等上游原料，该项目利润率将高于公司现有的磷酸二铵装置，毛利率在 25%以上，预计 2013 年将新增磷酸二铵产量 40 万吨左右。另外考虑新疆 30 万吨 PVC 装置投产，我们预计 2013 年公司净利增长有望恢复至 36%至 12.9 亿元，每股盈利 2.06 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	11,545	17,765	18,957	23,401	25,667
销售成本	(8,949)	(14,448)	(15,350)	(18,813)	(20,717)
经营费用	(266)	(349)	(456)	(636)	(647)
息税折旧前利润	2,331	2,968	3,150	3,952	4,303
折旧及摊销	(744)	(896)	(922)	(1,065)	(1,219)
经营利润(息税前利润)	1,587	2,072	2,229	2,887	3,084
净利息收入/(费用)	(432)	(618)	(550)	(584)	(584)
其他收益/(损失)	5	40	35	35	35
税前利润	1,160	1,495	1,714	2,338	2,535
所得税	(132)	(228)	(257)	(351)	(380)
少数股东权益	(455)	(449)	(510)	(696)	(754)
净利润	573	818	947	1,292	1,401
每股收益(人民币)	1.056	1.509	1.510	2.061	2.235
每股股息(人民币)	0.100	0.050	0.100	0.100	0.100
收入增长(%)	32	54	7	23	10
息税前利润增长(%)	84	31	8	30	7
息税折旧前利润增长(%)	54	27	6	25	9
每股收益增长(%)	141	43	0	36	8

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,562	3,671	1,484	1,636	1,641
应收帐款	763	940	1,137	1,404	1,540
库存	2,521	3,457	3,791	4,680	5,133
其他流动资产	2,354	3,063	3,850	4,500	4,250
流动资产总计	7,200	11,130	10,262	12,220	12,564
固定资产	10,942	14,986	13,012	14,992	16,817
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	583	663	1,187	1,183	1,549
长期资产总计	11,525	15,649	14,200	16,175	18,367
总资产	18,725	26,779	24,462	28,395	30,931
应付帐款	1,256	2,311	2,295	2,813	3,096
短期债务	3,932	8,552	6,500	6,500	6,500
其他流动负债	1,441	850	825	1,582	1,820
流动负债总计	6,629	11,713	9,620	10,895	11,416
长期借款	6,833	6,136	6,200	7,000	7,000
其他长期负债	188	1,872	200	200	200
股本	542	542	627	627	627
储备	2,102	4,693	5,481	6,644	7,904
股东权益	2,645	5,235	6,108	7,270	8,531
少数股东权益	2,430	1,824	2,334	3,029	3,783
总负债及权益	18,725	26,779	24,462	28,395	30,931
每股帐面价值(人民币)	4.88	9.66	9.75	11.60	13.61
每股有形资产(人民币)	4.88	9.66	9.75	11.60	13.61
每股净负债/(现金)(人民币)	16.97	20.33	17.90	18.93	18.92

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,160	1,495	1,714	2,338	2,535
折旧与摊销	744	896	922	1,065	1,219
净利息费用	432	618	550	584	584
运营资本变动	(1,716)	(58)	(548)	(638)	(306)
税金	(132)	(228)	(257)	(351)	(380)
其他经营现金流	(432)	(616)	(552)	(584)	(584)
经营活动产生的现金流	55	2,106	1,828	2,415	3,068
购买固定资产净值	(3,476)	(5,047)	(2,000)	(3,000)	(3,000)
投资减少/增加	1,667	0	0	0	0
其他投资现金流	(791)	1,180	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,600)	(3,867)	(2,000)	(3,000)	(3,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	3,004	3,924	(1,988)	800	0
支付股息	(54)	(54)	(27)	(63)	(63)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	2,950	3,870	(2,016)	737	(63)
现金变动	405	2,108	(2,187)	152	5
期初现金	1,157	1,562	3,671	1,484	1,636
公司自由现金流	(2,545)	(1,761)	(172)	(585)	68
权益自由现金流	459	2,163	(2,160)	215	68

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.2	16.7	16.6	16.9	16.8
息税前利润率(%)	13.7	11.7	11.8	12.3	12.0
税前利润率(%)	10.0	8.4	9.0	10.0	9.9
净利率(%)	5.0	4.6	5.0	5.5	5.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	3.7	3.4	4.1	4.9	5.3
净权益负债率(%)	181.3	156.1	132.9	115.2	96.3
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	17.7	12.4	12.4	9.1	8.4
市净率(倍)	3.8	1.9	1.9	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	182.9	4.8	6.4	4.9	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	7.7	8.0	6.7	6.4
周转率					
存货周转天数	84.7	75.5	69.8	66.1	69.8
应收帐款周转天数	17.1	17.5	20.0	19.8	20.9
应付帐款周转天数	33.1	36.6	44.3	39.8	42.0
回报率					
股息支付率(%)	9.5	3.3	6.6	4.9	4.5
净资产收益率(%)	24.1	20.8	16.7	19.3	17.7
资产收益率(%)	8.7	7.7	7.4	9.3	8.8
已运用资本收益率(%)	11.7	11.0	10.4	12.8	12.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 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