

2012年04月24日

徐莹
XY_Cherry@e-capital.com.cn
目标价(元) 22.50

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2012/4/24)	19.30
深证成份指数(2012/4/24)	10041.89
股价 12 个月高/低	23.68/16.5
总发行股数(百万)	626.68
A 股数(百万)	542.09
A 市值(亿元)	104.62
主要股东	湖北宜化集团有限责任公司 (16.85%)
每股净值(元)	8.68
股价/帐面净值	2.22
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-5.16 3.32 -12.57

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-10-19	20.69	买入

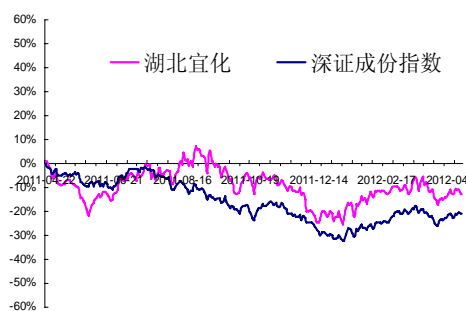
产品组合

尿素	33.05%
聚氯乙烯	26.61%
磷酸二铵	15.78%
贸易业务	9.14%
化工产品	6.93%
氯碱产品	4.54%
其他	3.95%

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	0.79%
基金	8.08%
券商集合理财	0.08%
社保基金	1.12%
一般法人	18.88%

股价相对大盘走势



湖北宜化(000422.SZ)

Buy 买入

业绩符合预期 尿素、磷铵等产能持续扩张

结论与建议:

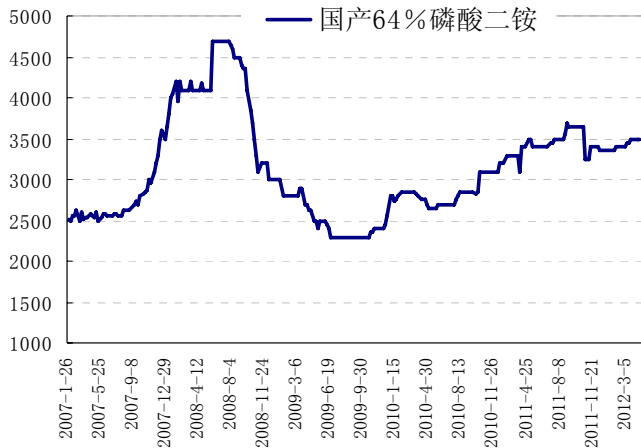
公司未来成长路径较为明确,2012 年看新疆 60 万吨尿素专案业绩贡献和青海 PVC 项目满产,2013 业绩增量将主要来自松滋 56 万吨磷铵、新疆 30 万吨 PVC 项目投产。预计 2012、2013 年 EPS 分别为 1.61、1.88 元,业绩同比增长 23%和 17%,目前股价对应动态 PE 12、10 倍,公司持续布局西部,坐享低成本、产能扩张带来的业绩稳定增长,维持“买入”的投资建议。

- **1Q12 净利同比升 34.6%** 1Q12 公司实现营收 45.6 亿元,同比增长 42.1%;实现归属上市公司股东净利 1.91 亿元,同比增长 34.6%,每股收益 0.305 元,符合我们此前。毛利率 18.4%,同比微跌 0.3 个百分点,环比上升 2.8 个百分点。业绩上升主要由青海宜化 30 万吨 PVC、新疆宜化 60 万吨尿素项目分别由去年 7 月和年底投产推动。
- **2011 年业绩同比上升 43%** 2011 年公司实现营收 177.65 亿元,同比增长 53.88%,实现归属上市公司股东净利 8.18 亿元,同比增长 42.82%,每股收益 1.51 元。拟向全体股东每 10 股派 0.5 元,每 10 股转增 5 股。
- **12 年看好新疆宜化尿素业绩贡献** 公司现有尿素产能 330 万吨,其中新疆 60 万吨为去年底新投产,预估 2012、2013 年尿素产量分别为 300 万吨和 325 万吨,同比增 20%和 8.3%。春耕以来尿素价格节节攀升,2400 元/吨的价格已较去年同期高出近 20%,目前下游复合肥厂备肥不足,为满足夏季追肥需求、加强采购,短期看价格仍将维持高位运行。
- **56 万吨磷酸二铵为新增长点** 公司现有磷酸二铵产能 70 万。松滋 2x28 万吨磷酸二铵专案计画于 2012 年第四季度投产,项目利用重介质-反浮选工艺,采用宜昌低品位磷矿生产二铵,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,盈利能力有望高于行业平均水准。
- **PVC 产能迅速增长** PVC 现有产能 84 万吨,其中青海宜化 30 万吨为去年 7 月投产,另有新疆宜化 30 万吨增量计画于 12 年底建成。预估 2012、2013 年 PVC 产量分别为 72、90 万吨,同比增长 20%和 25%。由于产能面临过剩局面,下游房地产等需求弱势,PVC 价格去年四季度以来在低位盘整,目前价格 6800 元/吨,相较去年同期低 15%左右。公司 PVC 产能布局西部资源丰富,电力、煤炭成本低廉区域,低成本优势维持微利,但业绩贡献增幅恐不及产能增幅。
- **盈利预估** 预计公司 2012、2013 年实现营收 194.7 亿元和 237.5 亿元,yoy 分别增长 9.6%和 22%,归属上市公司股东净利分别为 10.1 亿元和 11.8 亿元,同比分别增长 23%和 17%,EPS 分别为 1.61 元和 1.88 元,动态 PE 为 12 倍和 10 倍,维持“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012 F	2013 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	238	573	818	1008	1180
同比增减	%	-9.88%	140.87%	42.83%	23.30%	17.06%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.438	1.056	1.508	1.609	1.883
同比增减	%	-9.88%	140.87%	42.83%	6.71%	17.06%
市盈率(P/E)	X	44.0	18.3	12.8	12.0	10.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.1	0.05	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	0.52%	0.52%	0.26%	0.52%	0.52%

图 1: 国内磷酸二铵价格走势



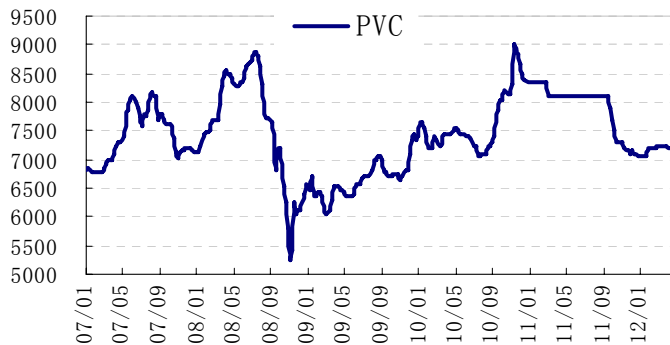
资料来源: 隆众石化网、群益证券整理

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

图 3: 国内 PVC 价格走势



资料来源: 隆众石化网、群益证券整理

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (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	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	8761	11545	17765	19473	23752
经营成本	7283	8918	14409	15549	19147
营业税金及附加	8	31	39	53	59
销售费用	314	615	753	742	879
管理费用	290	395	492	645	811
财务费用	345	432	618	733	810
资产减值损失	13	61	0	17	1
投资收益	1	0	-2	0	0
营业利润	514	1099	1453	1734	2044
营业外收入	45	90	61	56	21
营业外支出	15	29	19	10	8
利润总额	544	1160	1494	1780	2057
所得税	96	132	228	269	309
净利润	448	1027	1266	1511	1749
少数股东损益	210	455	449	503	568
归属于母公司股东权益	238	573	818	1008	1180

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	1137	1562	3666	3227	3291
应收账款	187	620	423	453	485
存货净额	1630	2521	3457	3872	4181
流动资产合计	3818	7200	10830	11186	11340
长期股权投资	7	7	61	70	81
固定资产	7570	9016	11190	13204	15911
在建工程	1206	1874	3586	3934	3816
非流动资产合计	9698	11525	15649	18213	21015
资产总计	13516	18725	26480	29399	32355
流动负债合计	4775	6629	11712	14075	16022
非流动负债合计	5062	6961	8008	7779	8035
负债合计	9837	13590	19720	21854	24058
少数股东权益	1508	2430	1824	2075	2359
股东权益合计	3679	5156	7059	7545	8297
负债和股东权益总计	13516	18746	26779	29399	32355

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
经营活动所得现金净额	768	458	1977	564	839
投资活动所用现金净额	-1123	-3236	-5525	-3962	-3496
融资活动所得现金净额	1026	3164	5378	2958	2721
现金及现金等价物净额	672	391	1830	-440	65

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)有限公司不对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。