

尿素价格上涨 PVC行业仍显低迷

——湖北宜化（000422）调研快报

2013年12月05日

推荐/首次

湖北宜化

调研快报

事件：近期我们调研了湖北宜化，与公司就经营情况、主要产品价格走势等进行了交流。

主要观点：

1、尿素价格走高，看好淡储及2014年春耕行情。

2013年，国内尿素行情整体呈现低迷态势，从3月份直至10月份，尿素价格基本一路下跌，大颗粒尿素主流价格从2200元/吨左右下滑至1600元/吨左右。尿素产能过剩及出口价格（国际价格）的低迷是主要的影响因素。从11月份以来，国际尿素市场有所回升，国内市场淡储备肥陆续开始，且旺季出口关税降低的预期增加，加之今年冬季气荒较往年严重，气头尿素开工普遍降低（气头产能占比约1/3），诸多因素影响下，国内尿素价格逐步回升，目前主流价格在1700元/吨左右。我们预计，此轮上涨可维持至2014年春耕结束。

公司尿素产能330万吨，目前公司内蒙联合化工气头尿素120万吨（其中权益产能51%）开工50%，新疆煤头60万吨产能以及湖北、湖南、贵州煤头尿素均满负荷开工，公司看好尿素未来几个月走势，目前囤货，且不再收款。

2、磷铵价格低迷，暂未见好转迹象。

公司70万吨磷酸二铵产能，磷矿石全部外购。从年初至今，磷酸二铵价格始终表现平淡，五六月份开始下滑。11月份磷复肥会议结束后，市场有所升温，但价格体现不明显，主流价格在2500-2600元/吨。市场期待2014年出口关税降低预期实现，对二铵市场能够有所支撑。

3、氯碱价格表现较低迷，淡季难见大幅好转。

公司PVC产能共114万吨，其中内蒙、新疆、青海、宜昌产能分别为30、30、30、24万吨。2014年，PVC价格整体低迷，目前淡季，价格难见好转。烧碱情况略好于PVC，四季度企业检修较多，价格有所回升。

1 郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

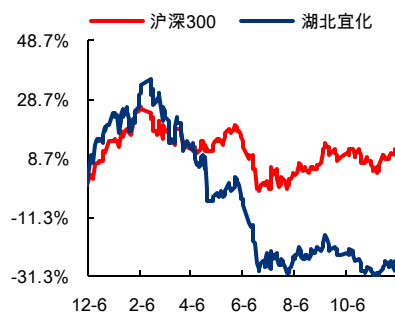
执业证书编号：

S1480512070001

交易数据

52周股价区间（元）	6.77-8.94
总市值（亿元）	60.79
流通市值（亿元）	59.15
总股本/流通A股（万股）	89787/87373
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.49

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

4、保险粉盈利较好，季戊四醇价格低迷（营收占比较小）。

公司保险粉 10 万吨，下游应用广泛，盈利基本不错。保险粉广泛用于纺织工业的还原性染色、还原清洗、印花和脱色，还可用于食品漂白，也可应用于有机合成，如染料、药品的生产里作还原剂或漂白剂。

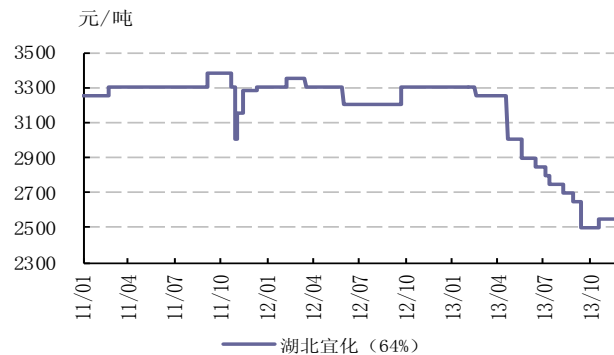
公司季戊四醇 10 万吨，主要用在涂料工业中，可用以制造醇酸树脂涂料，由于产品下游市场小，08 年以来价格一直低位徘徊。

图 1：尿素价格



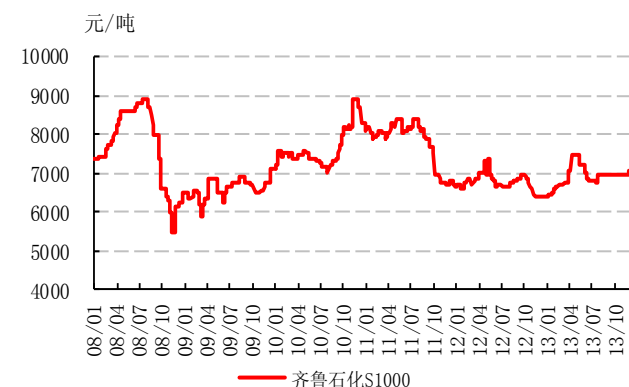
资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

图 2：磷酸二铵价格



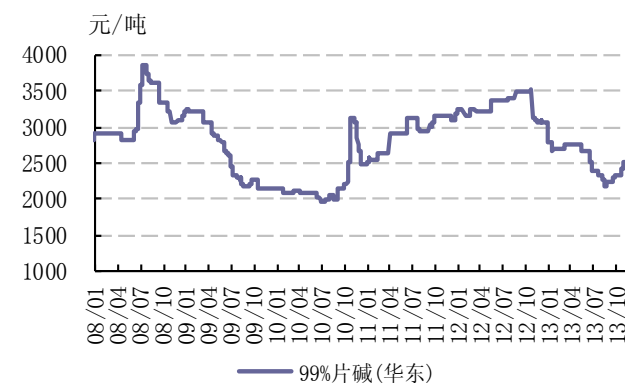
资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

图 3：PVC 价格



资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

图 4：烧碱价格



资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

结论：

公司产品丰富，涵盖化肥、氯碱以及保险粉、季戊四醇，其中化肥中尿素收入占比最大，近年比例在 35-40%。尿素毛利率一般也在 30% 以上，是公司产品中毛利率最高产品。如上文所述，我们看好尿素淡储及 2014 年春耕行情，公司将受益尿素价格的上涨。我们预计公司 13-14 年每股收益分别为 0.31、0.45、0.65 元，对应 PE 分别为 22、15、10 倍，给予公司“推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	11130	9188	9591	10053	10515	营业收入	17765	19318	18700	19605	20505
货币资金	3666	1538	1870	1961	2051	营业成本	14409	15506	15895	16468	17019
应收账款	423	571	512	537	562	营业税金及附加	39	44	43	45	47
其他应收款	250	515	498	522	546	营业费用	753	787	748	784	820
预付款项	2513	2273	2432	2597	2767	管理费用	492	570	542	569	595
存货	3457	3931	3919	4061	4197	财务费用	618	827	1019	1050	1005
其他流动资产	300	0	0	0	0	资产减值损失	-0.04	77.34	40.00	30.00	30.00
非流动资产合计	15649	20280	19373	18515	17666	公允价值变动收益	-0.44	0.08	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	61	57	30	30	30	投资净收益	-1.59	0.08	0.00	0.00	0.00
固定资产	11190	12425	11638	10851	10064	营业利润	1453	1506	412	659	989
无形资产	549	563	507	451	394	营业外收入	60.82	119.54	115.00	100.00	100.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	19.13	22.01	10.00	10.00	0.00
资产总计	26779	29468	28964	28568	28182	利润总额	1494	1604	517	749	1089
流动负债合计	11712	12506	13859	13434	13001	所得税	228	130	78	112	163
短期借款	7317	7869	9690	8958	8215	净利润	1266	1474	440	637	926
应付账款	2149	2670	2613	2707	2798	少数股东损益	449	607	163	236	343
预收款项	666	904	1091	1287	1492	归属母公司净利润	818	866	277	401	583
一年内到期的非	1235	670	0	0	0	EBITDA	2964	3511	2275	2552	2837
非流动负债合计	8008	9181	7299	7299	7299	EPS (元)	1.51	0.97	0.31	0.45	0.65
长期借款	6136	7279	7279	7279	7279	主要财务比率					
应付债券	689	691	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	19720	21687	21159	20733	20301	成长能力					
少数股东权益	1824	1637	1799	2035	2377	营业收入增长	-8.0%	8.7%	-3.20%	4.84%	4.59%
实收资本(或股	542	898	898	898	898	营业利润增长	-6.8%	385.7%	-72.62%	59.82%	50.07%
资本公积	2074	1793	1793	1793	1793	归属于母公司净利润	-68.0%	244.7%	-68.01%	44.78%	45.39%
未分配利润	2300	3047	2880	2640	2290	获利能力					
归属母公司股东	5235	6145	5918	5717	5426	毛利率(%)	19%	20%	15%	16%	17%
负债和所有者权	26779	29468	28876	28485	28103	净利率(%)	7%	8%	2%	3%	5%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3%	3%	1%	1%	2%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	16%	14%	5%	7%	11%
经营活动现金流	1977	4027	2524	2494	2743	偿债能力					
净利润	1266	1474	440	637	926	资产负债率(%)	74%	74%	73%	73%	72%
折旧摊销	893.93	1177.67	0.00	843.27	843.59	流动比率	0.95	0.73	0.69	0.75	0.81
财务费用	618	827	1019	1050	1005	速动比率	0.66	0.42	0.41	0.45	0.49
应付帐款的变化	0	0	-57	94	91	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	187	196	205	总资产周转率	0.78	0.69	0.64	0.68	0.72
投资活动现金流	-5525	-5296	-26	-20	-30	应收账款周转率	34	39	35	37	37
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.71	8.02	7.08	7.37	7.45
长期投资	61	57	30	30	30	每股指标(元)					
投资收益	-2	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.51	0.97	0.31	0.45	0.65
筹资活动现金流	5378	-665	-2166	-2383	-2623	每股净现金流(最新	3.37	-2.15	0.37	0.10	0.10
短期借款	7317	7869	9690	8958	8215	每股净资产(最新摊	9.65	6.84	6.59	6.37	6.04
长期借款	6136	7279	7279	7279	7279	估值比率					
普通股增加	0	355	0	0	0	P/E	4.52	7.06	22.07	15.24	10.48
资本公积增加	1734	-281	0	0	0	P/B	0.71	1.00	1.03	1.07	1.13
现金净增加额	1830	-1934	332	91	90	EV/EBITDA	5.20	6.01	9.32	7.99	6.89

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。