



上半年业绩好于预期 资产注入进一步明确 ——湖北宜化（000422）公告点评

公司上半年业绩好于预期

湖北宜化于2010年8月6日发布了2010年半年度报告，报告显示，今年上半年，公司实现营业总收入50.19亿元，同比增长20.96%；实现利润总额5.71亿元，同比增长143.47%；实现归属于上市公司股东的净利润3.28亿元，同比增长199.84%；基本每股收益0.605元，同比增长199.50%。

公司上半年业绩好于预期。上半年公司在化肥行业景气度不佳的情况下，仍然保持了较好的盈利水平，业绩同比有较大幅度提高，主要得益于公司全资子公司内蒙古宜化年产30万吨聚氯乙烯、30万吨离子膜烧碱项目开车投产，同时公司新增年产10万吨保险粉项目建成投产，以及二铵价格同比提高。

资产注入进一步明确

同日，湖北宜化发布公告表示，经公司2010年8月4日召开的董事会审议，关联董事回避表决，非关联董事以7票同意、0票反对、0票弃权的投票结果通过了《关于收购贵州宜化化工有限责任公司50%股权的议案》以及《关于收购湖北宜化肥业有限公司50%股权的议案》。

本次股权收购对解决与股东湖北宜化集团有限责任公司（以下简称：“宜化集团公司”）的关联投资，增加公司尿素等产品的权益产能，形成新的利润增长点具有积极意义。

盈利预测

我们预计公司2010-2011年EPS分别为0.94元和1.23元，以8月5日收盘价17.27元计算，对应动态市盈率分别为18倍和14倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7130.7	8760.6	10074.7	12089.6
营业利润	398.9	514.1	862.7	1114.4
利润总额	415.5	544.0	872.7	1124.4
归属母公司净利润	263.7	237.7	511.8	669.0
EPS（元）	0.49	0.44	0.94	1.23

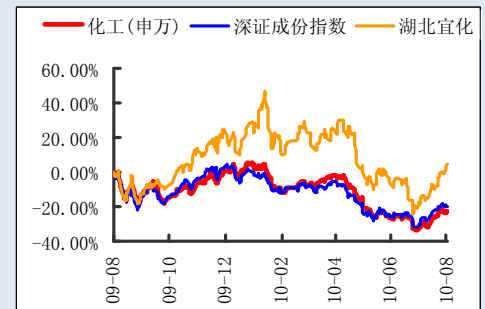
风险因素

公司资产收购相关程序完成之前，尚存在不确定性；主营产品价格回落的风险；相关行业产能过剩的风险。

公司评级：强烈推荐（维持）



一年来湖北宜化相对深成指表现



市场表现（截至2010-08-05）

	最新收盘	近一年
开盘价(元)	17.31	18.01
最高价(元)	17.42	25.32
最低价(元)	16.90	12.71
收盘价(元)	17.27	17.27
换手率	2.62%	515.50%
涨跌(元)	-0.04	-1.10
涨跌幅	-0.23%	-5.40%
行业涨跌幅	0.24%	-21.40%
相对行业涨跌幅	-0.47%	16.00%
深成指涨跌幅	-0.94%	-22.56%
相对大盘涨跌幅	0.71%	17.16%

基础数据（截至2010-08-05）

总股本(万股)	54237.81
流通A股(万股)	54209.26
流通比例	99.95%
总市值(亿元)	93.67
流通市值(亿元)	93.66
每股净资产(元)	4.52

王泽军

执业证书编号：S1490209080023

王贝贝

执业证书编号：S1490110040005

010-58568078

wangbeibei@hrsec.com.cn

公司上半年业绩好于预期

湖北宜化于2010年8月6日发布了2010年半年度报告，报告显示，今年上半年，公司实现营业总收入50.19亿元，同比增长20.96%；实现利润总额5.71亿元，同比增长143.47%；实现归属于上市公司股东的净利润3.28亿元，同比增长199.84%；基本每股收益0.605元，同比增长199.50%。

公司上半年业绩好于预期。今年上半年公司经营环境与09年相比有所好转，但受天然气及电力涨价、煤炭涨价、国际尿素价格偏低、异常气候导致化肥下游需求不畅等诸多不利因素影响，国内化肥行业整体依然低迷。公司在化肥行业景气度不佳的情况下，上半年仍然保持了较好的盈利水平，业绩同比有较大幅度提高，主要得益于公司全资子公司内蒙古宜化化工有限公司年产30万吨聚氯乙烯、30万吨离子膜烧碱项目开车投产，同时公司新增年产10万吨保险粉项目建成投产，以及国内二铵价格同比有所提高。

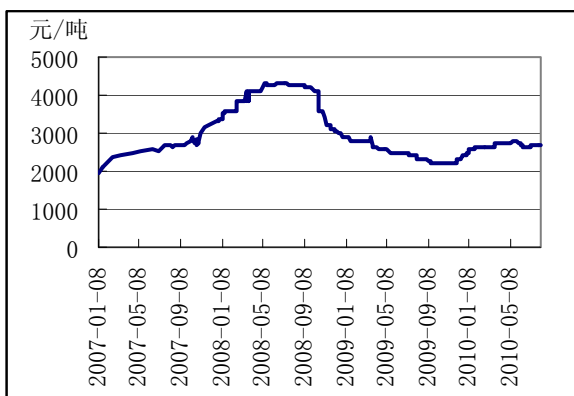
图表1：公司今年上半年主营产品销售情况

产品	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	营业收入比上 年同期增减(%)	营业成本比上 年同期增减(%)	毛利率比上 年同期增减
尿素	212,078.01	151,895.24	28.38%	6.66%	3.51%	2.18个百分点
季戊四醇	27,805.42	31,698.18	-14.00%	-7.05%	11.52%	-4.84个百分点
磷酸二铵	81,288.18	54,072.33	33.48%	-10.38%	-33.68%	23.37个百分点
聚氯乙烯	99,042.25	86,503.50	12.66%	83.12%	49.03%	19.98个百分点
保险粉	18,353.00	14,846.00	19.11%	-	-	-

数据来源：公司公告、华融证券

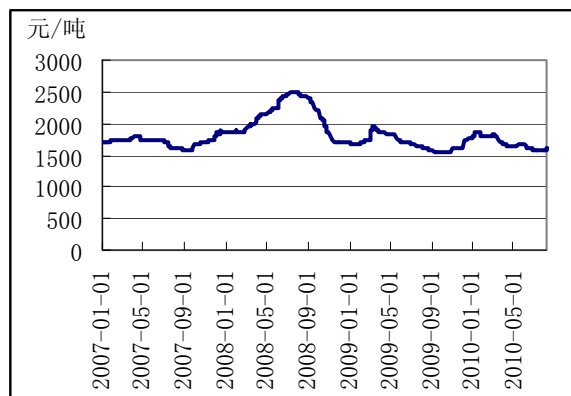
今年上半年，公司产品尿素与季戊四醇的毛利率与上年同期相比变化不大。公司磷酸二铵毛利率为33.48%，比上年同期增加了23.37个百分点，主要得益于与上年同期相比，磷酸二铵的原材料采购成本有所下降，而国内磷酸二铵市场价格上涨。公司聚氯乙烯（PVC）毛利率为12.66%，比上年同期增加了19.98个百分点，主要得益于子公司内蒙古宜化化工有限公司年产30万吨聚氯乙烯（PVC）、30万吨离子膜烧碱项目开车投产，产品产量增加，同时国内PVC市场价格也好于去年同期水平。公司新投产的保险粉毛利率也达到19.11%。

图表2：近年磷肥（二铵）价格走势（长三角地区）



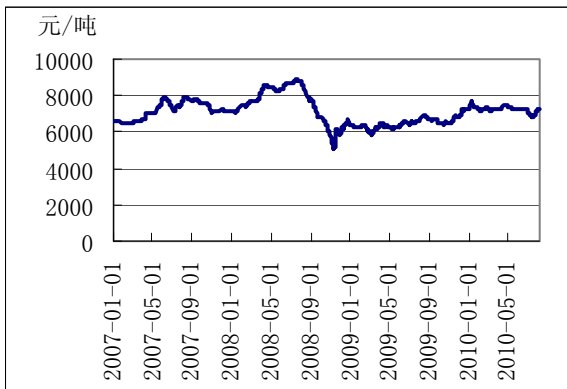
数据来源：化工在线、华融证券

图表3：近年尿素（46%）价格走势（长三角地区）



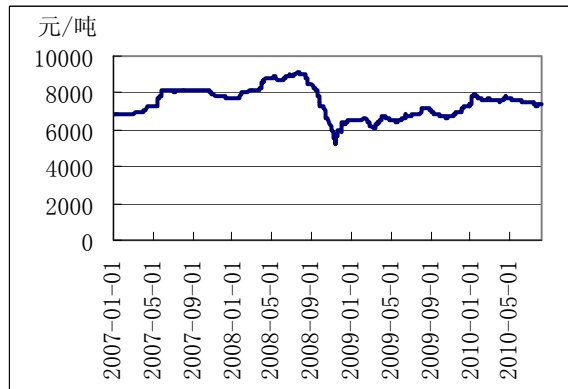
数据来源：化工在线、华融证券

图表 4: 近年乙炔法 PVC 价格走势 (长三角地区)



数据来源: 化工在线、华融证券

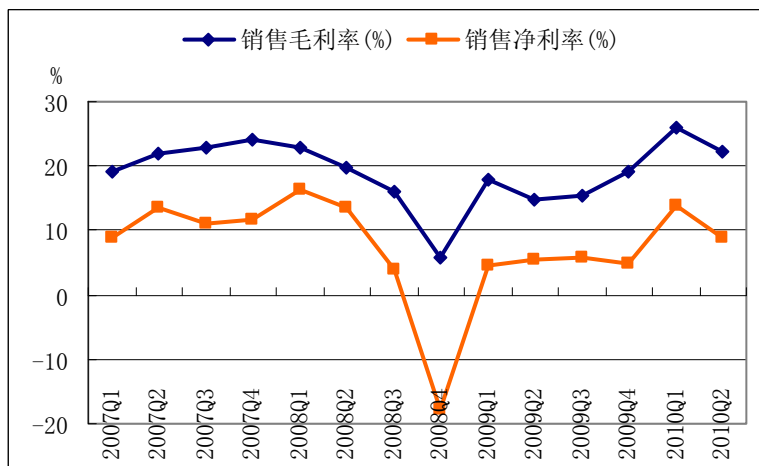
图表 5: 近年乙烯法 PVC 价格走势 (长三角地区)



数据来源: 化工在线、华融证券

综合来看, 今年上半年, 公司化肥产品综合毛利率为 29.79%, 同比增加 8.63 个百分点; 化工产品制造综合毛利率为 13.49%, 同比增加 11.71 个百分点。公司综合毛利率水平较 09 年同期有较大幅度提高。

图表 6: 公司近年销售毛利率、净利率统计



数据来源: 公司公告、华融证券

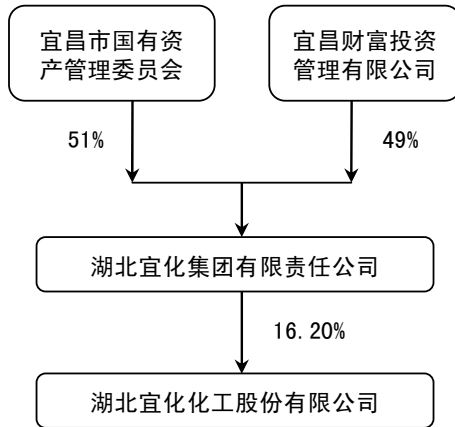
资产注入进一步明确

8月6日, 湖北宜化同时发布公告表示, 经公司2010年8月4日召开的董事会审议, 关联董事回避表决, 非关联董事以7票同意、0票反对、0票弃权的投票结果通过了《关于收购贵州宜化化工有限责任公司50%股权的议案》以及《关于收购湖北宜化肥业有限公司50%股权的议案》。

湖北宜化公告表示, 公司拟出资34,212.045万元, 收购宜化集团公司持有的贵州宜化化工有限责任公司(以下简称“贵州宜化”)50%股权; 出资17,231.78万元, 收购宜化集团公司持有的湖北宜化肥业有限公司(以下简称“宜化肥业”)50%股权。本次股权收购对解决与宜化集团公司的关联投资, 增加公司尿素等产品的权益产能, 形成新的利润增长点具有积极意义。

今年上半年, 公司控股股东股权结构发生了变更。公司控股股东宜化集团公司改革方案于2010年4月19日获得宜昌市人民政府批准, 2010年6月24日, 公司控股股东宜化集团公司由原由国有独资公司变更为国有控股公司。

图表 7: 目前公司股权结构图



数据来源: 公司公告、华融证券

2010年6月9日, 宜化肥业少数股东将合计持有宜化肥业50%的股份转让给宜昌财富投资管理有限公司(以下简称“财富公司”)。2010年6月21日, 财富公司将其持有宜化肥业50%的股权, 以增资扩股方式转让给宜化集团公司。

2010年6月17日, 贵州宜化少数股东将其分别持有的贵州宜化40%、10%的股份共计50%的股份转让给财富公司。2010年6月23日, 财富公司将其持有贵州宜化50%的股权, 以增资扩股方式转让给宜化集团公司。

此次湖北宜化如能顺利从宜化集团公司手中收购贵州宜化以及宜化肥业各50%的股权, 那么湖北宜化将持有贵州宜化以及宜化肥业100%股份, 下半年这两家公司的少数股东权益将计入湖北宜化之中, 湖北宜化的业绩将得到显著提升。

图表 8: 09年公司主要控股公司及参股公司经营情况及业绩

公司名称	持有股份	主要产品	营业收入(万元)	净利润(万元)
宜昌宜化太平洋热电有限公司	36.50%	发电、生产蒸汽、聚氯乙烯	163683.52	1362.45
湖北宜化肥业有限公司	50%	磷酸二铵、磷酸一铵、NPK	269614.73	1603.55
贵州宜化有限责任公司	50%	合成氨及尿素	81198.28	8834.27
湖南宜化化工有限公司	100%	合成氨及尿素	75625.65	4230.08
内蒙古鄂尔多斯联合化工有限责任公司	51%	合成氨及尿素	150160.73	31329.34

数据来源: 公司公告、华融证券

公司现有化肥业务盈利稳定 未来发展战略清晰

目前, 公司的尿素年产能达到250万吨, 公司尿素生产基地已经由湖北逐步发展到湖南、贵州、内蒙古等地, 尿素业务布局更加完整, 产品销售已覆盖我国主要化肥消费市场, 成为行业中第一大尿素生产企业。此外, 之前公司宣布与新疆维吾尔自治区轮台县人民政府签订了《投资合作协议》, 拟投资建设项目包括一期48万吨尿素项目以及二期52万吨尿素装置, 未来公司尿素产能将得到进一步提升。预计现有尿素业务在公司产能扩张、需求稳定下, 可以贡献稳定利润。目前, 国内市场尿素价格处于历史较低水平, 价格进一步下跌的空间十分有限, 预计下半年尿素市场有望止跌回稳。在此基础上, 如果公司获得贵州宜化以及宜化肥业100%股权, 则今年下半年业绩有望持续超预期发展。

公司未来发展战略清晰，重点布局内蒙、新疆等西部地区，充分利用当地丰富的资源优势，走低成本下的外延扩张和上下游一体化的道路，同时也符合国家发展西部的整体战略。随着公司内蒙古宜化 30 万吨 PVC 项目、内蒙古宜化 30 万吨离子膜法烧碱项目的建成投产，公司 10 年业绩增长将更有保证。另外，公司投资设立青海宜化化工有限责任公司自建年产 30 万吨聚氯乙烯项目，也有望今年年底建成投产，对于公司 2011 年盈利能力持续增长将起到积极作用。

投资评级

目前公司化肥业务盈利水平稳定，公司未来发展战略清晰，重点布局西部地区，充分利用当地丰富的资源优势，既符合公司走低成本下的外延扩张和上下游一体化道路的策略，同时也符合国家发展西部的整体战略。公司内蒙氯碱项目今年已提前投产，成为了今年新的利润增长点。再加上公司如果能够顺利完成资产收购，下半年业绩有望持续超预期发展。

在不考虑公司资产收购的情况下，我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.94 元和 1.23 元，以 8 月 5 日收盘价 17.27 元计算，对应动态市盈率分别为 18 倍和 14 倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

图表 9：湖北宜化盈利预测（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7130.7	8760.6	10074.7	12089.6
营业成本	5911.8	7283.4	8375.9	9913.5
营业税金及附加	12.1	7.9	20.1	24.1
营业费用	111.3	314.3	201.5	241.8
管理费用	255.8	390.4	352.6	362.7
财务费用	277.8	345.2	251.9	423.1
资产减值损失	230.3	12.5	10.0	10.0
公允价值变动收益	0.1	6.1	0.0	0.0
投资净收益	67.1	1.1	0.0	0.0
营业利润	398.9	514.1	862.7	1114.4
营业外收入	26.2	44.7	25.0	25.0
营业外支出	9.5	14.7	15.0	15.0
利润总额	415.5	544.0	872.7	1124.4
所得税	7.7	96.1	130.9	168.7
净利润	407.9	447.9	741.8	955.7
少数股东损益	144.1	210.2	230.0	286.7
归属母公司净利润	263.7	237.7	511.8	669.0
EPS（元）	0.49	0.44	0.94	1.23

数据来源：华融证券

风险因素

- 公司资产收购相关程序完成之前，尚存在不确定性；
- 主营产品价格回落的风险；
- 相关行业产能过剩的风险。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn