

短期受益于主要产品价格上涨，长期受益于产业西部转移降低成本

——湖北宜化（000422）调研快报

2010年10月25日

强烈推荐/维持

湖北宜化

调研快报

杨若木 基础化工行业分析师 从业资格证书编号：S1480209110083
010-6650 7316 yangm@dxzq.net.cn

1. 四大产业的快速发展为公司奠定良好基础、

公司主要有尿素、磷肥、PVC、季戊四醇、保险粉五块业务，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为 203 万吨、70 万吨、74 万吨、10 万吨、10 万吨。其中尿素和磷肥的业绩贡献最多，占到一半以上。在上游资源上公司还在江家垵矿业和殷家坪磷矿共约 1 亿吨储量的磷矿资源，目前尚未开采。未来公司的产业向西部转移，在新疆建设年产 60 万吨的尿素和 30 万吨的 PVC 项目。

表 1：公司主要业务及产能分析

万吨	尿素	磷肥	PVC	季戊四醇	保险粉	磷矿石	持股比率	备注
本部	65			7	10			
湖南宜化	40						100%	
贵州宜化	45						100%	
联合化工	104						51%	
宜化肥业		70					100%	
太平洋热电			12				61.5%（包括托管 25%）	公司收益权为 56.5%
太平洋化工			12				太平洋热电全资子公司	
贵州金江化工				3			100%	
内蒙古宜化			30					4 月份投产
青海宜化			30				100	近期投产
新疆宜化	60		30					在建 2012 年投产
磷矿石						80-100		未建成（合计 1 亿吨储量）
目前产能合计	254	70	84	10	10	0		
未来产能合计	314	70	114	10	10	0		
目前权益产能合计	203	70	74	10	10	80-100		
未来权益产能合计	263	70	104	10	10	80-100		

资料来源：东兴证券研究所

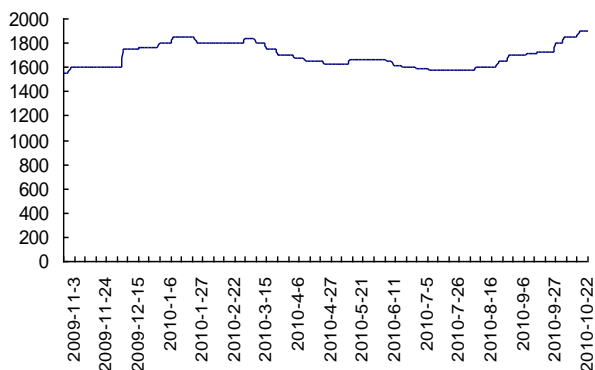
2. 公司受益于近期化肥价格出现上涨，尿素受益于西部转移

近期化肥价格上涨较为迅速，尿素价格由 1580 元/吨涨至 1900 元/吨，磷肥价格由 2200 元/吨涨至 2900 元/吨，公司的盈利能力明显改善。

公司现在的尿素产量在本部和湖南地区的成本较高，在 1700 元/吨的成本左右，而在贵州宜化的成本稍低一些，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。

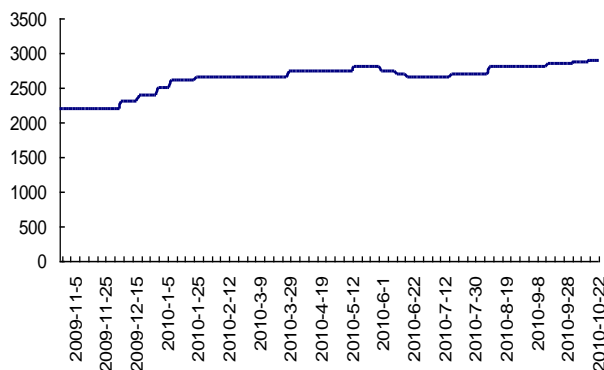
湖北宜化现在磷肥有 70 万吨，公司地处宜昌地区，周边游有丰富的磷矿石，原材料供给较为充足。而且公司现在有大约一亿吨储量的江家垵矿业和殷家坪磷矿尚未开采。

图 1：尿素价格走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

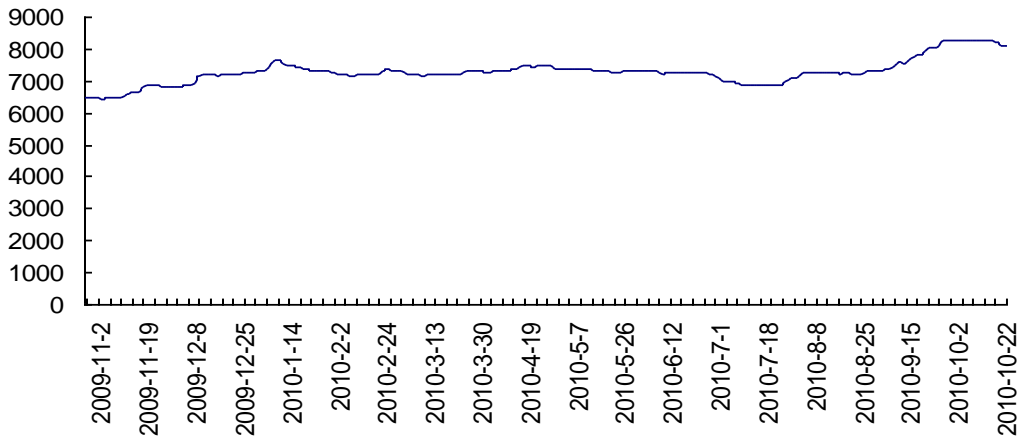
图 2：磷肥价格走势



资料来源：wind，中国化肥资讯网，东兴证券研究所

3.PVC 价格最近上涨较大，产业逐渐向西部转移

近期，国际原油价格上涨较快，带动了乙烯法 PVC 价格的上涨，电石法 PVC 价格也随之快速拉升，近期价格有由 6850 元/吨涨至 8100 元/吨。PVC 属于高耗能的产业，1 吨 PVC 需要 7000 度电，宜昌的电价在 5 毛钱以上，在宜昌地区的成本基本上是在 6700-6800 之间，而青海宜化的地区电价在 3 毛多，成本在 6000-6100 元之间，而新疆地区的成本更低。青海宜化的 30 万吨 PVC 近期要投产，新疆 30 万吨的 PVC 将会采用自由资金建设，预计 2012 年投产。从公司的产业结构上，高耗能的尿素和 PVC 逐渐向西部转移，降低生产成本，

图 3: PVC 价格走势


资料来源: Wind 数据库, 东兴证券研究所

4. 公司的股权逐渐梳理更加清晰

公司为整顿复杂的股权，花费了 1.7 亿元、3.4 亿元，从宜化集团收购了宜化肥业和贵州宜化 50% 的股权，这样公司的少数股东权益减少，股权结构更为清晰。

5. 盈利预测及投资评级

湖北宜化未来三年的增长动力主要源于产业的西部转移，最近开始青海的 PVC 项目开始投产，未来两年后的新疆宜化的 60 万吨尿素和 30 万吨的 PVC 也将投产，我们预计 10-12 年的每股收益分别为 1.17 元、1.59 元、2.41 元，目前价格为 24 元左右，给予 2011 年公司 20 倍的市盈率，给予“强烈推荐”评级。

利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,130.72	8,760.62	10,265.82	12,467.82	15,827.82
营业成本	5,941.68	7,283.43	7,884.22	9,714.22	12,244.22
营业费用	111.31	314.29	256.65	243.12	308.64
管理费用	255.84	290.36	349.04	423.91	538.15
财务费用	277.78	345.24	287.78	193.52	174.42
投资收益	68.40	1.11	1.00	1.00	1.00
营业利润	370.28	514.06	1,469.79	1,871.84	2,536.82
利润总额	386.91	543.99	1,504.79	1,906.84	2,571.82

所得税	7.68	96.07	270.86	343.23	462.93
净利润	379.23	447.91	1,233.93	1,563.61	2,108.89
归属母公司所有者的 净利润	248.55	237.69	633.93	863.61	1,308.89
NOPLAT	635.20	707.54	1,441.21	1,693.60	2,223.21
每股收益	0.46	0.44	1.17	1.59	2.41

资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	391.10	1,137.50	1,818.23	3,605.38	5,639.61
交易性金融资产	20.65	19.73	19.00	19.00	19.00
应收帐款	75.39	187.07	140.63	170.79	216.82
预付款项	465.50	574.84	653.68	750.82	873.27
存货	1,925.93	1,629.73	2,160.06	2,661.43	3,354.58
流动资产合计	3,187.00	3,817.76	5,063.77	7,537.97	10,522.91
非流动资产	8,153.94	9,698.24	9,022.89	8,368.28	7,693.86
资产总计	11,340.94	13,516.00	14,086.66	15,906.26	18,216.77
短期借款	2,289.66	2,730.63	0.00	0.00	0.00
应付帐款	1,273.91	708.72	1,080.03	1,330.72	1,677.29
预收款项	955.12	731.92	1,039.89	1,413.93	1,888.76
流动负债合计	5,807.93	4,774.77	2,258.93	2,946.71	3,802.78
非流动负债	2,363.44	5,062.26	5,014.00	5,014.00	5,014.00
少数股东权益	1,179.70	1,508.35	2,108.35	2,808.35	3,608.35
母公司股东权益	1,989.87	2,170.62	4,636.80	5,068.60	5,723.05
净营运资本	(2,620.93)	(957.01)	2,804.85	4,591.26	6,720.13
投入资本IC	7,616.88	9,182.28	8,733.92	8,078.58	7,508.79

现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	379.23	447.91	1,233.93	1,563.61	2,108.89
折旧摊销	500.77	653.07	0.00	670.61	690.42
净营运资金增加	(1,648.31)	1,663.91	3,761.86	1,786.41	2,128.87
经营活动产生现金流	630.38	768.18	1,961.81	2,433.47	2,884.10
投资活动产生现金流	(1,978.15)	(1,123.19)	(15.09)	(21.00)	(21.00)
融资活动产生现金流	1,272.03	1,026.18	(1,265.99)	(625.33)	(828.86)

现金净增（减）	(75.74)	671.17	680.73	1,787.15	2,034.24
---------	---------	--------	--------	----------	----------

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。