



受益于化肥景气，成本优势显现

——湖北宜化（000422）

2011年2月15日

强烈推荐/维持

湖北宜化

动态报告

报告摘要:

- **春耕用肥行情中湖北宜化等成本与规模优势企业将受益最大。**公司未来尿素权益产能达到 260 万吨，将成长为国内氮肥企业龙头，受益于国家产业整合。公司还拥有 70 万吨磷肥产能。春耕临近，化肥价格将上涨，公司将受益于化肥景气行情。
- **磷矿石是化工三大稀缺资源之一，公司拥有一亿吨磷矿石储量。**随着国家对磷矿整合力度加大，磷矿将与萤石、钾盐一样稀缺，长期来看价格上涨。公司地处磷矿资源丰富地区，磷肥生产成本低，10 年 70 万吨二铵实现满产，在新发现大型磷矿的归属权上占据优势。
- **布局新疆、内蒙等能源富集地区，成本优势将逐渐显现。**新疆宜化 60 万吨尿素、30 万吨 PVC 将于 12 年投产，成本优势明显。众多子公司分布在煤矿、磷矿资源丰富地区，原料供给充足，降低成本。
- **公司股权梳理更加清晰，估值优势明显，强烈推荐。**公司收购宜化肥业与贵州宜化 50% 的股权，在增加氮磷肥产能的同时，减少了少数股东权益。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.07 元、1.59 元、2.41 元，对应 PE16.4 倍、12.2 倍、8.0 倍，目前股价 20.10 元，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	8,760.62	10,173.32	12,467.82	15,827.8
增长率(%)	22.86%	16.13%	22.55%	26.95%
净利润(百万元)	237.69	578.54	863.39	1,308.64
增长率(%)	-4.37%	143.40%	49.23%	51.57%
每股收益(元)	0.44	1.07	1.59	2.41
净资产收益率(%)	10.95%	12.55%	17.13%	22.98%
PE	45.89	18.84	12.63	8.33
PB	5.02	2.17	2.00	1.79

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号:

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

杨伟

联系人

010-66507317

yang_wei@dxzq.net.cn

资产负债表数据

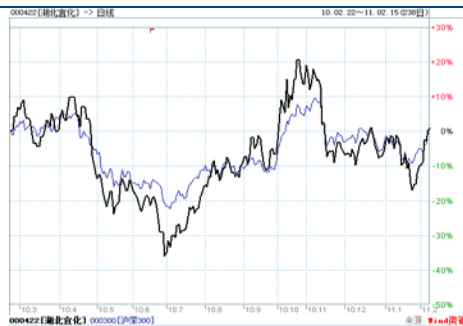
(2.15)

总资产(百万元)	16573.10
股东权益(百万元)	257911.2
每股净资产(元)	4.76
市净率(X)	2.17
负债率(%)	75.54%

交易数据

52 周股价区间(元)	20.01-20.10
总市值(万元)	1090180
流通市值(万元)	1090180
总股本/流通 A 股	-
流通 B 股/H 股	-
52 周日均换手率	4.12%

52 周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 尿素产能最大，产能西移降低成本	3
2. 磷矿石将成为稀缺资源，公司将占得先机.....	2
3. PVC将量价齐增，公司PVC产能逐步释放.....	3
4. 公司的股权更加清晰，业绩值得期待	4

表格目录

表 1: 公司主要业务及产能分析（万吨）	3
----------------------------	---

插图目录

图 1: 煤价高企提高尿素生产成本	2
图 2: 尿素价格近期上涨的可能性大	2
图 3: 磷矿将成为稀缺资源	2
图 4: 二铵价格走势	2
图 5: PVC在 11 年均价预计将同比上涨	3
图 6: 保险粉价格近期上涨很快（元/吨，上海中山化工市场）	3

公司主营业务包括尿素、磷肥、PVC、季戊四醇、保险粉，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达到 203 万吨、70 万吨、74 万吨、10 万吨、10 万吨。公司还控制上游资源，通过控制煤炭降低尿素生产成本，在江家垵矿业和殷家坪磷矿共拥有约 1 亿吨储量的磷矿资源。未来公司的发展思路明显：化肥行业龙头+控制上游煤炭与磷矿资源+产业向西部转移，在青海建设 30 万吨 PVC 项目，在内蒙古有 30 万吨 PVC 项目，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：东兴证券整理

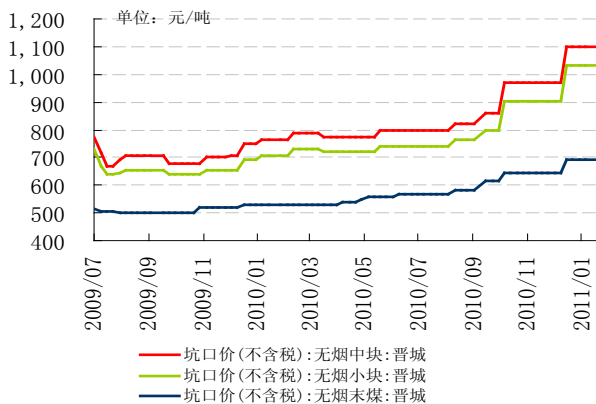
1. 尿素生产龙头企业，产能西移降低成本

尿素在春耕用肥中消费量一般占全年 60%左右，3 月份即将开始的小麦春耕的供需矛盾是尿素价格变化的催化剂。我们预计 10 年 10 月-11 年 3 月的尿素储存量约 900 万吨，相比较于去年与前年有大约 300 万吨的缺口。这种情况下，结合国家在十二五期间将加快氮肥行业整合，建成 20 家具备核心竞争力的大型氮肥企业，湖北宜化、华鲁恒升等具备规模与成本优势的大型煤头企业将受益。

公司拥有 203 万吨的尿素权益产能，虽然去年受国家节能减排的影响，开工率仍达到了 90%，目前公司正满负荷生产，而煤价高企以来尿素行业平均开工率只有 60%

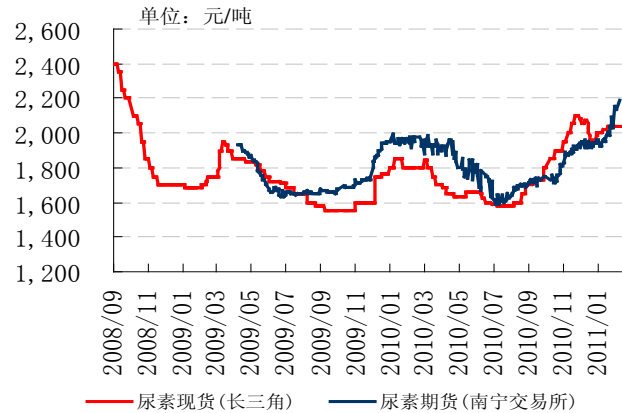
-70%，未来公司权益产能有望达到 263 万吨，将成为国内尿素产能最大企业（化肥为主业的上市企业中），直接受益于国家的行业整合政策。

图 1：煤价高企提高尿素生产成本



资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：尿素价格近期上涨的可能性大



资料来源：化工在线，东兴证券整理

煤炭价格持续维持高位，成本推动尿素价格上涨，国内许多尿素生产企业关停装置。公司 10 年 10 月份总部尿素成本在 1700 元/吨左右，预计目前每吨成本增加 250 元至 1950 元，现在尿素市场价 2040 元/吨，基本没有盈利。但公司拥有鄂尔多斯联合化工 53 万吨产能，该地区天然气供应充足，尿素成本约 1300 元/吨。贵州宜化自有煤矿（07 年产能 30 万吨），成本要低于总部。公司在新疆新建的 60 万吨尿素产能将于 12 年投产，由于当地煤炭价格只有 120 元/吨，尿素成本将更低。

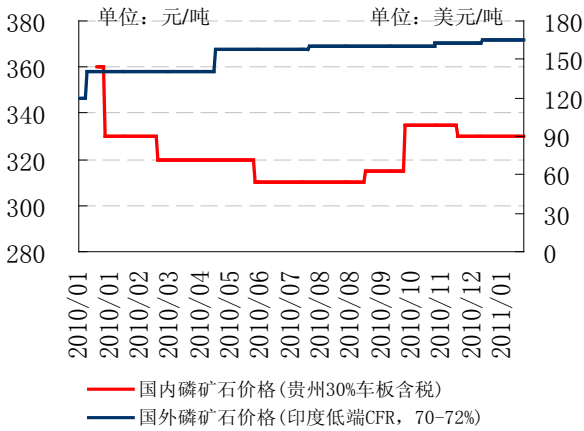
2. 磷矿石将成为稀缺资源，公司将占得先机

公司去年生产二铵 70 万吨，满负荷运营。由于二铵价格较 09 年相比大幅上升，导致 10 年利润同比大幅上升。如果磷矿石如萤石资源有国家政策实施，11 年二铵维持目前价位的可能性很大，预计今年全年二铵均价高于 10 年。

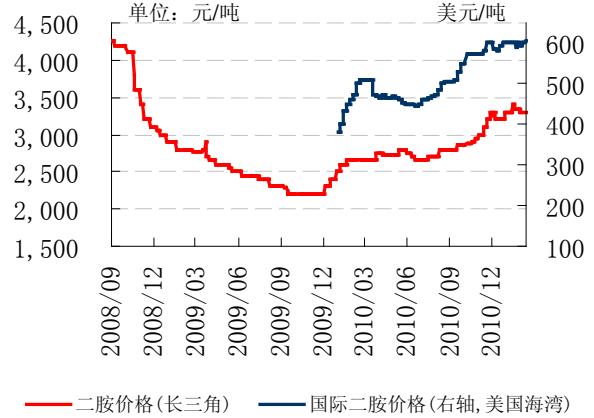
磷矿石的稀缺性越来越受重视。公司拥有 1 亿吨磷矿石储量，目前还未开始生产。湖北新发现储量 4 亿吨的磷矿，公司与兴发集团可能获得采矿权。

图 3：磷矿将成为稀缺资源

图 4：二铵价格走势



资料来源：百川资讯，东兴证券整理



资料来源：百川资讯，化工在线，东兴证券整理

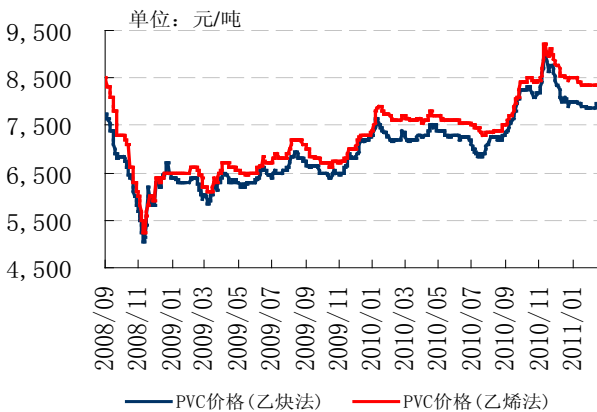
3. PVC 将量价齐增，公司 PVC 产能逐步释放

PVC 下游超过 60%用于建筑型材与管材，消费量增速与房屋竣工面积正相关，一般房屋竣工滞后新开工时间 1 年，截至去年 10 月底房屋新开工面积同比增加 61.9%，保障房建设与扩大城镇化将拉动 PVC 需求，预计 11 年 PVC 新增需求 382 万吨，而新增产能只有 153 万吨。供需矛盾、油价上涨、淘汰落后产能将引发 PVC 价格上涨。

公司 PVC 权益产能有 74 万吨，12 年将达到 104 万吨。三个 30 万吨的 PVC 项目分别分布在新疆、青海、内蒙，均属低电价地区，每吨成本在 6100 元左右，目前市场价 7950 元/吨，考虑到约 1000 元/吨的差价，公司 PVC 毛利在 14%左右。新疆 30 万吨 PVC 将于 12 年投产，生产成本更低。

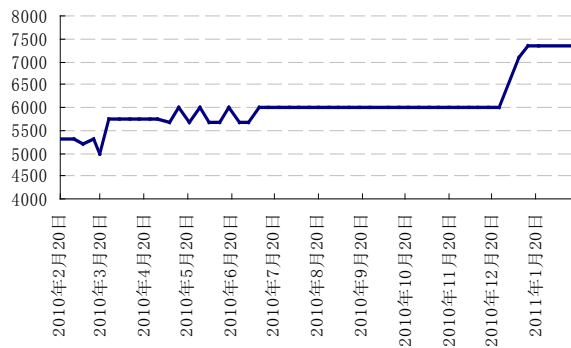
保险粉价格在进入新年以来上涨较快，由 6000 元/吨涨至 7350 元/吨。

图 5：PVC 在 11 年均价预计将同比上涨



资料来源：百川资讯，东兴证券整理

图 6：保险粉价格近期上涨很快（元/吨，上海中山化工市场）



资料来源：化工在线，东兴证券整理

4. 公司的股权更加清晰，业绩值得期待

未来公司策略预计仍将是收购+兼并。公司为整顿复杂的股权，花费 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。

我们预计 10-12 年的每股收益分别为 1.07 元 (-0.1)、1.59 元、2.41 元，目前价格为 20.10 元，给予 2011 年公司 20 倍的市盈率，维持“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	10,173.32	12,467.82	15,827.82
营业成本	5,941.68	7,283.43	7,864.72	9,714.22	12,244.22
营业费用	111.31	314.29	254.33	243.12	308.64
管理费用	255.84	290.36	345.89	423.91	538.15
财务费用	277.78	345.24	287.90	193.79	174.72
投资收益	68.40	1.11	1.00	1.00	1.00
营业利润	370.28	514.06	1,402.25	1,871.57	2,536.52
利润总额	386.91	543.99	1,437.25	1,906.57	2,571.52
所得税	7.68	96.07	258.70	343.18	462.87
净利润	379.23	447.91	1,178.54	1,563.39	2,108.64
归属母公司所有者的净利润	248.55	237.69	578.54	863.39	1,308.64
NOPLAT	635.20	707.54	1,385.92	1,693.60	2,223.21
每股收益	0.46	0.44	1.07	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	1,794.08	3,574.99	5,609.10
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	139.36	170.79	216.82
预付款项	465.50	574.84	653.49	750.63	873.07
存货	1,925.93	1,629.73	2,154.72	2,661.43	3,354.58
流动资产合计	3,187.00	3,817.76	5,030.37	7,507.39	10,492.21
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	14,053.26	15,875.68	18,186.07
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	1,077.36	1,330.72	1,677.29
预收款项	955.12	731.92	1,037.12	1,411.15	1,885.99

流动负债合计	5,807.93	4,774.77	2,253.21	2,943.94	3,800.01
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	4,609.10	5,040.80	5,695.12
净营运资本	(2,620.93)	(957.01)	2,777.15	4,563.46	6,692.20
投入资本IC	7,616.88	9,182.28	8,730.38	8,081.16	7,511.37

现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	379.23	447.91	1,178.54	1,563.39	2,108.64
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	3,734.17	1,786.30	2,128.74
经营活动产生现金流	630.38	768.18	1,910.09	2,427.40	2,884.15
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	(1,238.42)	(625.49)	(829.04)
现金净增（减）	(75.74)	671.17	656.59	1,780.91	2,034.11

分析师简介

杨伟

工学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

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，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。

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。