

湖北宜化 000422.SZ

尿素行业底部 期待景气回升

事件：公司公布三季报，前三季度实现营业收入 63.74 亿元，同比增长 14.22%，归属于上市公司股东的净利润 1.76 亿元，同比下滑 57%，合基本每股收益 0.32 元。

研究结论

- **三季度业绩环比略增 尿素行业依旧低迷。**三季度公司业绩环比二季度略有增长，其中营业收入 22.3 亿，环比上涨 2.6%，净利润 6600 万，环比增长 18%。三季度国内磷肥市场表现较好，成交量和价格均有所回升；PVC 旺季销售价格也较上半年明显回升，但尿素价格仍然在低位徘徊，影响公司盈利。
- **费用率上升 营业外收入增加。**从报表上分析，三季度公司综合毛利率为 15.44%，环比提高 0.74%；同时，公司在三季度冲回部分减值损失，并获得 1600 万左右的政府补贴，两者共同提高公司净利率约 2.2%，但费用率水平上升明显，三费率合计 11.53%，环比提高 2.81 个百分点。最终导致三季度净利率环比仅提高 0.38 个百分点。
- **尿素行业复苏依赖于需求恢复和国际成本提高。**目前部分地区的尿素冬储市场开始启动，同时由于 11 月份的淡季出口窗口临近，经销商的情绪有所好转，部分地区的尿素价格开始出现 20-30 元/吨的反弹，继续下跌的可能较小。但考虑到目前用肥旺季已过，国际的需求尚未完全恢复，因此我们认为四季度尿素的价格表现将比较平稳。明年春季尿素市场的回暖一方面将来自于整体农化需求的复苏，另一方面将来自于国际天然气价格的恢复。同时明年国内天然气价格上涨的概率较大，将有利于煤头企业，但考虑到宜化兼有气头和煤头装置，在有限的上调幅度下，影响预计偏中性。
- **PVC 增长点继续看好。**公司的 PVC 产能有望在明年年中释放，较低的成本使其盈利前景看好。近期 PVC 行进入淡季，现货价格预计难有很好的表现，但如果国际油价近期超预期大幅飙升，PVC 现货价格存在被期货价格提前拉动的可能。
- **公司股权结构改善空间较大：**三季度公司少数股东收益 5900 万占合并净利润的 47.3%，如果公司能够理顺股权结构，公司业绩仍有较大的改善空间。
- **维持买入的投资评级：**基于对明年经济形势的乐观判断，我们维持公司 09-10 年 EPS 0.50 元/股，1.05 元/股的预测，维持公司买入的投资评级。
- **风险因素：**化肥市场需求持续低迷，PVC 投放晚于预期，内蒙天然气价格上调幅度高于预期，油价在四季度超预期上涨。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

公司评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 10 月 23 日) 17.55 元

目标价格 (6 个月) 22 元

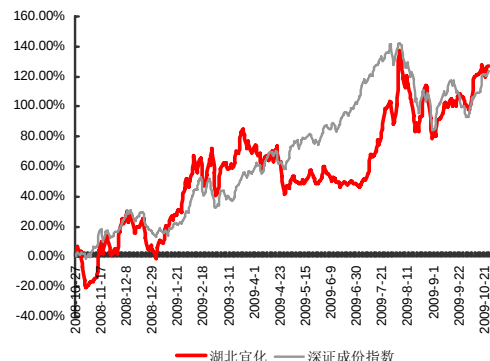
总股本/A 股 (万股) 54239/54239

A 股市值 (百万元) 9535

国家/地区 中国

行业 基础化工

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	13.52%	25.54%	113.21%
相对表现 (%)	9.06%	29.56%	-4.79%

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7131	7894	9828	11249
同比 (%)	41%	11%	25%	14%
净利润	408	427	797	927
同比 (%)	-29%	5%	87%	16%
毛利率 (%)	17.1%	15.5%	18.6%	18.8%
ROE (%)	13.0%	12.3%	19.0%	18.7%
每股收益 (元)	0.49	0.50	1.05	1.27
P/E	36.09	34.91	16.67	13.85
P/B	3.04	2.73	2.27	1.92

资料来源：东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表：财务报表与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3153	3296	5689	7542	营业收入	7131	7894	9828	11249
现金	391	345	2130	3481	营业成本	5912	6673	8005	9132
应收账款	75	83	104	119	营业税金及附加	12	13	17	19
其它应收款	231	253	315	360	营业费用	111	213	246	337
预付账款	465	534	640	731	管理费用	256	276	344	394
存货	1892	2002	2401	2740	财务费用	278	211	226	210
其他	99	79	98	112	资产减值损失	230	27	11	12
非流动资产	8154	8483	7811	7138	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	8	8	8	投资净收益	67	12	15	15
固定资产	4574	6765	6959	6296	营业利润	399	491	995	1159
无形资产	672	672	672	672	营业外收入	26	30	8	7
其他	2901	1039	172	162	营业外支出	10	1	7	6
资产总计	11307	11780	13500	14680	利润总额	416	520	996	1159
流动负债	5808	5969	6494	6918	所得税	8	94	199	232
短期借款	2290	2290	2290	2290	净利润	408	427	797	927
应付账款	1274	1335	1601	1826	少数股东损益	144	154	226	240
其他	2244	2345	2603	2802	归属于母公司净利润	264	273	571	687
非流动负债	2363	2330	2810	2810	EBITDA	877	1074	1698	1837
长期借款	2330	2330	2810	2810	EPS (元)	0.49	0.50	1.05	1.27
其他	33	0	0	0					
负债合计	8171	8299	9304	9728	主要财务比率				
少数股东权益	1169	1323	1548	1789	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	542	542	542	542	成长能力				
资本公积	302	302	302	302	营业收入	40.5%	10.7%	24.5%	14.5%
留存收益	960	1124	1556	2003	营业利润	-37.3%	23.2%	#####	16.4%
归属母公司股东权	1967	2158	2647	3163	净利润	-29.5%	4.6%	86.7%	16.4%
负债和股东权益	11307	11780	13500	14680	获利能力				
					毛利率	17.1%	15.5%	18.6%	18.8%
					净利率	5.7%	5.4%	8.1%	8.2%
					ROE	13.0%	12.3%	19.0%	18.7%
					ROA	3.6%	3.6%	5.9%	6.3%
					偿债能力				
					资产负债率	72.3%	70.5%	68.9%	66.3%
					净负债比率				
					流动比率	0.54	0.55	0.88	1.09
					速动比率	0.22	0.22	0.51	0.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.67	0.73	0.77
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	4.64	5.00	5.00	5.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.49	0.50	1.05	1.27
					每股经营现金流	4.54	1.09	3.03	3.20
					每股净资产	5.78	6.42	7.74	9.13
					估值比率				
					P/E	36.09	34.91	16.67	13.85
					P/B	3.04	2.73	2.27	1.92

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn