

下跌给湖北宜化带来买入的机会

报告要点

■ 公司主营分析

公司主要从事尿素，二铵，PVC 三种业务。当前尿素，PVC 受到成本的支持，预计盈利继续恶化的空间较小；二铵受益于国际出口需求的恢复和原料硫磺价格的下跌，预计盈利能够得到维持。保险粉则受益于联盟提价。

■ 收购少数股东权益增厚公司业绩 0.39 元

公司集团改制有望于 2010 年的三季度完成，公司收购少数股东权益宜化肥业和贵州宜化两个公司后，预计业绩将增厚 0.39 元。

■ 公司为尿素，PVC，二铵业务弹性较大的公司

静态测算，尿素上涨 100 元，公司业绩增加 0.32，为业绩弹性最大的尿素公司；PVC 上涨 100 元，业绩增加 0.096 元，为业绩弹性较大的 PVC 公司。

■ 公司低成本优势扩张符合产能过剩行业的发展趋势

低成本扩张符合产能过剩行业的发展战略，2000 年以来公司不断新建和收购主营相关产能，实现收入和归属母公司所有者利润的年均增长率 40%和 20%，符合行业要求的发展战略和收入利润的稳定增长是公司最大的看点。

■ 业绩和估值

不考虑收购少数股东权益的情况下，预计公司 2010, 2011, 2012 年的 EPS 分别为 1.07, 1.318, 1.846, 对应 PE 分别为 11.9, 9.7, 6.9, 优质的公司只有在行业低迷和市场弱势中才能以较低的价格买入，给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	8761	8142	11381	12559
增长率 (%)	23%	-7.06%	39.79%	10.35%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	237.7	580	934	1309
增长率 (%)	-4%	144.17%	60.99%	40.06%
每股收益 (元)	0.438	1.07	1.32	1.85
净资产收益率 (%)	6.5%			
每股经营现金流 (元)	1.42			
现金分红收益率 (%)	0.8%			

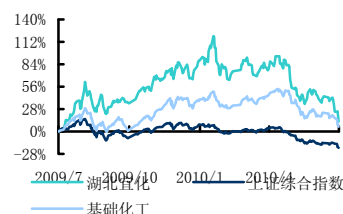
当前股价: 12.74

材料行业评级

公司基本数据 2010. 6. 30

总股本(万股)	54238
流通 A 股/B 股(万股)	54231/0
资产负债率	72.78%
每股净资产 (元)	6.78
市盈率 (当前)	29.07
市净率 (当前)	1.88
12 个月内最高/最低价	25.32/11.25

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

柳化股份	09A	10E	11E
PE	106.19	0.00	0.00
PB	1.52	0.00	0.00
EV/EBITDA	15.38	0.00	0.00
华鲁恒升	09A	10E	11E
PE	13.70	0.00	0.00
PB	2.11	0.00	0.00
EV/EBITDA	8.22	0.00	0.00

相关研究

《精细化工正当时 大宗产品需等待-长江证券化工行业 2010 年中期投资策略》2010-6-23

分析师:

刘元瑞

执业证书编号: S0490209080266

分析师:

梅峰奎, 冯先涛

(8621) 68751310

meiyx@cjsc.com.cn

fengxt@cjsc.com.cn

正文目录

公司主营分析	4
尿素价格较一季度有所降低，但基本已经见底。	4
二季度硫磺价格下跌使磷肥的盈利有望得到维持	6
内蒙青海 PVC 项目投产成为 2010 年和 2011 年主要的业绩增量。	7
保险粉价格上涨至 5000 元/吨，增厚全年业绩 0.2 元。	8
收购少数股东权益增厚公司业绩 0.39 元	8
公司尿素 PVC 二铵三项业务均具有较高的业绩弹性	9
公司产能不断扩张保证收入和利润稳定增长	11
盈利预测和估值	12
股价的催化剂和主要风险:	14
股价的催化剂:	14
主要风险:	14

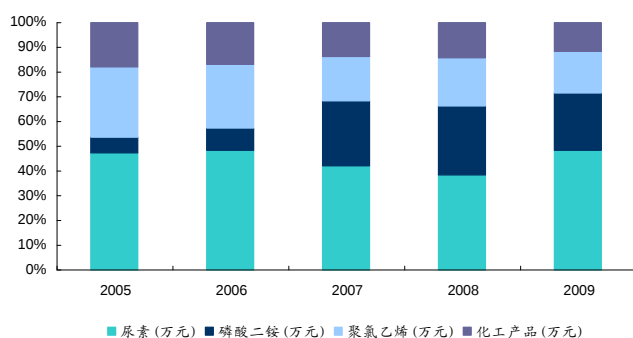
图表目录

图 1: 2009 年尿素占公司营业收入的 50%	4
图 2: 2009 年尿素占公司营业毛利的 70%左右	4
图 3: 成本支撑尿素价格基本见底	5
图 4: 2010 年尿素的春耕行情低于历史同期和预期	5
图 5: 国际尿素价格有望在 250 美元/吨处见底	5
图 6: 国际价格和国内价格基本持平	5
图 7: 二季度磷肥价格稳定硫磺下跌盈利有所改善	6
图 8: 2010 硫磺二季度大幅走弱	6
图 9: 硫磺 2009 年起大幅过剩	6
图 10: 2009 年下半年起北美磷肥库存位于低位	6
图 11: 二铵的月度盈利小幅高于历史平均水平	7
图 12: 2009 年下半年起北美磷肥库存位于低位	7
图 13: 当前外购电石型 PVC 企业依旧小幅亏损	8
图 14: 外购电石型 PVC 产能占总产能的比例超过 40%	8
图 15: 尿素的月度盈利模拟	9
图 16: 尿素的季度盈利模拟	9
图 17: 湖北宜化的年均收入增速为 41.16%	12
图 18: 归属母公司所有者净利润年均增速为 22.26%	12
图 19: 湖北宜化的 PE 接近历史平均水平	14
图 20: 宜化相对沪深 300PE 高于历史平均水平	14
图 21: 湖北宜化的 PB 高于历史平均水平	14
图 22: 宜化相对沪深 300PB 较 08 年最低点高 30%	14
表 1 湖北宜化尿素产能表	4
表 2: 天然气价格与国际尿素价格的对应关系	5
表 3: 湖北宜化 PVC 产能分布表	7
表 4: 宜化肥业最近 4 年的盈利情况	9
表 5: 贵州宜化最近 4 年的盈利情况	9
表 6: 公司尿素业务弹性较大	10
表 7: 公司 PVC 业务弹性较大	10
表 8: 公司 2011 年业绩对尿素和 PVC 价格的敏感性分析（按照 7 亿股本摊薄）	10
表 9: 公司 2011 年业绩对二铵价格的敏感性分析（按照 7 亿股本摊薄）	10
表 10: 湖北宜化历次产能扩张进程表	11
表 11: 湖北宜化销售假设表（销售假设按权益产能估值即少数股东损益为 0）	12
公司财务报表及指标预测	15

公司主营分析

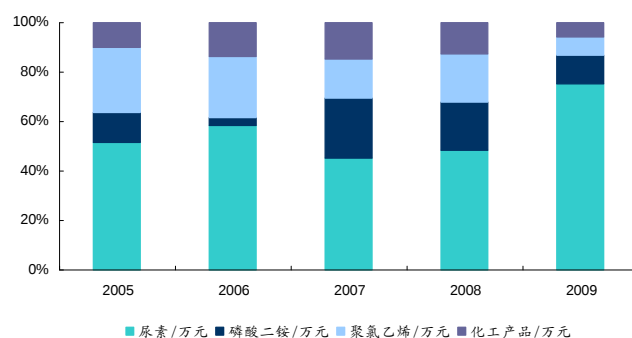
公司主要从事尿素，PVC，二铵等业务，是大宗化工产品的较好的投资标的。2009 年由于 PVC，二铵，其他化工产品等盈利较差，尿素贡献了大部分的盈利。随着 2010 年内蒙，青海 PVC 项目的投产，PVC 在收入和盈利中的贡献将会增加。当前尿素，PVC 业务的盈利情况较差，全行业处于不盈利甚至亏损的阶段，预计当前形势无法长期存在。二铵盈利较好，目前来看其盈利应该能够得到保持。

图 1: 2009 年尿素占公司营业收入的 50%



资料来源: 长江证券研究部

图 2: 2009 年尿素占公司营业毛利的 70%左右



资料来源: 长江证券研究部

尿素价格较一季度有所降低，但基本已经见底。

公司目前拥有本部，湖南宜化，鄂尔多斯，贵州宜化，新疆（拟建）等五个尿素基地，产能超过 200 万吨，权益产能达到 178 万吨，公司收购子公司贵州宜化的少数股东权益后，权益产能将增加至 215 万吨，公司作为尿素股票较理想的投资标的地位将得到进一步的巩固。

表 1 湖北宜化尿素产能表

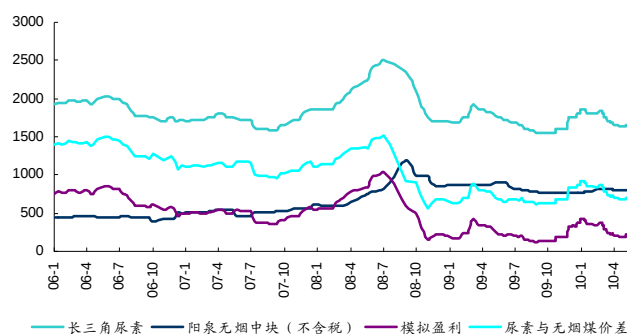
	2010	2011	2012
湖北宜化尿素产能	210	230	305
权益产能	178	215	220
本部	65	75	75
权益	100%	100%	100%
湖南宜化	40	40	40
权益	100%	100%	100%
鄂尔多斯联合化工	100	110	120
权益	50%	50%	50%
贵州宜化	45	45	45
权益	50%	100%	100%
新疆			65
权益	100%	100%	100%

资料来源: 长江证券研究部

受到国内产能过剩，国际尿素价格低位抑制出口，春耕季节天气南旱北冷三方面的不利影响，2010 年尿素的春耕行情旺季不旺。但考虑到成本的支撑（当前的模拟盈利基本接近前期

2009 年年初的低点)，我们认为当前尿素价格基本见底。尽管尿素供需短期难以明显改善，但考虑到化肥的刚性需求以及每年春耕化肥价格的春耕行情也会催生尿素股票的“春耕行情”的投资逻辑，我们认为在经过大幅调整的情况下，公司应该得到关注。

图 3：成本支撑尿素价格基本见底



资料来源：长江证券研究部

尿素的全球供给平衡，国际尿素价格基本上由决定成本变化的天然气价格决定。当前 NYMEX 天然气价格上涨至 4.86 美元/mmbtu，国际尿素价格有望会升至 250 美元/吨处寻底，我们认为这将有有利于改善国内尿素的供需形势。

图 5：国际尿素价格有望在 250 美元/吨处见底



资料来源：长江证券研究部

根据尿素当前 1600 元/吨的价格简单估算，执行淡季关税时，天然气价格至少站稳 5 美元/mmbtu(1600*1.07/6.8=251 美元/吨)后，有望对国内尿素市场形成刺激，

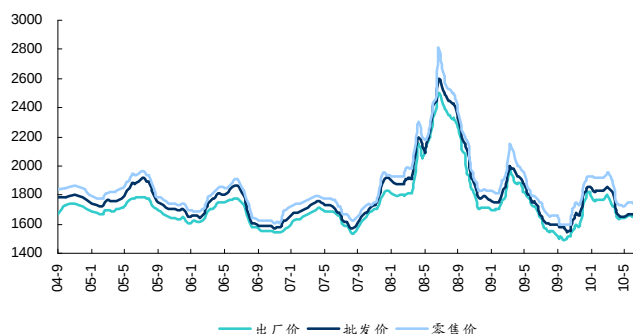
表 2：天然气价格与国际尿素价格的对应关系

天然气价格 美元/mmbtu	3	4	5	6	7	8	9	10
国际尿素价格 元/吨	202	226	250	274	298	322	346	370

资料来源：长江证券研究部

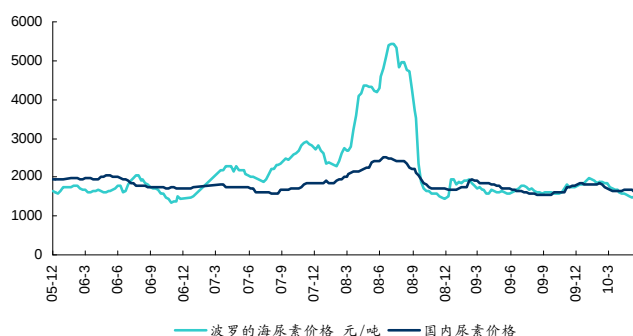
天然气价格上调 0.23 元/立方米对公司业绩的实际影响可能低于市场预期，我们预计，公司可能凭借规模优势跟天然气供给企业谈判使得天然气成交价格上升幅度小于 0.23 元/立方米，我们预计可能在 0.1 元/立方米，这样根据 50 万吨的权益产能，吨尿素消耗天然气 600 平方米，这项对利润的影响为 2400 万，折合单季度为 600 万，对业绩的不利影响为 0.01 元。

图 4：2010 年尿素的春耕行情低于历史同期和预期



资料来源：长江证券研究部

图 6：国际价格和国内价格基本持平

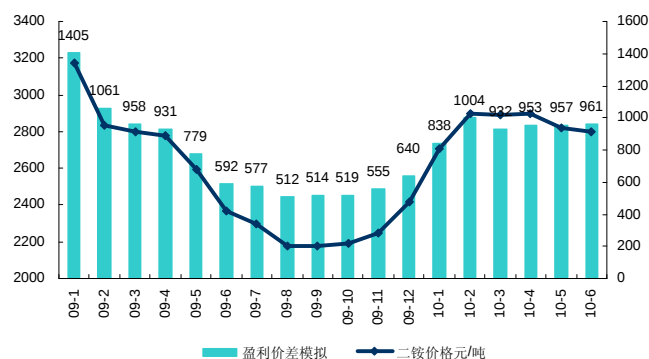


资料来源：长江证券研究部

二季度硫磺价格下跌使磷肥的盈利有望得到维持

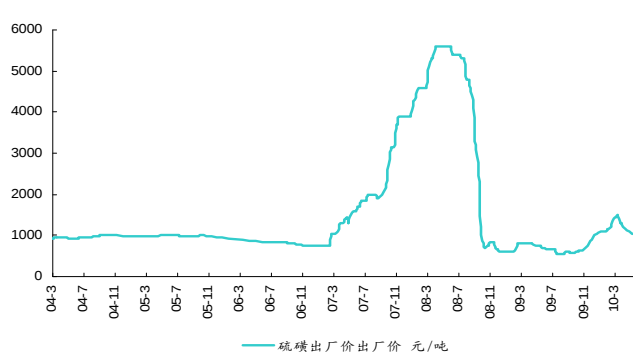
公司的磷肥产能主要为控股子公司宜化肥业 70 万吨产能，其中权益为 50%。2009 年，磷肥价格大幅下跌后国内外需求大幅恢复，2009 年下半年起，磷肥的价、量都有了明显的反弹，国际上库存低位加剧了价格反弹的幅度和持续的时间。二季度磷肥价格基本稳定，成本下跌幅度高于产品下跌的幅度，造成二季度价差略微高于一季度，但幅度不大，预计在盈利改善在 30 元/吨左右。我们预计，公司当前二铵价格为 2800 元/吨，成本预计在 2100 元/吨左右，公司当前二铵的盈利较好。

图 7：二季度磷肥价格稳定硫磺下跌盈利有所改善



资料来源：长江证券研究部

图 8：2010 硫磺二季度大幅走弱

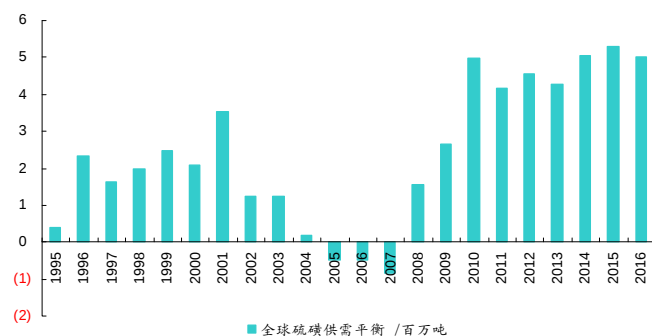


资料来源：长江证券研究部

由于全球硫磺产能 2009 年起逐渐过剩，因此这次磷肥价格反弹以来，主要原料硫磺价格并未像之前磷肥价格上涨时那样大幅提高。虽然这在支撑磷肥价格方面的影响比前次更弱，但原料上涨乏力也造成了此次实际盈利可能较以前更好。2010 年硫磺价格在二季度需求尚可和国际价格大体稳定的情况下大幅走弱印证了我们的判断。

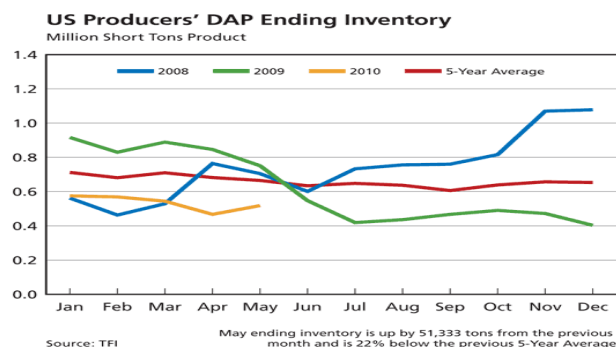
9、10 月份将要进入全球磷肥的施肥季节，国际经销商的提前备货使得当前出口支撑市场的格局有望得到延续。受制于 2009 年起硫磺产能大幅过剩，硫磺价格同步下跌使得二铵价格下滑最终对盈利的影响可能比较有限。根据当前的量价关系，按照 35/4 万吨的权益产能和每吨盈利提高 30 元/吨，磷肥业务业绩较一季度提高盈利 223 万，单季度 EPS 提高 0.0041 元，基本可以忽略不计。

图 9：硫磺 2009 年起大幅过剩



资料来源：长江证券研究部

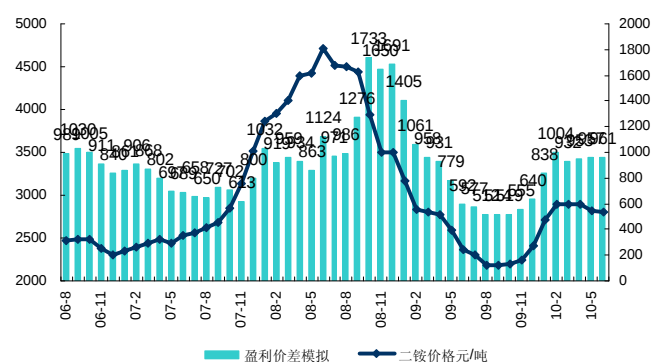
图 10：2009 年下半年起北美磷肥库存位于低位



资料来源：长江证券研究部

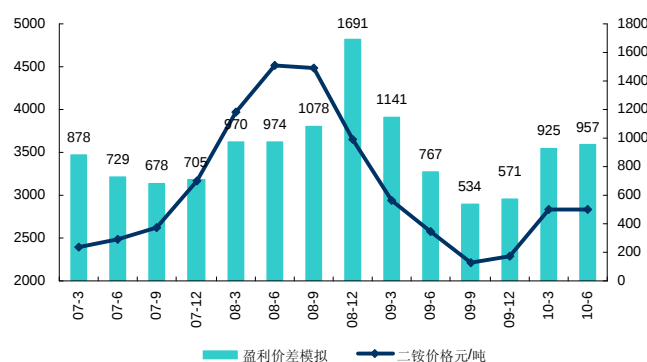
长期看，二铵行业产能同样过剩，未来景气有可能会下滑，假设未来二铵的盈利能力下滑至现在的一半，但收购子公司宜化肥业后权益比例的提高将弥补该盈利的减少（少数股东权益第五部分将会详细的分析），预计二铵的盈利大体上能够得到维持。从下图可以看出，2010年6月份当前二铵的主要产品和原料的价差为961元/吨，较剔除2008年下半年原料价格大幅下跌造成价差无意义的大幅攀升后的历史平均水平829元/吨高出130元/吨，因此我们认为前面假设的二铵价格跌至2600元至少从目前看偏谨慎的，我们也对宜化二铵的盈利情况谨慎的乐观。

图 11：二铵的月度盈利小幅高于历史平均水平



资料来源：长江证券研究部

图 12：2009 年下半年起北美磷肥库存位于低位



资料来源：长江证券研究部

内蒙青海 PVC 项目投产成为 2010 年和 2011 年主要的业绩增量。

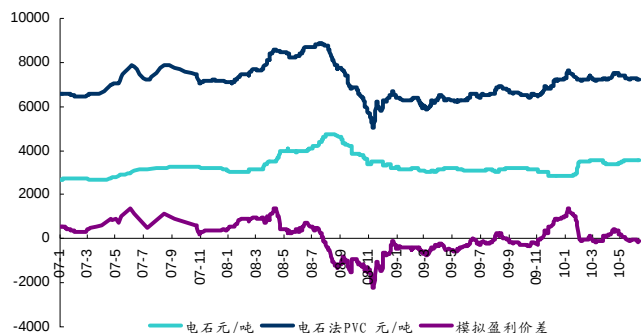
内蒙 PVC 于 2010 年 4 月份投产，青海 PVC 项目预计将于 2011 年底投产，是未来 2010 年，2011 年公司业绩的主要增量。2011 年公司的 PVC 产能将达到 84 万吨，权益产能将达到 72 万吨，公司同样成为未来原油价格上涨后，PVC 上市公司中良好的投资标的。

表 3：湖北宜化 PVC 产能分布表

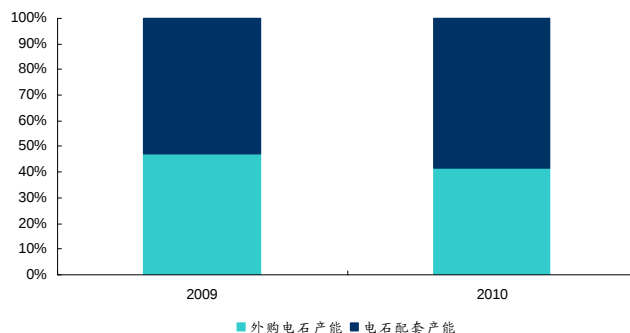
	2010	2011	2012
湖北宜化 PVC 产能	2	230	305
权益产能	178	215	220
本部	24	24	24
权益	56.5	56.5	56.5
内蒙	30	30	30
权益	100%	100%	100%
青海	0	30	30
权益	100%	100%	100%

资料来源：长江证券研究部

当前外购电石型 PVC 企业依旧维持着小幅亏损的局面，而外购电石型 PVC 企业的产能占 PVC 总产能的比例超过 40%，因此我们认为 PVC 的成本对其价格具有较强的支撑作用，即 PVC 价格往下跌的空间较小。

图 13: 当前外购电石型 PVC 企业依旧小幅亏损


资料来源：长江证券研究部

图 14: 外购电石型 PVC 产能占总产能的比例超过 40%


资料来源：长江证券研究部

内蒙，青海 PVC 项目主要依赖当地廉价电力优势。国家对高耗能项目电价上调 4 分钱后，内蒙 PVC 电价为 0.36 元/度，宜昌地区为 0.48/度，内蒙电价较宜昌低 0.12 元/度。假设 1 吨 PVC 约消耗 8000 度电，宜昌等内陆地区 PVC 每吨亏 200 元，内蒙的运输成本为 150 元/吨，内蒙 PVC 盈利在 600 元/吨，税后为 450 元/吨。青海的电价低于内蒙，保守假设两者相同，2010 年，2011 年公司盈利增加主要来自 30 万吨 PVC 连续投产每年盈利增加 1.5 亿，对应 EPS 0.277 元。市场当前对青海，内蒙 PVC 盈利情况有一定的分歧，我们认为尽管其具体的盈利情况还需观察，但宜化先进的管理模式有望使得内蒙，内蒙，青海的 PVC 项目在原材料电石涨价的市场中维持相当的盈利，预计 500 元/吨的净利是有望实现的。

保险粉价格上涨至 5000 元/吨，增厚全年业绩 0.2 元。

据了解，公司 10 万吨保险粉 5 月份以来价格从 3000 元/吨涨到了当前的 5000 元/吨，价格上涨主要是由于联盟提价，若该产品盈利能够得到维持，预计全年增加利润 1 亿元，增加 EPS 0.18 元。

收购少数股东权益增厚公司业绩 0.39 元

我们预计，公司集团改制有望于 2010 年的三季度完成，公司少数股东权益主要为宜化肥业和贵州宜化两个公司，这两个公司从事二铵和尿素业务，我们经测算认为收购少数股东权益可以增厚公司业绩 0.4 元。

对宜化肥业，2010 年 1 季度，二铵行业盈利尚可，二季度盈利有小幅提高，预计 2010 年二铵的盈利情况能够得到维持，若全年按照二铵一季度的业绩预测，50%的权益能够增加约 2.4 亿元的净利润。但我们前面的研究指出，当前二铵的价差较历史平均水平 829 元/吨高出 130 元/吨，若按照二铵盈利回归至正常年份后价格降低 300 元/吨，70 万吨盈利约扣除 1.79 亿元，50%权益对应的净利润为 16115 万元，对应业绩为 0.30 元。2008 年宜化肥业亏损严重，我们推测主要是硫磺价格计提减值的原因，2009 年上半年磷肥价格处于从高位下跌的过程中，我们认为二铵价格有超跌之嫌，因此参考意义也不大。

表 4: 宜化肥业最近 4 年的盈利情况

	资产总额	负债总额	营业收入	净资产	净利润
2007 年	179780.7	127120.85	110677.06	52659.85	11216.08
2008 年	250691.62	221446.29	204280.21	29245.33	-4510.59
2009 年	238652.4	206846.21	269614.73	31806.19	1603.55
2010 年 1-3 月	262518.26	218191.94	80031.07	44326.32	12520.13

资料来源: 长江证券研究部

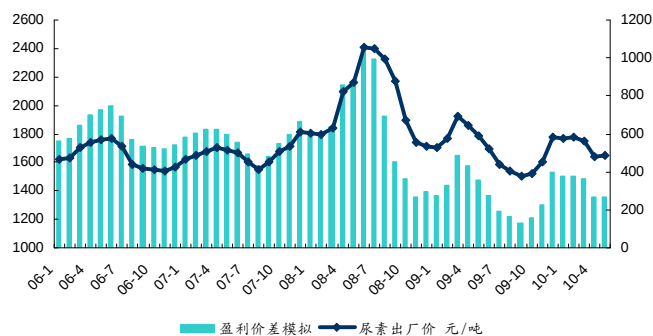
对贵州宜化, 其盈利状况的稳定性强于宜化肥业, 2008 年尿素受益于国际农产品牛市, 其盈利基本不具有参考意义。2010 年二季度后, 尿素价格较前期降低了 150 元/吨左右, 二季度模拟的盈利情况较一季度降低了 100 元/吨。按照 45 万吨的产能计算, 贵州宜化的税后盈利将降低 $4500 \times 0.85 = 3825$ 万, 约达到 10531 万, 根据 50% 的权益, 收购贵州宜化将增厚业绩 0.09 元, 加上宜化肥业的 0.30 元, 收购少数股东权益一项有望增厚业绩 0.39 元。

表 5: 贵州宜化最近 4 年的盈利情况

	资产总额	负债总额	营业收入	净资产	净利润
2007 年	153025.89	123107.18	13860.54	29918.71	-81.29
2008 年	155483.09	95432	93976.72	60051.09	25457.86
2009 年	159719.63	105045.19	81198.28	54674.44	8834.27
2010 年 1-3 月	162852.28	104588.69	19340.06	58263.59	3589.14

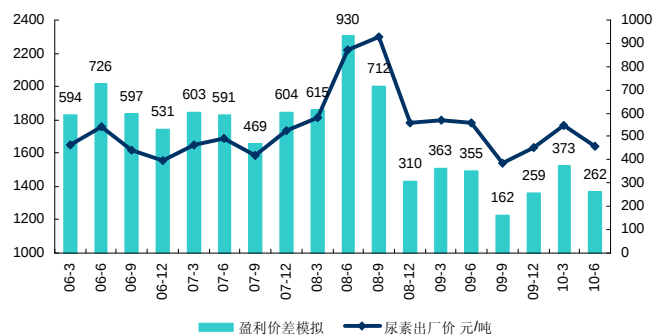
资料来源: 长江证券研究部

图 15: 尿素的月度盈利模拟



资料来源: 长江证券研究部

图 16: 尿素的季度盈利模拟



资料来源: 长江证券研究部

公司尿素 PVC 二铵三项业务均具有较高的业绩弹性

公司当前具有尿素权益产能 178 万吨, 是相关公司中尿素业务弹性最大的公司, 尿素价格每上涨 100 元, 公司业绩将提高 0.325 元。

表 6: 公司尿素业务弹性较大

代码	公司	产能	股本/万股	权益产能	每百万股权益产能	产品价格上涨 100 元对 EPS 的影响
600096	云天化	76	59012	76	0.129	0.110
600426	华鲁恒升	140	49575	140	0.282	0.240
000422	湖北宜化	210	54238	177	0.325	0.277
000950	建峰化工	132	59880	132	0.220	0.187
000155	川化股份	90	47000	90	0.191	0.163
600423	柳化股份	40	39935	40	0.100	0.085
000731	四川美丰	157	49984	157	0.314	0.267
600230	沧州大化	56	25933	56	0.216	0.184
000912	泸天化	160	58500	160	0.274	0.232

资料来源: 长江证券研究部

公司的 PVC 业务在青海项目建成后将拥有 PVC 产能 84 万吨, 权益产能 72 万吨, 对于 2010 年的股本, PVC 价格每上涨 100 元/吨, 业绩将增加 0.096 元, 预计公司将在原油价格上涨预期形成的时候将会有较好的表现。

表 7: 公司 PVC 业务弹性较大

代码	公司	产能	股本/万股	权益产能	每百万股权益产能	产品价格上涨 100 元对 EPS 的影响
000635	英力特	27.5	17706	27.5	0.155	0.113
600075	新疆天业	32	43859	32	0.073	0.053
002092	中泰化学	82	76956	82	0.107	0.077
000422	湖北宜化	84	54238	72	0.133	0.096
002386	天原集团	42	39981	42	0.105	0.076

资料来源: 长江证券研究部

假设公司增发于 2011 年完成, 下表是根据增发后 (7 亿股本) 做的敏感性分析, 总体上看, 公司的相对产品价格波动的业绩弹性较大, 尿素价格每上涨 100 元, 业绩将增加 0.19; PVC 价格每上涨 100 元, 业绩将增加 0.067 元; 二铵价格每上涨 100 元, 业绩将增加 0.077 元。

表 8: 公司 2011 年业绩对尿素和 PVC 价格的敏感性分析 (按照 7 亿股本摊薄)

2011 年	1500	1550	1600	1650	1700	1750	1800
6900	0.834	0.928	1.022	1.116	1.210	1.304	1.398
7000	0.902	0.995	1.089	1.183	1.277	1.371	1.465
7100	0.969	1.063	1.157	1.250	1.344	1.438	1.532
7200	1.036	1.130	1.224	1.318	1.412	1.506	1.599
7300	1.103	1.197	1.291	1.385	1.479	1.573	1.667
7400	1.171	1.265	1.358	1.452	1.546	1.640	1.734
7500	1.238	1.332	1.426	1.520	1.614	1.707	1.801

资料来源: 长江证券研究部

表 9: 公司 2011 年业绩对二铵价格的敏感性分析 (按照 7 亿股本摊薄)

二铵	2100	2200	2500	2600	2700	2800	2900
	1.088	1.165	1.241	1.318	1.394	1.471	1.547

资料来源: 长江证券研究部

公司产能不断扩张保证收入和利润稳定增长

公司从事的尿素，PVC，二铵等化工大宗产品行业，国内普遍供大于需，产品价格长期在行业成本线附近运行，成本优势成为行业内企业竞争的主要优势。优势企业凭借技术，资源的低成本优势扩张，代表了行业的过去以及未来的发展方向，湖北宜化便是其中杰出的代表。

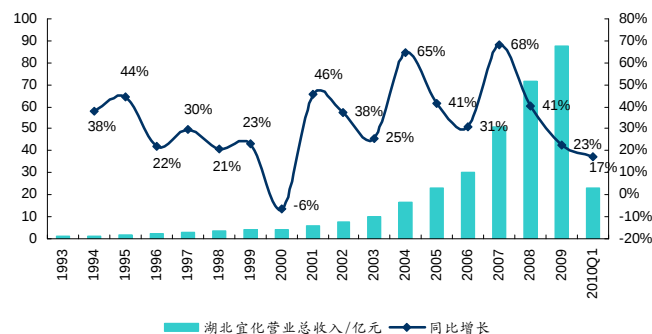
表 10：湖北宜化历次产能扩张进程表

时间	项目
2000 年 12 月 6 日	年产 20 万吨化肥二期扩建工程完工，尿素产能达到 45 万吨。
2004 年 2 月 12 日	公司拟建 5 万吨离子膜烧碱机器配配套工程，批准控股子公司太平洋热电建设年产 4 万吨聚氯乙烯及其配套工程。
2005 年 2 月 3 日	公司出资 1 亿元控股 50%组建贵州宜化，于 2006 年 6 月 21 日建成 30 万吨合成氨/40 万吨尿素，2007 年达到 45 万吨。
2005 年 4 月 6 日	公司拟建氯碱二期工程，子公司太平洋热电 PVC 二期工程 2005 年 2 月底建成，具备 12 万吨烧碱，12 万吨 PVC。
2005 年 8 月 2 日	公司出资 5000 万控股 50%建立湖北宜化大江复合肥有限公司，84 万吨磷复肥于 2006 年 8 月 30 日投产，目前具有二铵产能 70 万吨。
2006 年 9 月 11 日	本公司拟建 5 万吨离子膜烧碱，子公司太平洋热电拟建 10 万吨 PVC 扩建工程。 子公司宜化肥业出资 6750 万元控股 45%组建香溪化工，投资 20 万吨电石项目。
2007 年 6 月 12 日	子公司宜化肥业控股 77.36%组建的江家墩矿业获得国土资源厅的探矿权。 子公司贵州宜化控股 60%组建的黔西南州新宜矿业于 2007 年 6 月 3 日取得普安县楼下镇安利来煤矿采矿许可证，具有 30 万吨煤炭产能。
2007 年 6 月 22 日	子公司宜化肥业控股 70.1%的雷波公司获得雷波县卡哈洛磷矿探矿权获得四川国土资源厅的批准。
2007 年 11 月 7 日	出资 5.3 亿元购买湖南金信化工总资产（合成氨 18 万吨，尿素 30 万吨，复合肥 10 万吨，精甲醇 6 万吨）。
2008 年 1 月 15 日	子公司贵州宜化控股 70%收购周宏及刘来顺持有的贵州瑞信煤业有限公司。 公司以 1 亿元价格收购宜化肥业的子公司香溪化工 55%的股权。 全资子公司贵州金江驼子拟建 3 万吨季戊四醇。
2008 年 2 月 19 日	公司出资 5.1 亿元投资鄂尔多斯联合化工 60/104 万吨大化肥项目，于 2008 年 12 月 25 日建成。
2008 年 4 月 1 日	子公司太平洋热电获得 CDM 项目。
2008 年 12 月 3 日	公司以 10098 万收购裕丰铁路的全资子公司非凡高薪 51%的股权（鹿台山煤炭 30 万吨）。
2009 年 5 月 27 日	公司投资 10 万吨保险粉项目，一期 5 万吨，计划一年完工。 公司出资 19800 万投资青海宜化。
2009 年 9 月 9 日	公司出资 68000 万购买海吉氯碱，2009 年 6 月 2 日向海吉氯碱增资 50000 万。 子公司内蒙古宜化拟建 30 万吨聚氯乙烯，30 万吨离子膜烧碱，于 2010 年 4 月 25 日开车投产。
2010 年 4 月 15 日	公司拟在新疆轮台分两期实施发展规划，一期投资 9.8 亿元，24 个月建设年产 30 万吨合成氨 48 万吨尿素项目；二期在 5-10 年内，投资 60 亿元建设乙炔，烧碱，PVC 等项目。
2010 年 6 月 12 日	公司子公司青海宜化拟投资自建年产 30 万吨聚氯乙烯项目。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

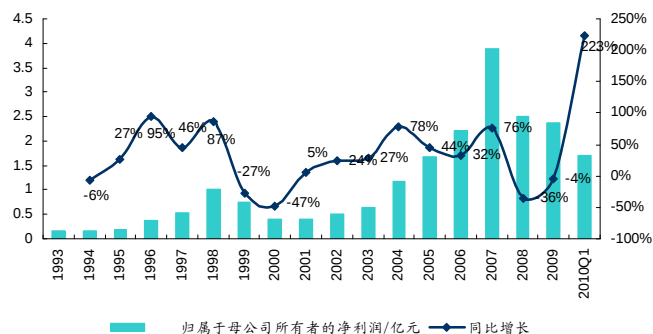
公司在近几年的产能扩张,收购,投产的过程中,实现了收入和利润年均 40%和 20%的年均增长,一方面印证了公司的战略模式符合了大宗化工品行业的发展方向,另一方面也彰显了公司较为突出的管理能力。我们认为,公司符合行业发展方向的发展战略保证了公司收入盈利的稳定增长,是应当享受溢价的。

图 17: 湖北宜化的年均收入增速为 41.16%



资料来源: 长江证券研究部

图 18: 归属母公司所有者净利润年均增速为 22.26%



资料来源: 长江证券研究部

盈利预测和估值

我们根据前面几项的分析的静态预测和模型预测,假设尿素三年的均价维持在 1650 元,二铵价格分别为 2800,2600,2600, PVC 价格分别为 7200,7200,7200。预计公司 2010~2011 年业绩分别为 1.075, 1.32 元, 1.85 元, 对应 PE 分别为 11.9, 9.7, 6.9。公司凭借成本优势扩张的发展模式清晰,具有优秀的管理能力,当前股价毫无疑问已经进入长期的价值投资区间,优质的公司和股票只有在行业低迷和市场弱势中才能以较低的价格买入,我们给予公司“推荐”评级。

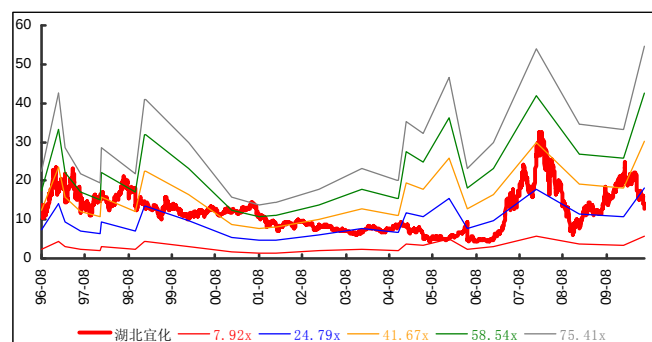
表 11: 湖北宜化销售假设表 (销售假设按权益产能估值即少数股东损益为 0)

年份		2010E	2011E	2012E
尿素	收入	305250	354750	466125
	毛利率	21%	20%	25%
本部		65	70	75
	权益	100%	100%	100%
	售价	1650	1650	1650
	成本	1400	1400	1400
湖南宜化		40	40	40
	权益	100%	100%	100%
	售价	1650	1650	1650
	成本	1300	1300	1300
鄂尔多斯联合化工		115	120	125
	权益	50%	50%	50%
	售价	1650	1650	1650
	成本	1000	1100	1100
贵州宜化		45	45	45
	权益	50%	100%	100%

		售价	1650	1650	1650
		成本	1200	1200	1200
	新疆				60
		权益	100%	100%	100%
		售价			1650
		成本			900
二铵	收入		98000	182000	182000
	毛利率		25%	19%	19%
	宜化肥业		75	75	75
		权益	50%	100%	100%
		产量	70	70	70
		售价	2800	2600	2600
		成本	2100	2100	2100
PVC	收入		258462	443077	443077
	毛利率		15%	19%	19%
		产能			
	内蒙		30	30	30
		权益	100%	100%	100%
		含税价	7200	7200	7200
		成本	5800	5800	5800
	本部		24	24	24
		权益	50%	50%	50%
		售价	7200	7200	7200
		成本	6800	6800	6800
	青海		0	30	30
		权益	100%	100%	100%
		售价	7200	7200	7200
		成本	5500	5500	5500
季戊四醇	收入		94178	94178	94178
	毛利率		9%	9%	9%
收入合计			814180	1138124	1255911
	收入增长率		-7.06%	39.79%	10.35%
成本合计			659967	921073	989311
	综合毛利率		18.94%	19.07%	21.23%

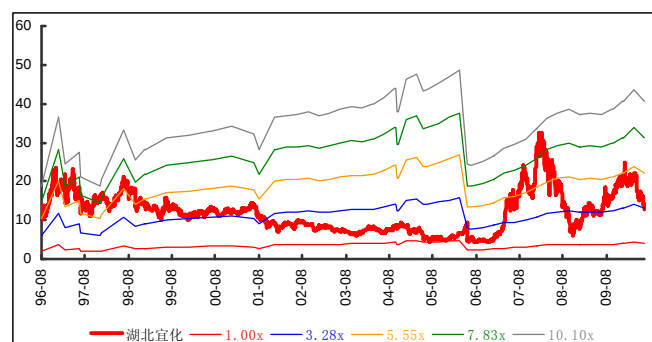
资料来源：长江证券研究部

公司 2008 年 11 月股价最低为 6.08 元，对应 2008 年 0.485 元的业绩 PE 为 12.5 倍，按照最保守的 2010 年 1 块钱的业绩预测，公司当前 PE 为 12.7，接近前期历史的低点。由于 2010 年业绩预计较 2009 年有大幅增长，因此以相对沪深 300 PE（上年年报为准的 PE）没有优势并不值得过多的关注。

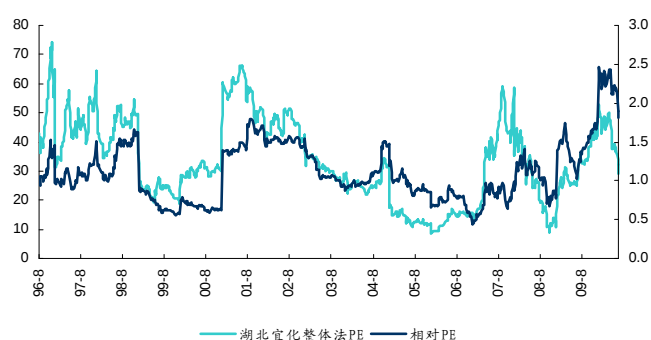
图 19：湖北宜化的 PE 接近历史平均水平


资料来源：长江证券研究部

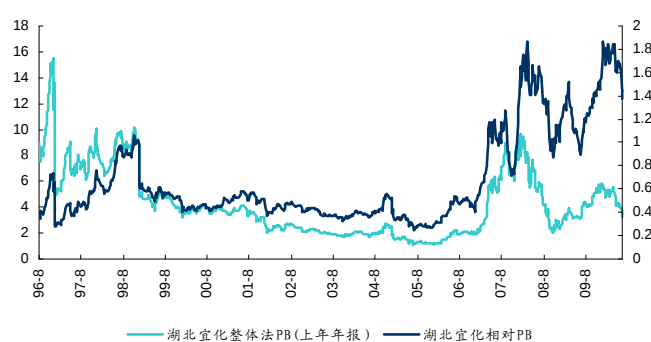
但考虑 PB 情况，尽管最近股价有了较为明显的调整，但相对 PB 仍高于 2008 年最低点和 2009 年 7 月份大约 30% 左右，这也可能是若未来市场大幅向下，公司在取得相对收益方面的一个风险。

图 21：湖北宜化的 PB 高于历史平均水平


资料来源：长江证券研究部

图 20：宜化相对沪深 300PE 高于历史平均水平


资料来源：长江证券研究部

图 22：宜化相对沪深 300PB 较 08 年最低点高 30%


资料来源：长江证券研究部

股价的催化剂和主要风险：

股价的催化剂：

- 1，四季度末开始的化肥的春耕行情。
- 2，收购少数股东权益增厚公司业绩。
- 3，原油价格上涨引发 PVC 价格上涨。

主要风险：

- 1，尿素需求启动的时间点慢于预期。
- 2，国际磷肥需求大幅走弱。
- 3，原油价格大幅下跌致使 PVC 价格大幅走低。
- 4，公司相对沪深 300PB 高于历史最低水平。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8761	8142	11381	12559
营业成本	7283	6600	9211	9893
毛利	1477	1542	2171	2666
% 营业收入	16.9%	18.9%	19.1%	21.2%
营业税金及附加	8	7	10	11
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	314	293	410	452
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	290	269	376	414
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
财务费用	345	269	232	195
% 营业收入	3.9%	3.3%	2.0%	1.6%
资产减值损失	13	-2	8	3
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	514	705	1135	1590
% 营业收入	5.9%	8.7%	10.0%	12.7%
营业外收支	30	0	0	0
利润总额	544	705	1135	1590
% 营业收入	6.2%	8.7%	10.0%	12.7%
所得税费用	96	125	201	281
净利润	448	580	934	1309
归属于母公司所有者的净利润	237.7	580.4	934.3	1308.7
少数股东损益	210	0	0	0
EPS（元/股）	0.44	1.07	1.32	1.85
现金流量表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	768	1749	1636	2199
取得投资收益	1	0	0	0
收回现金				
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-1136	-481	-514	-426
其他	12	0	0	0
投资活动现金流净额	-1123	-481	-514	-426
债券融资	691	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	1013	-1235	-426	-1170
筹资成本	602	-357	-372	-392
其他	-1280	0	0	0
筹资活动现金流净额	1026	-1591	-798	-1562
现金净流量	671	-323	324	212

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1137	814	1138	1350
交易性金融资产	20	20	20	20
应收账款	323	298	416	459
存货	1630	1481	2067	2220
预付账款	575	521	727	781
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3818	3256	4539	5018
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	7	7	7	7
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	5554	5382	5259	5004
无形资产	866	822	781	742
商誉	3	3	3	3
递延所得税资产	34	0	1	0
其他非流动资产	3235	3235	3235	3235
资产总计	13516	12705	13825	14009
短期贷款	2831	1596	1170	0
应付款项	838	762	1063	1142
预收账款	732	684	956	1055
应付职工薪酬	19	20	28	30
应交税费	-53	38	61	84
其他流动负债	407	372	519	559
流动负债合计	4775	3472	3797	2869
长期借款	3152	3152	3152	3152
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	0	0	0
其他非流动负债	1909	1909	1909	1909
负债合计	9837	8533	8858	7931
归属于母公司所有者权益	2171	2664	3458	4571
少数股东权益	1508	1508	1508	1508
股东权益	3679	4172	4966	6079
负债及股东权益	13516	12705	13825	14009
基本指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.438	1.070	1.318	1.846
BVPS	4.00	4.91	6.38	6.45
PE	29.07	11.91	9.67	6.90
PEG	0.38	0.16	0.13	0.09
PB	3.18	2.59	2.00	1.98
EV/EBITDA	7.77	6.49	4.93	3.48
ROE	11.0%	21.8%	27.0%	28.6%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业研究员

梅崧奎，获得上海交通大学学士，硕士学位，目前在长江证券从事化工行业研究

冯先涛，获得上海交通大学学士，硕士学位，目前在长江证券从事化工行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。