

分析师：梅崧玺 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn 执业证书编号：S0490208090171

联系人：梅崧玺 (8621) 68751310 meiyx@cjsc.com.cn

冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

张翔 (8627) 65799773 zhangxiang1@cjsc.com

受益农产品通胀且具有估值优势的农化弹性标的

事件描述

湖北宜化 10 月 11 日发布三季度业绩预增公告,2010 年 7 月 1 日~2010 年 9 月 30 日基本 EPS0.2 元,同比增长 75%,2010 年 1~9 月 EPS 0.8 元,同比增长 150%,三季度业绩基本符合市场预期,我们有以下五点点评:

第一,三季度尿素行情较差和贵州宜化因为爆炸而停产 1 个月是三季度业绩环比降低的主要原因,但尿素行业已经恢复至较好的水平。短期看,尿素的价格在限电和出口的支撑下,盈利较好的情况下能够得到维持,长期看尿素的景气将逐步往上恢复,此时应该买入尿素弹性最大的标的湖北宜化。

第二,内蒙 PVC 预计三季度前半段尚未贡献业绩,未来能够期待改善。

第三,宜化业绩大幅改善最主要的原因是二铵盈利较好,三季度业绩并未明显低于预期,说明市场普遍担心低价硫磺库存并不是上半年业绩大幅改善的主要原因。当前二铵价格在国际价格的支撑下将维持高位,而根据全球的二铵,硫磺的供需形势,我们认为二铵的景气是有望维持的。

第四,宜化对应尿素和 PVC 都具有极大的业绩弹性,若当前价格能够得到维持,宜化业绩将大幅超市场预期。

第五:盈利预测和估值

我们预计公司 2010~2012 年业绩分别为 1.14,1.879 (摊薄后),2.558 (摊薄后),对应 PE 为 18.34,11.13,8.18,维持对公司的“推荐”评级。参考 2011 年 20 倍估值,给予公司一年内至少 30 元以上的目标价。之所以给予 2011 年 20 倍估值,主要考虑为尿素 2~3 年内将持续向上走,在通胀的背景下化肥行业有大幅超预期的可能,且 2012 年新疆尿素项目将贡献业绩增量,在此之前宜化仍不能单纯的归结到周期股。此外,市场风格转换下,低 PE 的蓝筹股也是继续推荐宜化的重要理由。

事件评论

第一,三季度尿素行情较差和贵州宜化因为爆炸而停产 1 个月是三季度业绩环比降低的主要原因,但尿素行业已经恢复至较好的水平。短期看,尿素的价格在盈利较好的情况下能够得到维持,长期看尿素的景气将逐步往上恢复,此时应该买入尿素弹性最大的标的湖北宜化。

尿素价差三季度较二季度降低了约 25 元/吨,不考虑合并子公司权益,权益产能 177.5 万吨/4=44.375 万吨,44.375*25=1109.375 万,约为 2 分钱。贵州宜化停产 1 个月,22.5 万吨/12=1.875 万吨,贵州宜化完全成本 1300,售价较均价高 100 元/

吨, $(1750-1300) \times 0.85 = 382$ 元/吨, 对业绩的影响约为 $22.5/12 \times 382 = 716$ 万, 两个综合考虑, $1125 + 716 = 1841$ 万, 对应 5.5 亿股本约为 0.0334 元, 尿素业绩变差对业绩环比恶化的贡献约为 0.0334 元。

当前尿素价格在限电, 国际涨价的支撑下, 价格和价差已经恢复至较好水平, 超过 1 季度均价。

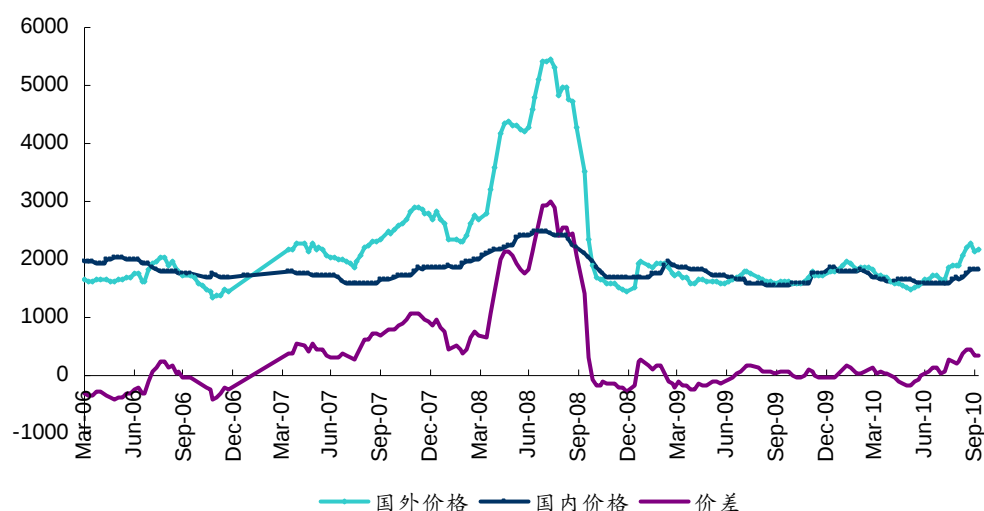
表 1: 尿素的均价和盈利价差

	尿素均价	盈利价差
2010 年 7 月~9 月 15 日	1628	-7
2010 年 3 季度	1652	17
2010 年 2 季度	1642	17
2010 年 1 季度	1763	132
当前	1820	186

资料来源: 长江证券研究部

当前国际尿素价格为 325 美元, 折算后高出国内 1820 元/吨价格 382 元/吨, 国内出口运费的优势和淡季关税 7% 的关税汇率相抵消, 也就是说 382 元/吨的这个出口的价差优势是真实的, 折算成美元后对应价格为 56 美元/吨, 也就是说即使未来国际价格下跌, 其出口的价差优势仍然能够得到保持的。**随着 2010 年 10 月 16 日后, 尿素出口再次执行淡出口关税 7% 的税率, 预计未来国内尿素市场在出口的支撑下价格能够得到维持。**

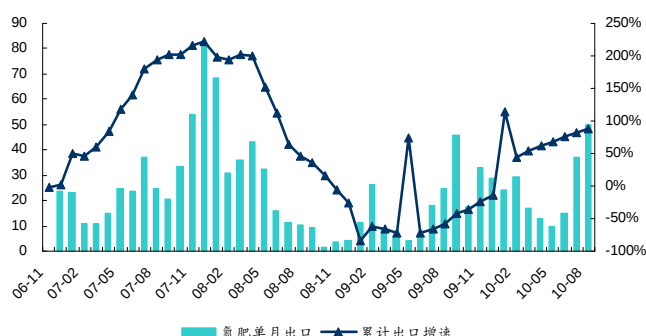
图 1: 尿素国际价格高于国内价格, 出口有利可图



资料来源: 长江证券研究部

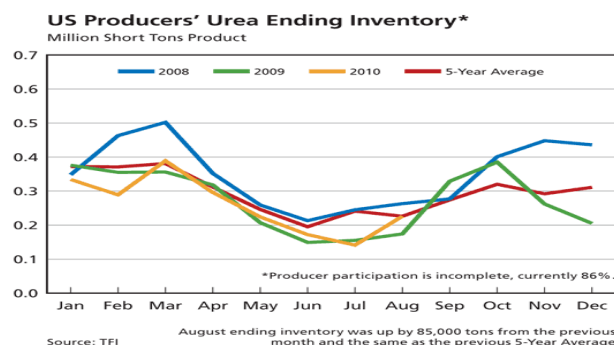
中国氮肥 1~8 月份出口达到 195.9 万吨, 同比增长 87.1%, 8 月单月出口达到 50 万吨, 创出金融危机以后的新高。尿素累计出口 114.7 万吨, 同比增加达到 100.5%, 8 月单月出口达到 64.5 万吨, 较 7 月份增长 100%。北美 8 月份尿素库存位于历史平均水平, 显示国际尿素供给供需压力不大。

图 2: 氮肥出口同比 8 月份高位维持



资料来源: 长江证券研究部

图 3: 北美尿素 8 月库存恢复至 5 年期均线



资料来源: 长江证券研究部

全球尿素的供需未来两年基本得到维持, 这个数据是国际化肥组织 2010 年上半年预测的。当时粮价还处于低位, 也就是说 11 年, 12 年尿素的实际需求是比下表预测的要好的。

表 2: 全球尿素的供需形势

	2010	2011	2012	2013	2014
Supply					
Capacity	179.1	188.3	198.5	206.9	222.1
Total Supply*	155.6	162.9	169.9	179.1	193.4
Demand					
Fertilizer Demand	133.7	139.5	143.6	148.8	152.6
Non-fertilizer Use	17.5	18.9	19.9	20.9	21.9
Total Demand	151.2	158.3	163.5	169.7	174.5
Balance	4.4	4.5	6.4	9.4	18.9
% of Supply	3%	3%	4%	5%	10%

资料来源: 长江证券研究部

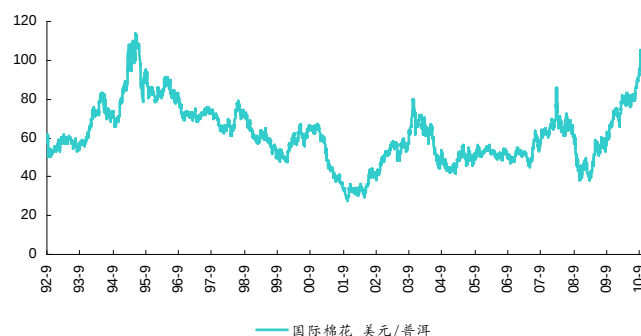
当前尿素的经销商库存不高, 尚未备肥, 考虑到明春的备肥和春耕的旺季支撑, 我们认为尿素的价格在四季度应该能够得到维持。

长期看, 2009 年投资额大幅增长和天气原因造成尿素价格在 2010 极度萎靡, 随着投资额同比增长的大幅降低, 2011 年起价格将逐渐恢复, 未来 2-3 年内, 尿素的均价将回升至 1700 元/吨以上。通胀对国际粮价, 肥价的刺激也将逐渐体现, 化肥的行业景气是向上的。在行业最低迷且能够看到向上拐点的时候, 应该买入并持有尿素价格弹性最大的标的湖北宜化。具体数据请参考我们之前的深度报告《二铵旺季上涨超出预期 限电致尿素 PVC 有望超预期》

国际粮食价格 9 月份持续走高, 将从通胀角度保证化肥的行业景气逐渐向上。

图 4：国际玉米价格 9 月份大幅走高

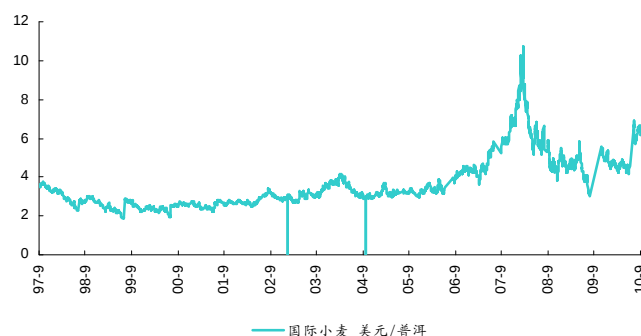

资料来源：长江证券研究部

图 5：国际棉花价格大幅走高


资料来源：长江证券研究部

图 6：国际大豆价格 9 月份持续走高


资料来源：Bloomberg，化工在线，长江证券研究部

图 7：国际小麦价格 9 月份持续走高


资料来源：长江证券研究部

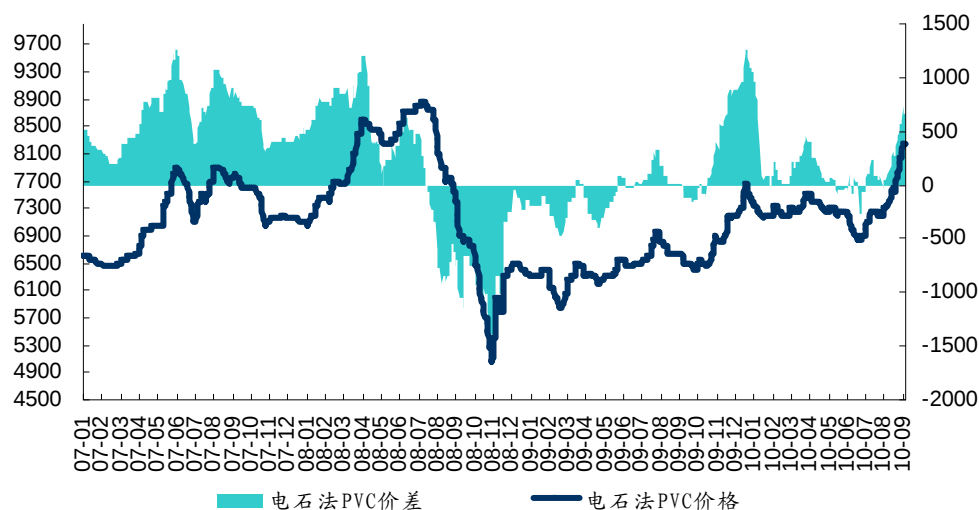
综合的考虑，但尿素行业已经恢复至较好的水平。短期看，尿素的价格在盈利较好的情况下能够得到维持，长期看尿素的景气将逐步往上恢复，此时应该买入尿素弹性最大的标的湖北宜化。

第二，内蒙 PVC 预计三季度前半段尚未贡献业绩，未来能够期待改善。

我们预计，内蒙 PVC 在 9 月初开工约为 7 成，PVC 尚未开满的主要原因是固碱设备未到，液碱因运输半径限制销售而制约了 PVC 整体的开工率。内蒙 PVC 在 7 成开工的条件下成本约为 6200 元/吨。内蒙 PVC 投资额为 11 亿，按照 30 万吨，10 年折旧，正常的吨折旧约为 366 元，若按照 70% 的开工计算，当前折旧约为 522 元，若装置开满，在不考虑 PVC 价格上涨的情况下，折旧能够降低约超过 150 元，也就是说假设每吨净利 300 元假设应该还是比较保守的。

后期电石，PVC 在限电的影响下价格大幅上涨，当前外购电石法 PVC 价差已经恢复至较高的水平，PVC 的盈利改善将是公司四季度业绩环比提高的重要来源。

图 8: PVC 的价差近期迅速改善



资料来源：长江证券研究部

表 3: PVC 均价和价差近期迅速改善（外购电石）

	PVC 均价	外购电石的盈利价差
2010 年 3 季度	7317	149
2010 年 2 季度	7320	137
当前	8250	670

资料来源：长江证券研究部

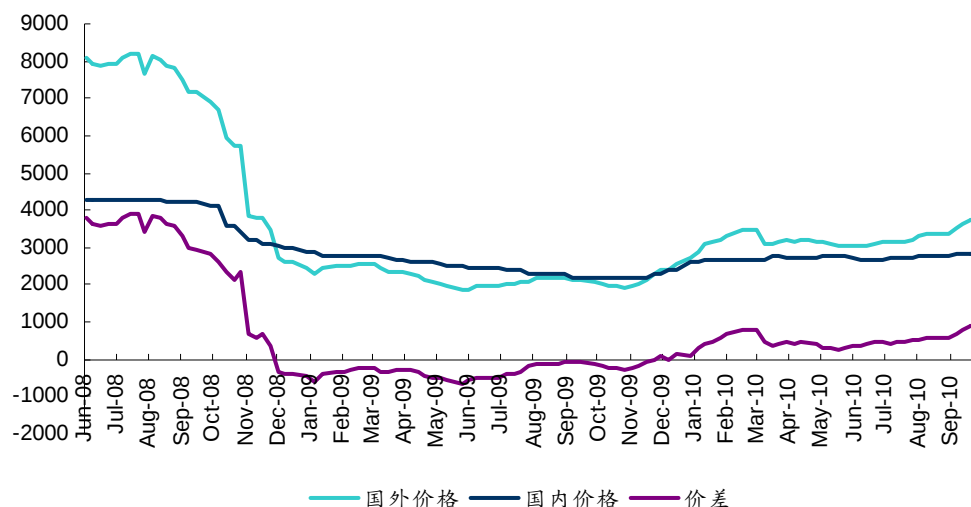
第三，宜化业绩大幅改善最主要的原因是二铵盈利较好，三季度业绩并未明显低于预期，说明市场普遍担心低价硫磺库存并不是上半年业绩大幅改善的主要原因。当前二铵价格在国际价格的支撑下将维持高位，而根据全球的二铵，硫磺的供需形势，我们认为二铵的景气是有望维持的。

表 4: 二铵的价差基本得到维持

	均价	价差
2010 年 3 季度	2770	835
2010 年 2 季度	2840	863
2010 年 1 季度	2831	830
当前	2900	857

资料来源：长江证券研究部

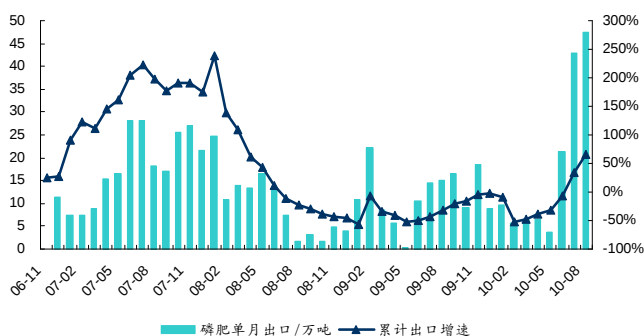
图 9：二铵的国际价格高于国内价格二铵出口有利可图



资料来源：长江证券研究部

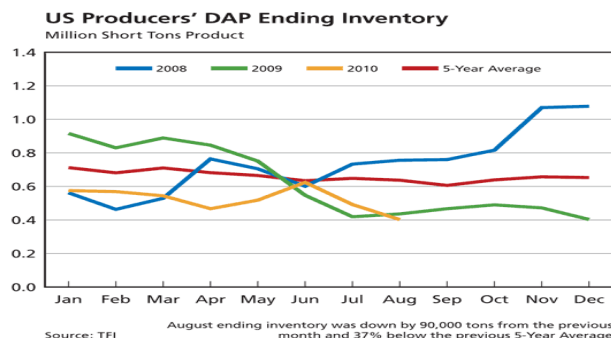
2010 年 1-8 月，磷肥累计出口 144.2 万吨（折纯），同比增长 64%，8 月份出口 47.5 万吨，创出历史新高，北美 8 月份磷肥库存位于历史低位，表明国际需求真实有效。

图 10：磷肥出口同比 8 月份大幅提高



资料来源：长江证券研究部

图 11：磷肥库存低于 5 年期均线 37%



资料来源：长江证券研究部

未来 2-3 年，全球磷肥供需形势基本得到维持，但其主要原料硫磺供需将严重过剩，这也是我们一贯坚持的，磷肥景气将能够维持的主要原因，具体数据请参考我们之前的深度报告《二铵旺季上涨超出预期 限电致尿素 PVC 有望超预期》。

第四，宜化对应尿素和 PVC 都具有极大的业绩弹性，若当前价格能够得到维持，宜化业绩将大幅超市场预期。

PVC 均价是从 2010 年 9 月 8 日以后从 7550 元/吨开始大幅上涨至当前的 8250 元/吨，考虑到尿素和 PVC 的业绩改善，我们认为四季度公司业绩改善是非常大的，尿素 45 万吨产能，140 元吨盈利，贡献超过 1 毛。不考虑开工提高的情况下，PVC 价差提高 $(670-137) / 1.17 \times 0.85 \times 0.7 \times 30 / 4 = 2032$ 万，对应业绩约为 0.0369 元。按照当前的价差，宜化四季度的业绩在 0.35 元以上，在基本没考虑少数股东权益并表的情况下，我们认为 2010 年 1.15 元的业绩是超出市场预期的。

宜化 2010 年业绩增量主要是少数股东权益并表，为 0.3 元以上，若四季度业绩年化则为 1.4 元，内蒙青海 30*0.75+30=52.5 万吨业绩增量，按照 300 元/吨的净利计算，业绩对应约为 0.3 元，宜化 2011 年业绩达到 2 元。这个假设的 PVC 盈利 300 元是非常保守的。

当前 PVC 市场价格为 8200 元/吨，尿素价格为 1820 元/吨，若当前的价格能够得到持续，宜化的业绩将大幅超出市场预期。即使未来 PVC 和尿素价格小幅回落，宜化摊薄后的业绩仍有望达到 1.8 元以上。

表 5: 摊薄后 2011 年业绩对尿素和 PVC 价格的业绩弹性 (摊薄后)

2011 年	1500	1550	1600	1650	1700	1750	1800	1850	1900
6900	1.056	1.148	1.240	1.332	1.424	1.516	1.608	1.700	1.792
7000	1.125	1.217	1.309	1.401	1.493	1.585	1.677	1.769	1.861
7100	1.194	1.286	1.378	1.470	1.562	1.654	1.746	1.838	1.930
7200	1.263	1.355	1.447	1.539	1.631	1.723	1.815	1.907	1.999
7300	1.332	1.424	1.516	1.608	1.700	1.792	1.884	1.976	2.068
7400	1.400	1.493	1.585	1.677	1.769	1.861	1.953	2.045	2.137
7500	1.469	1.562	1.654	1.746	1.838	1.930	2.022	2.114	2.206
7600	1.538	1.630	1.723	1.815	1.907	1.999	2.091	2.183	2.275
7700	1.607	1.699	1.792	1.884	1.976	2.068	2.160	2.252	2.344
7800	1.676	1.768	1.860	1.953	2.045	2.137	2.229	2.321	2.413
7900	1.745	1.837	1.929	2.022	2.114	2.206	2.298	2.390	2.482
8000	1.814	1.906	1.998	2.090	2.183	2.275	2.367	2.459	2.551
8100	1.883	1.975	2.067	2.159	2.252	2.344	2.436	2.528	2.620

资料来源：长江证券研究部

第五：盈利预测和估值。

我们预计公司 2010~2012 年业绩分别为 1.14,1.879 (摊薄后),2.558 (摊薄后)，对应 PE 为 18.34,11.13,8.18，维持对公司的“推荐”评级。参考 2011 年 20 倍估值，给予公司一年内至少 30 元以上的目标价。之所以给予 2011 年 20 倍估值，主要考虑为尿素 2~3 年内将持续向上走，在通胀的背景下化肥行业有大幅超预期的可能，且 2012 年新疆尿素项目将贡献业绩增量，在此之前宜化仍不能单纯的归结到周期股。此外，市场风格转换下，低 PE 的蓝筹股也是继续推荐宜化的重要理由。

表 6: 销售假设表

单位: 万元		2010E	2011E	2012E
尿素	收入	316750	367625	463500
	成本	243500	278250	320750
	毛利率	23%	24%	31%
	产能			
	本部			
	权益	100%	100%	100%
	产量	65	65	65
	售价	1700	1750	1800
	成本	1400	1400	1400
	湖南宜化			
	权益	100%	100%	100%
	产量	40	40	40

		售价	1700	1750	1800
		成本	1300	1300	1300
		鄂尔多斯联合化工			
		权益	50%	50%	50%
		产量	115	115	115
		售价	1700	1750	1800
		成本	1000	1100	1100
		贵州宜化			
		权益	50%	100%	100%
		产量	45	45	45
		售价	1800	1850	1900
		成本	1200	1200	1200
		新疆			
		权益	100%	100%	100%
		产量			45
		售价			1900
		成本			900
二铵	收入		98000	199500	203000
	收入增长率		-50%	104%	2%
	成本		73500	147000	147000
	毛利		24500	52500	56000
	毛利率		25%	26%	28%
		宜化肥业	75	75	75
		权益	50%	100%	100%
		产量	70	70	70
		售价	2800	2850	2900
		成本	2100	2100	2100
PVC	收入		258462	461538	461538
	收入增长率		88%	79%	0%
	成本		222564	371282	371282
	毛利		35897	90256	90256
	毛利率		14%	20%	20%
	产能				
		内蒙			
		权益	100%	100%	100%
		产量	30	30	30
		含税价	7200	7500	7500
		税后售价	6154	6410	6410
		成本	5800	5800	5800
		税后成本	4957	4957	4957
		盈利	1197	1453	1453
		本部			
		权益	50%	50%	50%

	产量	24	24	24
	售价	6154	6410	6410
	成本	7200	7200	7200
	税后	6154	6154	6154
	盈利	0	256	256
青海	权益	100%	100%	100%
	产量	0	30	30
	售价	6154	6410	6410
	成本	5800	5800	5800
	税收成本	4957	4957	4957
	盈利	1197	1453	1453
	收入合计	825680	1186961	1292747
	收入增长率	-5.75%	43.76%	8.91%
	成本合计	666069	927117	974106
	综合毛利率	19.33%	21.89%	24.65%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8761	8743	11766	12801	货币资金	1137	874	1177	2003
营业成本	7283	7102	9210	9680	交易性金融资产	20	20	20	20
毛利	1477	1641	2556	3121	应收账款	323	320	430	468
% 营业收入	16.9%	18.8%	21.7%	24.4%	存货	1630	1594	2067	2172
营业税金及附加	8	8	11	12	预付账款	575	560	727	764
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	314	315	424	461	流动资产合计	3818	3499	4597	5619
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	290	289	388	422	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	长期股权投资	7	7	7	7
财务费用	345	271	227	188	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	3.1%	1.9%	1.5%	固定资产合计	5554	5388	5268	5015
资产减值损失	13	0	7	2	无形资产	866	822	781	742
公允价值变动收益	6	0	0	0	商誉	3	3	3	3
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	34	0	1	0
营业利润	514	759	1499	2036	其他非流动资产	3235	3235	3235	3235
% 营业收入	5.9%	8.7%	12.7%	15.9%	资产总计	13516	12955	13892	14621
营业外收支	30	0	0	0	短期贷款	2831	1667	893	0
利润总额	544	759	1499	2036	应付款项	838	820	1063	1117
% 营业收入	6.2%	8.7%	12.7%	15.9%	预收账款	732	734	988	1075
所得税费用	96	134	265	360	应付职工薪酬	19	21	28	29
净利润	448	625	1234	1676	应交税费	-53	41	79	107
归属于母公司所有者					其他流动负债	407	400	521	549
的净利润	237.7	625.0	1233.6	1675.8	流动负债合计	4775	3683	3572	2877
少数股东损益	210	0	0	0	长期借款	3152	3152	3152	3152
EPS（元/股）	0.44	1.15	1.81	2.46	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	1909	1909	1909	1909
经营活动现金流净额	768	1753	2006	2587	负债合计	9837	8744	8633	7938
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	2171	2702	3750	5175
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1508	1508	1508	1508
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3679	4210	5259	6683
固定资产投资	-1136	-487	-518	-428	负债及股东权益	13516	12955	13892	14621
其他	12	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1123	-487	-518	-428		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	691	0	0	0	EPS	0.438	1.152	1.808	2.456
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.00	4.98	6.91	7.58
银行贷款增加（减少）	1013	-1164	-773	-893	PE	47.71	18.15	11.57	8.51
筹资成本	602	-365	-412	-439	PEG	0.52	0.20	0.13	0.09
其他	-1280	0	0	0	PB	5.22	4.20	3.02	2.76
筹资活动现金流净额	1026	-1529	-1186	-1332	EV/EBITDA	10.70	8.85	5.91	4.24
现金净流量	671	-263	302	827	ROE	11.0%	23.1%	32.9%	32.4%

分析师介绍

梅崑奎，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。