

分析师： 刘俊 (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

少数股东权益收益权进上市公司增厚业绩 0.3 元

事件描述

湖北宜化2011年1月11日发布公告，湖北宜化集团已将持有的贵州宜化化工有限责任公司50%股权和湖北宜化肥业有限公司50%股权已变更登记至上市公司名下。上市公司已向湖北宜化集团有限责任公司支付股权转让价款36,200万元，达到应支付金51,443.825万元的70%，上市公司将从2011年1月1日起，拥有此次受让的贵州宜化化工有限责任公司50%股权和湖北宜化肥业有限公司50%股权的所有权和收益权。公司拥有贵州宜化化工有限责任公司100%股权和湖北宜化肥业有限公司100%股权，公司尿素权益产能增加23万吨/年，磷酸二铵权益产能增加35万吨/年。我们有以下四点点评：

第一，少数股东权益进入增厚2011年业绩0.3元。

第二，公司管理层和流动股东利益从此彻底一致，从2010年上半年公告以来，我们认为市场对此反应不足。

第三，尿素未来2~3年景气有望回升，磷肥的高盈利因硫磺弱势而将得到维持，PVC有望在高油价下得到支撑，高弹性的尿素，磷肥，PVC标的在行情景气转好和维持高位的时候值得关注。

第四，盈利预测和估值

预计公司2010，2011，2012年业绩分别为1.250,1.516（摊薄后），2.137（摊薄后），对应当前PE为15.12,12.47，8.84，维持对公司的推荐“评级”。对于化肥股一年一度的春耕行情，我们认为湖北宜化是少数的值得关注的标的之一。

事件评论

第一，少数股东权益进入增厚2011年业绩0.3元。

宜化肥业和贵州宜化2010年中期盈利为2.53亿元，1季度盈利为1.6亿，2010年2季度为9228万元。季节性正常的2季度年化3.7亿，50%权益对应1.65亿，对应EPS 0.3元。考虑到二季度为尿素的淡季，全年的平均水平应当好于二季度均价，磷肥的盈利基本得到维持，我们认为二季度年化是合适且保守的，获得少数股东权益损益权将增加eps 0.3元。

表 1: 宜化肥业财务数据表

	资产总额	负债总额	营业收入	净资产	净利润
2007	179780.7	127120.9	110677.1	52659.85	11216.08
2008	250691.6	221446.3	204280.2	29245.33	-4510.59
2009	238652.4	206846.2	269614.7	31806.19	1603.55
2010 年 1-3 月	262518.3	218191.9	80031.07	44326.32	12520.13
2010 年 3-6 月			68717.05		7233.26

资料来源：公司公告，长江证券研究部

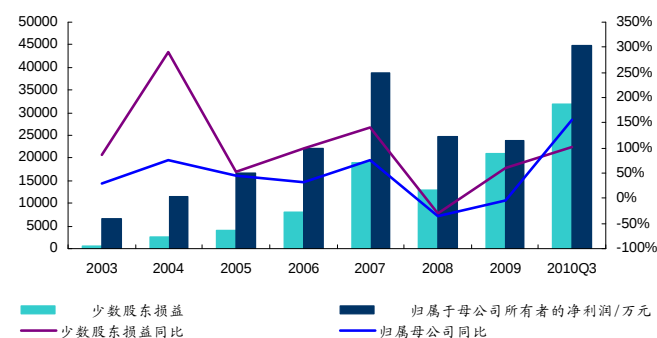
表 2: 贵州宜化财务数据表

	资产总额	负债总额	营业收入	净资产	净利润
2007 年	153025.9	123107.2	13860.54	29918.71	-81.29
2008 年	155483.1	95432	93976.72	60051.09	25457.86
2009 年	159719.6	105045.2	81198.28	54674.44	8834.27
2010 年 1-3 月	162852.3	104588.7	19340.06	58263.59	3589.14
2010 年 4~6 月			27801.71		1995.33

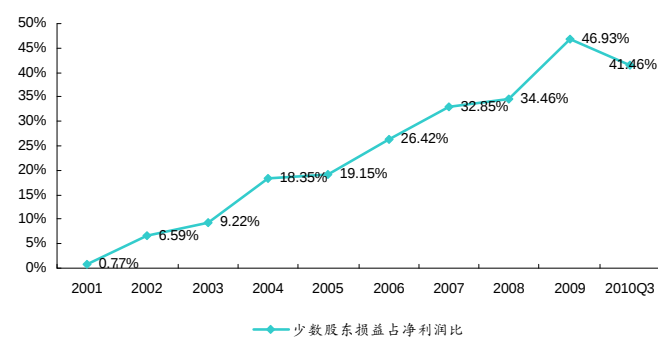
资料来源: 公司公司, 长江证券研究部

第二, 公司管理层和流动股东利益从此彻底一致, 从2010年上半年公告以来, 我们认为市场对此反应不足。

截止2010年3季度, 少数股东损益占净利润的比例超过40%, 当前贵州宜化和宜化肥业两个少数股东权益权并入上市公司之后, 公司的管理层通过持股宜化集团的方式持股上市公司(公司的股权结构参见报告最后一页), 其利益将与流通股东完全一致, 公司管理层风险得到消除, 我们认为市场对此的反应是完全不够的。

图 1: 少数股东损益增长快于归属母公司所有者净利润


资料来源: 长江证券研究部

图 2: 少数股东损益占公司净利润的 41%


资料来源: 长江证券研究部

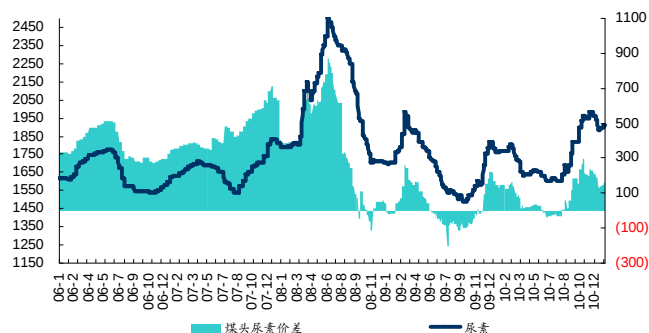
第三, 尿素未来2~3年景气有望回升, 磷肥的高盈利因硫磺弱势而将得到维持, PVC有望在高油价下得到支撑, 高弹性的尿素, 磷肥, PVC标的在行情景气转好和维持高位的时候值得关注。

我们之前的报告多次提出, 尿素将受益于产能扩张的放缓, 未来2~3年景气将稳定向上; 磷肥则受益于硫磺供需的弱势, 未来盈利能力将保持高位; PVC则有望受益于原油价格的支撑, 高弹性的尿素, 磷肥, PVC标的在行情景气转好和维持高位的时候值得关注, 我们在此不再重复, 请参见我们之前的系列报告:

2010 年 09 月 01 日《二铵旺季上涨超出预期 限电致尿素 PVC 有望超预期》

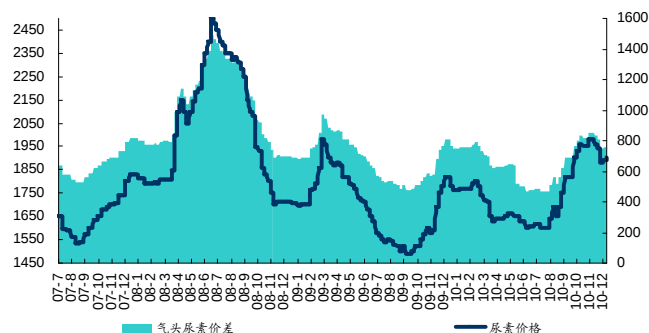
2010 年 10 月 11 日《受益农产品通胀且具有估值优势的农化弹性标的》。

图3: 煤头尿素盈利价差未来有望改善



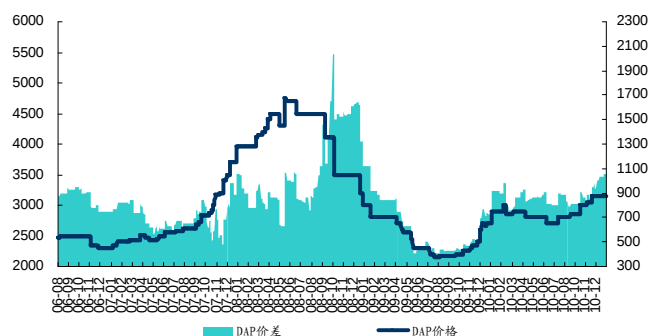
资料来源: 长江证券研究部

图 4: 气头尿素盈利价差未来有望改善



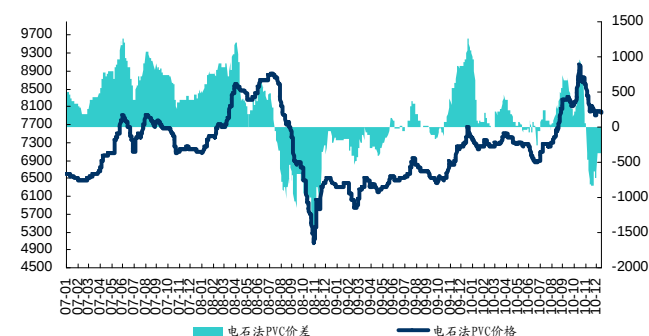
资料来源: 长江证券研究部

图 5: 二铵的盈利价差有望保持高位



资料来源: 长江证券研究部

图 6: PVC 价格有望得到原油支撑

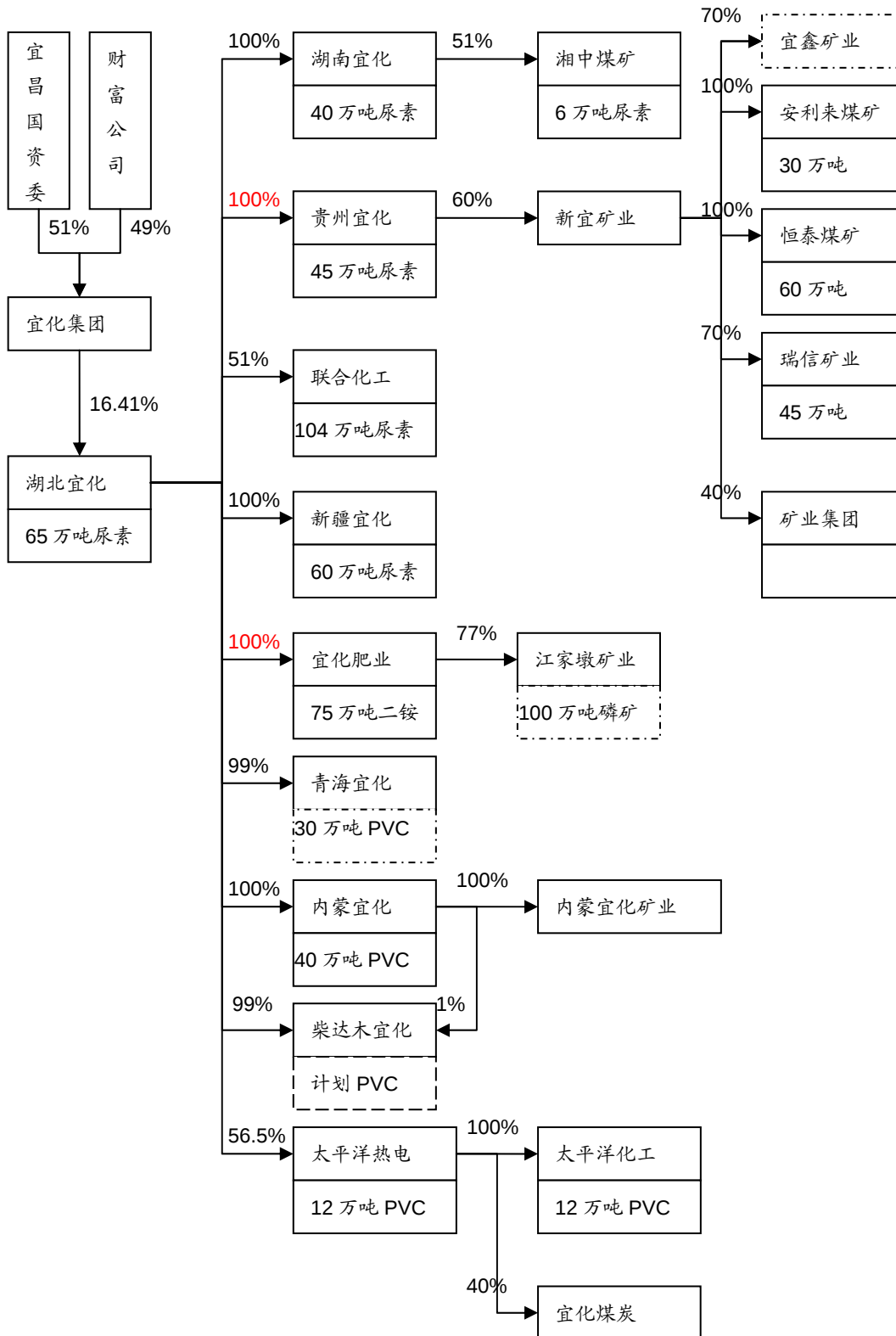


资料来源: 长江证券研究部

第四, 盈利预测和估值

预计公司2010, 2011, 2012年业绩分别为1.250, 1.516 (摊薄后), 2.137 (摊薄后), 对应当前PE为15.12, 12.47, 8.84, 维持对公司的推荐“评级”。对于化肥股一年一度的春耕行情, 我们认为湖北宜化是少数的值得关注的标的之一。

图 7：湖北宜化的股权结构



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	8164	11394	13211	货币资金	1137	816	2616	4060
营业成本	7283	6610	9290	10535	交易性金融资产	20	20	20	20
毛利	1477	1554	2104	2676	应收账款	323	299	417	483
% 营业收入	16.9%	19.0%	18.5%	20.3%	存货	1630	1483	2085	2364
营业税金及附加	8	7	10	12	预付账款	575	522	733	831
% 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	229	319	370	流动资产合计	3818	3262	6041	7956
% 营业收入	3.6%	2.8%	2.8%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	290	229	319	370	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	长期股权投资	7	7	7	7
财务费用	345	268	201	161	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	3.3%	1.8%	1.2%	固定资产合计	5554	5382	5259	5010
资产减值损失	13	-2	8	4	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	1
营业利润	514	824	1247	1759	其他非流动资产	3235	3235	3235	3235
% 营业收入	5.9%	10.1%	10.9%	13.3%	资产总计	13516	12712	15328	16955
营业外收支	30	0	0	0	短期贷款	2831	1516	0	0
利润总额	544	824	1247	1759	应付款项	838	763	1072	1216
% 营业收入	6.2%	10.1%	10.9%	13.3%	预收账款	732	686	957	1110
所得税费用	96	146	221	311	应付职工薪酬	19	20	28	32
净利润	448	678	1026	1447	应交税费	-53	44	66	93
归属于母公司所有者的净利润	237.7	677.9	1026.4	1447.5	其他流动负债	407	367	516	586
少数股东损益	210	0	0	0	流动负债合计	4775	3395	2639	3035
EPS (元/股)	0.44	1.25	1.52	2.14	长期借款	3152	3152	3152	3152
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	768	1845	1685	2254	其他非流动负债	1909	1909	1909	1909
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	9837	8457	7700	8097
收回现金					归属于母公司	2171	2747	6119	7349
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1508	1508	1508	1508
固定资产投资	-1136	-482	-514	-432	股东权益	3679	4255	7627	8858
其他	12	0	0	0	负债及股东权益	13516	12712	15328	16955
投资活动现金流净额	-1123	-482	-514	-432	基本指标				
债券融资	691	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	2500	0	EPS	0.438	1.250	1.516	2.137
银行贷款增加 (减少)	1013	-1315	-1516	0	BVPS	4.00	5.06	11.28	10.85
筹资成本	602	-369	-355	-378	PE	43.13	15.12	12.47	8.84
其他	-1280	0	0	0	PEG	0.52	0.18	0.15	0.11
筹资活动现金流净额	1026	-1684	629	-378	PB	4.72	3.73	1.68	1.74
现金净流量	671	-321	1800	1444	EV/EBITDA	9.98	7.89	5.07	3.54
					ROE	11.0%	24.7%	16.8%	19.7%

分析师介绍

梅崧玺，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），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。