

2011-03-06

基础化工

湖北宜化 000422.SZ

西部提供成长新动力

◇ 事件：公司公布 10 年年报

◆ 公司 10 年业绩符合市场预期，业绩弹性巨大

10 年公司净利润 5.73 亿元，比上年同期增长 140.87%，对应每股收益 1.06 元，符合市场预期。公司目前产能为 260 万吨尿素、70 万吨二铵、64 万吨 PVC、10 万吨保险粉、10 万吨季戊四醇，在目前的高油价背景下，其弹性巨大。

◆ 收购少数股东权益将增厚公司业绩 0.4 元/股

随着公司 11 年实现 100%控股贵州宜化和宜化肥业，公司新增权益产能分别为 22.5 万吨尿素、35 万吨磷酸二铵。这块权益 10 年对应的业绩为 0.40 元/股，考虑到 11 年的产品价格走势，预计这块业务今年将增厚公司业绩约 0.4 元/股。

◆ 内蒙青海的氯碱业务盈利持续给力，预计仅 11 年就可增厚 0.5 元/股

公司氯碱业务战略已经趋于向西部转移，其完善的成本控制能力以及内蒙和青海相对较低的能源成本使得公司能够赚取超出行业平均水平的超额利润。内蒙 40 万吨 PVC 项目负荷已开满，青海 30 万吨 PVC 项目预计于 11 年 2 季度投产，今年能贡献约 10 万吨 PVC。预计今年 PVC 均价约 6500 元/吨（不含税），内蒙宜化的完全成本约 5600 元/吨，吨净利 700 元/吨，青海的成本更低，测算下来，再减去 10 年内蒙宜化盈利，可增厚业绩约 0.5 元/股。

◆ 坐拥 1.2 亿吨磷矿资源，资源价值重估下其估值水平有望提升

公司江家墩磷矿拥有 1.2 亿吨的储量，是当地最好的磷矿之一，磷矿设计生产能力约 100 万吨，预计 12 年投产。磷矿的稀缺程度远胜过萤石矿，随着公司磷矿资源属性被市场逐步挖掘，其资源价值将重估，估值水平也将得到提升。

◆ 我们看好公司向西部发展及一体化的大战略，维持买入评级，给予目标价 30 元

预计公司 11、12 年业绩分别为 1.50、2.20 元/股（增发摊薄后）。目前公司的市值仅仅 117 亿元左右，而其 11 年销售收入有望达到 150 亿元。考虑到公司向西部资源地区发展的战略，公司在尿素、氯碱等大宗品中的成本优势将进一步扩大，而且资源属性将逐步被市场挖掘，维持“买入”评级，给予目标价 30 元。

◆ 投资思路和策略：

作为一个强周期类中的高成长公司，我们长期的建议是持有底仓并做波段操作。展望接下来的 1-2 年，公司内蒙青海的氯碱项目有望开始大幅增厚公司业绩，集团产权的进一步理顺也使得管理层有动力做大市值。展望未来 3-6 个月，青海氯碱项目的正常开车和内蒙氯碱项目运行的正常化是业绩超预期的因素，公司定向增发的过会和路演成为一个股价的重要支撑力量。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	8,761	11,545	15,054	18,500	19,989
营业收入增长率	22.86%	31.78%	30.39%	22.90%	8.05%
净利润（百万元）	238	573	1,038	1,522	1,862
净利润增长率	-4.37%	140.87%	81.25%	46.66%	22.37%
EPS（元，增发摊薄后）	0.34	0.83	1.50	2.20	2.69
ROE（归属母公司）	10.95%	21.01%	16.20%	19.50%	19.61%
P/E	63	26	14	10	8
P/B	7	5	2	2	2

维持

买入

当前价格	21.50 元
目标价格	30.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

程 磊(执业证书编号：S0930510120003)

021-22169157 chenglei@ebcn.com

张力扬(执业证书编号：S0930511010005)

021-22169167 zhangly@ebcn.com

王席鑫(执业证书编号：S0930511020001)

021-22169077 wangxixin@ebcn.com

联系人：

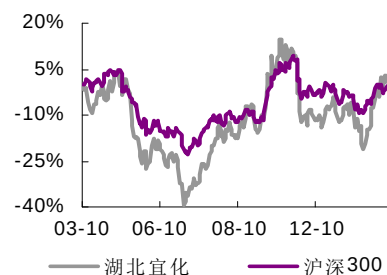
孙琦祥

021-22169123 sunqx@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	542
总市值(百万元)	11,661
流通比例(%)	99.95%
12 个月最高/最低(元)	24.44/12.71
近 3 月日均成交量(百万股)	12.71
主要股东	湖北宜化集团有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.76	11.72	3.93
绝对收益	20.05	15.29	4.26

相关报告：

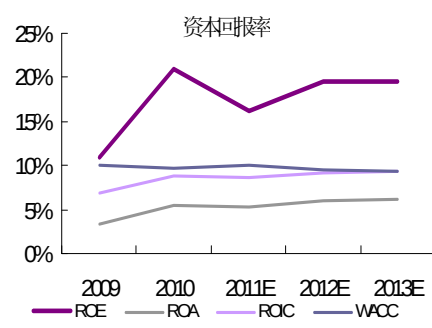
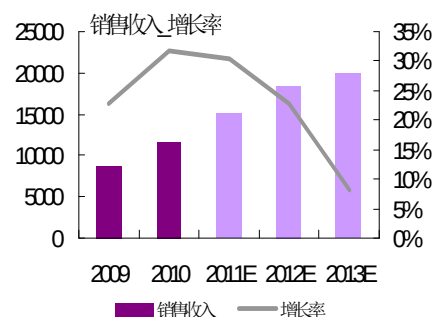
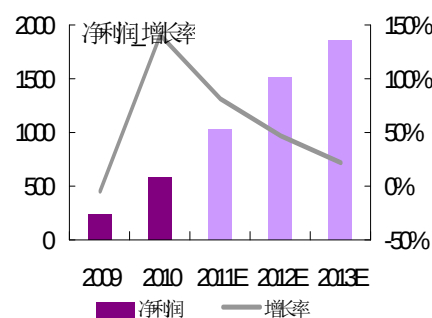
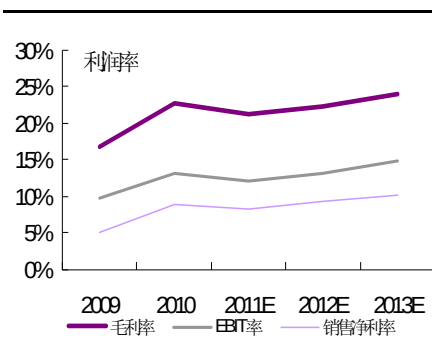
新疆项目将使公司继续在低成本外延扩张道路上快速前进

..... 2010-04-15

光大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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,761	11,545	15,054	18,500	19,989
营业成本	7,283	8,918	11,860	14,375	15,194
折旧和摊销	655	746	136	356	577
营业税费	8	31	39	48	52
销售费用	314	615	813	999	1,079
管理费用	290	395	512	629	680
财务费用	345	432	417	514	667
公允价值变动损益	6	0	0	0	0
投资收益	1	5	1	1	1
营业利润	514	1,099	1,414	1,937	2,317
利润总额	544	1,160	1,431	1,957	2,344
少数股东损益	210	455	200	200	200
归属母公司净利润	237.69	572.53	1,037.71	1,521.92	1,862.35

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	13,516	18,746	23,314	28,660	33,381
流动资产	3,818	7,220	7,966	9,667	10,966
货币资金	1,137	1,562	1,957	2,405	2,599
交易型金融资产	20	1	0	0	0
应收账款	187	620	440	652	788
应收票据	133	142	193	248	257
其他应收款	136	310	385	419	500
存货	1,630	2,521	3,443	3,829	4,251
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	8
固定资产	7,570	9,016	12,574	15,944	19,116
无形资产	866	520	494	470	446
总负债	9,837	13,590	14,277	18,024	20,855
无息负债	3,167	3,468	4,785	4,910	5,378
有息负债	6,671	10,122	9,492	13,114	15,477
股东权益	3,679	5,156	9,038	10,636	12,526
股本	542	542	692	692	692
公积金	477	531	3,183	3,234	3,234
未分配利润	1,083	1,572	2,451	3,798	5,488
少数股东权益	1,508	2,430	2,630	2,830	3,030

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	768	458	2,797	1,462	2,669
净利润	238	573	1,038	1,522	1,862
折旧摊销	655	746	136	356	577
净营运资金增加	1,421	2,606	-510	1,576	831
其他	-1,545	-3,467	2,133	-1,991	-602
投资活动产生现金流	-1,123	-3,236	-3,999	-3,999	-3,999
净资本支出	1,136	3,237	4,000	4,000	4,000
长期投资变化	7	7	0	0	0
其他资产变化	-2,266	-6,481	-7,998	-7,999	-7,999
融资活动现金流	1,026	3,164	1,597	2,985	1,524
股本变化	0	0	150	0	0
债务净变化	1,800	3,451	-630	3,622	2,364
无息负债变化	-135	302	1,317	125	467
净现金流	672	391	395	448	193

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	22.86%	31.78%	30.39%	22.90%	8.05%
净利润增长率	-4.37%	140.87%	81.25%	46.66%	22.37%
EBITDA 增长率	39.47%	50.75%	-13.47%	42.73%	26.94%
EBIT 增长率	47.04%	79.06%	19.90%	33.90%	21.81%
估值指标					
PE	63	26	14	10	8
PB	7	5	2	2	2
EV/EBITDA	14	12	15	12	10
EV/EBIT	25	17	16	14	12
EV/NOPLAT	30	20	19	16	14
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	16.86%	22.75%	21.21%	22.30%	23.99%
EBITDA 率	17.20%	19.67%	13.06%	15.16%	17.82%
EBIT 率	9.73%	13.22%	12.15%	13.24%	14.93%
税前净利润率	6.21%	10.05%	9.51%	10.58%	11.72%
税后净利润率 (归属母公司)	2.71%	4.96%	6.89%	8.23%	9.32%
ROA	3.31%	5.48%	5.31%	6.01%	6.18%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.95%	21.01%	16.20%	19.50%	19.61%
经营性 ROIC	6.80%	8.89%	8.54%	9.08%	9.38%
偿债能力					
流动比率	0.80	1.09	1.00	0.82	0.75
速动比率	45.82%	70.89%	56.51%	49.68%	46.05%
归属母公司权益/有息债务	0.33	0.27	0.68	0.60	0.61
有形资产/有息债务	1.89	1.80	2.40	2.15	2.13
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.34	0.83	1.50	2.20	2.69
每股红利	0.08	0.08	0.18	0.25	0.30
每股经营现金流	1.11	0.66	4.04	2.11	3.85
每股自由现金流(FCFF)	-1.72	-5.32	-2.56	-4.43	-2.35
每股净资产	3.14	3.94	9.25	11.27	13.71
每股销售收入	12.65	16.67	21.74	26.72	28.87

资料来源：光大证券、上市公司

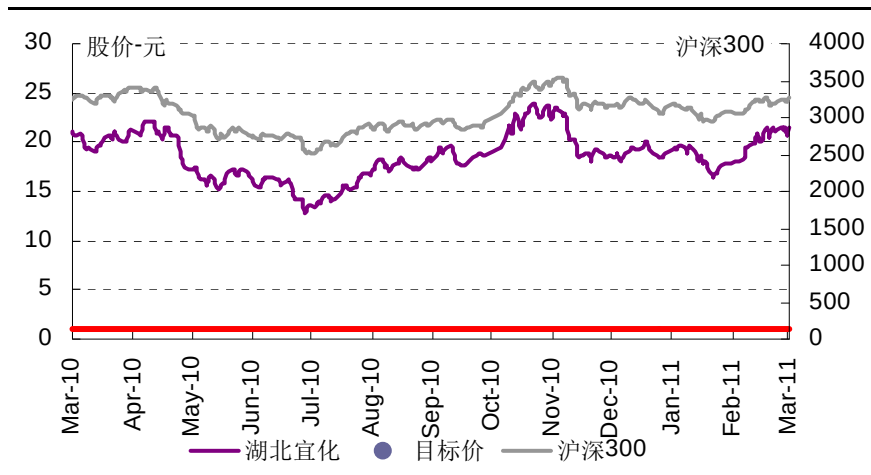
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

湖北宜化（000422）

分析师：程磊



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-10-24	7.80	13.50	增持
2009-02-23	12.06	16.00	增持
2009-06-22	11.71	15.00	增持
2009-08-24	14.98	15.00	增持
2009-08-31	14.88	15.00	增持
2009-10-12	15.91	15.00	买入
2010-04-15	22.00	30.00	买入
2010-10-25	22.91	30.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。