



公司业绩增长，还看西北业务

买入 维持

目标价格：26 元

近期我们对湖北宜化进行了实地调研，就公司的经营状况、未来发展战略及年报季报与管理层做了深入交流。

投资要点：

- 由于具有资源及地域优势，公司在内蒙布局的年产 100 万吨尿素及 30 万吨 PVC 业务已成为当前公司的主要利润来源；
- 未来随着青海、新疆的 PVC 和尿素等项目的陆续投产，公司的业绩将步入新的增长轨道。

报告摘要：

- 公司业务庞大，向上下游延伸，涵盖多个化工子领域。**作为我国最大的氮肥生产企业之一，公司近年来通过兼并收购和资产整合，不断延伸产业链，向上拓展资源，收购煤矿和磷矿，向下拓宽产品品种，向综合性化工企业迈进，目前已经形成了以尿素、DAP、PVC、氯碱、季戊四醇、保险粉为主要产品，以内蒙、青海、新疆、贵州、湖南为生产基地的产业格局，业务范围涵盖煤化工、天然气化工、磷化工、氯碱化工、有机化工等多个子领域。
- 一季度盈利虽有下降，但公司全年业绩仍有望持续增长。**一季度公司实现净利润 1.418 亿元，同比下降 16.95%，主要原因在于元月份内蒙宜化 PVC 生产工艺出现了问题，导致业绩亏损，影响了公司整体盈利状况，但目前生产已恢复正常，应无碍公司全年业绩持续增长。
- 内蒙宜化电价下调，将大为增强公司的盈利能力。**内蒙宜化作为公司当前生产 PVC 的主要基地，具有年产 30 万吨 PVC、20 万吨烧碱的生产能力，所需电石完全自给，年耗电约 20 亿度。从今年 4 月 1 日起执行 0.36/度的电价，较上一年度降低了 0.06 元/度，仅此一项即可为公司节约成本 1.2 亿元，预计可增厚 EPS0.18 元。
- 青海 30 万吨 PVC 项目计划二季度投产，将成为公司新的利润增长点。**历经一年的建设，青海 30 万吨 PVC 项目预计将在二季度投产，由于青海地区盐资源、石灰石、电力充裕，且电价仅为 0.35 元/度，因此我们认为该项目的盈利能力至少应与内蒙宜化相当。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万）	8760	11545	14206	16803	17979
净利润（百万）	237	572	730	1050	1266
每股收益（元）	0.44	1.05	1.34	1.66	2.15

分析师

康铁牛(S1180511020002)

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

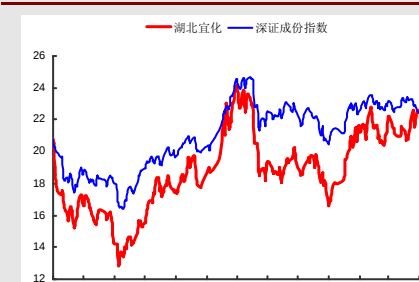
联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



相关研究

宏源证券 * 公司研究 * 湖北宜化
(000422): 多管齐下助度行业冬天 *
康铁牛 * 农化行业 *.doc

借助新疆煤炭资源优势，60万吨尿素及30万吨PVC项目可望为公司业绩锦上添花。除了在内蒙、青海积极布局之外，公司还充分借助新疆煤炭资源优势，持续扩大尿素及PVC生产规模：

a)位于准东五彩湾煤电煤化工工业园区的40万吨合成氨60万吨尿素项目进展顺利，预计将在今年4季度投产。由于新疆煤炭资源丰富，公司用煤成本仅为85元/吨，生产尿素的完全成本约为1000元/吨，初步估算每年可为公司带来2.4亿元的净利润。

b)公司年产30万吨PVC项目计划于今年二季度开工建设，根据青海同等规模项目的建设速度，我们预计新疆项目可能在明年3季度试车投产，届时公司将形成年产114万吨PVC的生产能力，产能将在行业内位居前列，规模优势明显。

收购贵州宜化及宜化化肥50%的股权，今年将新增20万吨尿素和30万吨DAP的权益产能。由于公司在今年1月10日向集团支付了3.6亿元的股权转让价款，因此从今年1月1日起贵州宜化和宜化化肥业即成为了公司的全资子公司，将新增20万吨尿素和30万吨DAP的权益产能，以当前产品价格计算，预计可增厚每股收益0.2元。

内蒙联合化工天然气价格微幅上调，但盈利能力依然强劲。内蒙联合化工以天然气为主要原料，具有年产104万吨尿素的生产能力。从今年二季度起天然气价格预计上调0.15元/方，每吨尿素生产成本将增加90元左右，以当地每吨尿素1790的价格计算，毛利率仍然可达40%以上。

盈利预测：鉴于当前公司诸多的盈利增长点，我们预计公司今明两年的业绩将达1.34和1.66元，以当前22元的股价计算，PE分别为16和14倍，具有估值优势，因此给予“买入”评级。

表一：公司盈利预测

(单位：百万)

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7130.72	8760.62	11544.95	14206.06	16802.93	17979.13
减：营业成本	5941.68	7283.43	8918.04	11065.10	12976.90	13843.93
营业税金及附加	12.08	7.89	30.58	42.62	50.41	53.94
营业费用	111.31	314.29	614.92	710.30	873.75	898.96
管理费用	255.84	290.36	394.87	483.01	588.10	629.27
财务费用	277.78	345.24	431.65	416.19	457.51	444.77
资产减值损失	230.28	12.53	60.73	60.73	60.73	60.73
加：投资收益	68.40	1.11	4.76	70.00	210.00	250.00
公允价值变动损益	0.14	6.07	-0.06	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	370.28	514.06	1098.86	1498.12	2005.52	2397.53
加：其他非经营损益	16.63	29.93	60.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	386.91	543.99	1159.70	1498.12	2005.52	2397.53
减：所得税	7.68	96.07	132.37	374.53	538.88	599.38
净利润	379.23	447.91	1027.33	1123.59	1466.64	1798.15
减：少数股东损益	130.68	210.22	454.80	393.26	565.82	629.35
归属母公司股东净利润	248.55	237.69	572.53	730.33	900.82	1168.79
EPS	0.46	0.44	1.05	1.34	1.66	2.15

资料来源：宏源证券

风险提示：未来两年公司的业绩增长点主要在于青海、新疆等地的PVC、尿素等产能的逐步释放，届时这两类产品价格如果出现大幅波动，将对公司业绩产生较大影响。

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 4年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。