

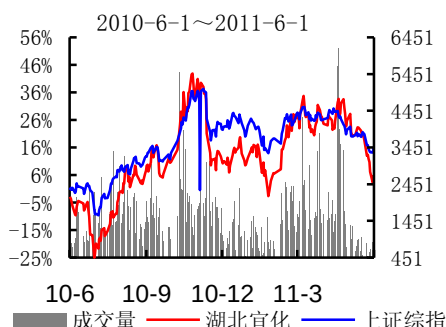
湖北宜化(000422) 资源优势逐步体现

研究员: 熊杰
执业证书编号: S0570510120035
电话: 025-83290889
E-mail: jet_x@sohu.com
地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 买入(维持)

化学制品 II
当前价格(元): 17.80
目标价格(元): 25.00

股价走势图



相关研究

- 1 《湖北宜化(000422):西部战略助推, 业绩进入快车道》2011.3
- 2 《湖北宜化(000422):产品价格回升, 业绩保持增长》2010.10

投资要点:

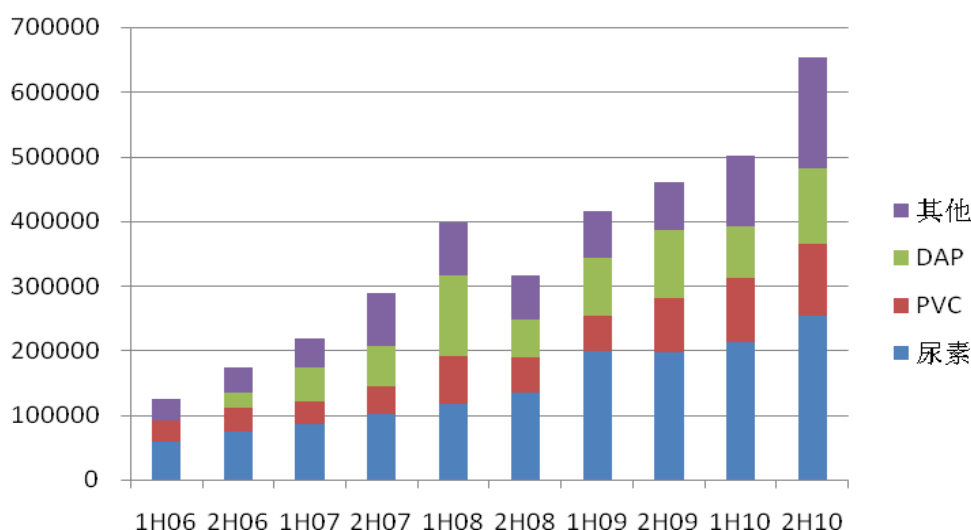
- 湖北宜化是国内尿素行业龙头之一, 目前拥有尿素产能 270 万吨(权益产能 210 万吨)、PVC 产能 54 万吨(权益产能 44 万吨)和磷酸二铵产能 70 万吨以及季戊四醇、保险粉等产能, 随着今年新建项目的陆续投产, 到 2012 年底, 公司的尿素和 PVC 权益产能将分别达到 280 万吨和 84 万吨, 并且资源优势将逐步体现出来。
- 公司的利润来源依旧是低成本优势, 2010 年公司的利润主要就是体现在公司本部的 DAP 业务、内蒙联合化工尿素项目和湖南尿素项目, 前者得益于较低的硫磺成本, 后两者得益于天然气和煤炭的低成本。预计未来两三年内, 随着公司新建项目的陆续投产, 这种低成本优势还将继续得以彰显。此外, 公司完成了宜化肥业和贵州宜化的股权收购, 这两块业务对于今年的业绩提升值得关注。
- 尽管去年化肥用天然气价格就已经上调了 0.23 元/方, 但鄂尔多斯联合化工到今年一季度为止依旧执行的是老价格即 0.865 元/方, 从今年二季度开始, 公司通过和鄂尔多斯和中石油方面的争取, 预计价格上涨将在 0.09 元/方左右, 这一涨幅远远小于市场预期的 0.25-0.3 元/方, 目前这个价格涨幅正在等待中石油最后环节的批准。按照气头尿素 590-600 方的天然气原料加动力单耗计算, 这一价格涨幅对于成本的提升仅在 60 元/吨左右, 目前公司的尿素完全成本在 1000 元/吨左右, 这一成本上升后也仅在 1100 元/吨左右, 成本优势明显。
- 内蒙宜化由于工艺的不稳定, 电石装置开工率不高, 去年四季度和今年一季度, 项目处于亏损状态, 1 季度亏损额约为 3000 万元, 这也是公司今年一季报不理想的主要原因。但目前随着装置大修完成重新开工, 这一工艺不稳定状态正在逐渐完善。装置稳定运行后 PVC 的完全成本在 6000-6500 元/吨左右, 即使考虑到产品销往东部地区的 400 元/吨运费, 相对于 PVC 价格成本优势依旧明显。此外, 今年 4 月 1 日起, 内蒙宜化的用电成本从 0.42 元/度下降至 0.36 元/度, 按照装置的年耗电量 20 亿度计算, 成本下降所带来的利润在 1 亿元左右。
- 根据公司内蒙、青海地区项目的建设进度, 我们预测公司 2011-2013 年每股收益为 1.40、1.89 和 2.45 元, 动态市盈率分别为 12.71、9.41 和 7.26 倍, 作为目前国内最大的尿素生产企业, 具有资源优势的氯碱业务也在不断壮大, 公司未来两年的业绩成长空间明确, 目前公司的市盈率水平低于同行业平均水平, 我们维持公司“买入”投资评级。

湖北宜化是国内尿素行业龙头之一，目前拥有尿素产能 270 万吨（权益产能 210 万吨）、PVC 产能 54 万吨（权益产能 44 万吨）和磷酸二铵产能 70 万吨以及季戊四醇、保险粉等产能，随着今年新建项目的逐渐投产，到 2012 年底，公司的尿素和 PVC 权益产能将分别达到 280 万吨和 84 万吨。

纵观几年来的业绩成长，尿素业务、磷酸二铵（DAP）业务和聚氯乙烯（PVC）业务构成了公司的主要收入和利润来源，预计随着未来公司西北项目的不断投产，PVC 业务和尿素业务的比重还将继续扩大。

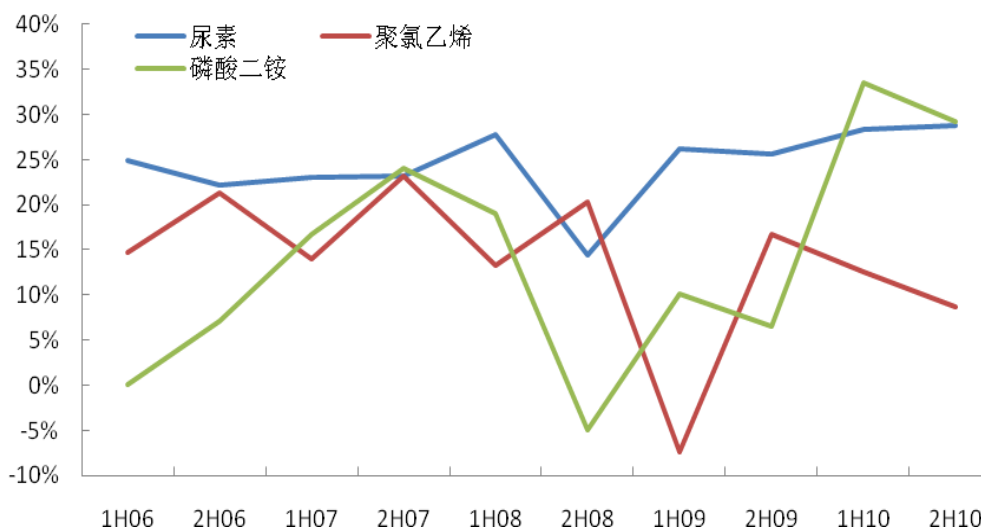
公司的利润来源依旧是低成本优势，2010 年公司的利润主要就是体现在公司本部的 DAP 业务、内蒙联合化工尿素项目和湖南尿素项目，前者得益于较低的硫磺成本，后两者得益于天然气和煤炭的低成本。预计未来两三年内，随着公司新建项目的陆续投产，这种低成本优势还将继续得以彰显。此外，公司完成了宜化肥业和贵州宜化的股权收购，这两块业务对于今年的业绩提升值得关注。

图 1：公司业务结构



数据来源：公司公开信息、华泰证券研究所

图 2：公司主营业务毛利状况



数据来源：公司公开信息、华泰证券研究所

尿素业务

尿素业务是公司发展的基石，从上市之初不断发展到如今拥有四个生产基地 270 万吨总产能，除了 08 年下半年以外，毛利水平也一直维持在 25%左右的较好水平。

公司现有尿素产能分布在湖北、湖南、贵州和内蒙古，其中，湖北本部和湖南装置生产成本较高，而贵州和内蒙的装置生产成本较低。湖北本部、湖南和贵州装置属于煤头，而内蒙联合化工则属于气头尿素装置。

煤头尿素成本差异主要体现在煤气化技术和原料煤炭选择性，从目前国内上市公司煤头尿素企业的装置运行状况来看，公司粉煤成型技术和华鲁恒升和德士古技术相对稳定，成本优势也能够体现出来，而其他如壳牌装置和航天炉装置的稳定性尚待提高。这也是公司尿素毛利一直在国内煤头尿素企业中居于前列的原因。

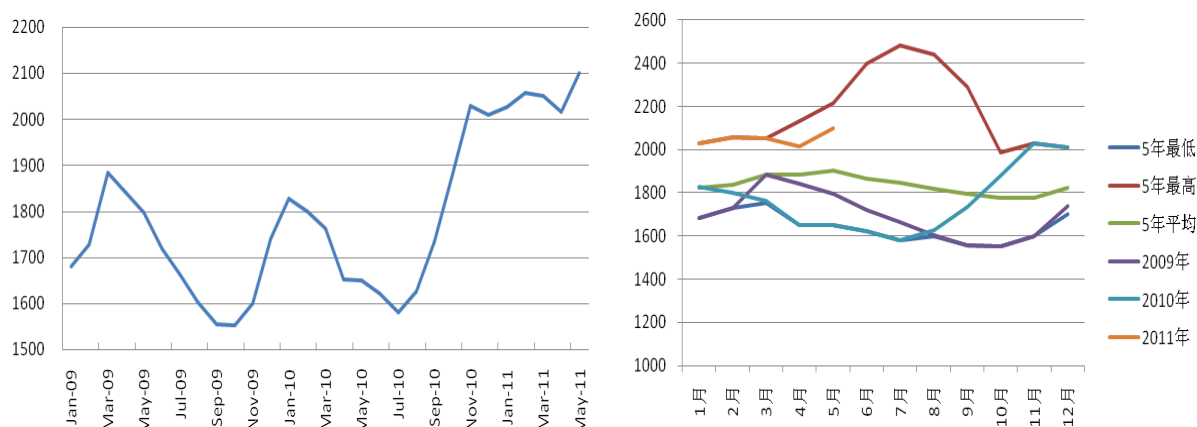
公司通过在贵州收购煤矿，目前已经拥有了 6 座煤矿 170 万吨核定产能的配套，保证了贵州 40 万吨尿素装置的煤炭产能自给，尽管由于贵州的粉煤含硫量较高致使尿素的煤炭单耗高于本部和湖南宜化，但贵州宜化的尿素成本依旧比湖北本部低 200 元/吨以上。

2009 年全面投入运营的内蒙联合化工项目尿素产能达到 120 万吨，公司的权益产能为 61.2 万吨。根据湖北宜化与鄂尔多斯市政府签署的协议，建成 5 年内联合化工所用天然气价格为 0.865 元/方，其中含每立方米 0.14 元的管道运输费。以每吨尿素约耗天然气 600 立方米，初步估算完全成本在 1100 元/吨左右。尽管去年化肥用天然气价格就已经上调了 0.23 元/方，但公司到今年一季度为止依旧执行的是老价格即 0.865 元/方，从今年二季度开始，公司通过和鄂尔多斯和中石油方面的争取，预计价格上涨将在 0.09 元/方左右，这一涨幅远远小于市场预期的 0.25-0.3 元/方（0.23 元加上管输费用的涨幅），目前这个价格涨幅正在等待中石油最后缓解的批准。

按照气头尿素 590-600 方的天然气原料加动力单耗计算，这一价格涨幅对于成本的提升仅在 60 元/吨左右，目前公司的尿素完全成本在 1000 元/吨左右，这一成本上升后也仅在 1100 元/吨左右，成本优势明显。

新疆宜化 60 万吨尿素项目将成为另一利润来源，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，预计这一项目将于今年四季度投产，由于新疆宜化的煤炭成本仅为 85 元/吨，因此这一项目的尿素完全成本仅为 1000 元/吨，正常运营产生净利润将在 2 亿元以上。

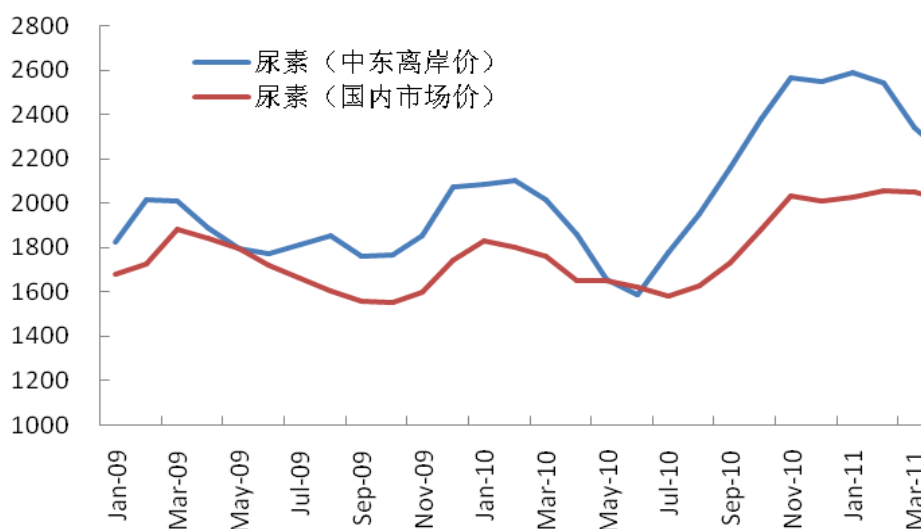
图 3：国内尿素价格走势



数据来源：化工在线、华泰证券研究所

近期国内尿素价格出现了较为明显的上涨，5 月市场均价达到 2100 元/吨，华南地区市场批发价更是超过 2200 元/吨。目前尿素市场价格出现上涨主要受以下因素的影响：目前国内大部分地区都属于农业用肥的备肥或用肥期，而经销商的库存又处于相对低位，与此同时部分大型尿素企业相继出现停车检修，造成供应量的减少，此外国内部分地区的限电也造成部分企业的产量下降。从国际尿素价格来看，尽管近期随着原油价格略有回落，但依旧高于国内市场价格，在 7 月 1 日尿素出口特别关税取消以后，出口依旧有利可图，这将成为推动尿素继续走强的原因。因此我们认为尿素价格将在未来一个季度内维持目前五年均价以上运行的态势，全年尿素均价加保持在 1900-2000 元/吨。

图 4：国内国际尿素价格走势



数据来源：Bloomberg、化工在线、华泰证券研究所

氯碱业务

公司目前拥有 PVC 年产能 54 万吨（权益产能 44 万吨），另有青海宜化 30 万吨氯碱项目和新疆宜化 30 万吨项目处于建设之中，全部建成以后公司的 PVC 产能将达到 94 万吨（权益产能 83.56 万吨）。

公司湖北本部的 24 万吨 PVC 只有 56% 的电石能够自给导致生产成本较高，基本处于盈亏平衡点，而内蒙、青海、新疆等西部地区电价低廉，煤炭资源丰富，PVC 成本远低于东部地区。

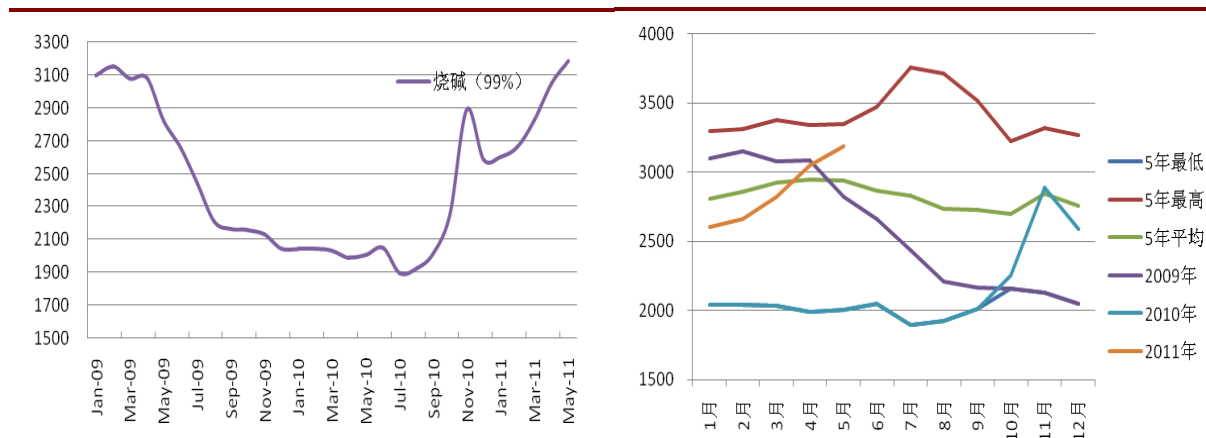
内蒙宜化 30 万吨 PVC、30 万吨烧碱项目已经于 2010 年的 4 月建成，内蒙当地及邻近地区矿产资源丰富，品种多，储量大，分布密集，集中配套，十分有利于综合开发利用。该项目充分利用乌海地区丰富的煤炭、原盐及较低的电价成本，配套联产 PVC 以及烧碱产品，该项目电石原料基本实现自给。

由于工艺的不稳定，电石装置开工率不高，去年四季度和今年一季度，项目处于亏损状态，1 季度亏损额约为 3000 万元，这也是公司今年一季报不理想的主要原因。这一工艺不稳定状态正在逐渐完善，5 月 12 日装置将完成大修，预计大修完成后，装置将逐步稳定。装置稳定运行后 PVC 的完全成本在 6000 元/吨左右，即使考虑到产品销往东部地区的 400 元/吨运费，相对于目前 PVC 价格成本优势明显。此外，今年 4 月 1 日起，内蒙宜化的用电成

本从 0.42 元/度下降至 0.36 元/度，按照装置的年耗电量 20 亿度计算，成本下降所带来的利润在 1 亿元左右。

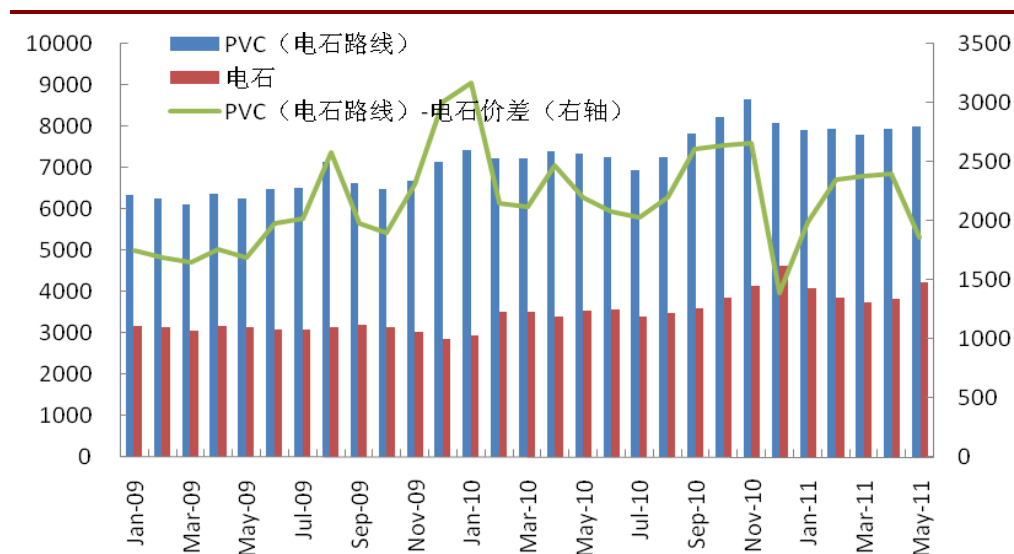
与此同时，青海宜化项目将在今年 7 月建成投产，与内蒙项目一样，青海宜化的电石实现弯曲配套，将保证成本优势。新疆宜化的 30 万吨氯碱项目在二季度开始建设，预计 2012 年建成。

图 5：烧碱价格走势



数据来源：化工在线、华泰证券研究所

图 6：PVC 价格及价差状况



数据来源：化工在线、华泰证券研究所

受国内限电措施的影响，烧碱和电石价格涨幅明显，由于国内电石法氯碱产能占总产能的 80%，受到限电的影响，开工率出现下降，推动了烧碱的走强，而电石的供应趋紧也将在 PVC 价格上逐渐反映出来。下游需求方面，随着保障房建设的加温，PVC 需求在逐步增强，氯碱行业的周期性在逐步好转，对于电力供应的西北地区是相对利好，公司的西部策略将获得回报。

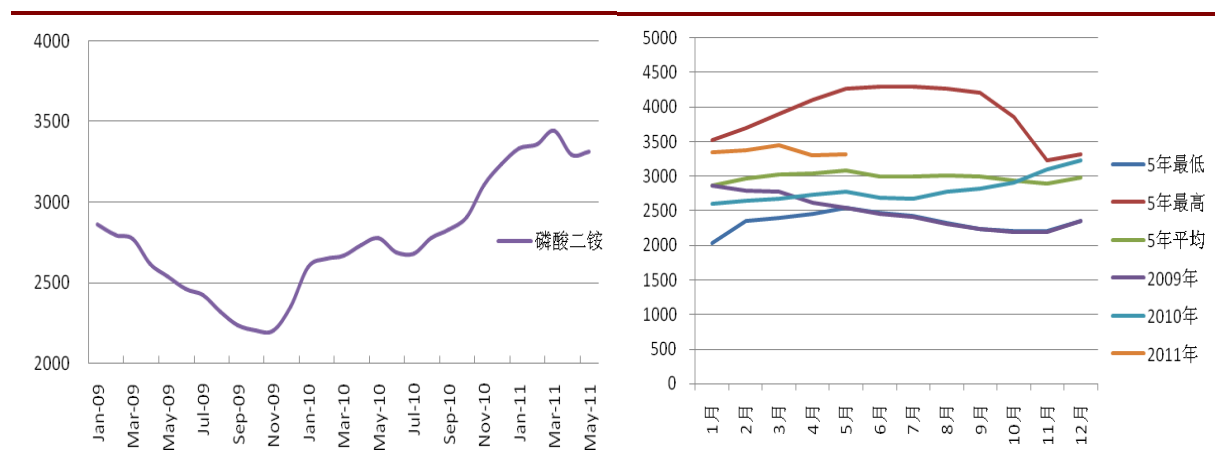
DAP 业务

公司的子公司宜化肥业的高浓度磷肥项目于 2006 年投产，现有磷酸二铵（DAP）产能 70 万吨。磷酸二铵的主要生产原料为磷矿石和硫磺，70 万吨 DAP 产能年需磷矿石 100 万吨左

右, 由于宜昌附近磷矿资源丰富, 公司 DAP 生产具有成本优势, 目前除了部分磷矿石自给以外, 大部分采购自周边地区。在宜化肥业旗下的江家墩矿业 100 万吨/年磷矿石产能全部达产后, 公司磷矿石将基本实现自给, 届时公司在磷肥生产成本上的优势将更加显著。而硫磺依旧需要外购, 这成为影响公司 DAP 成本和毛利状况的主要因素, 2010 年由于公司存货的低价硫磺, DAP 业务毛利达到 30%。2011 年硫磺价格相对于去年已经出现了较明显涨幅, 目前公司 DAP 完全成本 2750 元/吨左右, 其中硫磺成本就达到 1800 元/吨。

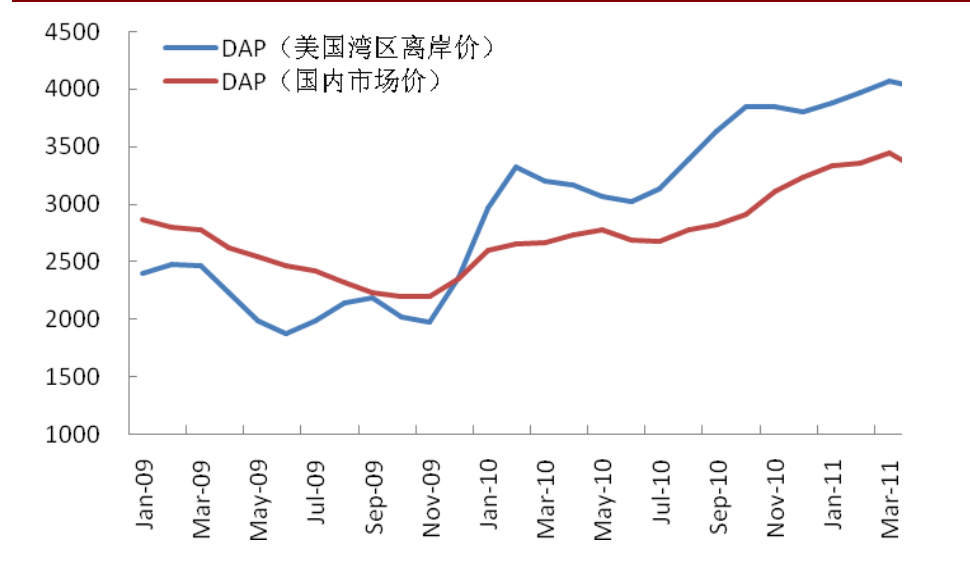
目前公司 DAP 装置处于满负荷开工状态, 月产量稳定在 5 万吨。国内订单近期执行完毕, 暂停报价, 等待淡季到来进行出口。由于目前国外市场价格与国内依旧存在 500 元以上的差价, 预计到淡季以后国内市场价格有进一步上涨的空间。

图 7: DAP 价格走势



数据来源: 化工在线、华泰证券研究所

图 8: 国内外 DAP 价格走势



数据来源: Bloomberg、化工在线、华泰证券研究所

盈利预测

根据公司内蒙、青海地区项目的建设进度, 我们预测公司 2011-2013 年每股收益为 1.40、1.89 和 2.45 元, 动态市盈率分别为 12.71、9.41 和 7.26 倍, 作为目前国内最大的尿素生产企业, 具有资源优势的氯碱业务也在不断壮大, 公司未来两年的业绩成长空间明确, 目

前公司的市盈率水平低于同行业平均水平，我们维持公司“买入”投资评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。在法律许可的情况下，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。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。