

2011 年 7 月 13 日

湖北宜化

化肥和氯碱行业的引领者

A
买入

000422.SZ - 人民币 20.89

目标价格：人民币 26.50

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	11	9	2	44
相对新华富时	12	7	10	40
A50 指数 (%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	542
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	11,322
3 个月日均交易额(人民币 百万)	248
11 年末净负债比率(%)	149
主要股东(%)	
湖北宜化集团	16.41

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

湖北宜化的发展思路符合目前中国传统行业发展趋势，通过在内蒙古、新疆等地的横向扩展有效降低产品生产成本。得益于西部地区新建装置的投产和上游磷矿、煤矿等资源量的提升，我们预计公司未来三年平均净利润增长率在 30% 以上，首次给予买入评级，目标价格 26.50 元。

支持评级的要点

- 由于化肥、氯碱这样的大宗品同质性较强，成本优势成为竞争中决定性因素。公司向中西部具有上游资源和低成本地区发展，符合我国传统行业发展趋势。2010-2013 年间，公司先后在内蒙古、青海、新疆建设尿素、PVC 生产基地，不仅拓展了市场，而且有效降低生产成本。
- 公司同时致力于上游资源的把握，未来两至三年，其在磷矿和煤矿的开采量将逐渐提高。
- 得益于西部尿素、PVC 生产基地的先后投产，我们预计 2010-2013 年公司主营收入复合增长率将达到 19%，净利的平均复合增长率达到 36%。

评级面临的风险因素

- 公司过高的负债率和人才紧缺的制约可能在其高速发展期具有一定风险。

估值

- 考虑未来两至三年公司的平均盈利仍有望保持 30% 以上的增长，我们认为目前其估值较低。按照 2012 年行业平均估值 14.2 倍的 15% 溢价，结合 2012 年公司增发完成后摊薄每股盈利 1.62 元计算，我们设定公司目标价 26.5 元。首次买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	8,761	11,545	14,500	16,758	19,567
变动(%)	23	32	26	16	17
净利润(人民币 百万)	238	573	829	1,079	1,428
全面摊薄每股收益(人民币)	0.438	1.056	1.529	1.991	2.635
变动(%)	(10.3)	140.9	44.9	30.2	32.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.436	1.948	2.270
核心每股收益(人民币)	0.438	1.056	1.529	1.991	2.635
变动(%)	(10.3)	140.9	44.9	30.2	32.3
全面摊薄市盈率(倍)	47.7	19.8	13.7	10.5	7.9
核心市盈率(倍)	47.7	19.8	13.7	10.5	7.9
每股现金流量(人民币)	0.75	0.10	3.42	4.02	4.91
价格/每股现金流量(倍)	27.7	204.3	6.1	5.2	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.8	9.9	8.1	6.8	5.6
每股股息(人民币)	1.533	0.920	1.074	1.596	1.795
股息率(%)	7.3	4.4	5.1	7.6	8.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

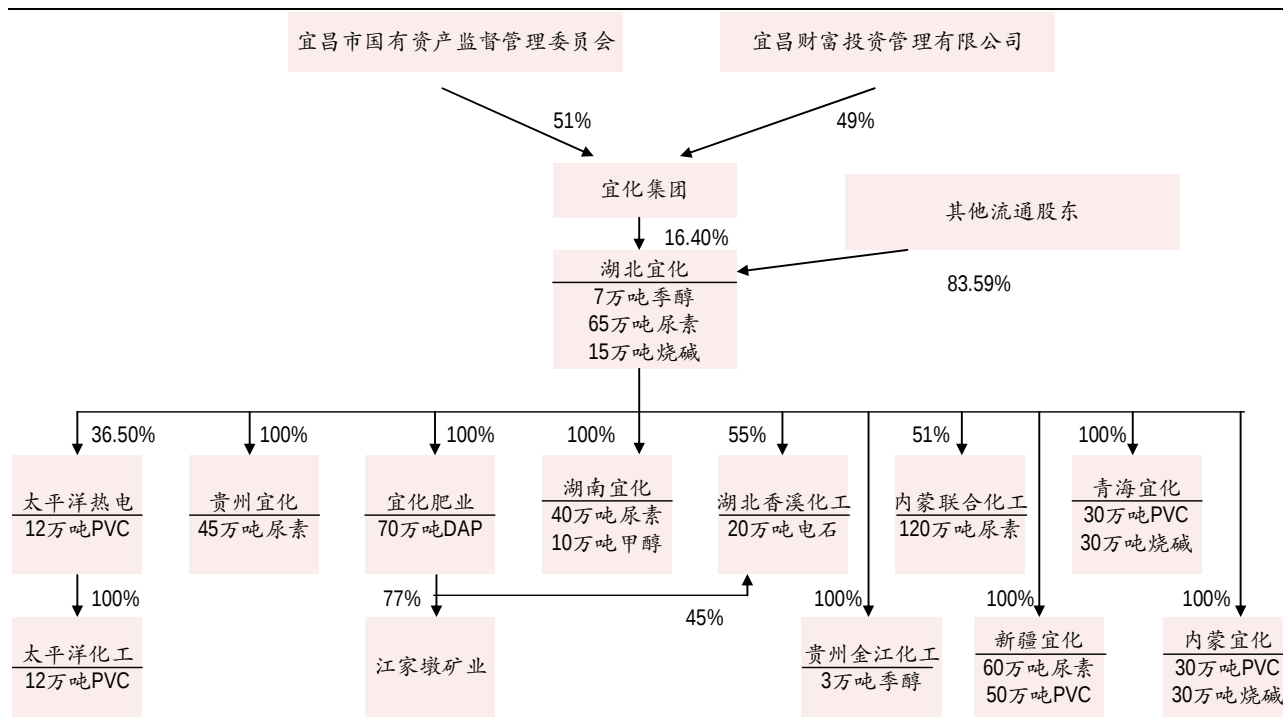
目录

公司简介.....	3
公司优势分析.....	4
风险.....	8
估值.....	9
行业分析.....	10
研究报告中所提及的有关公司	21

公司简介

湖北宜化总部位于湖北省宜昌市，经过数十年的积累，公司已经从当地的一个化肥厂发展成为国内尿素、磷肥和 PVC 行业龙头企业，目前公司生产基地遍布湖北、湖南、贵州、内蒙、新疆和青海，形成尿素 260 万吨、磷酸二铵 70 万吨、PVC 84 万吨、电石 70 万吨、烧碱 80 万吨的规模。

图表 2. 公司结构图



资料来源：中银国际研究

公司的股权结构合理，控股股东为湖北宜化集团，持有上市公司 16.41% 的股权，其他为 A 股流通股东。而宜化集团分别由宜昌市国有资产委员会和宜昌财富投资管理公司持有 51% 和 49% 股权。宜昌财富公司为宜化集团及其子公司业务骨干和高管出资设立的公司。这样，在国有控股的背景下，管理层通过集团持股有效实现了激励机制。激励机制的到位，使得公司近十年来发展迅速，在化肥、氯碱这样的传统行业里，通过异地并购、横向扩张，特别是在中西部具有上游丰富资源地区建厂，取得低成本优势，获得了快速发展，公司近五年主营收入和净利的平均复合增长率分别达到了 40% 和 27%。2010 年公司主营收入达到 115 亿元，净利 5.73 亿元。

公司优势分析

靠近中西部资源地发展，成本优势明显

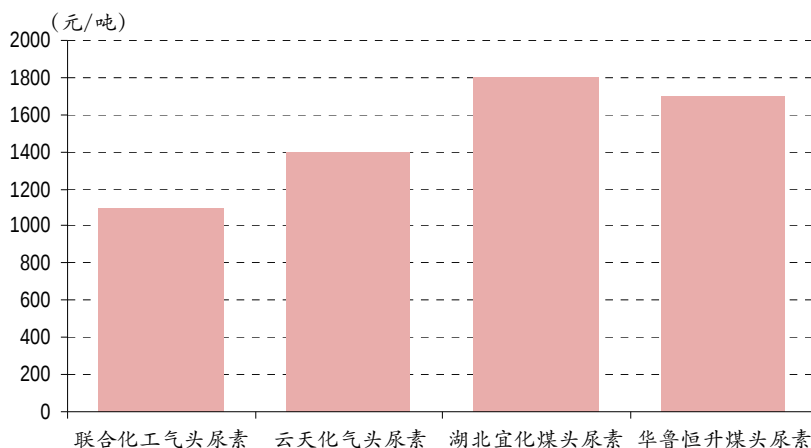
在经历 2008 年金融危机的洗礼后，湖北宜化认识到在化肥、氯碱这样同质化较强的大宗品行业，取得成本优势至关重要。近两年公司先后谋求在内蒙古、青海和新疆这样具有丰富上游资源的西部地区建立工厂，由于当地拥有大量煤炭、原盐等资源，开采成本较低，并且具有一定的运输优势，使得尿素、PVC 等产品生产并运输出来后，较国内同行仍具有明显的竞争优势。

图表 3. 西部新建、在建项目一览

地区	项目名称	宜化持股比例 (%)	项目进度
内蒙	联合化工 120 万吨尿素	51	已投产
	内蒙宜化 30 万吨 PVC	100	已投产
青海	青海宜化 30 万吨 PVC	100	已投产
新疆	新疆宜化 60 万吨尿素	100	2011 年底投产
	新疆宜化 50 万吨 PVC	100	一期 30 万吨 2012 年底投产

资料来源：公司公告及中银国际研究

图表 4. 内蒙联合化工尿素成本对比



资料来源：中银国际研究

以公司在内蒙 120 万吨气头尿素装置为例，尽管面临天然气价格上涨的压力，但我们预计天然气作为尿素原料，国家考虑到下游农民的承受力等因素，价格上调将是个缓慢过程。今年内蒙联合化工天然气价在上调 8 分钱至 0.96 元后，尿素生产的完全成本在 1,100 元，比较同行业成本优势依然十分明显。另外，氯碱行业是高耗能行业，由于青海、内蒙电价较中东部便宜很多(青海 0.35 元/度电价，内蒙 0.375 元/度，湖北宜昌是 0.55 元/度)，以每吨 PVC 单耗 7,000 度电计算，公司在青海、内蒙 PVC 的生产完全成本在 6,400-6,500 元/吨，比湖北本地 PVC 装置低 1,300-1,400 元/吨。公司近两年通过在西部产能的扩充，有效降低了总体生产成本，利润率提升明显。

图表 5. 尿素单套装置和公司加权平均成本对比

项目名称	生产成本 (元/吨)	2011 年加权平均成本 (元/吨)	2012 年加权平均成本 (元/吨)
尿素			
湖北煤头 65 万吨	1,850	1,445	1,364
湖南煤头 40 万吨	1,650		
贵州煤头 45 万吨	1,600		
内蒙气头 120 万吨	1,100		
新疆煤头 60 万吨	1,000		

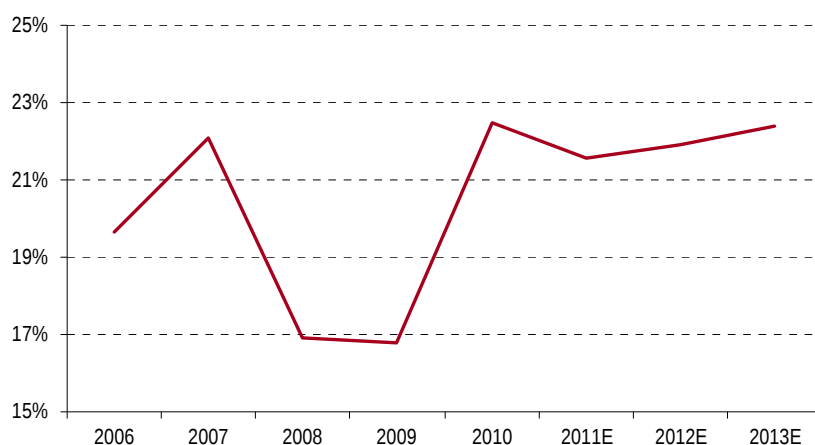
资料来源：中银国际研究

图表 6. PVC 单套装置和公司加权平均成本对比

项目名称	生产成本 (元/吨)	2012 年加权平均成本 (元/吨)	2013 年加权平均成本 (元/吨)
PVC			
宜昌本部 24 万吨	7,600	6,636	6,468
内蒙 30 万吨	6,300		
青海 30 万吨	6,200		
新疆 30 万吨	6,000		

资料来源：中银国际研究

图表 7. 公司毛利率走势



资料来源：公司公告及中银国际研究

寻求上游资源

除了靠近资源地生产低成本产品外，公司更积极地致力于上游资源的把握。

由于公司所在的湖北宜昌具有丰富磷矿资源，其 70 万吨磷酸二铵产品所需磷矿能完全自给。目前公司拥有苗家湾磷矿采矿权，江家墩探矿权。其中江家墩矿业拥有 1.2 亿吨优质磷矿石储量，计划在 2012 年形成 30 万吨开采量，2013 年形成 180 万吨产能。除了现有磷矿，公司仍在湖北、四川等地寻矿，如果顺利，我们不排除未来两至三年有至少相当于江家墩的磷矿资源注入湖北宜化。

煤矿方面，公司下属的贵州新宜煤矿，2010 年已形成产量 120 万吨除自用外，其余外卖(自己 45 万吨尿素，最多用 60 万吨煤)。目前公司正在提高开采能力，预计未来两年采矿量将从年产 120 万吨提高到 200 万吨规模。另外，新疆准东五彩湾地区煤炭丰富，如果公司尿素和氯碱配套的 300 万吨煤矿开采权获批，将奠定新疆 60 万吨尿素和 30 万吨 PVC 项目的盈利基础。随着公司在西部省份业务的拓展，我们预计未来更多上游煤炭等资源的把握将成为公司管理层主要考虑方向之一。

未来业绩增长确定

公司未来三年利润增长主要来自于新建西部装置的利润贡献。具体如下：

- 1) 2011 年增量来自于贵州宜化和宜化肥业 50%权益并表，以及内蒙、青海 PVC 装置投产带来的效益。我们预计内蒙、青海 PVC 今年将分别贡献 20 万吨、18 万吨的产销量。
- 2) 2012 年增量主要来自于新疆 60 万吨尿素投产带来的效益，我们预计全年新疆尿素有望实现 35-40 万吨的产销量。另外，就是青海、内蒙 PVC 将完全量产，实现 28-30 万吨的产销量。
- 3) 2013 年新疆 30 万吨 PVC 装置将投入运行，还有湖北宜昌江家墩磷矿将形成 180 万吨产能，我们预计当年有望实现 60 万吨以上的产量。

另外，从尿素、磷肥和 PVC 行业分析，我们预计由于煤炭、磷矿石和天然气等成本均处于缓慢上升通道，产品价格难有大幅回落，价格中枢也将相应上行，保守按照 2011 年上半年产品均价计算，我们预计 2010-2013 年湖北宜化主营收入的复合增长率将达到 19%，净利的平均复合增长率达到 36%。具体假设如下表：

图表 8. 公司盈利预测表

公司盈利预测假设：		2010	2011E	2012E	2013E
尿素	尿素总销量(万吨)	260	255	295	330
	平均价格(元/吨)	1,794	2,050	2,075	2,073
	平均毛利率(%)	28.6	28.5	29.0	30.3
	尿素收入(百万元)	4,665	5,228	6,123	6,840
	尿素毛利(百万元)	1,335	1,490	1,778	2,075
	宜昌本部销量(万吨)		65	65	65
	平均价格(元/吨)		2,100	2,100	2,100
	毛利率(%)		11.90	11.90	11.90
	湖南宜化销量(万吨)		40	40	40
	平均价格(元/吨)		2,100	2,100	2,100
	毛利率(%)		21.43	21.43	21.43
	贵州宜化销量(万吨)		45	45	45
	平均价格(元/吨)		2,050	2,100	2,100
	毛利率(%)		21.95	21.43	21.43
	内蒙联合销量(万吨)		105	110	120
	平均价格(元/吨)		2,000	2,050	2,050
	毛利率(%)		45.00	41.46	41.46
	新疆宜化销量(万吨)			35	60
	平均价格(元/吨)			2,050	2,050
	毛利率(%)			41.46	41.46
PVC	PVC 总销量(万吨)	38	62	80	109
	平均价格(元/吨)	5,991	6,595	6,573	6,552
	平均毛利率(%)	10.62	16.56	17.16	17.87
	PVC 收入(百万元)	2,097	4,089	5,258	7,142
	PVC 毛利(百万元)	223	677	902	1,276
	宜昌本部销量(万吨)		24	24	24
	平均价格(元/吨)		6,752	6,752	6,752
	毛利率(%)		12.62	12.62	12.62
	内蒙宜化销量(万吨)		20	28	30
	平均价格(元/吨)		6,496	6,496	6,496
	毛利率(%)		18.42	18.42	18.42
	青海宜化销量(万吨)		18	28	30
	平均价格(元/吨)		6,496	6,496	6,496
	毛利率(%)		19.95	19.95	19.95
	新疆宜化销量(万吨)				25
	平均价格(元/吨)				6,496
	毛利率(%)				19.95
磷酸二铵	销量(万吨)	68	68	70	70
	平均价格(元/吨)	2,900	3,250	3,250	3,250
	平均毛利率(%)	30.97	21.54	21.54	21.54
	收入(百万元)	1,972	2,210	2,275	2,275
烧碱和液氯	毛利(百万元)	611	476	490	490
	收入(百万元)	289	451	580	788
	毛利率(%)	16.13	16.00	16.00	16.00
	毛利(百万元)	46.63	72	93	126
其他化工品	收入(百万元)	2,522	2,522	2,522	2,522
	毛利率(%)	16.33	16.33	16.33	16.33
	毛利(百万元)	412	412	412	412
	总收入(百万元)	11,545	14,500	16,758	19,567
增长率(%)		31.8	25.6	15.6	16.8
净利(百万元)		573	829	1,079	1,428
增长率(%)		99	44.8	30.2	32.3
每股盈利(元)		1.06	1.53	1.99	2.63

资料来源：公司公告及中银国际

风险

1、**负债率较高。**公司近几年处于高速发展期，由于在西部地区集中建设尿素、氯碱装置，每年固定资产投入高达数十亿元以上，2010年更是高达34.8亿元。但由于融资渠道较为单一，公司的银行长短期借款较多，在2010年底公司净资产负债率达到181%，总体资金状况偏紧。我们预计未来两年由于新疆等地项目仍在进行，资本开支仍然维持较高水平。为此，公司计划在今年进行非公开发行股票，融资约25亿元，用于向新疆子公司增资20亿元建设年产40万吨合成氨、60万吨尿素项目，另外5亿元用于偿还银行贷款。一方面为新疆项目筹措资金，一方面有助于减少公司的负债率。发行底价为19.3元，如果以20元计算，则公司股本将增加23%至1.25亿股。如果增发成功，我们预计公司净资产负债率有望下降到140%左右，有助于缓解其资金紧张局面。

2、**人力资源紧缺。**由于公司扩张较快，特别是在人力资源匮乏的西部地区建设生产装置，必然面临人才紧缺的局面。虽然公司通过人才引进、招收应届毕业生等方式来扩大其技术和生产的储备力量，但如果西部装置集中投产，仍然面临管理、生产、技术或销售环节人员配备不足的风险。

估值

目前 A 股化肥类上市公司很多，考虑主板和中小板估值的系统性差异，我们选取了主板的几个主要化肥公司和湖北宜化进行对比。其中华鲁恒升、鲁西化工是以煤为原料，四川美丰和辽通化工以天然气为原料生产尿素的上市公司。湖北宜化 2012 年每股收益 1.62 元是假设增发 2012 年初完成后，按照摊薄 23% 计算的。

图表 9. 估值表

公司	股价 (人民币)	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)			每股收益增长率 (%)			市净率 (倍)			净资产收益率 (%)		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
华鲁恒升	16.87	0.40	0.78	1.25	42.2	21.6	13.5	(40)	95	60	2.2	2.0	1.8	6.5	9.5	13
四川美丰	7.37	0.20	0.41	0.52	36.9	18.0	14.2	(27)	105	27	2.0	1.9	1.9	5.6	7.9	9.7
鲁西化工	7.25	0.21	0.31	0.45	34.5	23.4	16.1	51	48	45	2.9	2.1	1.8	8.5	11.5	16.3
辽通化工	13	0.34	0.83	1.01	38.2	15.7	12.9	110	144	22	2.4	2.1	1.8	6.2	13.5	13.9
平均					37.9	19.7	14.2	24	98	38	2.4	2.0	1.8	6.7	10.6	13.2
湖北宜化	20.89	1.06	1.53	1.62	19.8	13.7	12.9	141	44	6	4.3	4.2	3.3	24.1	27.7	28.2

资料来源：中银国际研究

从估值表我们可以看出，湖北宜化 2010-2012 三年连续成长性远好于 A 股同行，每股收益平均复合增长率达 65%，而同行的平均增长率仅为 32% (辽通化工是因为新的石化资产注入，导致业绩大幅增长，化肥业务近几年较为平稳)。由于湖北宜化的负债率较高，导致其市净率和净资产收益率都高于同行平均，我们认为高杠杆是一把双刃剑，它有使得公司背负一定的财务风险，但从股东角度来看，回报率明显高于杠杆低的同行。而从市盈率来看，湖北宜化的估值低于行业平均值，考虑未来两至三年公司的平均盈利仍有望保持 30% 以上的增长，我们认为公司的估值较低。按照 2012 年行业平均估值 14.2 倍的 15% 溢价，结合 2012 年公司增发完成后摊薄每股盈利 1.62 元计算，我们设定公司目标价 26.5 元。首次买入评级。

行业分析

公司主营的尿素、磷酸二铵和 PVC 都是化工大宗品。行业供需和竞争格局较为清晰。我们下面就这三个产品分别做简单分析：

尿素行业：出口成为国内价格走势关键

目前中国尿素产能已经接近 7,000 万吨，居全球首位，行业供过于求已十分明显。但由于原有一些中小装置技术落后、生产成本较高，基本属于淘汰产能，而新建装置基本为靠近上游煤炭等资源地的大型装置，行业结构这两年正发生转变，大型化、属地化趋势明显。据中国资讯网统计，未来中国还有近 1,800 万吨新建装置计划投产，具体如下：

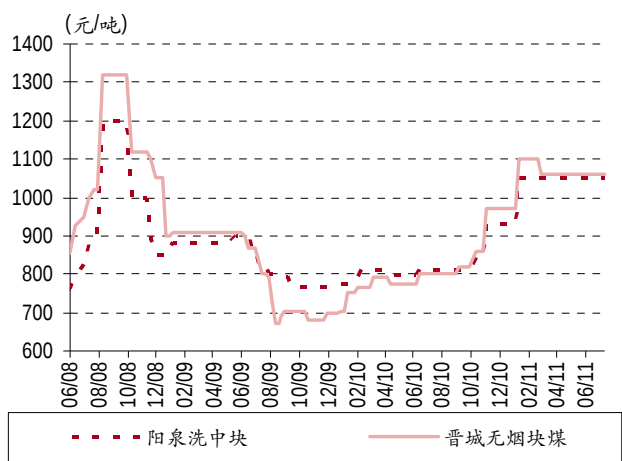
图表 10. 2011 年及以后尿素产能投放情况

企业名称	装置产能 (万吨/年)		原料	地区	投产时间
	合成氨	尿素			
国电赤峰化工有限公司	30	52	煤	赤峰	2011 年 9 月
内蒙古呼伦贝尔金新化工公司	50	80	煤	呼伦贝尔	2011 年
中海石油化学有限公司(一期)	30	52	煤	山西晋城	2012 年投产
鹤岗新华煤化工有限公司	60	104	煤	黑龙江鹤岗	2011 年试车
新疆奎屯锦疆化工有限公司	30	52	煤	新疆奎屯	2011 年 8 月
安徽三星化工有限责任公司	50	80	煤	安徽涡阳县	2011 年四季度投产
大唐山西煤电化有限公司	40	60	煤	忻州	分两期投产均后延
中海石油化学股份有限公司	30	52	煤	黑龙江鹤岗	2013 年
黑龙江省龙煤东化有限公司	60	100	煤	黑龙江鹤岗	2012 年
河南中科辉煌化工有限公司	36	60	煤	安阳滑县	2013—2015
西洋集团	120	200	煤	牙克石市	2010-2012
离柳焦煤集团	30	52	煤	吕梁市	2012 年
阳煤集团和顺化工有限公司	60	100	煤	晋中市	(一期 30 万吨) 2011 年 7 月
中化集团	200	320	煤	宁东县	
甘肃金化集团	20	30	焦炉尾气	甘肃金昌	2013 年
大唐呼伦贝尔化肥有限公司	18	30	煤	呼伦贝尔	2010 年 5 月
孟县化工有限公司(一期)	18	26	煤	山西孟县	2010 年
潞安新疆煤化工(集团)公司	30	52	煤	新疆伊犁	2010 年底
内蒙古锡林河煤化工公司(一期)	18	30	天然气	锡林郭勒	2010 年
湖北潜江金华润化肥有限公司	18	30	煤	潜江	2010 年底
山西金象煤化工有限责任公司	18	30	煤	晋城	项目已叫停
山西天柱山化工有限公司	18	30	煤	忻州	项目已叫停
内蒙古鑫盛能源化工有限公司	30	52	煤	巴彦淖尔	后延
湖北宜化	40	60	煤	新疆准东	2012
河南心连心	50	80	煤		2013 年
合计	1,104	1,814			

资料来源：中国资讯网

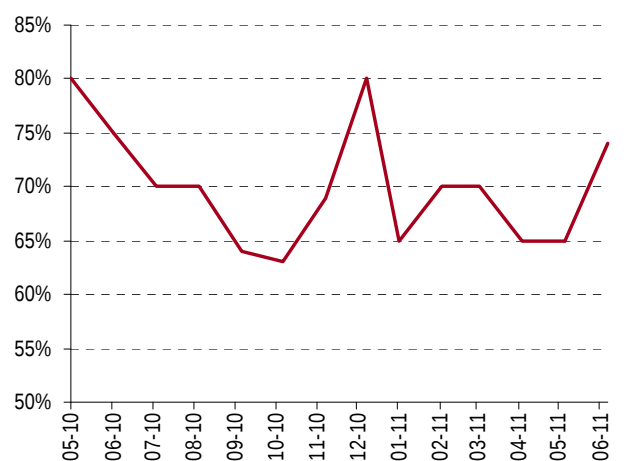
虽然名义产能很多，但由于国内中小装置生产成本较高，近年来煤炭等生产成本上涨较快，而行业供应较多格局使得产品价格不能传导成本上涨压力，导致很多中小装置亏损不能运行。加之节能减排等因影响，国内尿素行业实际开工率并不高，2010年平均开工率大约在80%左右，当年实际尿素产量仅为5,782万吨，同比下降9.6%。

图表 11. 煤炭价格走势



资料来源：煤炭资源网及中银国际研究

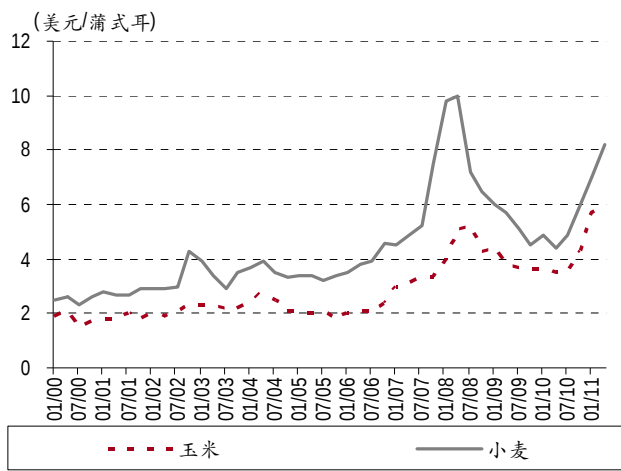
图表 12. 尿素行业开工率统计



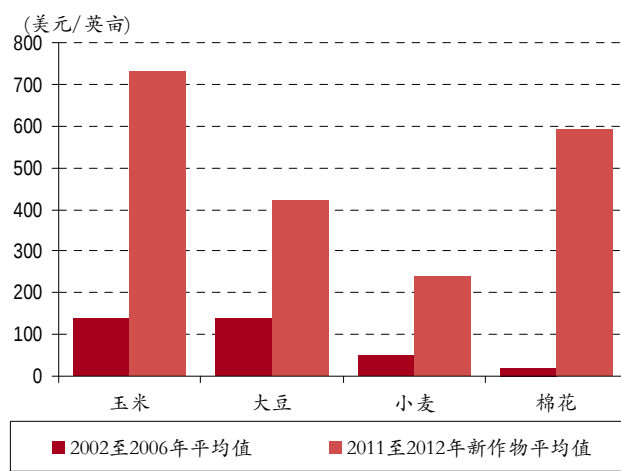
资料来源：百川资讯网

由于国内尿素产量仍然供过于求，出口成为消化多余产量主要途径。2008年以后政府部门对化肥出口的调控方式发生了明显变化，由过去一味的“堵”改为“堵疏结合”。旺季时采用高关税(税率达到110%)政策控制化肥出口，以保障国内之需，淡季时则充分考虑到国内企业的生存问题，大幅调低出口关税，国内化肥可自由出口。而在2010年尿素淡季关税由原来的10%下降到7%，可见政府还是希望企业在淡季时间走出去，参与国际市场竞争。2010年我国尿素出口量达到703万吨，占当年产量13%。目前我国已进入2011年尿素淡季出口期，由于国外市场需求旺盛，且价格已涨至500美元以上，我们预计今年我国尿素出口量仍相当可观。

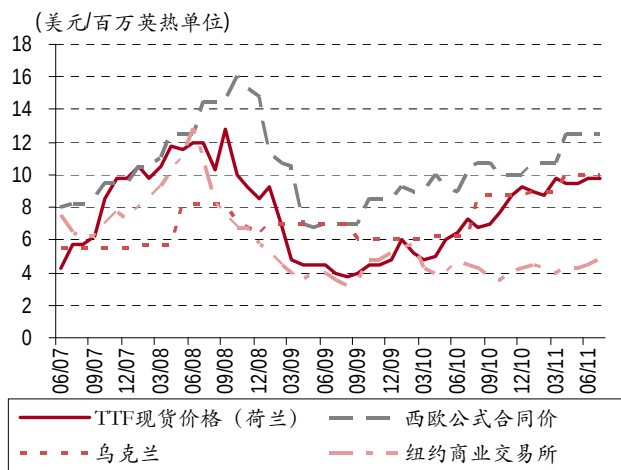
国际市场分析：今年二季度以来国际尿素价格一路走高，一方面是农产品价格走高带动农业种植需求旺盛，另一方面是欧洲国家(包括乌克兰)天然气价格上升，带动合成氨和尿素成本大幅提升。由于成本和需求支撑，我们预计国际尿素价格将维持在相对高位。

图表 13. 国际农产品价格走势


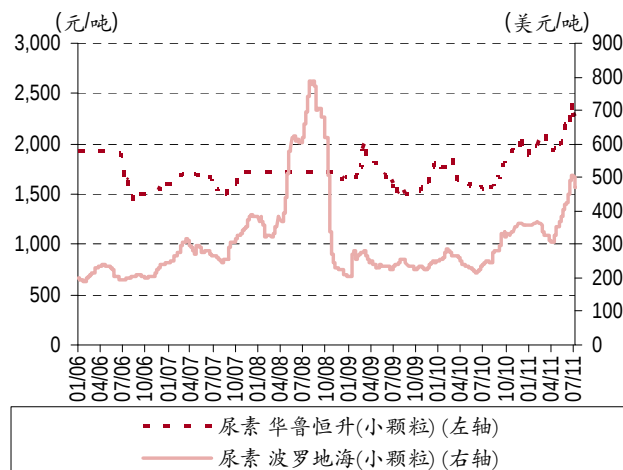
资料来源: USDA

图表 14. 全球农产品利润率明显高于历史平均水平


资料来源: USDA

图表 15. 除美国以外地区天然气价格走高


资料来源: Fertecon, EIA

图表 16. 国内外尿素价格走势


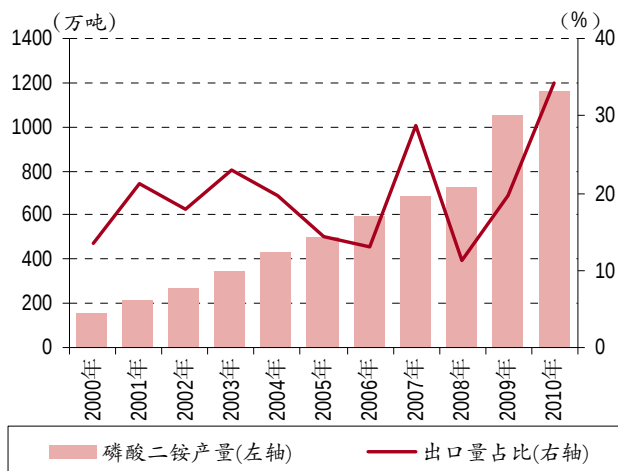
资料来源: 中银国际研究

按照目前出口国外 500 美元的 FOB 价格, 扣除关税、国内运输和仓储等成本, 国内尿素出厂价可以达到 2,100 元/吨左右。也就是说国内尿素价格支撑位在 2,100 元左右, 由于国外尿素价格支撑, 加之近期国内尿素出口期来临, 我们预期近期国内尿素价格将维持在这样的较高水平。即便进入四季度高关税期, 考虑煤炭等成本上涨因素, 我们预计尿素价格也难以回落到 1,800 元/吨以下。

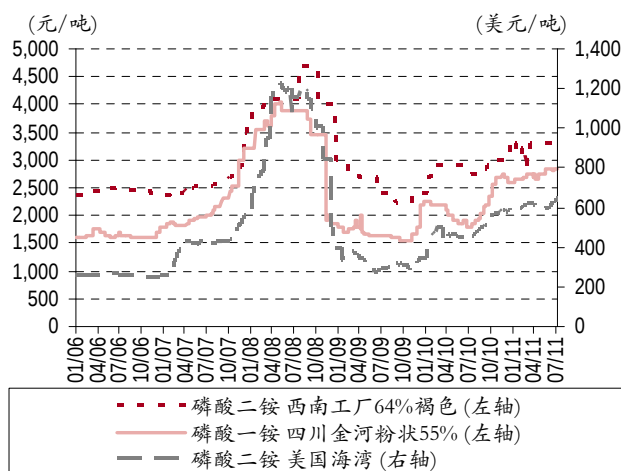
磷酸二铵行业：出口预期降低，成本支撑高价位

根据中国资讯网统计，截止到 2010 年底，中国磷酸二铵总产能为 1,576 万吨，而 2010 年产量为 1,164 万吨，平均行业开工率为 74%。另外，2011-2012 年新建投产项目预计在 327 万吨，产能过剩较为严重。为了规范磷肥行业发展，今年 3 月底工信部出台了《磷铵生产准入条件(征求意见稿)》，其中重要一条是三年内原则上不再新建或改扩建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置(按照区域规划搬迁项目除外)。目前由于我国磷肥产能已经过剩，一铵和二铵合计产能过剩达到 1,000 万吨，即便不建新产能，我们预计未来两三年国内磷肥行业仍处于消化剩余产能阶段，所有我们认为该征求意见稿的发布对国内磷肥行业的发展中长期是利好，但短期影响有限。

由于我国磷肥产能过剩，出口成为影响国内行业景气度的关键因素。2010 年我国磷酸二铵出口量达 399 万吨，占到当年国内产量的 34%，是当年国内产品价格提升的主要原因。磷肥的出口政策与尿素相似，即实行季节性政策，通过国内旺季加高关税，淡季降低的政策，{旺季(1-5 月,10-12 月): 关税税率 110%; 淡季(6-9 月)时，当出口价格不高于基准价格时，关税税率 7%; 当出口价格高于基准价格时，税率= $(1.07 - \text{基准价格} / \text{出口价格}) * 100\%$ (基准价格按 3.4 元/公斤计算)}，调节出口量，既保证国内供应，又通过适当出口增加企业效益。进入 7 月又到了磷肥的出口期，2011 年由于执行 3,400 元/吨的含 7%关税的出口政策，无形中减少了企业的利润。尽管目前国际磷肥价格由于供需面紧张原因，较为强劲，但我们预计今年的出口量将较 2010 年有所减少，对国内市场形成一定压力。

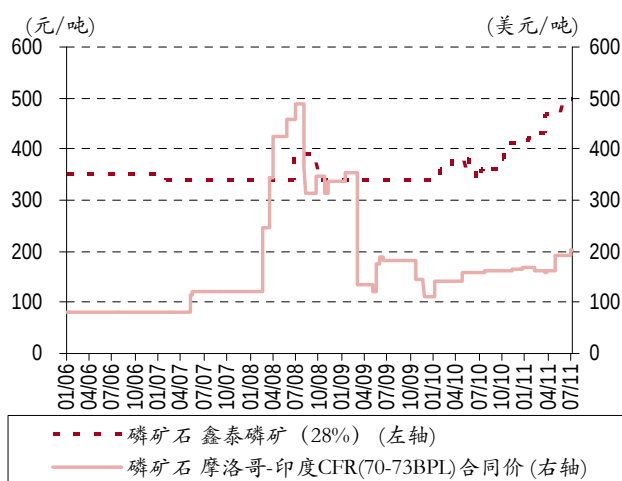
图表 17. 磷酸二铵出口量占比提高


资料来源：中国资讯网及中银国际研究

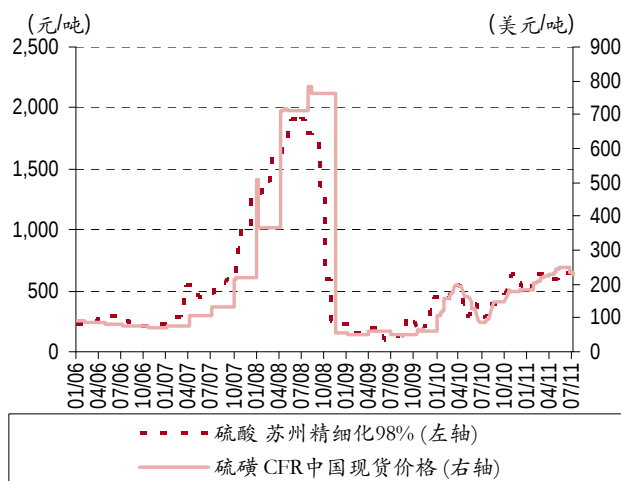
图表 18. 国内外磷肥价格走势


资料来源：中银国际研究

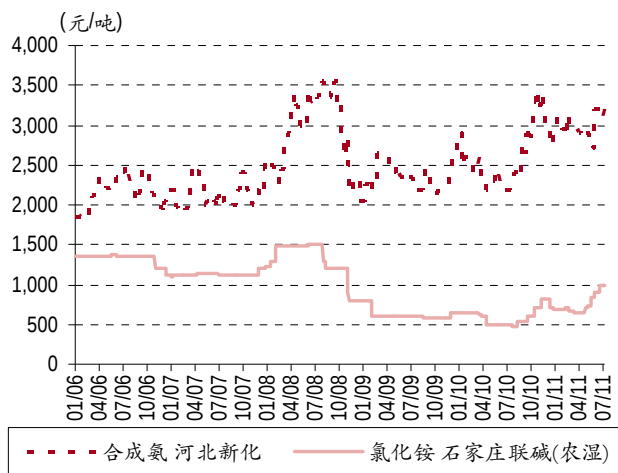
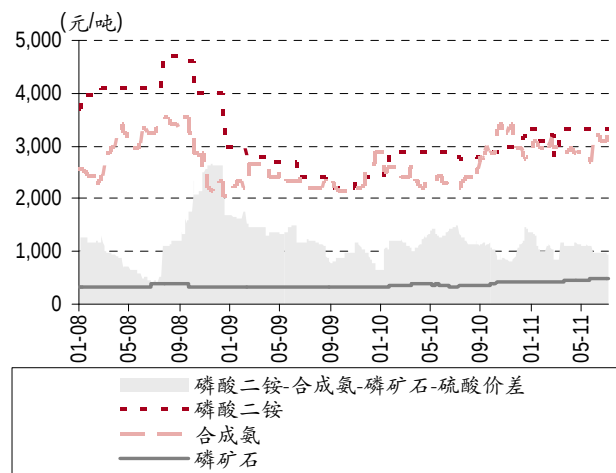
尽管面临供过于求的压力，但今年以来国内磷肥价格依然保持较高水平，主要是生产成本上升所致。一吨磷酸二铵大约需要 1.8 吨磷矿石、0.45 吨硫磺和 0.2 吨合成氨作为原料。由于通货膨胀、人工和环保成本上升等原因，今年年初至今磷矿石、进口硫磺价格一直处于稳步上扬状态，目前两者距年初涨幅分别达到 22% 和 35%，且回调趋势很小。成本的提升虽然有助于磷酸二铵价格保持高位，但挤压了生产者的利润。我们看到，目前磷酸二铵和主要原料之间价差较年初缩小了 25% 左右。

图表 19. 磷矿石价格逐步走高


资料来源：中国资讯网及中银国际研究

图表 20. 硫磺和硫酸价格逐步走高


资料来源：中银国际研究

图表 21. 合成氨价格稳中趋升

图表 22. 磷肥价差有所缩小


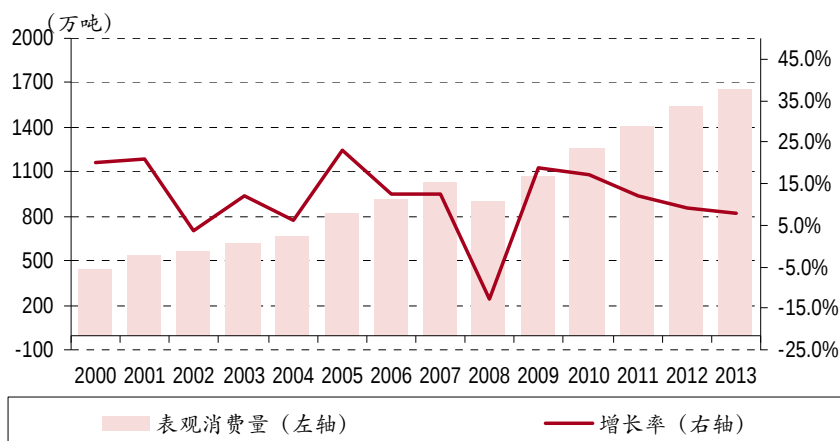
综合上述因素，预计今年国内磷酸二铵价格在出口期过去后不排除有小幅下滑趋势，但由于生产成本支撑，总体将在高位徘徊，低于 3,000 元/吨价格将成为小概率事件。从行业竞争格局来看，由于磷肥行业的技术壁垒并不高，未来只有取得成本优势的企业才能在竞争中胜出。从磷矿石、硫磺和合成氨三种主要原料来看，磷矿石的资源稀缺性最强，我们认为未来能获得磷矿石、煤炭或硫磺等资源的磷肥生产商将具有较强的成本竞争力。

PVC 行业：能源和环保成本抬高 PVC 价格中枢

聚氯乙烯 (Polyvinyl Chloride, 简称 PVC) 是与聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯和 ABS 并列的五大通用树脂之一，由于具有优异的难燃性、耐磨性、抗化学腐蚀性、电绝缘性及比较容易加工等特点，广泛应用于以门窗、各种型材和管材、瓶等为代表的硬制品，以及以电线电缆、各种用途的膜、铺地材料、织物涂层、人造革、各类软管、手套、玩具以及一些专用涂料和密封剂等产品为主的软制品。总体来说，与房地产行业和相关基础设施投资密切相关的需求占到 PVC 产品的 60% 以上。所以国内城市化进程与房地产业发展对 PVC 需求影响较大。

2000-2010 年我国 PVC 表观消费量复合增长率为 10.9%，基本与 GDP 持平。2010 年我国 PVC 表观消费量达到 1,258 万吨，同比增长 17%。其中，国内产量 1,132 万吨，进口量 151 万吨，出口量 25 万吨。未来随着我国城镇化进程的推进以及农村基础设施建设的推广，我们预计“十二五”期间我国 PVC 表观消费量将有望维持在 9% 的增速。

图表 23. 我国 PVC 表观消费量及增速预测



资料来源：中银国际研究

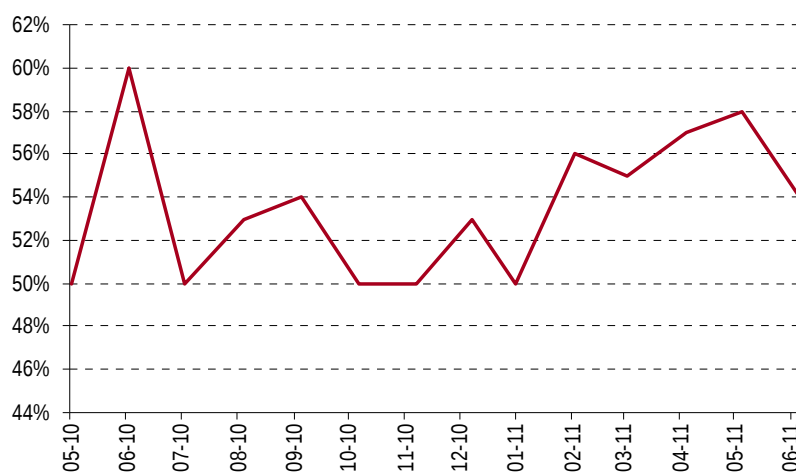
截止 2010 年底，我国 PVC 实际产能已达到 2,043 万吨/年(含糊树脂)，其中电石法装置产能 1,652 万吨，占总产能 81%，乙烯法产能 391 万吨，占比 19%。我们预计未来原油价格上升趋势不变，国内电石法 PVC 仍将占据主导地位。根据行业协会统计，2011-12 年我国 PVC 将新增产能 804 万吨，但我们预计实际增量将小于这些。主要是氯碱行业的主要产品：PVC 和烧碱是配套建设的，烧碱和 PVC 产量平衡是保证盈利能力的关键。另外，节能减排或电力短缺都可能导致装置无法开工，特别是中小装置开工很难保证。根据今年上半年行业协会统计，PVC 行业平均开工率在 55%，略好于 2010 年平均水平。

图表 24. 未来主要新增产能统计

序号	项目名称	标准产能
1	平煤神马	30
2	广西柳化	10
3	广西田东	20
4	内蒙乌海	15
5	内蒙宜化	30
6	内蒙君正	40
7	内蒙宏力	12
8	内蒙新大洲	20
9	甘肃颖川	20
10	甘肃新川	20
11	甘肃银光	12
12	山东信发	40
13	安徽韩华	30
14	安徽华塑	100
15	新疆中泰	45
16	河南永煤	60
17	山西金辉	100
18	国电徐矿	60
19	新希望	80
20	四川禾森	20
21	四平吴平	20
22	陕西北元	20
合计		804

资料来源：行业协会数据及中银国际研究

图表 25. PVC 行业开工率统计

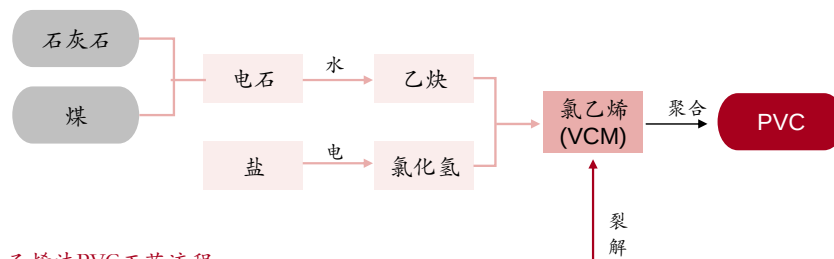


资料来源：行业协会统计

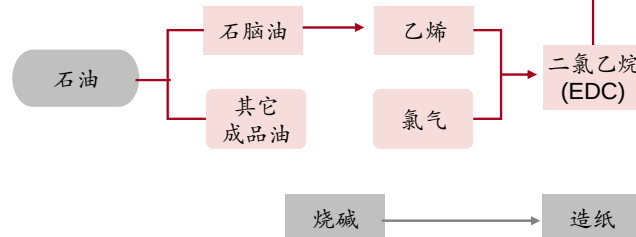
PVC 有两种生产工艺：乙烯法和电石法。乙烯法的成本主要为乙烯、氯气和电力消耗，占生产成本 80%-90%，其中乙烯占到 50%-70%，因此国际原油价格是影响其成本的主要因素。一体化电石法生产 PVC 的成本主要来源为焦煤、石灰和电力，占总成本 80%。而外购电石生产的，电石成本占到生产成本的 80%，产品利润率容易受到电石价格挤压。

图表 26. PVC 两种工艺

电石法PVC工艺流程



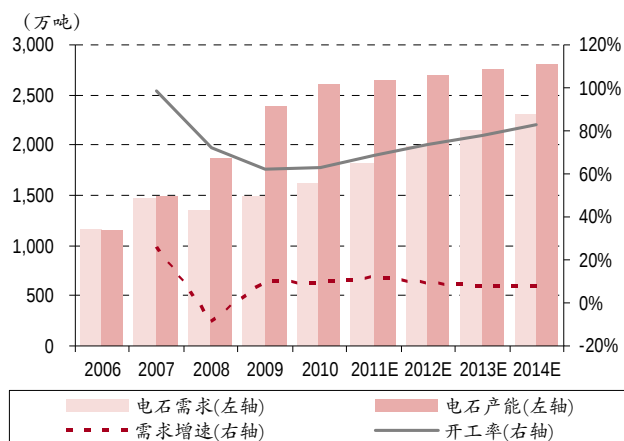
乙烯法PVC工艺流程



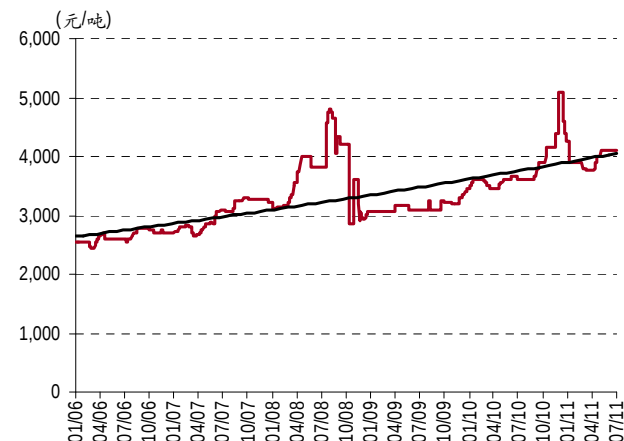
资料来源：中银国际研究

由于电石法 PVC 产能占到我们 PVC 总产能 80%，因此电石价格及其成本对 PVC 价格的影响十分重要。从 2010 年底至今，可以看到国内 PVC 价格是跟随电石价格而动，与原油价格关联度并不高。据国家统计局统计，到 2009 年我国电石产能为 2,387 万吨，产量 1,503 万吨，行业开工率在 63%。由于电石行业是耗能大户，出于节能减排考虑，2007 年开始我国就提高了该行业的准入门槛，颁布了《电石行业准入条件》，要求新建电石项目起始规模为 20 万吨，并对淘汰落后生产装置作了明确规定。通过几年治理，2006-2010 年共淘汰落后产能 300 万吨，行业集中度大幅提高，行业前十名市占率从 2006 年 12% 提升至 2009 年的 24%。

由于电石法 PVC、聚乙烯醇、石灰氮等产品需求，我们预计 2011-13 年我国电石行业需求量将分别达到 1,800、2,000 和 2,150 万吨。但电石产能预计到“十二五”末将控制在 2,800 万吨/年，我们推算 2011-2013 年我国电石产能分别为 2,650、2,700 和 2,750 万吨。这样，国内电石行业开工率将从 2009 年 62% 逐步提升至 2013 年 78%，供求关系不断趋紧。另外，由于通货膨胀原因，焦煤、煤炭和电力成本也将不断上升。我们预计，由于开工率提升以及生产成本上升，国内电石价格将逐步走高，从而对 PVC 价格形成有效支撑。

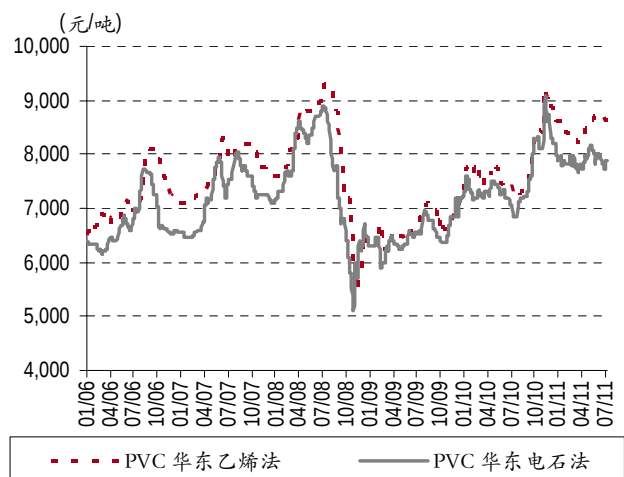
图表 27. 电石需求、产能和开工率统计及预测


资料来源：行业协会统计及中银国际研究

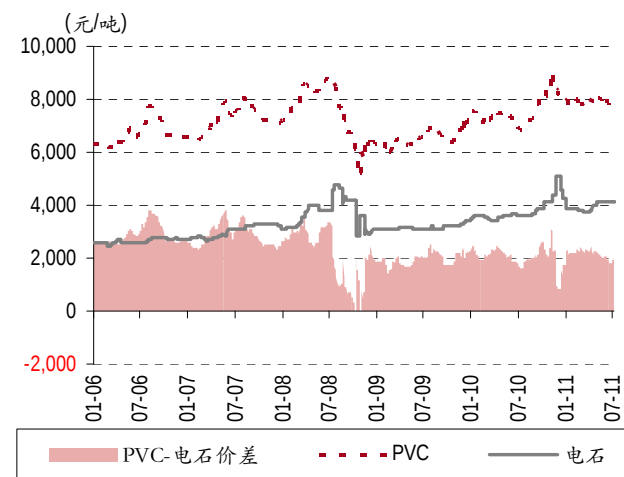
图表 28. 电石价格将长期走高


资料来源：中银国际研究

今年上半年以来，PVC 价格较为疲软，主要是由于下游房地产市场需求较为低迷，并且配套烧碱的上涨行情带动 PVC 开工负荷，烧碱产生的利润足以填补 PVC 的不足，从而导致 PVC 供给增多。我们预计后市随着保障房开工的增加，以及电石等成本的提升，PVC 价格有望稳中有升。

图表 29. PVC 价格走势


资料来源：中银国际研究

图表 30. 电石法 PVC 价差


资料来源：中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	8,761	11,545	14,500	16,758	19,567
销售成本	(7,291)	(8,949)	(11,373)	(13,083)	(15,188)
经营费用	48	(266)	(251)	(332)	(480)
息税折旧前利润	1,518	2,331	2,876	3,343	3,899
折旧及摊销	(653)	(744)	(897)	(995)	(1,070)
经营利润(息税前利润)	865	1,587	1,979	2,347	2,829
净利息收入/(费用)	(345)	(432)	(618)	(580)	(496)
其他收益/(损失)	25	5	(15)	(15)	(15)
税前利润	544	1,160	1,346	1,752	2,318
所得税	(96)	(132)	(161)	(210)	(278)
少数股东权益	(210)	(455)	(355)	(463)	(612)
净利润	238	573	829	1,079	1,428
核心净利润	238	573	829	1,079	1,428
每股收益(人民币)	0.438	1.056	1.529	1.991	2.635
每股收益(人民币)	0.438	1.056	1.529	1.991	2.635
每股股息(人民币)	1.533	0.920	1.074	1.596	1.795
收入增长(%)	23	32	26	16	17
息税前利润增长(%)	3	84	25	19	21
息税折旧前利润增长(%)	13	54	23	16	17
每股收益增长(%)	(10)	141	45	30	32
核心每股收益增长(%)	(10)	141	45	30	32

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,157	1,562	1,297	1,394	1,772
应收帐款	320	763	942	1,089	1,272
库存	1,630	2,521	2,900	3,352	3,913
其他流动资产	711	2,354	2,286	2,298	2,120
流动资产总计	3,818	7,200	7,426	8,132	9,077
固定资产	8,775	10,942	11,828	12,072	11,847
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	923	583	751	762	760
长期资产总计	9,698	11,525	12,579	12,834	12,607
总资产	13,516	18,725	20,004	20,966	21,684
应付帐款	838	1,256	1,587	1,826	2,119
短期债务	2,831	3,932	4,000	3,200	2,500
其他流动负债	1,105	1,441	1,586	1,675	1,602
流动负债总计	4,775	6,629	7,173	6,701	6,221
长期借款	4,930	6,833	6,500	6,500	5,800
其他长期负债	201	188	200	200	200
股本	542	542	542	542	542
储备	1,560	2,102	2,804	3,775	5,060
股东权益	2,102	2,645	3,346	4,317	5,602
少数股东权益	1,508	2,430	2,785	3,248	3,860
总负债及权益	13,516	18,725	20,004	20,966	21,684
每股帐面价值(人民币)	3.88	4.88	6.17	7.97	10.34
每股有形资产(人民币)	3.88	4.88	6.17	7.97	10.34
每股净负债/(现金)(人民币)	12.18	16.97	16.98	15.33	12.04

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	544	1,160	1,346	1,752	2,318
折旧与摊销	653	744	897	995	1,070
净利息费用	345	432	618	580	496
运营资本变动	(692)	(1,716)	(228)	(360)	(451)
税金	(96)	(132)	(161)	(210)	(278)
其他经营现金流	(345)	(432)	(618)	(580)	(496)
经营活动产生的现金流	409	55	1,854	2,178	2,659
购买固定资产净值	(1,142)	(3,476)	(1,800)	(1,200)	(800)
投资减少/增加	0	1,667	0	0	0
其他投资现金流	(1,331)	(791)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,473)	(2,600)	(1,800)	(1,200)	(800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,891	3,004	(265)	(800)	(1,400)
支付股息	(81)	(54)	(54)	(81)	(81)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	2,810	2,950	(319)	(881)	(1,481)
现金变动	745	405	(265)	96	378
期初现金	412	1,157	1,562	1,297	1,394
公司自由现金流	(2,064)	(2,545)	54	978	1,859
权益自由现金流	826	459	(211)	178	459

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.3	20.2	19.8	19.9	19.9
息税前利润率(%)	9.9	13.7	13.6	14.0	14.5
税前利润率(%)	6.2	10.0	9.3	10.5	11.8
净利率(%)	2.7	5.0	5.7	6.4	7.3
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.1	1.0	1.2	1.5
利息覆盖率(倍)	2.5	3.7	3.2	4.0	5.7
净权益负债率(%)	182.9	181.3	150.1	109.8	69.0
速动比率(倍)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	47.7	19.8	13.7	10.5	7.9
核心业务市盈率	47.7	19.8	13.7	10.5	7.9
目标价对应核心业务	79.9	33.2	22.9	17.6	13.3
市盈率					
市净率(倍)	5.4	4.3	3.4	2.6	2.0
价格/现金流(倍)	27.7	204.3	6.1	5.2	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.8	9.9	8.1	6.8	5.6
周转率					
存货周转天数	89.0	84.7	87.0	68.1	67.8
应收帐款周转天数	9.9	17.1	21.5	22.1	22.0
应付帐款周转天数	45.0	33.1	35.8	37.2	36.8
回报率					
股息支付率(%)	349.9	87.1	70.2	80.1	68.1
净资产收益率(%)	11.8	24.1	27.7	28.2	28.8
资产收益率(%)	5.7	8.7	9.0	10.1	11.7
已运用资本收益率(%)	8.9	11.7	12.2	13.8	16.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关公司

华鲁恒升 (600426.SS/人民币 16.87, 买入)

四川美丰 (000731.SZ/人民币 7.37, 未有评级)

鲁西化工 (000830.SZ/人民币 7.25, 未有评级)

辽通化工 (000059.SZ/人民币 13.00, 未有评级)

湖北宜化 (000422.SZ/人民币 20.89, 买入)

云天化 (600096.SS/人民币 19.45, 买入)

以2011年7月12日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371