

报告日期：2011年7月29日

分析师

耿 诺

☎ (86-10) 88366060 - 8786

✉ gengen@cgws.com

执业证书编号：S1070510120024

联系人

凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lxl@cgws.com

从业证书编号：S1070110040002

投资评级：推荐

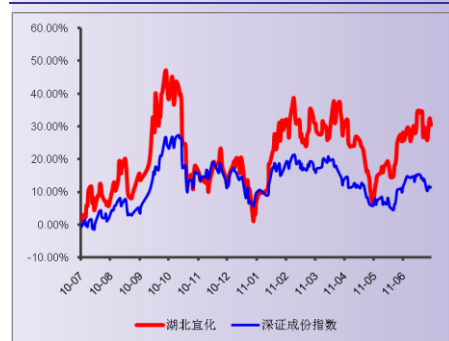
市场数据：当前股价 21.11

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(亿元)   | 114.50      |
| 流通市值(亿元)  | 114.44      |
| 总股本(万股)   | 54238       |
| 流通股本(万股)  | 54209       |
| 12个月最高/最低 | 12.71/24.44 |

公司盈利预测(百万)

| 万元   | 11E     | 12E     | 13E     |
|------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1664857 | 1973729 | 2232894 |
| 营业成本 | 1341258 | 1580500 | 1780624 |
| 营业利润 | 139095  | 177116  | 210765  |
| 利润总额 | 140095  | 178116  | 211765  |
| 所得税  | 21014   | 26717   | 31765   |
| 净利润  | 89310   | 118091  | 140400  |
| EPS  | 1.647   | 2.177   | 2.589   |

股价表现图



相关报告

1、《向资源靠拢，以低成本实现高盈利——湖北宜化(000422)调研报告》，2011年5月

## 业绩略超预期，高成长进行时

——湖北宜化(000422)中报点评

### 要点：

- 上半年业绩略超预期，三大主因起决定作用。公司上半年实现营收 73.32 亿元，同比增长了 46.08%；实现归属于上市公司股东净利润 4.65 亿元，同比增长了 41.73%，实现基本每股收益 0.858 元，略超市场预期。公司业绩的增长原因主要来自三方面，首先是利润占比最大的尿素价格受国际尿素影响，产品价格上涨明显（尤其是二季度），产品毛利率较去年同期提升了 2.28 个百分点；其二是子公司内蒙宜化的 30 万吨 PVC 生产装置逐渐正常运转，以及青海宜化 30 万吨 PVC 二季度开始试生产，产生收益；其三是公司于今年 1 月份收购了子公司贵州宜化和宜化肥业的各 50% 的剩余股权，公司业绩得到有效提升。
- 二季度业绩环比大幅上涨。分季度来看，公司二季度实现营收 41.24 亿元，环比增长了 28.52%；实现归属于上市公司股东净利润 3.23 亿元，环比大幅上升 128.07%。二季度业绩环比大幅提升的主要原因是：（1）今年尿素旺季不旺，淡季不淡，反而二季度随着国际价格大幅上涨，盈利水平不降反升；（2）子公司内蒙宜化 PVC 运转正常化盈利水平大幅提升，以及青海宜化 PVC 产能贡献利润。
- 新增产能+PVC 需求拐点，是下半年主要看点：新疆宜化 40 万吨合成氨和 60 万吨尿素项目已进入设备安装期，下半年或可部分产出；根据去年上半年新房开工面积大幅增加的事实，按照短则 1.5 年，长则 2 年到 2.5 年的传导期计算，我们认为下半年 PVC 迎来需求拐点的可能性较大，公司 PVC 新产能的投放正好受益于行业整体盈利改善的机会。
- 尿素、磷肥、氯碱三大产业链逐渐成形，高成长仍是进行时。公司拥有丰富的磷矿资源，并着手加紧开发，年产 100 吨磷矿石的产能最快明年可以投产，从而完善磷矿-磷肥产业链；公司正在新疆五彩湾等地进一步控制煤炭资源，加上目前子公司贵州宜化的资源，煤炭/天然气-合成氨-尿素产业链及煤炭-电石-PVC 产业链布局也日趋完善。公司向上游资源靠拢的发展模式，在高速扩能的同时，也不断强化公司三大主产品的盈利能力，从而保证了公司未来三年的高成长性。
- 估值偏低的高成长行业龙头，维持推荐评级。上调公司 2011 年、12 年和 13 年 EPS 至 1.65 元、2.18 元和 2.59 元，考虑公司增发摊薄后的 EPS 分别为 1.29 元、1.71 元和 2.03 元，对应当前股价动态 PE 为 16 倍、12 倍和 10 倍，估值仍处行业偏低水平，维持推荐评级。
- 风险提示：天然气及电力等产品涨价风险；新开 PVC 装置工作不稳定风险

### 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 盈利预测

上调公司 2011 年、12 年和 13 年 EPS 至 1.65 元，2.18 元和 2.59 元，考虑公司增发摊薄后的 EPS 分别为 1.29 元，1.71 元和 2.03 元，对应当前股价动态 PE 为 16 倍、12 倍和 10 倍，估值仍处行业偏低水平，作为估值偏低的高成长行业龙头，维持推荐评级。

表 1：湖北宜化盈利预测

| 年份        | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1154495 | 1664857 | 1973729 | 2232894 |
| 营业成本      | 891804  | 1341258 | 1580500 | 1780624 |
| 销售费用      | 61492   | 66594   | 78949   | 89316   |
| 管理费用      | 39487   | 58270   | 69081   | 78151   |
| 营业利润      | 109886  | 139095  | 177116  | 210765  |
| 利润总额      | 115970  | 140095  | 178116  | 211765  |
| 所得税       | 13237   | 21014   | 26717   | 31765   |
| 净利润       | 57253   | 89310   | 118091  | 140400  |
| EPS       | 1.056   | 1.647   | 2.177   | 2.589   |
| EPS（考虑增发） | NA      | 1.290   | 1.706   | 2.028   |

资料来源：公司公告、长城证券研究所

### 风险提示：

1. 天然气及电力等产品涨价风险
2. 青海及新疆等新开 PVC 装置工作不稳定风险

附录：三张报表预测摘要

| 利润表（万元）   | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 主要财务指标     | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1154495 | 1664857 | 1973729 | 2232894 | 成长性        |        |       |       |       |
| 营业成本      | 891804  | 1341258 | 1580500 | 1780624 | 营业收入增长     | 31.8%  | 44.2% | 18.6% | 13.1% |
| 销售费用      | 61492   | 66594   | 78949   | 89316   | 营业成本增长     | 22.4%  | 50.4% | 17.8% | 12.7% |
| 管理费用      | 39487   | 58270   | 69081   | 78151   | 营业利润增长     | 113.8% | 26.6% | 27.3% | 19.0% |
| 财务费用      | 43165   | 51311   | 59136   | 64572   | 利润总额增长     | 113.2% | 20.8% | 27.1% | 18.9% |
| 投资净收益     | 476     | 0       | 0       | 0       | 净利润增长      | 140.9% | 56.0% | 32.2% | 18.9% |
| 营业利润      | 109886  | 139095  | 177116  | 210765  | 盈利能力       |        |       |       |       |
| 营业外收支     | 6083    | 1000    | 1000    | 1000    | 毛利率        | 22.8%  | 19.4% | 19.9% | 20.3% |
| 利润总额      | 115970  | 140095  | 178116  | 211765  | 销售净利率      | 5.0%   | 5.4%  | 6.0%  | 6.3%  |
| 所得税       | 13237   | 21014   | 26717   | 31765   | ROE        | 11.3%  | 14.3% | 15.2% | 14.7% |
| 少数股东损益    | 45480   | 29770   | 33308   | 39600   | ROIC       | 10.5%  | 9.9%  | 10.3% | 10.5% |
| 净利润       | 57253   | 89310   | 118091  | 140400  | 营运效率       |        |       |       |       |
| 资产负债表（万元） |         |         |         |         | 销售费用/营业收入  | 5.3%   | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%  |
| 流动资产      | 722048  | 827953  | 977702  | 1103106 | 管理费用/营业收入  | 3.4%   | 3.5%  | 3.5%  | 3.5%  |
| 货币资金      | 156170  | 199783  | 236847  | 267947  | 财务费用/营业收入  | 3.7%   | 3.1%  | 3.0%  | 2.9%  |
| 应收帐款      | 62046   | 33297   | 39475   | 44658   | 投资收益/营业利润  | 0.4%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 应收票据      | 14204   | 24973   | 29606   | 33493   | 所得税/利润总额   | 11.4%  | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 存货        | 252103  | 335314  | 395125  | 445156  | 应收帐款周转率    | 24.22  | 45.76 | 46.92 | 49.02 |
| 非流动资产     | 1152533 | 1394816 | 1676462 | 1809462 | 存货周转率      | 3.04   | 3.67  | 3.76  | 3.92  |
| 固定资产      | 1094198 | 1339156 | 1623478 | 1759155 | 流动资产周转率    | 1.49   | 1.84  | 1.90  | 1.94  |
| 资产总计      | 1874581 | 2222769 | 2654164 | 2912568 | 总资产周转率     | 0.56   | 0.68  | 0.71  | 0.71  |
| 流动负债      | 662922  | 892029  | 1172026 | 1250430 | 偿债能力       |        |       |       |       |
| 短期借款      | 372164  | 342164  | 322164  | 322164  | 资产负债率      | 72.5%  | 71.4% | 70.4% | 66.8% |
| 应付款项      | 125634  | 174254  | 205336  | 231336  | 流动比率       | 1.09   | 0.93  | 0.83  | 0.88  |
| 非流动负债     | 696090  | 696090  | 696090  | 696090  | 速动比率       | 0.71   | 0.55  | 0.50  | 0.53  |
| 长期借款      | 550150  | 550150  | 550150  | 550150  | 每股指标（元）    |        |       |       |       |
| 负债合计      | 1359013 | 1588119 | 1868116 | 1946520 | EPS        | 1.056  | 1.647 | 2.177 | 2.589 |
| 股东权益      | 507493  | 626574  | 777972  | 957973  | 每股净资产      | 9.36   | 11.55 | 14.34 | 17.66 |
| 股本        | 54238   | 54238   | 54238   | 54238   | 每股经营现金流    | 0.84   | 5.12  | 4.56  | 5.73  |
| 留存收益      | 210237  | 299548  | 417639  | 558039  | 每股经营现金/EPS | 0.8    | 3.1   | 2.1   | 2.2   |
| 少数股东权益    | 243018  | 272788  | 306096  | 345696  | 估值         |        |       |       |       |
| 负债和权益总计   | 1866506 | 2214693 | 2646089 | 2904493 | PE         | 20.0   | 12.8  | 9.7   | 8.2   |
| 现金流量表（万元） |         |         |         |         | PEG        | 0.36   | 0.40  | 0.51  | -     |
| 经营活动现金流   | 45764   | 277943  | 247213  | 310678  | PB         | 2.3    | 1.8   | 1.5   | 1.2   |
| 其中营运资本减少  | -213426 | 54797   | -38754  | -32381  | EV/EBITDA  | 9.49   | 7.76  | 6.74  | 5.75  |
| 投资活动现金流   | -323630 | -346393 | -416214 | -296059 | EV/SALES   | 1.92   | 1.40  | 1.28  | 1.14  |
| 其中资本支出    | -347606 | -346349 | -416214 | -296059 | EV/IC      | 1.42   | 1.29  | 1.17  | 1.08  |
| 融资活动现金流   | 316382  | -30000  | -20000  | 0       | ROIC/WACC  | 0.99   | 0.94  | 0.98  | 1.00  |
| 净现金总变化    | 39105   | -98449  | -189001 | 14619   | REP        | 1.43   | 1.37  | 1.19  | 1.08  |

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

#### 研究员介绍:

**耿 诺:** 中国地质科学院矿产学硕士，2008 年加入长城证券。

**凌学良:** 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

#### 研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

#### 长城证券销售交易部

##### 深圳联系人

**刘 璇:** 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

##### 北京联系人

**杨 洁:** 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

##### 上海联系人

**王维昌:** 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

**谢彦蔚:** 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

#### 长城证券研究所投资评级标准:

##### 公司评级

**强烈推荐**——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

**推荐**——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

**中性**——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

**回避**——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

##### 行业评级

**推荐**——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

**中性**——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

**回避**——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券有限责任公司

GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>