

增 持 维持

湖北宜化（000422）

2011 年 8 月 8 日

资源优势奠定长远发展基础

石化与基础化工行业分析师：邓勇
SAC 执业证书编号：S0850200010381
dengyong@htsec.com
021-23219404

8 月 5 日收盘价 21.40 元，6 个月目标价 25.60 元

湖北宜化发布澄清公告

公司发布澄清公告，对一些媒体关于公司尿素、氯碱及磷矿煤矿资源等情况作了澄清与说明，具体事项如下：

- （1）关于新疆宜化 60 万吨尿素项目进展情况。公司预计 2011 年 10 月投入试生产，2011 年 12 月底前正式投产。
- （2）关于新疆宜化 60 万吨尿素项目配套煤炭资源情况。为获取该项目资源，2011 年 3 月，新疆宜化在新疆设立了新疆东沟矿业、库克矿业两家公司，积极申报新疆宜化尿素和氯碱项目所需配套的煤炭、兰炭和石灰石资源。目前落实配套煤矿的工作正在进行过程中，配套资源的具体情况尚未确定。
- （3）关于磷矿资源。公司全资子公司宜化肥业于 2006 年 9 月取得江家墩磷矿探矿权。按照地质资料，该磷矿的储量为 1.5 亿吨。该矿详查工作已结束，目前进入勘探阶段。该矿设计开采能力为 150 万吨/年，分两期开采，一期 30 万吨/年，二期 120 万吨/年。目前正办理一期开采手续，预计 2011 年 12 月底前取得开采许可证。
- （4）关于新疆宜化氯碱项目。新疆宜化 50 万吨烧碱、60 万吨 PVC 及配套工程项目已经董事会通过。该项目分两期建设，一期工程（25 万吨烧碱、30 万吨 PVC）已开工建设。
- （5）关于新疆宜化尿素生产成本。按目前新疆当地煤炭市场价格，经测算，每吨尿素的成本基本在 900 元左右。

点评：

1. 新疆宜化尿素项目：成本优势明显

新疆宜化在建 40 万吨合成氨、60 万吨尿素项目预计年底前投产。该项目建成后，公司尿素年产能将达到 320 万吨/年，从而成为目前上市公司中尿素年产能最大的公司之一，其业绩弹性也将明显增强。

新疆宜化位于新疆准东五彩湾煤电煤化工产业带规划区，处于吉木萨尔县境内。五彩湾矿区煤炭储量极为可观，经初步勘探，煤炭预测储量在 1800 亿吨，探明储量 200 亿吨。具有发展煤电一体化、煤化工业务的资源优势。依托当地丰富的煤炭资源优势，公司投资建设尿素、氯碱项目，进一步完善了公司的全国布局。

新疆宜化尿素成本具有较强的成本优势。经公司测算，新疆宜化的尿素生产成本在 900 元/吨左右；而目前国内煤头尿素企业的生产成本应该在 1500 元/吨左右。由于新疆煤炭资源丰富，煤价便宜，使得新疆宜化的尿素生产具有明显的成本优势。目前新疆宜化正在积极申请配套煤矿资源（已成立新疆东沟矿业、库克矿业两家矿业公司），如果新疆宜化能去

的煤炭等相关资源,我们预计公司尿素生产成本有望进一步下降。

2. 磷矿资源: 储量丰富, 但短期内难以贡献收益

目前公司的磷矿资源主要集中在江家墩矿业。根据公司披露, 目前江家墩矿业的磷矿地质储量为 1.5 亿吨, 储量较为丰富。(同处于宜昌地区的兴发集团目前在探的树崮坪后坪矿段的初勘储量在 1 亿吨左右)。如该矿区能全部拿到采矿权, 将丰富公司的磷矿资源, 完善公司磷肥产业链(目前宜化肥业的磷肥年产能 60 万吨)。

江家墩矿业在短期内难以贡献收益。根据公司披露, 江家墩矿业的磷矿开采分为两期, 其中一期 30 万吨/年, 公司预计将在今年年底拿到开采许可证。在拿到开采权后, 要实现开采一般需要 1-2 年的时间, 因而我们预计江家墩矿业达到 30 万吨的磷矿开采能力最快要到明年底左右(如果公司已开始前期准备工作, 那么有可能提前到明年下半年)。因此, 我们认为, 江家墩磷矿业务在明年仍将不会对公司有大的利润贡献。

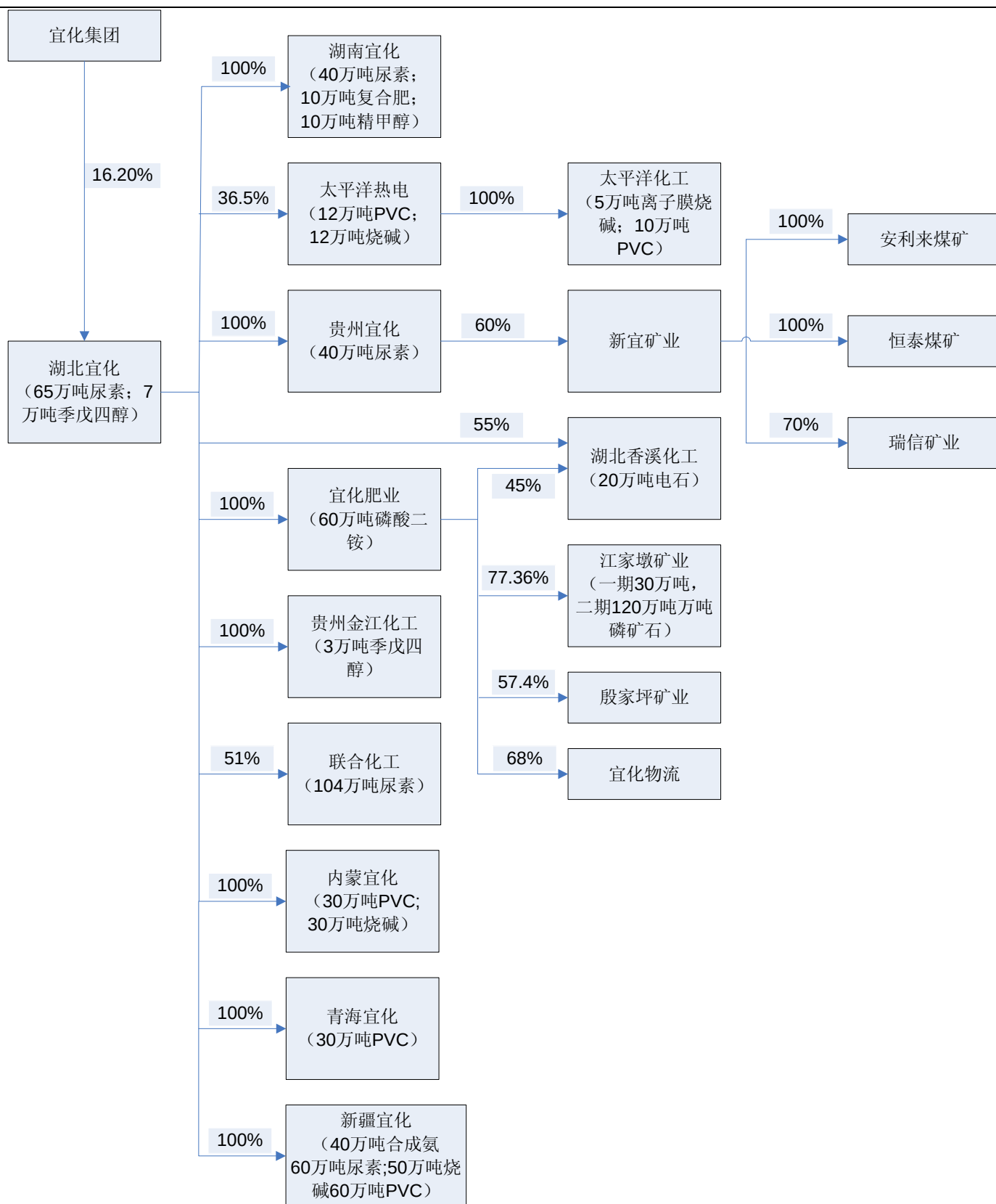
3. 盈利预测与投资评级

新疆、青海项目的陆续建成将成为公司新的利润增长点; 对宜化肥业、贵州宜化股权的收购(2011 年开始宜化肥业和贵州宜化成为公司全资子公司)则有助于公司业绩的增厚。我们预计公司 2011-12 年的 EPS 分别为 1.38、1.54 元, 6 个月目标价 25.60 元, 对应 2011-12 年 PE 为 18.55、16.62 倍, 维持“增持”投资评级。

4. 风险提示

在建项目(新疆、青海项目)进展如果低于预期, 可能影响盈利预测; 尿素、磷肥价格如果大幅下降也会对公司整体盈利有不利影响。

图 1 湖北宜化组织结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	18.19	13.92	12.44	11.62
P/B	3.82	3.00	2.46	2.06
P/S	0.90	0.69	0.59	0.57
EV/EBITDA	8.05	8.50	7.16	6.25

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率	2.64	2.29	2.09	1.85
借款/股东权益	1.92	1.69	1.48	1.31
已获利息倍数	3.68	2.44	2.55	2.68
流动比率	1.09	1.03	1.21	1.42
速动比率	0.71	0.56	0.69	0.90
现金比率	0.24	0.23	0.33	0.53

盈利能力指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	22.75	18.69	17.77	17.90
息税摊销折旧利润率	20.20	14.90	14.38	14.78
净利润率	4.96	4.98	4.73	4.94
净资产收益率	11.10	12.48	12.24	11.59
资产回报率	3.05	3.79	3.97	4.06
投资回报率	3.27	4.02	4.28	4.36

经营效率指标（天）	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	28.59	28.05	36.07	33.75
存货周转天数	4.30	4.38	4.35	4.05
总资产周转天数	0.72	0.78	0.87	0.84
固定资产周转天数	1.37	1.46	1.54	1.62

盈利增长（%）	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	31.78	30.10	17.86	2.50
主营利润增长率	113.76	-19.78	10.18	7.14
EBIT 增长率	83.49	-5.88	6.96	3.96
EBITDA 增长率	53.51	-4.01	13.73	5.35
净利润增长率	140.87	30.63	11.94	7.05

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1154495	1501997	1770313	1814611
主营业务成本	891804	1221243	1455691	1489790
主营业务利润	109886	88152	97124	104062
营业费用	61492	75100	88516	90731
管理费用	39487	52570	61961	63511
利润总额	115970	94235	103207	110146
EBIT	158655	149330	159720	166043
折旧摊销	74556	74528	94871	102172
EBITDA	233210	223858	254591	268215
投资收益	476	0	0	0
其他营业外收入	6083	6083	6083	6083
所得税	13237	10366	11353	12116
少数股东损益	45480	9079	8133	8408
净利润	57253	74791	83721	89622
每股收益（元）	1.06	1.38	1.54	1.65

资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	156170	149329	230361	378826
应收款项	93027	75100	88516	90731
存货	252103	305311	363923	372447
流动资产	722048	673482	853475	1016666
固定资产	1094198	1239266	1198148	1131833
总资产	1874581	1970963	2109730	2206509
应付帐款	116788	146549	174683	178775
长期借款	550150	569300	571700	572100
总负债	1359013	1371525	1425917	1433038
少数股东权益	243018	252097	260230	268638
股东权益	515569	599438	683813	773471
付息负债	991158	1010308	1012708	1013108
每股净资产（元）	5.03	6.40	7.81	9.31

现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	57253	69369	73153	77557
折旧摊销	74556	74528	94871	102172
营运资金变动	68423	-63298	-894	18604
经营活动现金流	49899	58035	73221	49899
固定资产投资	200634	295595	111507	34737
无形资产投资	-34503	0	0	0
资本支出	238030	203576	53537	35663
投资活动现金流	-323630	-203696	-53645	-35760
公司自由现金流	-91352	60904	172871	182823
股权自由现金流	204090	26204	120161	128669
债务变化	334146	19150	2400	400
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	316382	-55381	-66027	-67588
现金净流量	145211	-11151	81661	152182
每股经营性现金流（元）	0.84	0.92	1.07	1.35

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇：石化与基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国石化、中国石油、天利高新、盐湖钾肥、云天化、华鲁恒升、柳化股份、兴化股份、兴发集团、湖北宜化、天原集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。