

## 磷矿开始不断获取，公司进入资源收获阶段

公司研究简报

### ◆事件:

公司公告称其控股 77.36% 的湖北宜化江家墩矿业有限公司近日取得江家墩磷矿西矿段采矿权，该矿区面积 1.1361 平方公里，生产规模为 30 万吨。

江家墩磷矿总体按 150 万吨/年开采能力设计，分东、西部矿段两期开发，本次取得的是首期开发的西部矿段采矿权，东部矿段目前正在勘探过程中。

### ◆点评:

我们认为公司获取江家墩磷矿一期开采权将标志着公司磷矿资源战略进入收获期，未来公司在江家墩磷矿二期（120 万吨/年开采能力）及卡哈洛磷矿（持股 82.54%，计划产能 150 万吨/年）将逐步投产。

我们认为，磷矿石基于国内和国外的巨大价差，磷矿品位整体逐年降低，以及劳动力、能源等成本上升，未来长期趋势向上，其资源稀缺性也将越发明显。且未来行业整合带来的集中度提高，也将提升磷矿资源企业的议价能力，长期看好拥有优质磷矿资源及潜在整合预期的相关企业。

### ◆未来西部扩张战略下，业绩持续高增长可期:

公司目前产能为 260 万吨尿素、70 万吨二铵、84 万吨 PVC、10 万吨保险粉、10 万吨季戊四醇。未来公司还将增加新疆 60 万吨尿素、60 万吨 PVC（一期 30 万吨，二期 30 万吨），湖北 54 万吨二铵的产能，其低成本扩张的步伐仍将前行，从而带来公司业绩的持续高速增长。

### ◆维持“买入”投资评级，给予目标价 22 元:

我们暂维持对公司 11/12 年 1.70 元和 2.00 元的业绩（不考虑增发摊薄）预测，考虑到公司向西部的战略转移、未来磷矿投产将提升公司估值，我们维持对公司“买入”评级，给予目标价 22 元。

### ◆风险提示:

化工产品价格大幅波动的风险。

### 业绩预测和估值指标

| 指标         | 2009   | 2010    | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 8,761  | 11,545  | 14,526 | 17,524 | 20,192 |
| 营业收入增长率    | 22.86% | 31.78%  | 25.82% | 20.64% | 15.23% |
| 净利润(百万元)   | 238    | 573     | 922    | 1,086  | 1,467  |
| 净利润增长率     | -4.37% | 140.87% | 60.99% | 17.80% | 35.15% |
| EPS(元)     | 0.44   | 1.06    | 1.70   | 2.00   | 2.71   |
| ROE(归属母公司) | 10.95% | 21.01%  | 25.65% | 23.85% | 24.96% |
| P/E        | 38     | 16      | 10     | 8      | 6      |

### 买入(维持)

当前价/目标价: 16.62/22.00 元

目标期限: 12 个月

### 分析师

程磊 (执业证书编号: S0930510120003)

021-22169157

[chenglei@ebsecn.com](mailto:chenglei@ebsecn.com)

张力扬 (执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167

[zhangly@ebsecn.com](mailto:zhangly@ebsecn.com)

王席鑫 (执业证书编号: S0930511020001)

021-22169077

[wangxixin@ebsecn.com](mailto:wangxixin@ebsecn.com)

### 联系人

孙琦祥

021-22169123

[sunqx@ebsecn.com](mailto:sunqx@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 5.42

总市值(亿元): 90.14

一年最低/最高(元): 16.22/24.44

近 3 月换手率: 128.45%

### 股价表现(一年)

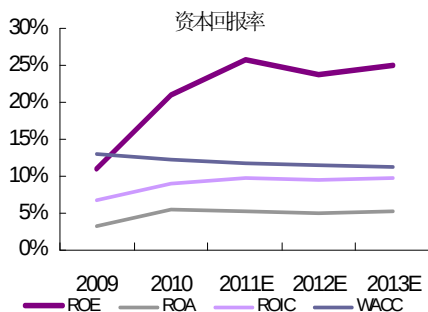
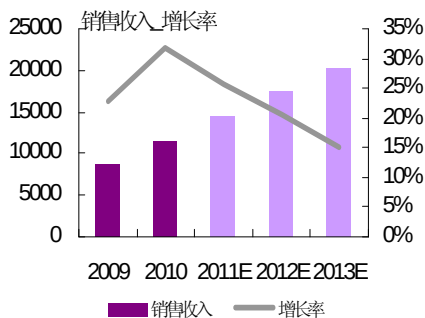
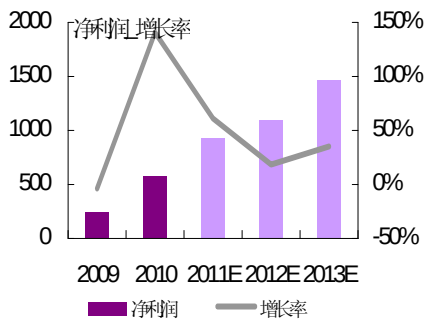
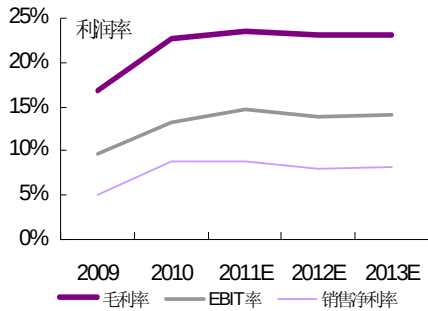


### 收益表现

| %  | 一个月    | 三个月    | 十二个月   |
|----|--------|--------|--------|
| 相对 | -7.59  | -12.59 | 13.60  |
| 绝对 | -17.72 | -23.55 | -12.13 |

### 相关研报

三季报业绩超预期，持续高速增长可期  
 .....2011-10-16  
 中期业绩略超预期，氯碱业务保障全年业绩  
 .....2011-07-28



| 利润表 (百万元) | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E    | 2013E    |
|-----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入      | 8,761  | 11,545 | 14,526 | 17,524   | 20,192   |
| 营业成本      | 7,283  | 8,918  | 11,111 | 13,480   | 15,504   |
| 折旧和摊销     | 655    | 746    | 1,009  | 1,212    | 1,396    |
| 营业税费      | 8      | 31     | 38     | 46       | 52       |
| 销售费用      | 314    | 615    | 777    | 946      | 1,090    |
| 管理费用      | 290    | 395    | 494    | 613      | 687      |
| 财务费用      | 345    | 432    | 595    | 759      | 869      |
| 公允价值变动损益  | 6      | 0      | 0      | 0        | 0        |
| 投资收益      | 1      | 5      | 1      | 1        | 1        |
| 营业利润      | 514    | 1,099  | 1,530  | 1,671    | 1,981    |
| 利润总额      | 544    | 1,160  | 1,470  | 1,611    | 1,921    |
| 少数股东损益    | 210    | 455    | 350    | 300      | 185      |
| 归属母公司净利润  | 237.69 | 572.53 | 921.73 | 1,085.78 | 1,467.48 |

| 资产负债表 (百万元) | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 13,516 | 18,746 | 23,708 | 27,234 | 30,790 |
| 流动资产        | 3,818  | 7,220  | 9,424  | 10,662 | 12,614 |
| 货币资金        | 1,137  | 1,562  | 1,888  | 2,278  | 2,625  |
| 交易型金融资产     | 20     | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款        | 187    | 620    | 751    | 906    | 1,044  |
| 应收票据        | 133    | 142    | 218    | 248    | 279    |
| 其他应收款       | 136    | 310    | 436    | 613    | 618    |
| 存货          | 1,630  | 2,521  | 3,889  | 4,313  | 4,934  |
| 可供出售投资      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 持有到期金融资产    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资        | 7      | 7      | 7      | 7      | 8      |
| 固定资产        | 7,570  | 9,016  | 11,549 | 13,656 | 15,185 |
| 无形资产        | 866    | 520    | 494    | 470    | 446    |
| 总负债         | 9,837  | 13,590 | 17,335 | 19,603 | 21,645 |
| 无息负债        | 3,167  | 3,468  | 4,699  | 5,065  | 5,625  |
| 有息负债        | 6,671  | 10,122 | 12,636 | 14,538 | 16,020 |
| 股东权益        | 3,679  | 5,156  | 6,373  | 7,632  | 9,145  |
| 股本          | 542    | 542    | 542    | 542    | 542    |
| 公积金         | 477    | 531    | 611    | 611    | 611    |
| 未分配利润       | 1,083  | 1,572  | 2,359  | 3,318  | 4,646  |
| 少数股东权益      | 1,508  | 2,430  | 2,780  | 3,080  | 3,265  |

| 现金流量表 (百万元) | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 768    | 458    | 2,260  | 2,872  | 2,872  |
| 净利润         | 238    | 573    | 922    | 1,086  | 1,467  |
| 折旧摊销        | 655    | 746    | 1,009  | 1,212  | 1,396  |
| 净营运资金增加     | 1,421  | 2,606  | 1,034  | 872    | 1,391  |
| 其他          | -1,545 | -3,467 | -704   | -298   | -1,383 |
| 投资活动产生现金流   | -1,123 | -3,236 | -3,799 | -3,499 | -2,999 |
| 净资本支出       | 1,136  | 3,237  | 3,800  | 3,500  | 3,000  |
| 长期投资变化      | 7      | 7      | 0      | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | -2,266 | -6,481 | -7,598 | -6,999 | -5,999 |
| 融资活动现金流     | 1,026  | 3,164  | 1,865  | 1,017  | 474    |
| 股本变化        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债务净变化       | 1,800  | 3,451  | 2,514  | 1,902  | 1,482  |
| 无息负债变化      | -135   | 302    | 1,231  | 366    | 561    |
| 净现金流        | 672    | 391    | 327    | 390    | 347    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                 | 2009   | 2010    | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>   |        |         |        |        |        |
| 收入增长率                | 22.86% | 31.78%  | 25.82% | 20.64% | 15.23% |
| 净利润增长率               | -4.37% | 140.87% | 60.99% | 17.80% | 35.15% |
| EBITDA 增长率           | 39.47% | 50.75%  | 37.92% | 16.21% | 16.61% |
| EBIT 增长率             | 47.04% | 79.06%  | 39.19% | 14.37% | 17.29% |
| <b>估值指标</b>          |        |         |        |        |        |
| PE                   | 38     | 16      | 10     | 8      | 6      |
| PB                   | 4      | 3       | 3      | 2      | 2      |
| EV/EBITDA            | 12     | 11      | 9      | 8      | 7      |
| EV/EBIT              | 22     | 16      | 13     | 12     | 11     |
| EV/NOPLAT            | 27     | 18      | 15     | 14     | 13     |
| EV/Sales             | 2      | 2       | 2      | 2      | 2      |
| EV/IC                | 2      | 2       | 1      | 1      | 1      |
| <b>盈利能力 (%)</b>      |        |         |        |        |        |
| 毛利率                  | 16.86% | 22.75%  | 23.51% | 23.08% | 23.21% |
| EBITDA 率             | 17.20% | 19.67%  | 21.57% | 20.78% | 21.02% |
| EBIT 率               | 9.73%  | 13.22%  | 14.62% | 13.86% | 14.11% |
| 税前净利润率               | 6.21%  | 10.05%  | 10.12% | 9.20%  | 9.51%  |
| 税后净利润率 (归属母公         | 2.71%  | 4.96%   | 6.35%  | 6.20%  | 7.27%  |
| ROA                  | 3.31%  | 5.48%   | 5.36%  | 5.09%  | 5.37%  |
| ROE (归属母公司) (摊       | 10.95% | 21.01%  | 25.65% | 23.85% | 24.96% |
| 经营性 ROIC             | 6.80%  | 8.89%   | 9.67%  | 9.43%  | 9.74%  |
| <b>偿债能力</b>          |        |         |        |        |        |
| 流动比率                 | 0.80   | 1.09    | 0.85   | 0.80   | 0.87   |
| 速动比率                 | 0.46   | 0.71    | 0.50   | 0.48   | 0.53   |
| 归属母公司权益/有息债务         | 0.33   | 0.27    | 0.28   | 0.31   | 0.37   |
| 有形资产/有息债务            | 1.89   | 1.80    | 1.84   | 1.84   | 1.89   |
| <b>每股指标(按最新预测年度股</b> |        |         |        |        |        |
| EPS                  | 0.44   | 1.06    | 1.70   | 2.00   | 2.71   |
| 每股红利                 | 0.10   | 0.10    | 0.23   | 0.26   | 0.30   |
| 每股经营现金流              | 1.42   | 0.84    | 4.17   | 5.30   | 5.29   |
| 每股自由现金流(FCFF)        | -2.19  | -6.80   | -3.70  | -1.96  | -0.99  |
| 每股净资产                | 4.00   | 5.03    | 6.62   | 8.39   | 10.84  |
| 每股销售收入               | 16.15  | 21.29   | 26.78  | 32.31  | 37.23  |

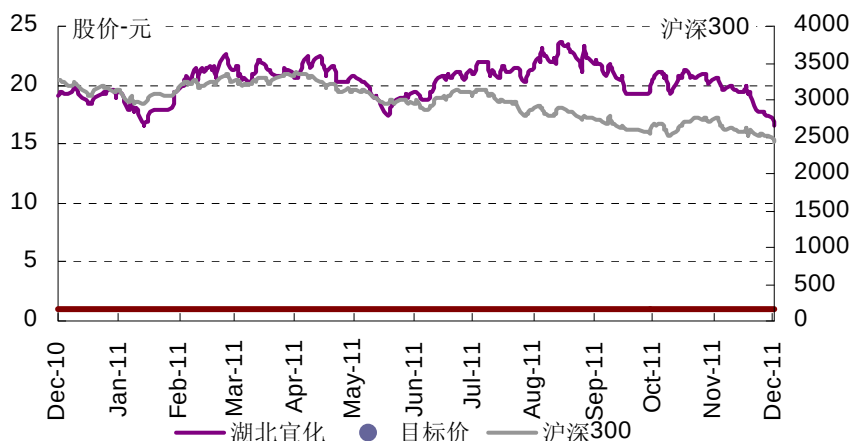
资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

湖北宜化 (000422)



| 日期         | 股价    | 目标价   | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2010-10-25 | 22.91 | 30.00 | 买入 |
| 2011-03-06 | 21.50 | 30.00 | 买入 |
| 2011-07-28 | 21.43 | 30.00 | 买入 |
| 2011-10-16 | 20.98 | 30.00 | 买入 |
| 2011-10-17 | 20.98 | 30.00 | 买入 |
| 2011-10-23 | 19.26 | 30.00 | 买入 |
| 2011-11-06 | 20.58 | 30.00 | 买入 |
| 2011-11-27 | 19.51 | 30.00 | 买入 |

资料来源：光大证券研究所

|    |    |    |
|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 中性 |
| 减持 | 卖出 |    |

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组   | 姓名  | 办公电话          | 手机          | 电子邮件                  |
|--------|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 北京     | 王汗青 | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com     |
|        | 郝辉  | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebsecn.com     |
|        | 黄怡  | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com    |
| 企业客户   | 孙威  | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com     |
|        | 吴江  | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com    |
|        | 杨月  |               | 18910037319 | yangyue1@ebsecn.com   |
| 上海     | 李大志 | 021-22169128  | 13810794466 | lidz@ebsecn.com       |
|        | 严非  | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com     |
|        | 王宇  | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com    |
|        | 周薇薇 | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com    |
|        | 徐又丰 | 021-22169082  | 13917191862 | xuyf@ebsecn.com       |
|        | 韩佳  | 021-22169491  | 13761273612 | hanjia@ebsecn.com     |
|        | 冯诚  | 021-22169083  | 18616830416 | fengcheng@ebsecn.com  |
|        | 黎晓宇 | 0755-83024434 | 13823771340 | lix1@ebsecn.com       |
| 深圳     | 黄鹂华 | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com    |
|        | 张晓峰 | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com    |
|        | 江虹  | 0755-83024029 | 13810482013 | jianghong1@ebsecn.com |
|        | 濮维娜 | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebsecn.com       |
| 富尊财富中心 | 陶奕  | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com      |
|        | 戚德文 | 021-22169152  | 15821755866 | qidw@ebsecn.com       |
|        | 郑锐  | 021-22169080  | 13761361968 | zhui@ebsecn.com       |