

获取内蒙廉价电力供应，彰显公司低成本扩张之路

公司研究简报

◆ 事件：

公司公告全资子公司内蒙宜化拟受让华电能源持有的内蒙古华电乌达热电 27% 的股权（交易价格未定）。股权转让完成后，华电能源同意将乌达热电现有两台 15 万千瓦发电机组以自备供电的结算方式向内蒙宜化年产 30 万吨聚氯乙烯项目供电。

◆ 内蒙自备电厂获取将明显降低公司聚氯乙烯生产成本

我们认为公司通过购买乌达热电 27% 以获取廉价的电力供应将大幅降低其内蒙古 30 万吨聚氯乙烯的生产成本。

按照测算，采用自备供电结算后，内蒙宜化生产用电将从目前的 0.455 元/千瓦时降至 0.365 元/千瓦时，而在聚氯乙烯的生产过程中每吨需要消耗约 5700-6200 千瓦时的电力供应（含电石的电力消耗），那么每千瓦时的电价下降 0.09 元将使公司每年至少节省 1.54-1.70 亿元的成本，相当于节省每股收益约 0.31 元（不考虑增发摊薄）。

◆ 低成本扩张战略下，未来持续高增长可期：

公司上周公告获取江家墩磷矿一期 30 万吨开采权，而今日公告通过购买股权获取内蒙自备电力供应，两者均彰显了公司一直所秉承的低成本扩张战略。目前公司产能为 260 万吨尿素、70 万吨二铵、84 万吨 PVC、10 万吨保险粉和 10 万吨季戊四醇。未来公司还将继续增加包括新疆 60 万吨尿素、60 万吨 PVC（一期 30 万吨和二期 30 万吨），湖北 54 万吨二铵产能，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：

预计公司 11、12 年业绩分别为 1.70、2.00 元/股（不考虑增发摊薄）。考虑到公司积极推进向西部资源地区发展的战略，明年将实现尿素、氯碱等大宗品的低成本扩张，而且公司的资源属性也将逐步被市场所挖掘，我们维持公司“买入”评级，给予目标价 22 元。

◆ 风险提示：

化工产品价格波段的风险。

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：17.55/22.00 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

张力扬（执业证书编号：S0930511010005）

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

王席鑫（执业证书编号：S0930511020001）

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

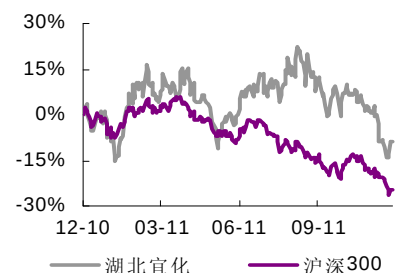
总股本(亿股)：5.42

总市值(亿元)：95.19

一年最低/最高(元)：16.22/24.44

近 3 月换手率：124.68%

股价表现(一年)

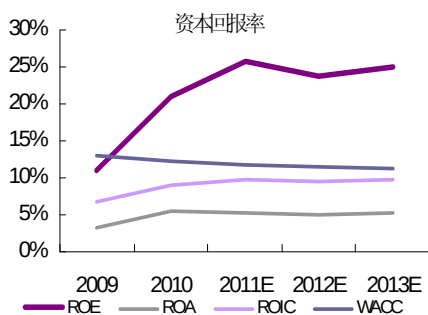
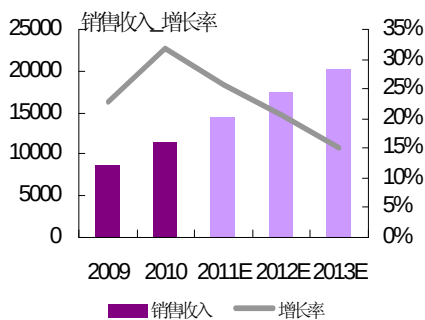
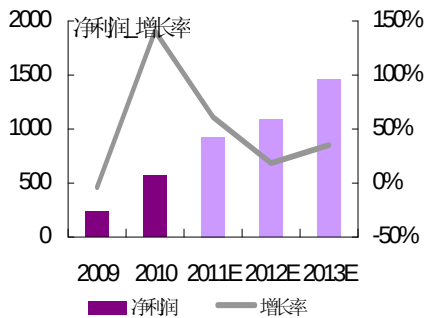
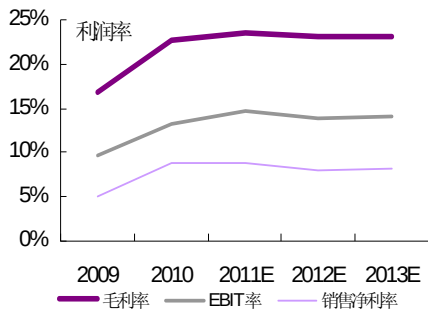


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.61	-4.35	17.75
绝对	-10.42	-15.63	-8.56

相关研报

磷矿开始不断获取，公司进入资源收获阶段
.....2011-12-14
三季报业绩超预期，持续高速增长可期
.....2011-10-16



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
成长能力 (%YoY)					
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%
估值指标					
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
盈利能力 (%)					
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%
偿债能力					
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
每股指标(按最新预测年度股					
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

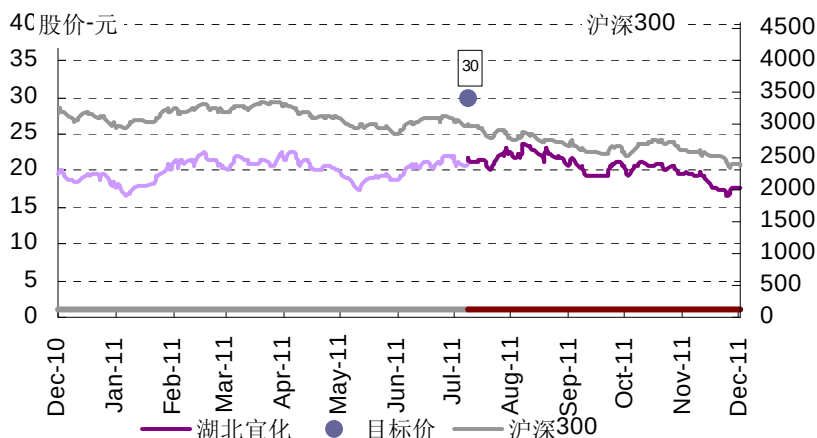
资料来源：光大证券、上市公司

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
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
2011-12-14	16.62	22.00	买入
2011-12-19	17.66	22.00	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	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	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
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com