

产能不断爆发，业绩提升不断

——湖北宜化（000422）调研报告

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2011 年 12 月 28 日

化工行业

联系人

张敬华

010-68784257

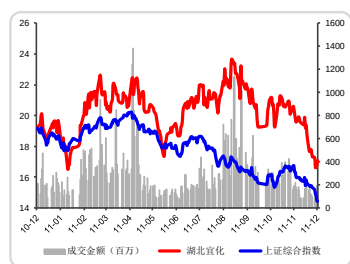
zhangjh_bh@126.com

评级：推荐

目标价格：22.98

最新收盘价：17.12

最近一年行情相对走势



相关研究报告

首次

近期我们调研了湖北宜化，调研的主要目的是了解公司的主营项目的生产经营情况以及投资项目的进展情况和未来投资规划，同时了解公司在向上游资源布局的进展情况。

投资要点：

● 向上游布局，资源优势明显

公司地处湖北宜昌，宜昌是磷矿资源主要富集地，公司拥有 1.5 亿吨以上的磷矿资源，远景磷矿资源拥有量更加丰富；公司贵州宜化、内蒙宜化以及新疆宜化尿素项目均位于煤炭、天然气富集地，且此等项目均有煤炭、天然气等配套资源；

● 成本优势明显

宜昌本部DAP项目所在地磷矿资源丰富，成本优势明显，且公司已获得江家墩采矿权，2013年起磷矿石原料可逐步自供；贵州宜化、内蒙宜化、青海宜化以及新疆宜化的尿素项目以及PVC项目均处于西部资源富集区，生产原料成本和电力成本较低，综合生产成本远低于行业内平均成本；

● 规模优势明显

尿素远景权益产能 277.32 万吨，国内第一；PVC 远景权益产能 113.56 万吨，国内第一；烧碱远景权益产能 104.605 万吨；季戊四醇 10 万吨，国内第一，全球第二；保险粉 10 万吨；DAP125 万吨；

● 产能不断释放，业绩逐年提升

青海 30 万吨 PVC 项目，2012 年满产；新疆 60 万吨尿素项目，2012 年投产；新疆一期 30 万吨 PVC 项目，2012 年底试产，2013 年达产；新建 56 吨 DAP 项目，2013 年投产。

● 业绩预测

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	8,761	11,545	16,964	19,238	21,891
(+/-)%	23%	32%	47%	13%	14%
经营利润（EBIT）	865	1587	2116	2831	3459
(+/-)%	7%	83%	33%	34%	22%
净利润	238	573	923	1422	1864
(+/-)%	-4%	141%	61%	54%	31%
每股净收益（元）	0.438	1.056	1.702	2.054	2.692

目 录

1. 上游布局合理，资源优势明显	4
2. 进军西部，受惠于西部开发政策，成本优势明显	6
3. 行业龙头，规模优势明显	9
4. 产能不断提升，业绩不断爆发	11
5. 盈利预测	11

图 目 录

图 1: 化肥产品生产流程	4
图 2: 聚氯乙烯 (PVC) 生产工艺	4
图 3: 原煤产量及消费量统计	5
图 4: 全国化肥行业耗煤统计预测	5
图 5: 全球磷矿资源储量统计	5
图 6: 我国磷矿资源分布统计	5
图 7: 湖北宜化所属子公司项目产能及资源优势	6
图 8: 国内化肥用煤价格走势	7
图 9: 磷矿石平均市场价格走势	7
图 10: 国内尿素市场价格走势	8
图 11: 国内磷肥市场价格走势	8
图 12: 国内电石市场价格走势	8
图 13: 国内 PVC 市场价格走势	8
图 14: 国内烧碱价格走势	8
图 15: 湖北宜化所属子公司项目产能及资源优势	9
图 16: 湖北宜化尿素产能统计	10
图 17: 湖北宜化 DAP 产能统计	10
图 18: 湖北宜化 PVC 产能统计	10
图 19: 湖北宜化烧碱产能统计	10
图 20: 湖北宜化投资建设项目逐年投产助业绩提升	11

表 目 录

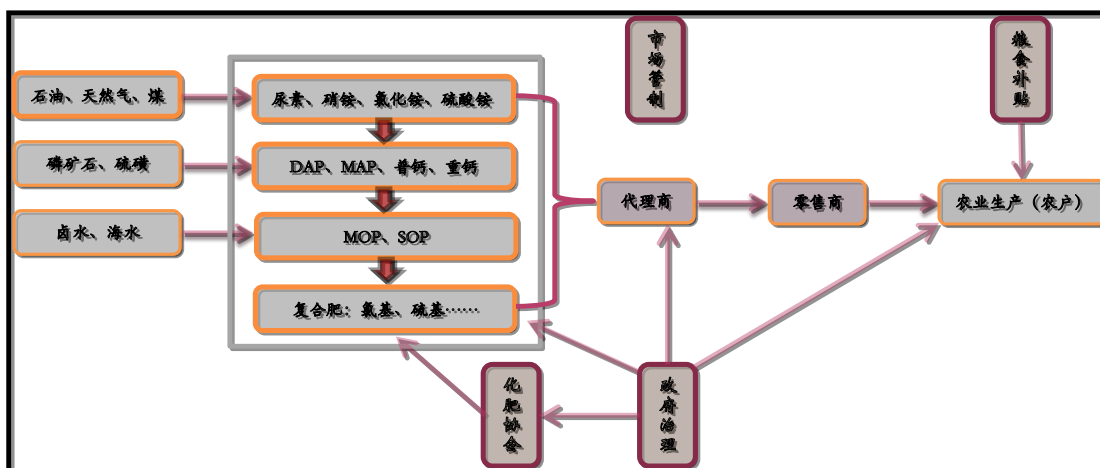
表 1: 我国磷矿石资源品位储量统计	5
表 2: 国内保障房工期统计表	9
表 3: 盈利预测三大表	12

1. 上游布局合理，资源优势明显

目前,公司的主营项目是化肥和氯碱,从二者的生产工艺流程来看,资源属性较强;因此,对于处于该行业的企业来说,是否拥有资源,或者原材料渠道,至关重要。可以说,对于化肥和氯碱企业,向上游资源布局可以获得较强的成本控制优势,企业才能够获得较强的精致优势,从而使企业长青。

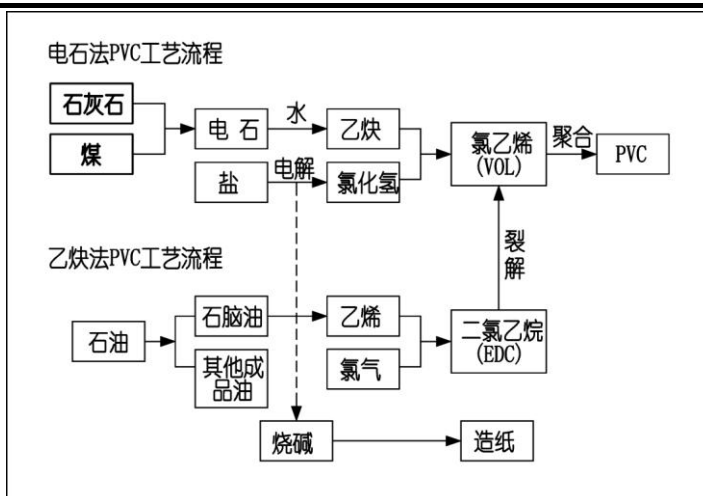
随着煤炭、磷矿等资源供应日益趋紧,拥有资源对于资源属性较强的行业来说,显得更加重要。公司通过向上控制资源和将新产能布局在资源富集地,实现成本控制,从而实现产品的高盈利。

图 1: 化肥产品生产流程



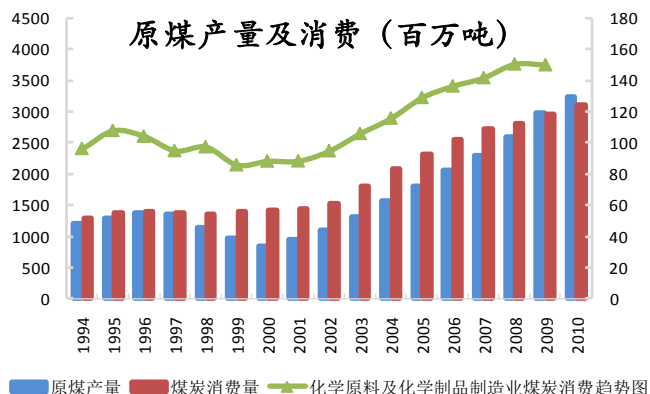
数据来源：渤海证券研究所

图 2: 聚氯乙烯 (PVC) 生产工艺



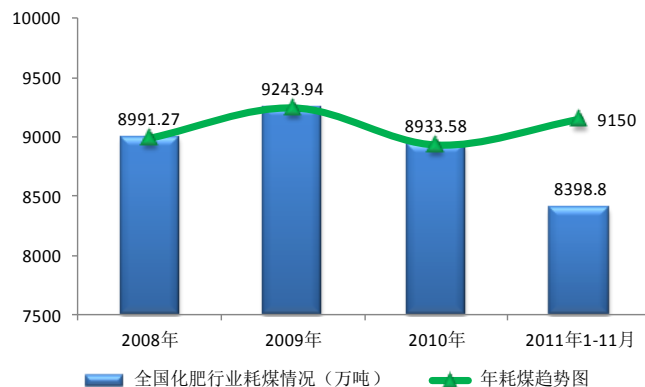
数据来源：渤海证券研究所

图 3: 原煤产量及消费量统计



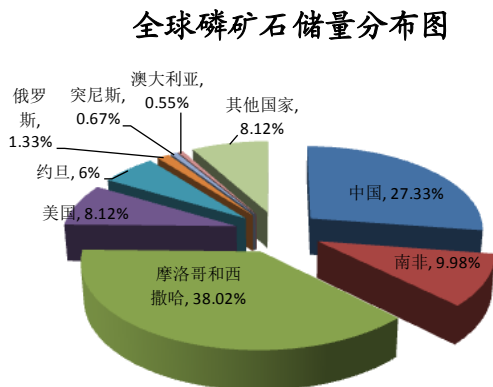
数据来源: CEIC、渤海证券研究所

图 4: 全国化肥行业耗煤统计预测



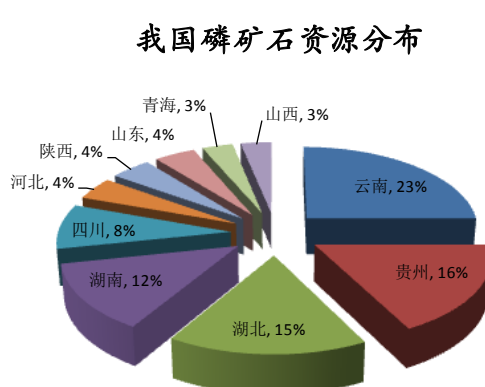
数据来源: 中国煤炭资源网、渤海证券研究所

图 5: 全球磷矿石资源储量统计



数据来源: 国土资源部、渤海证券研究所

图 6: 我国磷矿石资源分布统计



数据来源: 国土资源部、渤海证券研究所

表 1: 我国磷矿石资源品位储量统计

等级	矿石储量 (亿吨)	占比 (%)	P2O5量 (亿吨)	占比 (%)
I 级磷矿 (P2O5 ≥ 30%)	16.57	9.40	5.30	16.71
II 级磷矿 (P2O5, 25% ~ 30%)	21.20	12.02	5.74	18.10
III 级磷矿 (P2O5, 12% ~ 25%)	105.20	59.65	19.00	59.90
IV 级磷矿 (P2O5 < 12%)	33.40	18.94	1.68	5.30

资料来源: 国土资源部、渤海证券研究所

图 7：湖北宜化所属子公司项目产能及资源优势

	公司	项目	资源优势
1	湖北宜化肥业	75万吨DAP（远期125万吨）	地处磷矿富集地宜昌，拥有江家墩磷矿77.36%股票，储量1.5亿吨，设计产能130万吨/年，13年逐步投产；82.54%持股四川华瑞矿业，拥有卡哈洛磷矿，储量约1.23亿吨，预设产能150万/年；
2	贵州宜化	45万吨尿素	60%持股新宜矿业（100%安利来煤矿30万吨/年产能，100%恒泰煤矿60万吨/年产能，70%瑞信矿业45万吨/年产能70%宜鑫矿业，40%矿业集团）；
3	内蒙宜化	30万吨PVC 30万吨烧碱	配备石灰石、兰炭、卤水等资源；
4	内蒙联合化工	120万吨尿素	地处鄂尔多斯，燃气资源丰富，紧邻燃气站；
5	青海宜化	30万吨PVC 30万吨烧碱	配备石灰石、兰炭、卤水等资源；
6	新疆宜化	60万吨尿素 30万吨PVC 25万吨烧碱 （PVC二期待定）	100%持股东沟矿业拥有石灰石等资源，100%持股库克矿业申请尿素项目配套的煤炭资源，进展顺利；

数据来源：渤海证券研究所

2. 进军西部，受惠于西部开发政策，成本优势明显

受产能过剩、需求不足等因素影响，氮肥、磷肥以及 PVC 等产品市场竞争愈来愈激烈。在高度竞争的市场环境下，随着上游原材料价格的逐步走高，规模优势以及成本控制能力较强的企业将拥有绝对优势。

近年来，湖北宜化新开工建设投产的项目，均位于西部。这些项目不但享受国家对化肥产业的各项优惠政策，且因项目地处西部，故同时也享受西部开发的税收减免等方面的优惠政策；此外，在电价上调的背景下，西部的电价低于行业平均水平。因此，与同行业相比，湖北宜化在生产成本方面，有较强的竞争优势。

从尿素产品来看，公司的尿素项目主要是贵州宜化、内蒙古联合化工以及未来要投产的新疆宜化。从生产工艺来看，贵州宜化和新疆宜化主要以煤头为主，内蒙联合化工主要为气头。目前生产尿素的原料主要是煤与天然气，主要原料占到尿素总生产成本的 70%，今年 6 月 1 日起，工业用天然气平均上涨 0.23 元/m³后，导致气头尿素生产企业成本上涨 170~280 元/吨；目前，天然气低端价位 1.1 元

/立方米左右，对应的尿素生产成本 1400 元/吨，高端价位 1.6 元/立方米左右，对应的尿素成本是 1800 元/吨，气头尿素吨成本在 1400~1800 元/吨之间。煤头尿素企业成本普遍在 1700~1800 元/吨。而湖北宜化的尿素生产成本，贵州宜化~1550 元/吨，湖南宜化~1700 元/吨，内蒙联合化工~1200 元/吨，而新疆的尿素生产成本更低，仅为 1000 元/吨左右。

从 DAP 产品来看，其主要生产成本就是磷矿石成本，宜化的 DAP 项目位于宜昌本部，该地区磷矿资源丰富，价位低于行业平均水平，且随着公司自有磷矿资源的开采，其生产成本将进一步降低。

从 PVC 产品来看，主要生产工艺分为乙烯法和电石法。受我国石油资源储量因素影响，目前国内 80% 以上的 PVC 采用电石法生产，而电石法的主要生产成本就是电力成本，生产一吨 PVC 大概需要消耗 8250 KWH（包括制备电石、氯气、氢气等）。随着电力售价的提高，PVC 将面临沉重的成本压力，对一体化的 PVC 生产企业构成实质性利好。我们认为，公司在宜昌本部的 24 万吨 PVC 项目拥有公司自有热电供应，在内蒙和青海以及新疆的 PVC 项目均处于电供应充足、电价低廉的西部，且公司欲入股内蒙的热电企业，电价的上调对公司影响较小。从下游需求方面来看，保障房建设对 PVC 行业的整体拉动作用将逐渐显现。2011 年保障房建设总量约为 1000 万套，2012 年预计建设总量为 700 万套，根据 2010 年以及 2011 年国内保障房开工及结余情况，预计 2012 年将有 2000 万套保障房同时建设，因此，我们认为 2012 年和 2013 年，以及未来几年保障房建设即将进入装修阶段，PVC 的需求将逐渐升温，行业的拐点或将到来。

图 8：国内化肥用煤价格走势

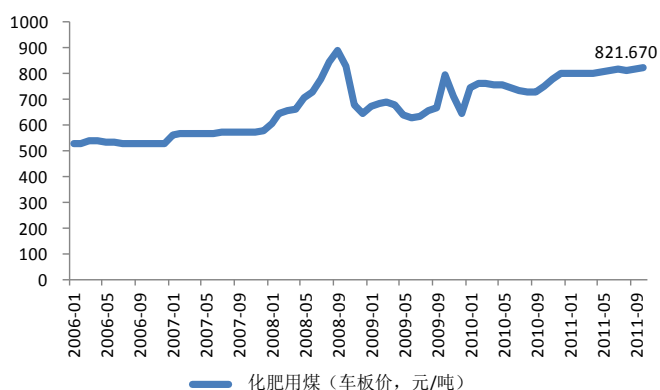
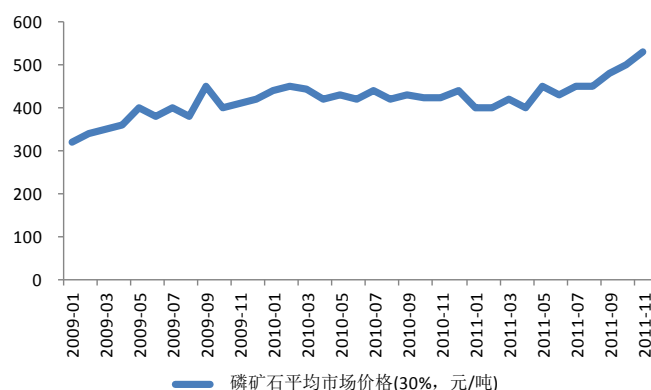


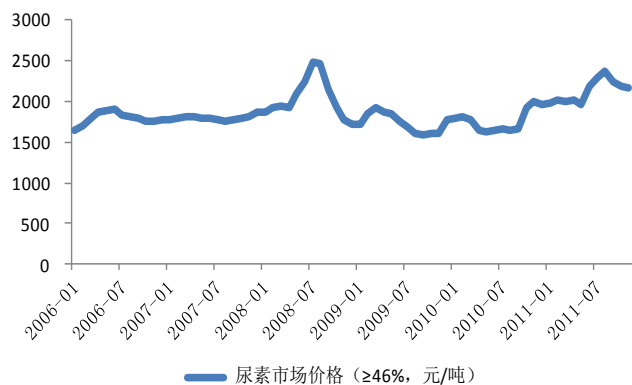
图 9：磷矿石平均市场价格走势



数据来源：CEIC、渤海证券研究所

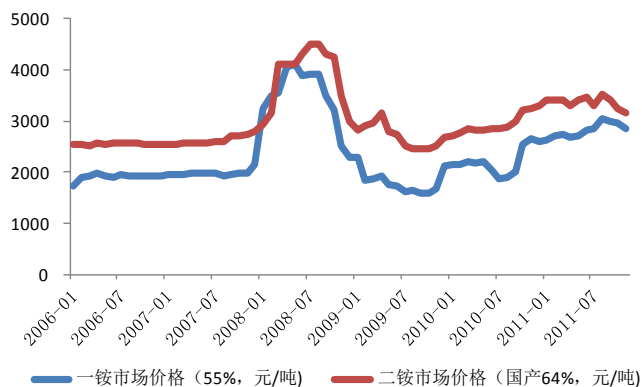
数据来源：CEIC、渤海证券研究所

图 10: 国内尿素市场价格走势



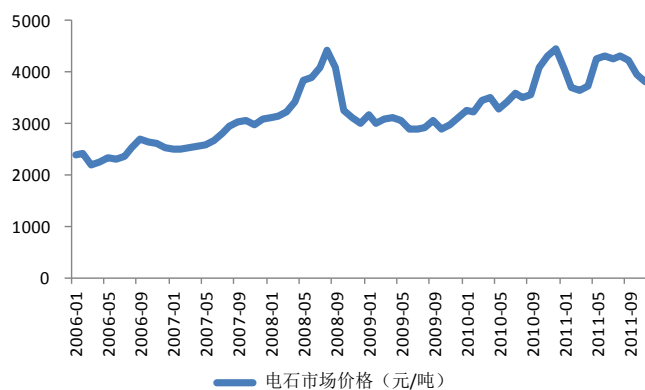
数据来源: CEIC、渤海证券研究所

图 11: 国内磷肥市场价格走势



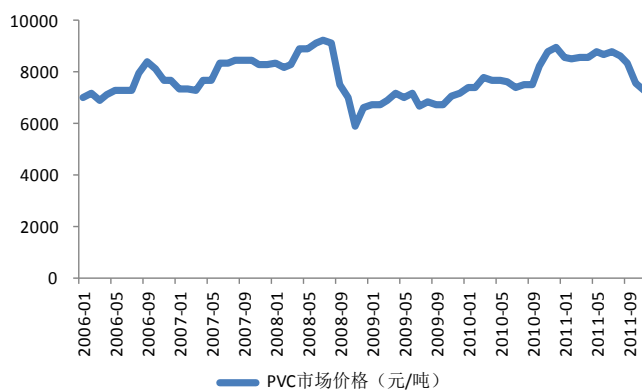
数据来源: CEIC、渤海证券研究所

图 12: 国内电石市场价格走势



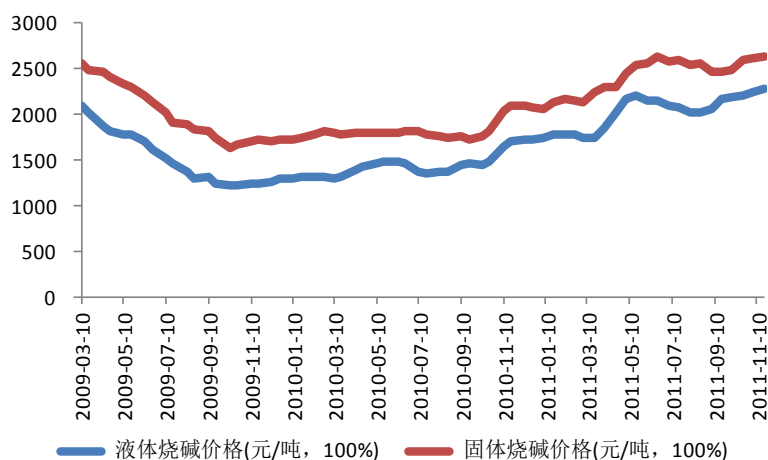
数据来源: CEIC、渤海证券研究所

图 13: 国内 PVC 市场价格走势



数据来源: CEIC、渤海证券研究所

图 14: 国内烧碱价格走势



数据来源: CEIC、渤海证券研究所

表 2: 国内保障房工期统计表

2010年	2011年	2012年
新开工: 590万套	上年结余: 560万套	上年结余: 1260万套
竣工: 33万套	新开工: 1000万套	新开工: 700万套
结余: 约560万套	竣工: 300万套	同时建设: 约2000万套
	结余: 约1260万套	

资料来源: 住建部、渤海证券研究所

图 15: 湖北宜化所属子公司项目产能及资源优势

	公司	产品	基本成本
1	湖北宜化肥业	DAP	磷矿石成本~450元/吨, 2013起可逐步自供;
2	湖北宜化	尿素	煤头, 煤炭成本~1200元/吨, 总成本~1800元/吨;
3	湖南宜化	尿素	煤头, 煤炭成本~900元/吨, 总成本~1700元/吨;
4	贵州宜化	尿素	煤头, 煤炭成本~700元/吨, 总成本~1550元/吨;
5	内蒙联合化工	尿素	气头, 天然气成本~0.94元/立方米, 总成本~1200元/吨;
6	新疆宜化	尿素 PVC 烧碱	煤头, 煤炭成本~150元/吨, 总成本~1000元/吨 电, ~0.25元/度;
7	内蒙宜化	PVC 烧碱	电, ~0.403元/度;
8	青海宜化	PVC 烧碱	电, ~0.41元/度;
9	太平洋热电	PVC 烧碱	电, ~0.613元/度;

数据来源: 渤海证券研究所

3. 行业龙头, 规模优势明显

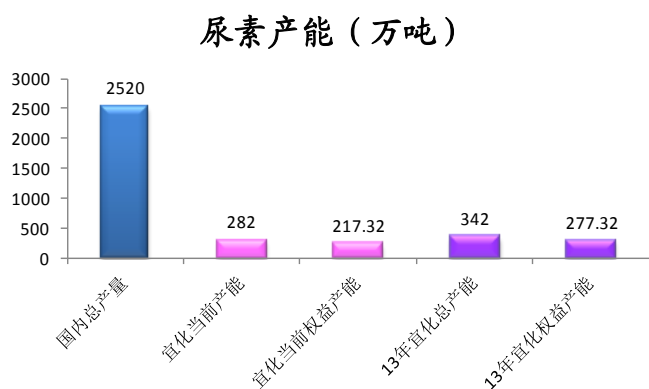
从产能规模上看, 公司在化肥行业以及 PVC 行业处于领先地位, 规模优势突出:

- **尿素:** 公司目前尿素产能为 282 万吨 (权益产能 211.2 万吨), 新疆宜化正在新建 60 万吨/年尿素, 项目 2012 年初投产, 届时公司尿素产能将达到 342 万吨 (权益产能 277.32 万吨), 国内第一;

请务必阅读正文之后的免责条款部分

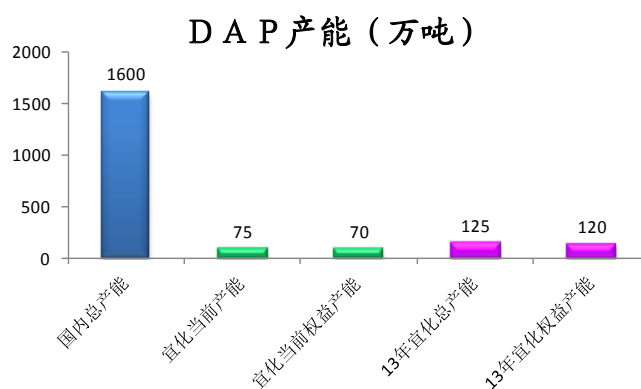
- **PVC:** 公司目前 PVC 产能为 94 万吨 (权益产能 83.56 万吨), 新疆宜化一期 30 万吨 PVC 项目正在建设, 2012 年底投产, 2013 年达产, 届时公司 PVC 产能 124 万吨 (权益产能 113.56 万吨), 国内第一;
- **烧碱:** 公司目前烧碱产能为 87 万吨 (权益产能 79.61 万吨), 新疆宜化一期 25 万吨烧碱项目正在建设, 2012 年底投产, 2013 年达产, 届时公司烧碱产能 112 万吨 (权益产能 104.61 万吨);
- **DAP:** 公司目前 DAP 产能为 75 万吨, 权益产能 70 万吨; 此外, 公司发布公告投资新建设 50 万/年 DAP 项目, 预计该项目在 2013 年可投产, 届时公司 DAP 产能为 125 万吨 (权益产能 120 万吨);
- **季戊四醇:** 公司目前拥有季戊四醇 10 万吨产能, 国内第一, 全球第二。

图 16: 湖北宜化尿素产能统计



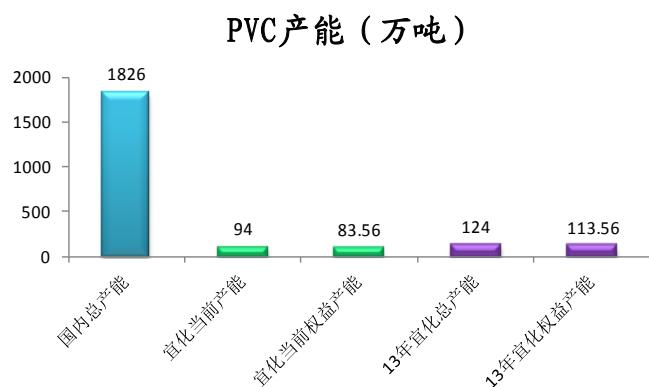
数据来源: 渤海证券研究所

图 17: 湖北宜化 DAP 产能统计



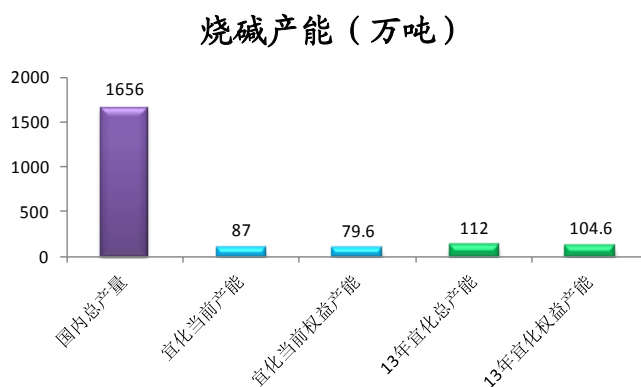
数据来源: 渤海证券研究所

图 18: 湖北宜化 PVC 产能统计



数据来源: 渤海证券研究所

图 19: 湖北宜化烧碱产能统计

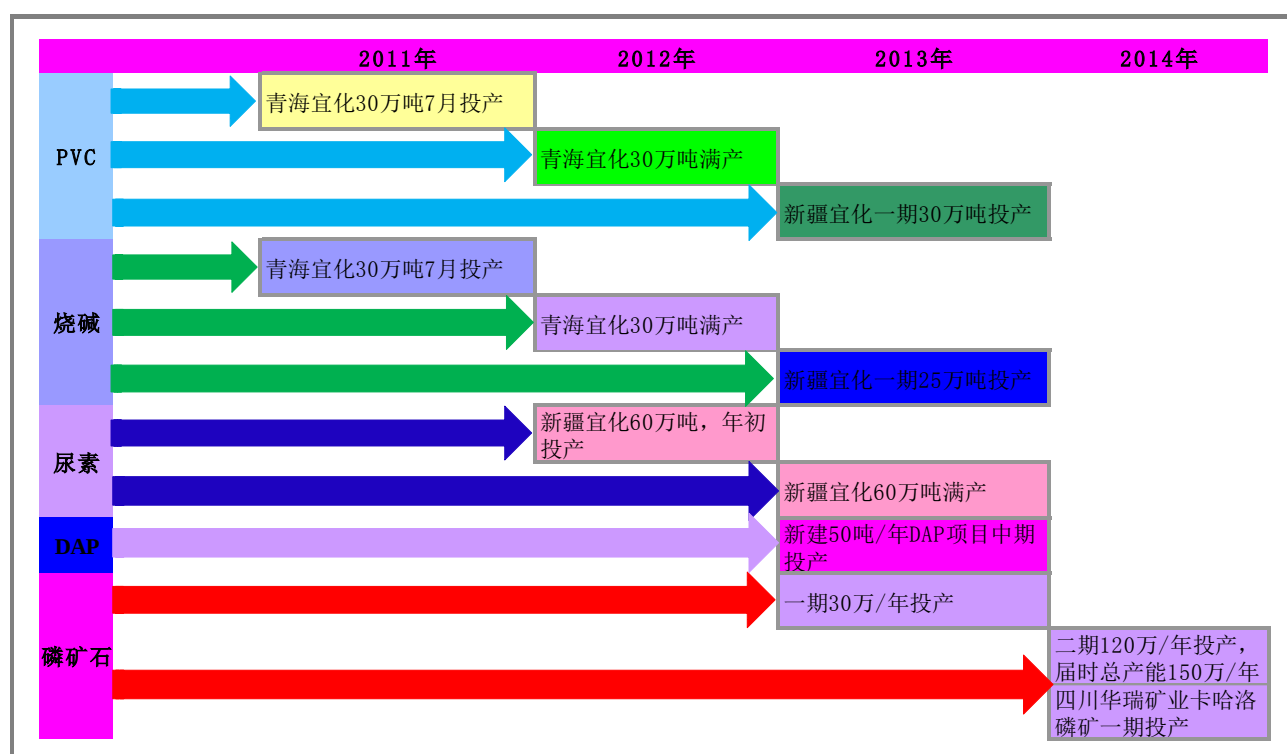


数据来源: 渤海证券研究所

4. 产能不断提升，业绩不断爆发

今年来公司先后投资了内蒙联合化工 120 万吨尿素项目、青海宜化 PVC 项目、新疆宜化尿素和 PVC 项目以及四川华瑞矿业磷矿等项目。随着项目的顺利进行，此等项目部分已投产，还未投产的项目，在未来三年将相继投产。可以说在未来几年内，公司将不断有新的项目投产，业绩随之将不断增加。

图 20：湖北宜化投资建设项目逐年投产助业绩提升



数据来源：渤海证券研究所

5. 盈利预测

我们认为公司产业布局完善，优势明显。公司通过向上游控制资源以及将项目建设在资源富集和生产成本优势明显的地区，规避上游原材料价格不断波动的风险，获得较强的成本控制能力和长足的发展优势。

公司尿素、PVC、烧碱等主营产品通过完善的区域布局将逐步获得较强的盈利能力。我们预计公司 2011、2012 和 2013 年的 EPS 分别为 1.702 元、2.054 元和 2.692 元，对应当前股价的 PE 为 10.06 倍、8.33 倍和 6.36 倍。目前公司的股价已经接近底部，股价安全边际较高，给予推荐评级。

表 3: 盈利预测三大表

三大表											
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1137	1562	2249	2550	2902	营业收入	8761	11545	16964	19238	21891
应收票据	133	142	217	246	280	营业成本	7283	8918	13696	15101	16947
应收账款	187	620	484	549	625	营业税金及附加	8	31	27	31	35
预付款项	575	2045	2346	2678	3051	销售费用	314	615	657	746	848
其他应收款	136	310	423	479	545	管理费用	290	395	466	529	602
存货	1630	2521	3792	4181	4692	财务费用	345	432	659	542	411
其他流动资产	0	20	20	20	20	资产减值损失	13	61	0	0	0
长期股权投资	7	7	8	8	9	投资收益	1	5	5	5	5
固定资产	7570	9016	9445	10356	11037	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	1206	1874	1045	1523	1361	营业利润	514	1099	1462	2294	3053
工程物资	0	53	53	53	53	营业外收支净额	30	61	58	68	68
无形资产	866	520	480	441	403	税前利润	544	1160	1520	2362	3121
长期待摊费用	14	12	10	8	6	减：所得税	96	132	114	189	265
资产总计	13516	18746	20618	23140	25034	净利润	448	1027	1406	2173	2856
短期借款	2731	3722	5744	3912	3254	归属于母公司的净利润	238	573	923	1422	1864
应付票据	130	88	165	182	204	少数股东损益	210	455	483	751	992
应付账款	709	1168	1993	2198	2466	基本每股收益	0.44	1.06	1.70	2.05	2.69
预收款项	732	1231	1290	1357	1434	稀释每股收益	0.44	1.06	1.70	2.05	2.69
应付职工薪酬	19	18	18	18	18	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	-53	-153	50	50	50	成长性					
其他应付款	399	341	341	341	341	营收增长率	22.9%	31.8%	46.9%	13.4%	13.8%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT增长率	6.8%	83.5%	33.4%	33.8%	22.2%
长期借款	3152	5501	2920	2089	1600	净利润增长率	-4.4%	140.9%	61.2%	54.1%	31.1%
负债合计	9837	13590	14191	11817	11038	盈利性					
股东权益合计	3679	5156	6427	11323	13996	销售毛利率	16.9%	22.8%	19.3%	21.5%	22.6%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	2.7%	5.0%	5.4%	7.4%	8.5%
净利润	448	1027	1406	2173	2856	ROE	6.5%	11.1%	14.4%	12.6%	13.3%
折旧与摊销	655	746	557	632	699	ROIC	6.22%	8.83%	11.77%	13.80%	15.52%
经营活动现金流	768	458	2151	2757	3268	估值倍数					
投资活动现金流	-1123	-3236	-191	-1975	-1176	PE	39.1	16.2	10.1	8.3	6.4
融资活动现金流	1026	3164	-1272	-481	-1740	P/S	1.1	0.8	0.5	0.6	0.5
现金净变动	671	385	687	301	352	P/B	2.52	1.80	1.44	1.05	0.85
期初现金余额	391	1137	1562	2249	2550	股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%	1.5%
期末现金余额	1062	1523	2249	2550	2902	EV/EBITDA	10.7	8.7	7.3	5.7	4.7

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理
华南区销售经理

86-22-28451131

13502040941

zhuyanjun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部
华东区销售经理

86-10-68784269

13811199719

wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部
华北区销售经理

86-10-68784275

13810427284

helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784257

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn