



深耕主业保持稳定增长，布局新能源材料拓展新赛道 ——湖北宜化（000422.SZ）投资价值分析报告

核心观点

● 好粮还需好肥堆--严守十八亿亩红线，确保中国人饭碗牢牢地端在自己手中

二十大报告中指出，确保粮食安全，全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线，逐步把永久基本农田全部建成高标准农田，深入实施种业振兴行动，强化农业科技和装备支撑，健全种粮农民收益保障机制和主产区利益补偿机制，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。化肥是农业种植中不可或缺的一环，新冠疫情以来，受国际贸易保护“抬头”及原材料上涨等因素影响，国内外化肥价格同频共振，国内化肥价格更是一路走高，明年春耕即将到来，化肥需求量即将扩大。

● 氯碱化工正回归--地产行业政策再度宽松，建材需求迎来拐点

公司氯碱化工业务板块的主营产品为 PVC 与烧碱，其中 PVC 下游应用需求中以管材、门窗等房屋建材为主，烧碱是 PVC 副产品，目前我国烧碱的下游消费分布中，氧化铝是需求最大的行业，需求占比达 30% 以上。随着地产行业政策不断宽松，基建重要性被不断强调，建材需求有望触底反弹，PVC 以及烧碱的销量将得到进一步的提升。

● 新电赛道奋起追--与下游开展合作，布局新能源电池板块

公司与宁德时代子公司宁波邦普合资成立“邦普宜化”，预计在 2023 年底投产，成功投产后，公司将在新能源领域开启新的增长空间；同时，松滋史丹利宜化新能源材料磷酸铁前驱体项目正在准备设计工作，预计在 2024 年底投产。除此之外，公司氟产业主要发展方向为高值化利用磷矿伴生氟资源，发展高端氟材料和氟精细化工，目前已储备相关技术。

● 湖北宜化值得推--公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年每股收益（EPS）分别为 2.17 元、2.69 元和 3.72 元，YOY 分别为 24%、23.96% 和 38.29%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 18 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

新产能不达预期风险、市场竞争风险、主要原材料价格或大幅波动的风险。

● 核心业绩数据预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	138.05	185.44	213.97	251.93	307.09
YOY	-5.83%	34.33%	15.39%	17.74%	21.89%
归母净利润(亿元)	1.16	15.69	19.47	24.17	33.40
ROE	35.50%	65.17%	54.73%	41.32%	34.66%
摊薄 EPS(元)	0.13	1.75	2.17	2.69	3.72
YOY	40.22%	1246.15%	24.0%	23.96%	38.29%
P/E	52.10	27.57	7.22	5.82	4.21

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

化工行业组

SFC:AAK004

Email:yjb@watson.com

主要数据 2022.11.16

收盘价（元）	15.66
一年中最低/最高（元）	28.67/13.93
总市值（亿元）	140.61
ROE（TTM）	47.94%
PE（TTM）	6.30

股价相对走势





正文目录

一、公司所属主要行业情况分析.....	4
1.1 粮食安全问题.....	4
1.2 新能源新材料.....	5
二、公司分析.....	6
2.1 公司主要优势分析.....	7
2.1.1 公司拥有化肥、化工两大产业链，一体化凸显成本优势.....	7
2.1.2 严守十八亿亩安全红线，化肥行业景气度延续.....	9
2.1.3 地产政策不断宽松，氯碱化工有望探底上行.....	10
2.1.4 布局新能源材料项目，与下游强强合作优化产品结构.....	12
2.1.5 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业均值比较分析.....	13
2.2 2022-2024 年公司毛利率分业务版块预测.....	17
2.3 结合公司预收款项/合同负债情况，预测未来公司营收走向.....	18
2.4 2022-2024 年公司分业务板块收入预测.....	19
三、2022-2024 年公司整体业绩预测.....	19
四、公司估值分析.....	20
4.1 P/E 模型估值.....	20
4.2 PEG 模型.....	21
4.3 绝对估值模型.....	21
五、公司未来六个月内投资建议.....	22
5.1 公司股价催化剂分析.....	22
5.2 公司六个月内的目标价.....	22
六、公司投资评级.....	22

图表目录

图 1 基础化工指数与沪深 300 指数近三年的走势.....	4
图 2 各种粮食近三年的价格走势.....	5
图 3 锂电池产业链分布.....	6
图 4 新能源汽车产量的当月值与累计值.....	6
图 5 公司近五年的营收以及同比.....	7
图 6 公司近五年主营业务的分布情况.....	7
图 7 公司近五年的毛利率变化.....	8



图 8 近三年磷矿石的价格走势.....	8
图 9 全球主要氮肥出口国家.....	9
图 10 近年来化肥的价格走势.....	10
图 11 PVC 下游产品分类及占比.....	11
图 12 近年来氧化铝的产量及增速.....	11
图 13 近年来氧化铝的需求量及增速.....	12
图 14 湖北宜化与可比公司以及行业中值的应收账款（含应收票据）周转率.....	14
图 15 湖北宜化与可比公司以及行业中值的存货周转率.....	14
图 16 湖北宜化与可比公司以及行业中值的销售费用率.....	15
图 17 湖北宜化与可比公司以及行业中值的管理费用率.....	15
图 18 湖北宜化与可比公司以及行业中值的研发费用率.....	16
图 19 湖北宜化与可比公司以及行业中值的毛利率.....	16
图 20 湖北宜化与可比公司以及行业中值的净利率.....	17
图 21 湖北宜化与可比公司以及行业中值的 ROE.....	17
图 22 湖北宜化近年来的预收款项/合同负债情况（单位：亿元）.....	18
图 23 公司近两年来的 P/E（TTM）及分位点走势.....	20
图 24 各大可比公司 P/E（TTM）比较.....	20
图 25 2022 年可比公司 PEG 情况.....	21
表 1 2021 化肥的需求量及同比增长.....	5
表 2 近年来发布的基建与地产政策.....	12
表 3 公司在建的项目与进度.....	13
表 4 2022-2024 年公司收入预测（单位：亿元）.....	19
表 5 2022-2024 年相对估值模型预测数据.....	20
表 6 DCF 估值模型.....	21

一、公司所属主要行业情况分析

化工行业是一个基础行业，涉及的产业链有化学助剂、无机盐类、合成树脂及塑料、工业气体，电子元器件、家用电器和日用电子产品等方面，与人们的生活息息相关。该行业近年来发展较为景气，截止到 2022 年 11 月 3 日基础化工指数收于 4074.32，相较于三年前 2019 年 11 月 4 日的 2489.96 上涨 63.63%；沪深 300 指数收于 3647.90，相较于三年前的 3978.12 下跌 9.05%。

图 1 基础化工指数与沪深 300 指数近三年的走势

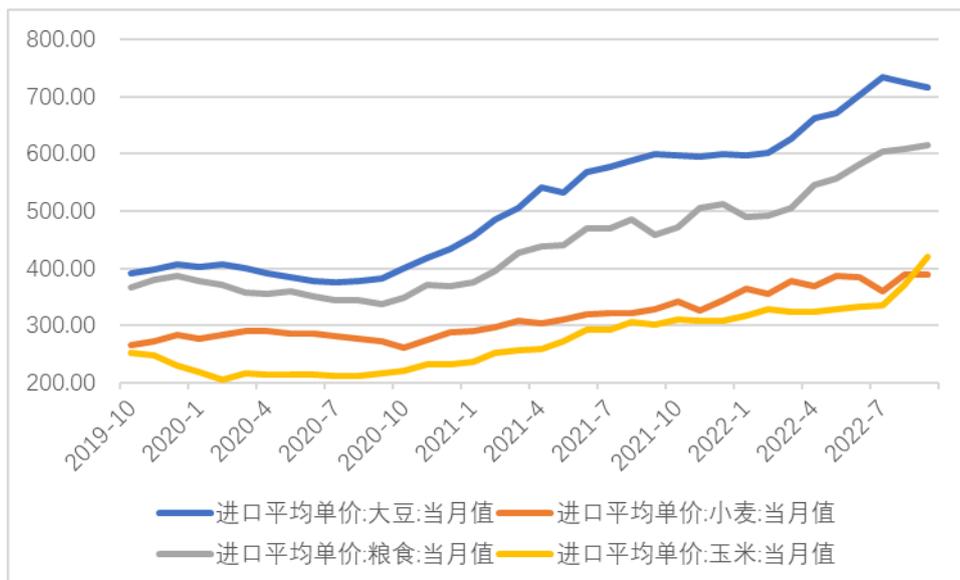


资料来源:Wind, 华通证券国际研究部

1.1 粮食安全问题

自从 2020 年新冠疫情爆发以来，世界各国纷纷将粮食安全置于重要地位，俄乌冲突已经持续 8 个月，这两个国家都是全球最大的小麦供应国之一，因此谷物市场一直对事态发展非常敏感。乌克兰是世界主要的小麦和玉米出口国，也是头号葵花籽油出口国。俄乌冲突爆发后，小麦价格曾经在 3 月初创下 13.64 美元的历史新高。截至目前，CBOT 小麦期货上涨 5.6%，盘中最高 893.25 美分/蒲式耳。目前，在其他主要出口国小麦供应正在减少。阿根廷的干旱和澳大利亚东部的暴雨加剧了供应担忧，提升了人们对南半球小麦出口国即将到来的收成的疑虑。除了小麦之外，通常情况下，全球每年约五分之一的玉米货物和大部分葵花籽油运输都依赖黑海地区。二十大报告中指出，确保粮食安全，全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线，逐步把永久基本农田全部建成高标准农田，深入实施种业振兴行动，强化农业科技和装备支撑，健全种粮农民收益保障机制和主产区利益补偿机制，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。化肥是农业种植中不可或缺的一环，新冠疫情以来，受国际贸易保护“抬头”及原材料上涨等因素影响，国内外化肥价格同频共振，国内化肥价格更是一路走高，明年春耕即将到来，化肥需求量即将扩大。

图 2 各种粮食近三年的价格走势



资料来源:Wind, 华通证券国际研究部

表 1 2021 化肥的需求量及同比增长

类型	2021 年需求量 (万吨)	2021 需求量同比 (%)	2021 年每亩用量 (公斤/亩)	2021 年每亩用量同比 (%)
氮肥	2231	7.90	8.9	7.70
磷肥	829	5.70	3.3	5.60
钾肥	621	5.40	2.5	5.20
复合肥	2654	9.20	10.6	9
总肥料	6335	7.90	25.3	7.70

资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

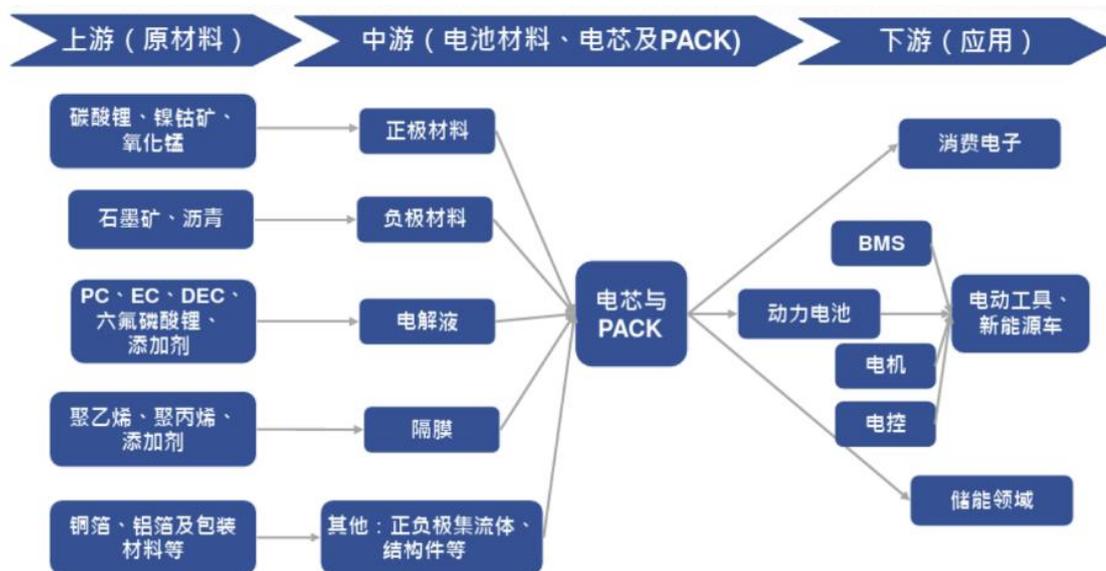
1.2 新能源新材料

二十大报告指出, 加快发展方式绿色转型。推动经济社会发展绿色化、低碳化是实现高质量发展的关键环节。加快推动产业结构、能源结构、交通运输结构等调整优化。推动战略性新兴产业融合集群发展, 构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。我们认为新旧能源更替的进程是漫长的, 但归根到底, 未来是属于新能源的, 风电和光伏在我国以及全球的能源结构中占比将会日益增大。国内企业跟随行业的发展浪潮几经沉浮, 逐渐在产业链多个环节占据举足轻重的地位。

据统计, 截止到 2022 年前三季度, 新能源汽车的累计产量达到了 471.7 万辆, 同比增长了 117.8%, 新能源汽车的发展显示出迅猛的状态, 对新能源汽车的需求量也大大增加。2021 年, 我国动力电池产量达 219.7 吉瓦时, 同比增长 163.4%。其中, 三元电池产量达 93.9 吉瓦时, 占总产量的 42.7%, 同比增长 93.6%; 磷酸铁锂电池产量达 125.4 吉瓦时, 占总产量的 57.1%, 同比增长 262.9%。这表明磷酸铁锂电池经过去年的高速增长, 已占据过半的动力电池市场份额。中国汽车动力电池产业创新联盟近日发布的统计数据显示, 今年 1 月-2 月, 我国动力电池产量达 61.4 吉瓦时, 同比增长 185.7%。其中, 三元电池产量达 22.5 吉

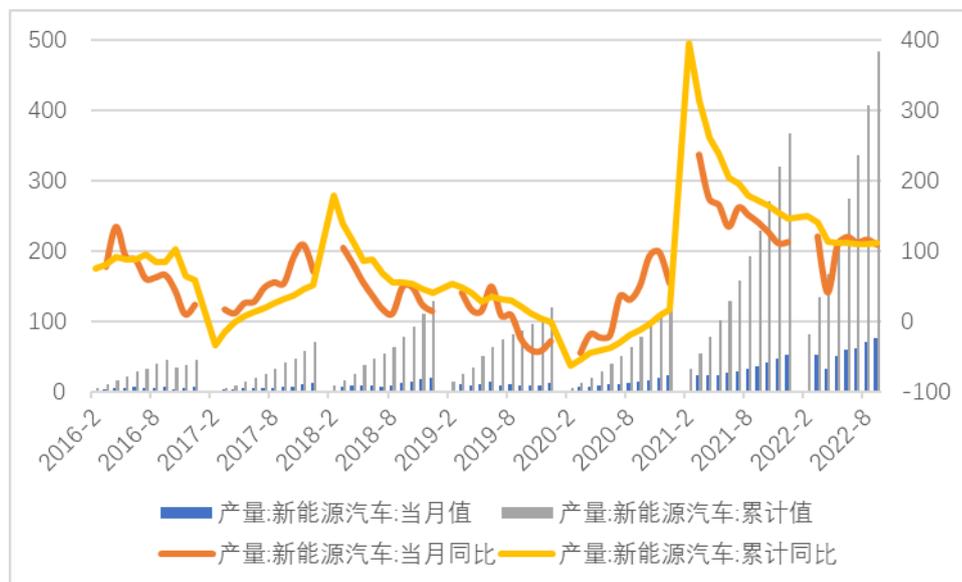
瓦时，占总产量的 36.6%，同比增长 87.6%；磷酸铁锂电池产量达 38.8 吉瓦时，占总产量的 63.2%，同比增长 308.2%。与去年相比，磷酸铁锂电池产量占比进一步提高。

图 3 锂电池产业链分布



资料来源:公开资料整理, 华通证券国际研究部

图 4 新能源汽车产量的当月值与累计值



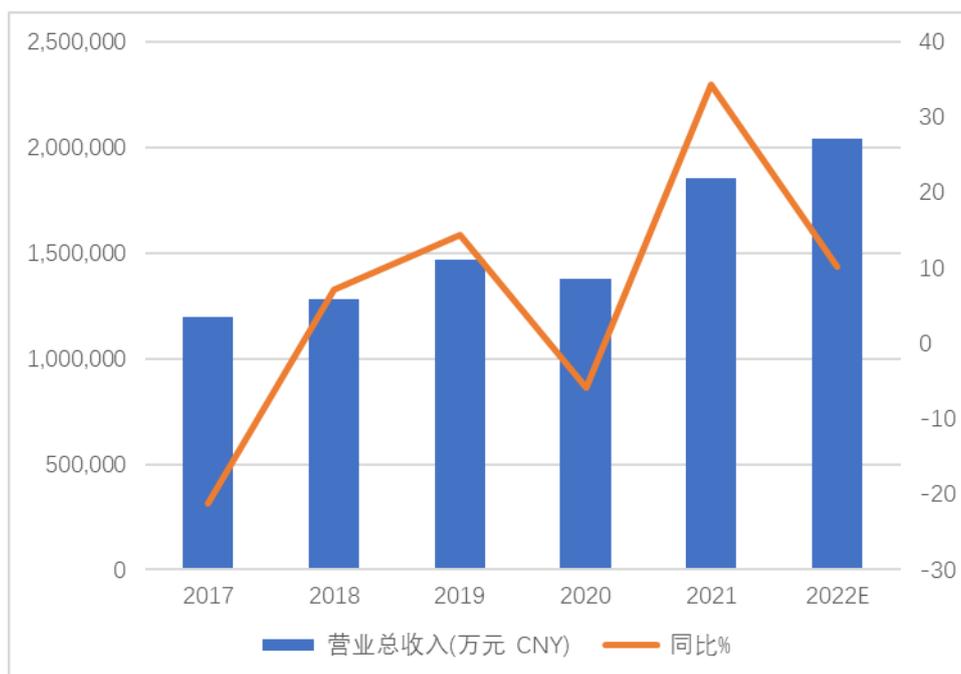
资料来源:Wind, 华通证券国际研究部

二、公司分析

湖北宜化化工股份有限公司坐落于宜昌市猇亭区猇亭大道 399 号，于 1977 年建厂，为国有控股上市公司，是湖北宜化集团的核心子公司。公司主营化肥、化工产品，现有主导产品产能为：合成氨 33 万吨、烧碱 10 万吨、保险粉 10 万吨、磷酸二铵 66 万吨、聚氯乙烯 12 万吨、硫酸 120 万吨、磷酸 30 万吨、氯化聚乙烯 1.5 万吨。近年来，公司秉承“守正创新、崇严尚实、开放共享、绿色发展”的发展理念，生产经营趋稳向好，安全环保持续受控，内部管理日益精细，经济效益显著提升。同时，公司更加注重科研投入，提高自主创新能力，

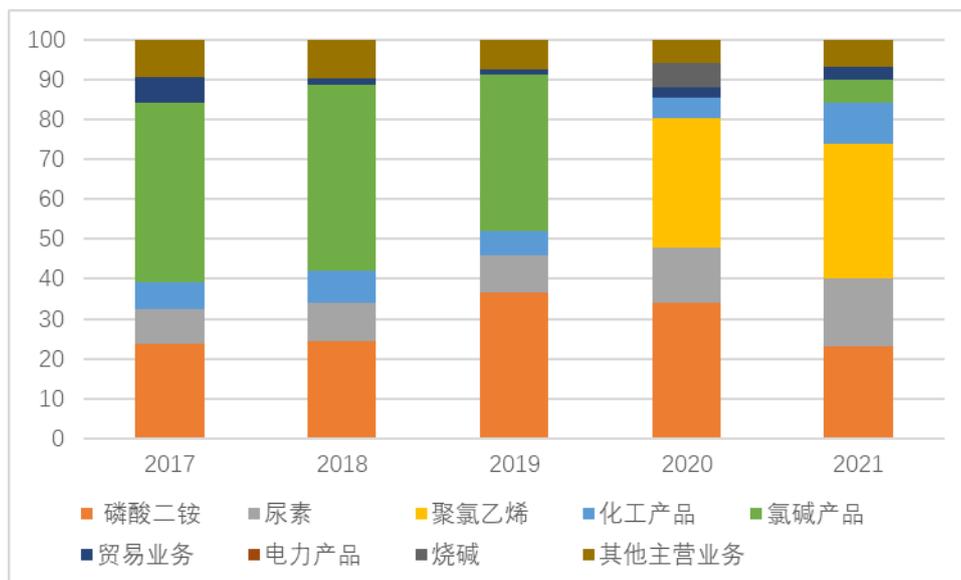
不仅能够有效的减低成本，还为将来进军新能源电池领域进行布局。

图 5 公司近五年的营收以及同比



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 6 公司近五年主营业务的分布情况



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究

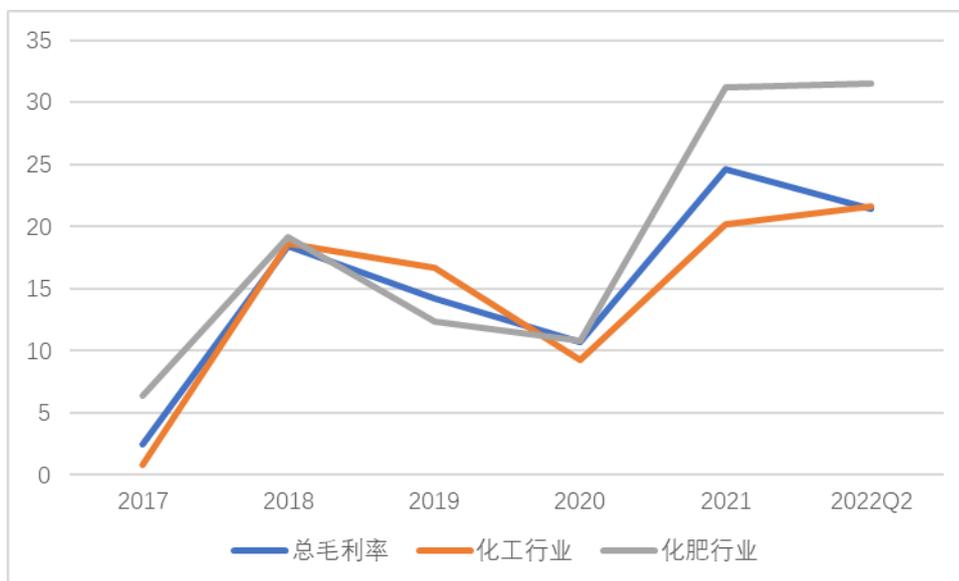
2.1 公司主要优势分析

2.1.1 公司拥有化肥、化工两大产业链，一体化凸显成本优势

公司深耕化肥和氯碱化工领域，两大主营产业链贡献了大部分营收及利润。2021 年，化工行业和化肥行业的营业收入占比分别为 49.94%及 40.15%，共占总营收的 90.09%；毛利占比分别为 40.99%、50.86%，合计占比 91.85%。同时，2020 年起，两大主营产业链产品借助行业景气周期，毛利率均进入加速上升通道，根据 2022 年中报披露化工行业和化肥行

业的毛利率分别为 21.60%、31.57%，其中化肥行业的产品尿素毛利率较去年年中增长 10.09%，而聚氯乙烯和磷酸二铵毛利略有下降，聚氯乙烯下游房地产需求走弱，而磷肥三季度进入淡季迭加出口受限导致毛利率受限，未来预计电石、硫磺等原材料价格回升，成本支撑迭加下游需求拉动有望继续打开利润空间。

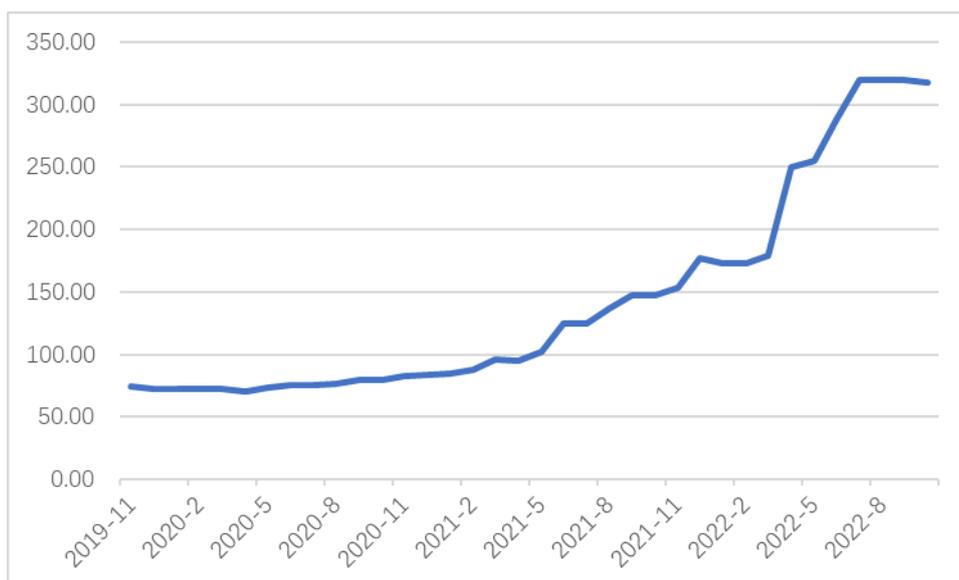
图 7 公司近五年的毛利率变化



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

磷化工持续景气，一体化产业链成本优势明显。公司拥有 126 万吨磷酸二铵产能，由于新能源市场的磷酸铁锂电池对磷矿的需求大增及市场对磷肥需求的增长，导致磷矿价格大幅上涨，据百川盈孚，截至 10 月，世界银行的磷矿价格为 317.5 美元/吨，较年初增幅 83.39%。公司依靠优质磷矿资源和完整的产业链结构，凸显成本优势。

图 8 近三年磷矿石的价格走势



资料来源:百川盈孚, 华通证券国际研究部

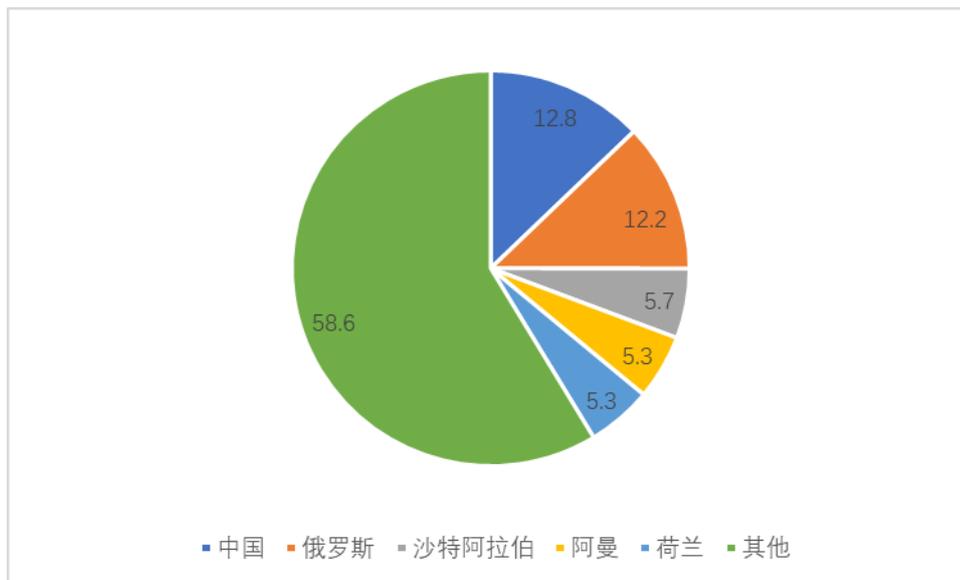
湖北省磷矿资源丰富，磷矿资源保有量、年开采量、磷化工产业规模、磷肥产量均居全国第一。公司磷肥主要生产园区所在地磷矿资源丰富，拥有一批长期稳定的磷矿供应商，可以保

障公司原材料供应链稳定。10 年来，湖北省磷化工产业合理开发和利用磷矿资源，积极推进应用新技术，大力发展循环经济，延伸产业链，实现了磷矿资源整合与磷化工产业发展齐头并进的良好局面。公司于 2011 年 12 月取得湖北省国土资源厅所颁发的江家墩矿区矿段采矿许可证，其保有资源储量 1.3 亿吨，现有 30 万吨/年的磷矿生产规模。江家墩矿业东部矿段 150 万吨/年采矿许可尚在办理中。

2.1.2 严守十八亿亩安全红线，化肥行业景气度延续

全球粮食价格持续上涨，供需紧平衡使化肥景气不断攀升。受疫情持续影响，国际粮食贸易削减，各国加大粮食支持政策，推动化肥需求提升，同时全球量化宽松政策导致化肥生产所需大宗商品价格攀升，氮、磷、钾、硫磺价格不断走高，化肥价格持续高位运行。近期由于天然气价格跃升至创纪录水平，多家欧洲化肥生产商被迫减产。在俄乌冲突之后，3 月 10 日，俄罗斯宣布暂停部分化肥出口，并对部分化肥实施出口配额。4 月底俄表示将俄罗斯出口化肥的限制延长到 8 月 31 日，还考虑进一步延长限制的可能性。仅 2022 年一季度俄罗斯化肥出口就同比下降 17% 全球农产品短缺加深，也推高了国际市场化肥价格。预计未来一段时间化肥行业仍然维持高景气度。

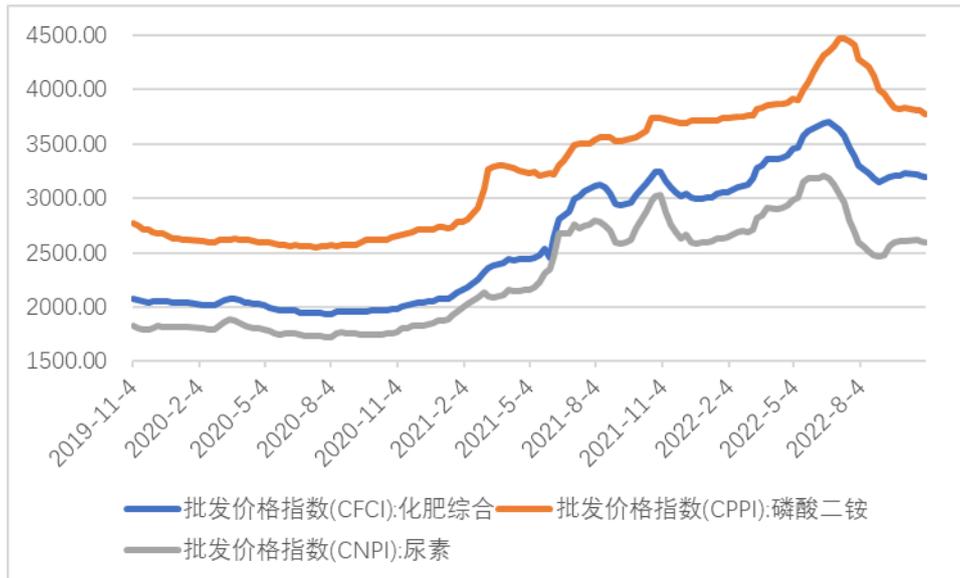
图 9 全球主要氮肥出口国家



资料来源:中国化工经济技术发展中心，华通证券国际研究部

尿素企业集中进入检修期，看好尿素后市价格触底反弹。公司具备 156 万吨的尿素产能，截至 10 月 31 日，批发价格指数：化肥综合为 3194.39 点，较 6 月高点下降 13.63%。这是因为农业需求方面，国家进入 7 月份开始抛售夏管肥，秋季需求尚待开启，化肥属于空档期，需求减弱。工业需求方面，由于尿素现货及期货价格持续走低，基层经销商采购意愿低迷；复合肥企业补货为主，新单成交一般。后市来看，能源危机带来的天然气成本不断走高将对尿素成本带来强劲支撑，同时春耕储备化肥需求量扩大，预计国内化肥市场价格或触底反弹。

图 10 近年来化肥的价格走势



资料来源:百川盈孚, 华通证券国际研究部

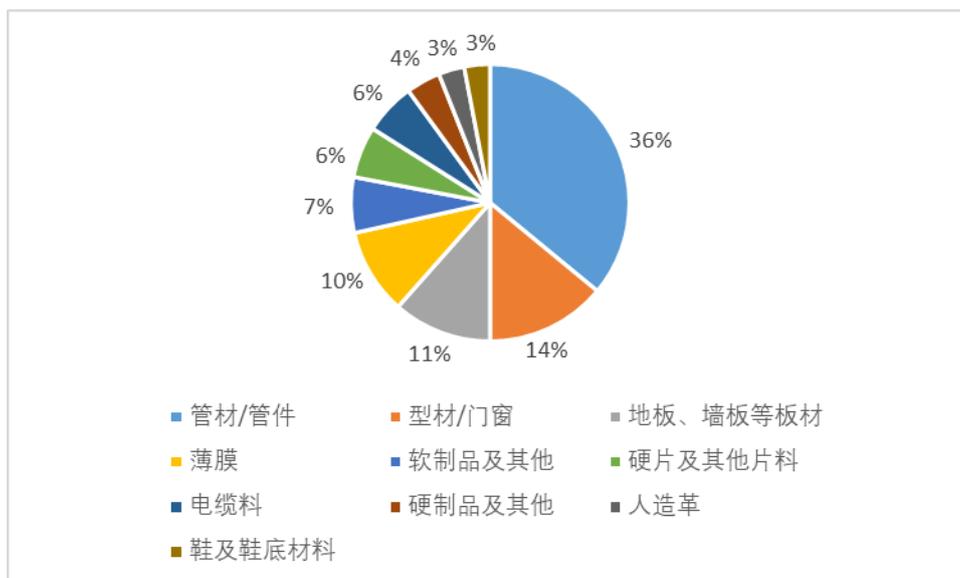
政策保障促进化肥行业高质量发展。化肥生产行业属于国家支持的重要农业生产数据行业, 直接关系农业增产增效、农民增收致富、国家粮食安全和重要农产品供应。2021年9月,《关于做好今后一段时间国内化肥保供稳价工作的通知》要求保障化肥生产要素供应; 提高化肥生产企业产能利用率, 优先保障产能60万吨/年以上重点化肥厂的用能指标及能源供应; 强化储备调节作用。2022年3月,《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》要求提高化肥等行业绿色产品占比, 围绕化肥等关乎民生安全的大宗产品建设基于工业互联网的产业链监测、精益化服务系统; 加强化肥生产要素保障, 提高生产集中度和骨干企业产能利用率, 确保化肥稳定供应。中国是人口大国, 粮食安全至关重要。基于粮食生产对肥料的刚性需求, 预计肥料供应长期稳定。

2.1.3 地产政策不断宽松, 氯碱化工有望探底上行

氯碱行业需求放大, PVC 价格有望逐渐回升。二季度以来, 烧碱及聚氯乙烯(PVC)价格均有所下降, PVC 价格下降的主要原因为地产调控政策下, 房地产需求不断减弱。而 PVC 下游应用需求中以管材、门窗等房屋建材为主, 房地产走弱造成经销商库存高, 进货需求弱。此外, 电石、乙烯等原材料价格出现明显的回落, 据百川盈孚数据, 截至8月25日, 电石市场均价为3962元/吨, 较今年年初最高点4793元/吨下跌17.34%。整体来看, 需求所受影响大于供应面。从PVC后市来看, 新基建、人才租房补贴等房地产支持性政策将提振PVC需求, 市场有望探底回升。烧碱是PVC副产品, 盈利贡献情况较好。公司拥有84万吨PVC产能和64万吨烧碱产能, 目前我国烧碱的下游消费分布中, 氧化铝是需求最大的行业, 需求占比达30%以上。随着我国城镇化进程的推进, 促进了建材、家电等行业的需求增长, 加上近年来我国建筑业、交通业的飞速发展, 都使得我国氧化铝的需求增加, 进而拉动了我国烧碱的需求持续增长。据资料显示, 2021年我国氧化铝产量为7525.9万吨,

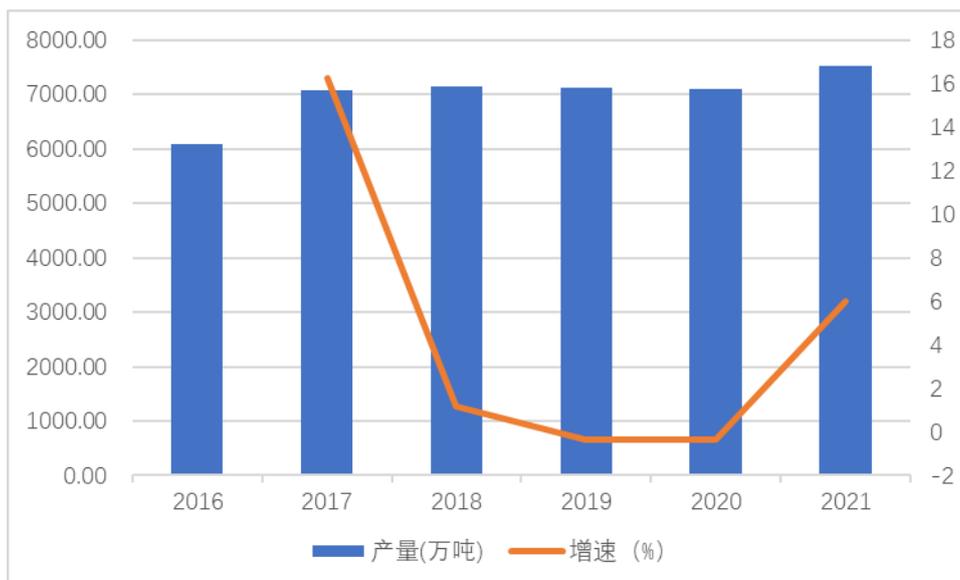
同比增长 5.98%。随着烧碱下游氧化铝需求提速，看好未来公司氯碱板块的盈利能力。

图 11 PVC 下游产品分类及占比



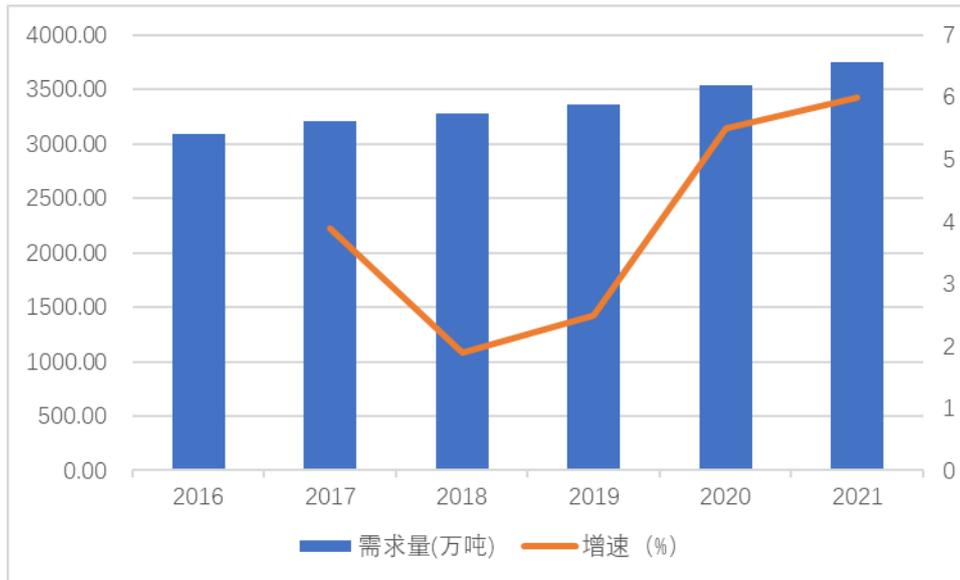
资料来源:中国氯碱工业协会, 华通证券国际研究部

图 12 近年来氧化铝的产量及增速



资料来源:国家统计局, 华通证券国际研究部

图 13 近年来氧化铝的需求量及增速



资料来源:国家统计局, 华通证券国际研究部

表 2 近年来发布的基建与地产政策

发布时间	来源	主要内容
2021.12	央行	针对风险企业项目的承债式收购, 相关并购贷款将不再计入“三道红线”相关指标
2022.1	发改委	要求“做到项目: 愿入尽入、应入尽入”, 不得以任何理由拒绝项目入库”, 扩大了基建项目的融资渠道
2022.3	国务院	将安排地方政府专项债券 3.65 万亿元, 并支持在建项目后续融资, 为基建项目建设提供了较为充足的资金保障
2022.4	央行	召集 6 家国有银行、12 家股份制银行及 5 家 AMC 机构召开专题会议, 商讨为问题房企进行纾困, 首批纾困房企 12 家
2022.4	中央财经委员会	会议强调, 基础设施是经济社会发展的重要支撑, 要统筹发展和安全, 优化基础设施布局、结构、功能和发展模式, 构建现代化基础设施体系, 为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。
2022.11	央行 银监会 保监会	会议强调, 基础设施是经济社会发展的重要支撑, 要统筹发展和安全, 优化基础设施布局、结构、功能和发展模式, 构建现代化基础设施体系, 为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。

资料来源:国家各部委官网, 华通证券国际研究部

2.1.4 布局新能源材料项目, 与下游强强合作优化产品结构

磷酸铁锂下游需求旺盛, 新能源汽车快速发展。磷酸铁锂作为正极材料之一, 在安全性、循环寿命、生产成本等综合指标上相比三元材料具有相对优势, 成为现阶段最具发展潜力的正极材料之一, 是储能电池的首选。受益于我国对于新能源汽车政策的持续助推, 目前国内新能源汽车行业正在高速发展。截至今年 7 月 30 日, 我国新能源汽车产销分别完成 327.9 万辆和 319.4 万辆, 同比增长 118.02%、116.1%。随着新能源汽车的持续放量, 迭加磷酸铁锂动力电池渗透率的不断提高, 磷酸铁锂及前驱体磷酸铁预计未来市场需求持续旺盛。磷酸铁锂电池受正极原材料涨价影响较小, 仅碳酸锂部分涨价, 而三元电池则镍、钴价格均大幅上涨, 因此其成本增幅超过磷酸铁锂电池。磷酸铁锂电池和三元电池的碳酸锂单吨消耗量分别为 588 吨/吉瓦时、650 吨/吉瓦时, 碳酸锂价格每上涨 1 万元/吨, 磷酸铁锂电池



成本就会上涨 5.875 元/千瓦时，三元电池成本则会上涨 6.5 元/千瓦时。从绝对值来看，磷酸铁锂电池度电成本涨幅小于三元电池。

与下游强强联合，布局新能源赛道。公司年产 6 万吨 PBAT 可降解新材料项目已完成土建主体，预计在 2022 年底投产，公司新能源材料及可降解塑料项目顺利推进，开启第二成长曲线；2021 年底子公司宜化肥业与宁德时代子公司宁波邦普合资成立“邦普宜化”（宜化肥业持股比例 35%），负责磷酸铁、硫酸镍及配套原料等建设项目。这一合作充分表明公司在磷化工产业链的资源优势，产能优势，配套优势得到宁德时代的高度认可，公司的邦普宜化配套原料及磷酸铁项目、55 万吨氨醇技改搬迁项目现已全面开工建设，预计在 2023 年底投产，成功投产后，公司将在新能源领域开启新的增长空间；松滋史丹利宜化新能源材料磷酸铁前驱体项目正在准备设计工作，共设计 20 万吨磷酸铁产能，预计在 2024 年底投产。除史丹利宜化项目位于松滋市临港工业园，其余项目均将建设在宜化田家河化工智慧园区。宜化田家河化工智慧园区占地 4400 亩，未来规划通过产业链深度合作，上下游协同发展，持续巩固煤、磷、盐等基础产业优势，稳步推进延链补链强链工程，将宜化田家河化工智慧园区打造成为全国知名的精细磷化工基地、全国重要的化工新材料基地、世界级光固化涂料基地。

表 3 公司在建的项目与进度

项目名称	规划产能	项目进度	预计投产时间
PBAT 可降解新材料项目	可降解材料 PBAT 6 万吨/年	已完成土建主体	2022 年年底
邦普宜化配套原料及磷酸铁项目	磷酸铁前驱体 30 万吨/年	已全面开工建设	2023 年年底
	硫酸镍 20 万吨/年		
	选矿 150 万吨/年		
	硫酸 120 万吨/年		
	湿法磷酸 30 万吨/年		
松滋史丹利宜化新能源材料磷酸铁前驱体项目	精制磷酸 20 万吨/年	正在准备设计工作	2024 年年底
	磷酸二氢钾 5 万吨/年		
	硫磺制酸 120 万吨/年		
	选矿 180 万吨/年		
	湿法磷酸 30 万吨/年		
	磷石膏 150 万吨/年		
	路基材料 100 万吨/年		
	水泥缓凝剂 100 万吨/年		
	阻燃剂 10 万吨/年		
	专用肥 100 万吨/年		

资料来源:公司公告，华通证券国际研究部

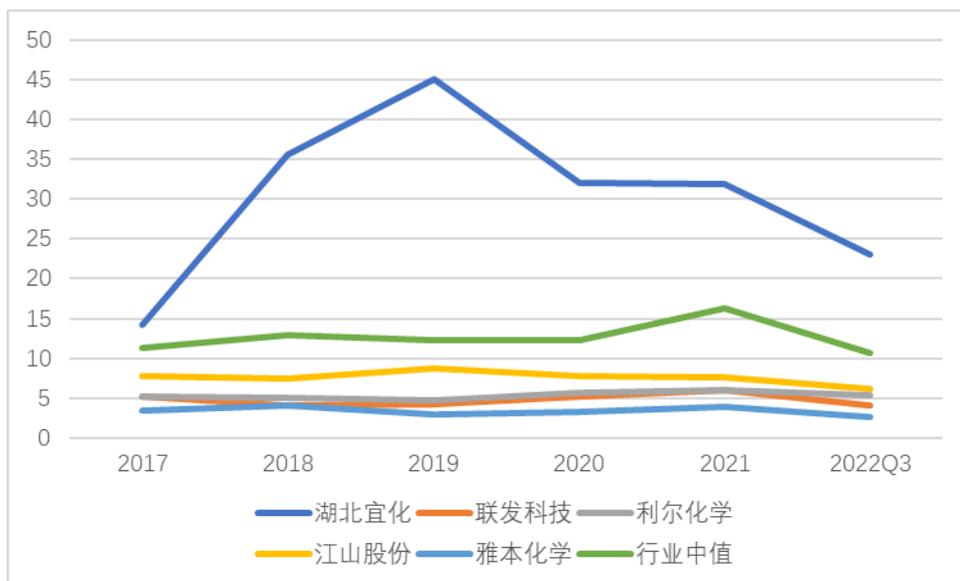
2.1.5 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业均值比较分析

2.1.5.1 公司运营效率相关指标分析

2022 年前三季度，公司应收账款周转率为 23.01、存货周转率为 9.15，均显著优于其他可比公司以及行业中值 10.6 和 3.62。这表明了公司收帐速度快，坏帐损失少，偿债能力强，存

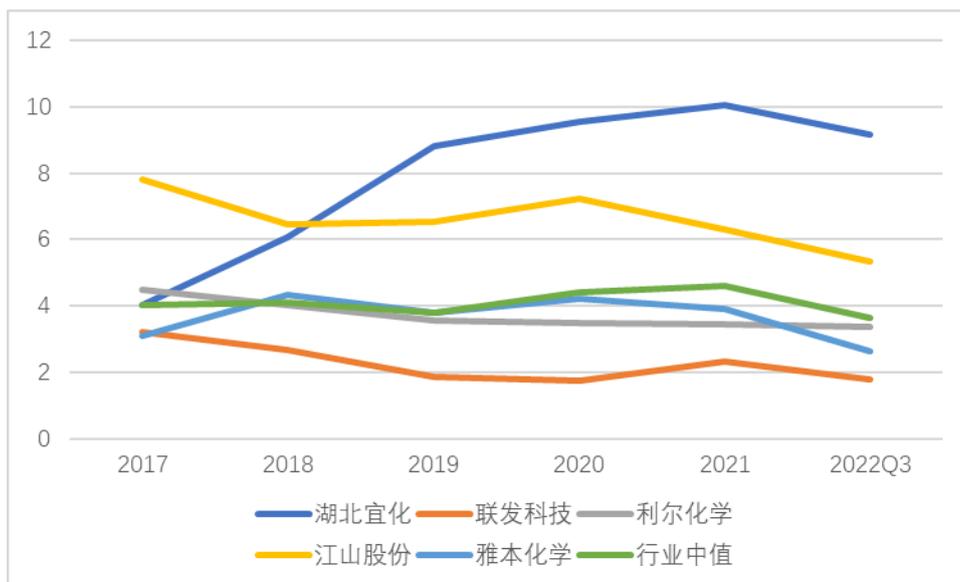
货资产变现能力强，存货及占用在存货上的资金周转速度快

图 14 湖北宜化与可比公司以及行业中值的应收账款（含应收票据）周转率



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 15 湖北宜化与可比公司以及行业中值的存货周转率

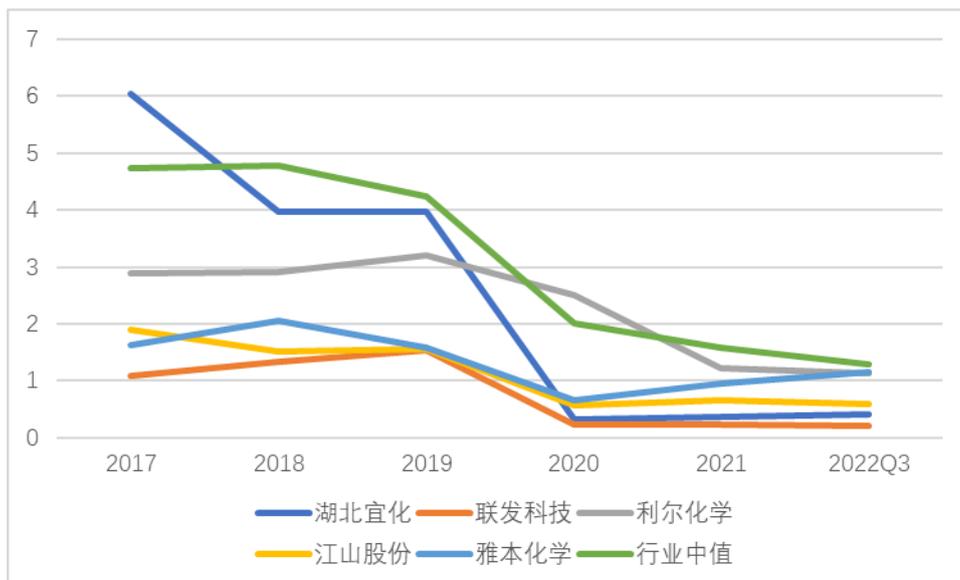


资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

2.1.5.2 公司管理效率相关指标分析

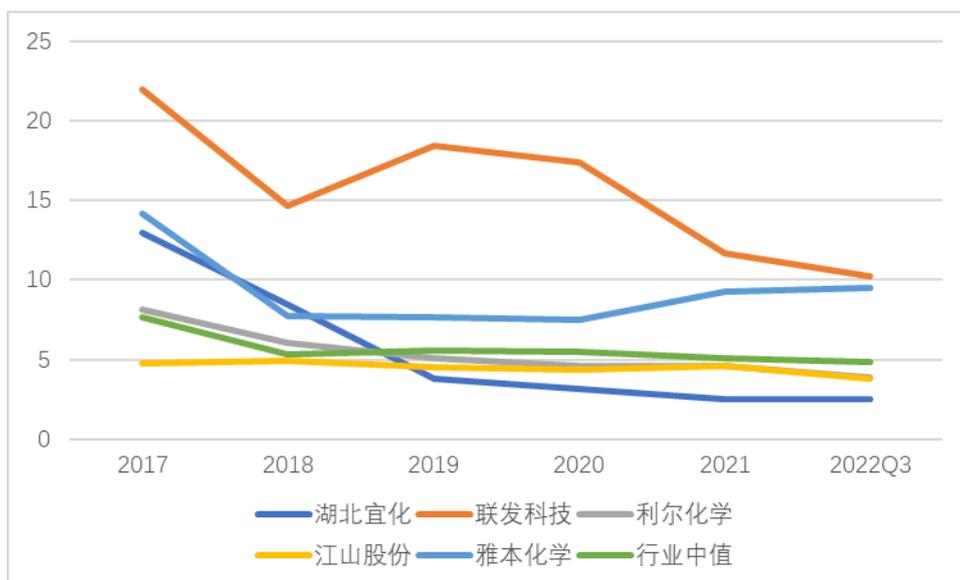
2022Q3, 公司销售费用率为 0.42%, 并且逐年递减, 明显优于同期行业中值 1.3%。2017 年公司发生安全事故, 出现巨大亏损, 2018 年公司对停产子公司进行资产重组, 剥离多家低效子公司, 并对子公司制定并执行严格的经营责任制, 缓解经营压力, 改善流动性水平。同时公司合理管控期间费用, 使得管理费用率呈现逐年下降趋势, 2022Q3 公司管理费用率为 2.48%, 显著优于行业中值 4.85%。由于公司重视研发投入, 近 5 年的研发费用率呈现上升趋势, 2022Q3, 公司研发费用率为 3.57%, 优于行业中值 2.45%。

图 16 湖北宜化与可比公司以及行业中值的销售费用率



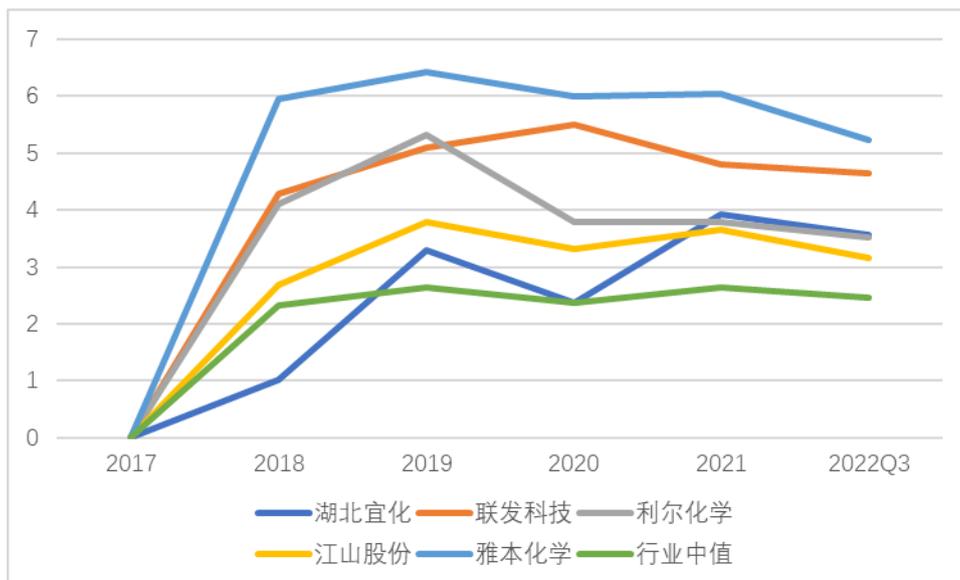
资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 17 湖北宜化与可比公司以及行业中值的管理费用率



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 18 湖北宜化与可比公司以及行业中值的研发费用率

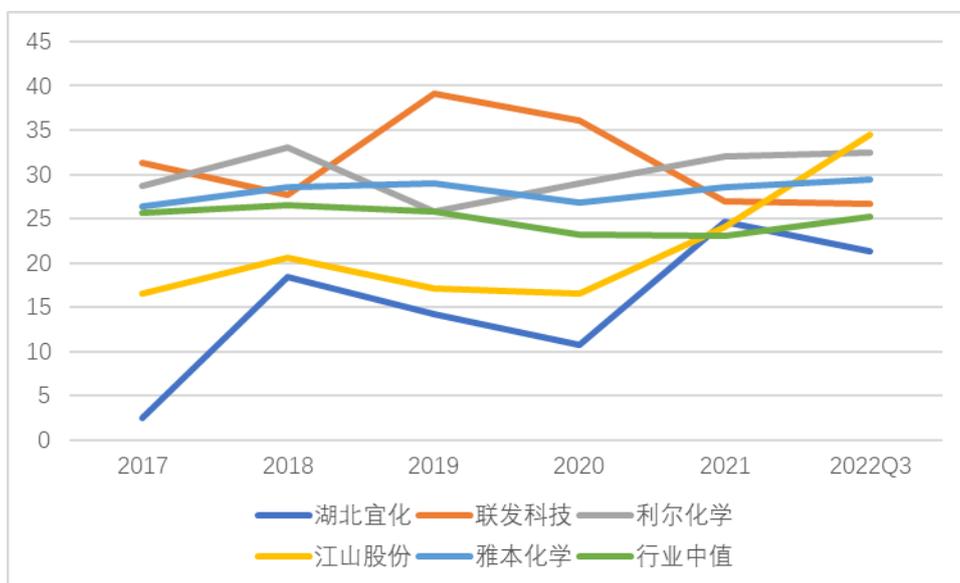


资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

2.1.5.3 公司盈利能力相关指标分析

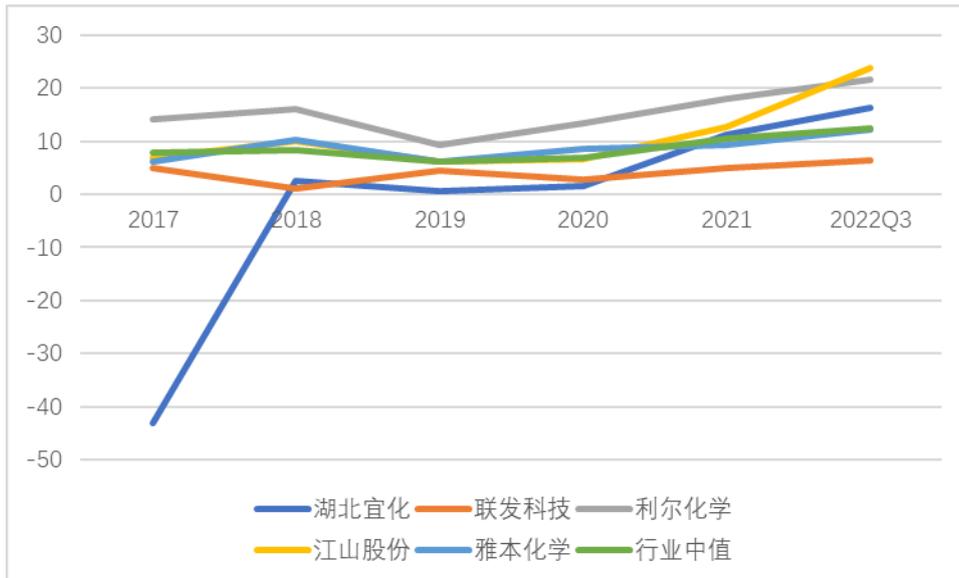
公司毛利率五年内呈上升趋势，2022Q3，公司毛利率为 21.39%，仍然略低于行业中位数 25.21%。不过公司同期销售净利率为 16.31%，要优于行业中值 12.51%，这表明了公司在销售折扣和销售成本表这块的控制比较好。公司从 2017 年扭亏为盈后，ROE 均大幅高于行业中位数，2022Q3，公司 ROE 为 60.94%，而同期行业中值为 13.11%。

图 19 湖北宜化与可比公司以及行业中值的毛利率



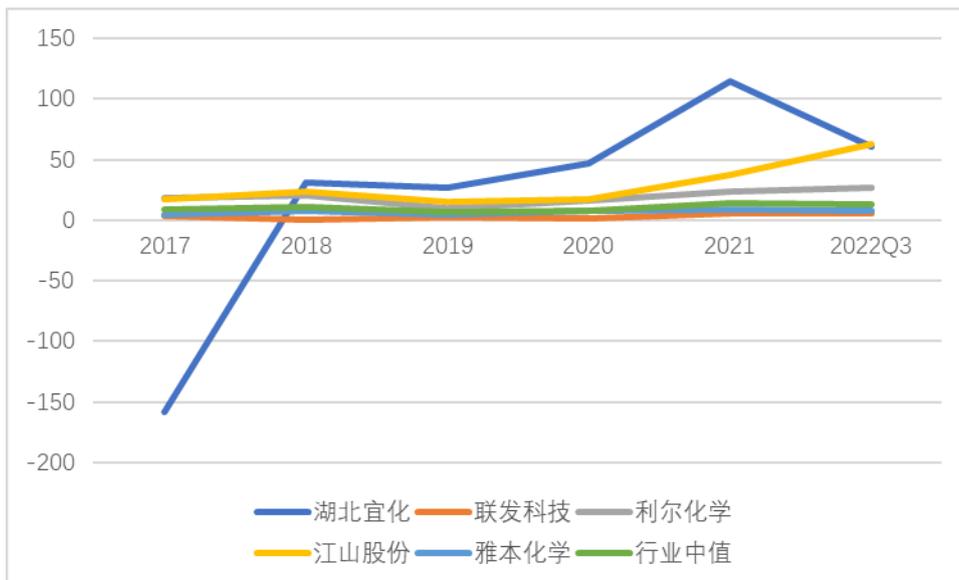
资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 20 湖北宜化与可比公司以及行业中值的净利率



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

图 21 湖北宜化与可比公司以及行业中值的 ROE



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

2.2 2022-2024 年公司毛利率分业务版块预测

化肥业务板块: 公司化肥业务版块 2022Q2 的毛利率为 31.57%，较去年同期增长 10.74%。随着公司工艺水平日益完善,产品的转化率趋近稳定,化肥业务的成本主要与原料价格相关,考虑到可以通过调节销售价格来应对原料价格的波动,其毛利率的变化也趋于稳定,参考同行业公司的化肥业务的毛利率,我们预测 2022 年-2024 年公司化肥业务板块毛利率分别为 31.9%、32.2%和 32.5%。

化工业务板块: 公司化工业务 2022Q2 的毛利率为 21.6%，较去年同期增长 15%。2020 年,公司化工业务板块的主营产品从氯碱转变为聚氯乙烯,业务板块的毛利率再度提高,但增速

有所放缓，随着 2022 年底，年产 6 万吨的可降解材料 PBAT 生产线的完工，可能会对目前的毛利率有所提高，我们预测 2022 年-2024 年公司化工务业务板块毛利率分别为 22%、22.5% 和 23%。

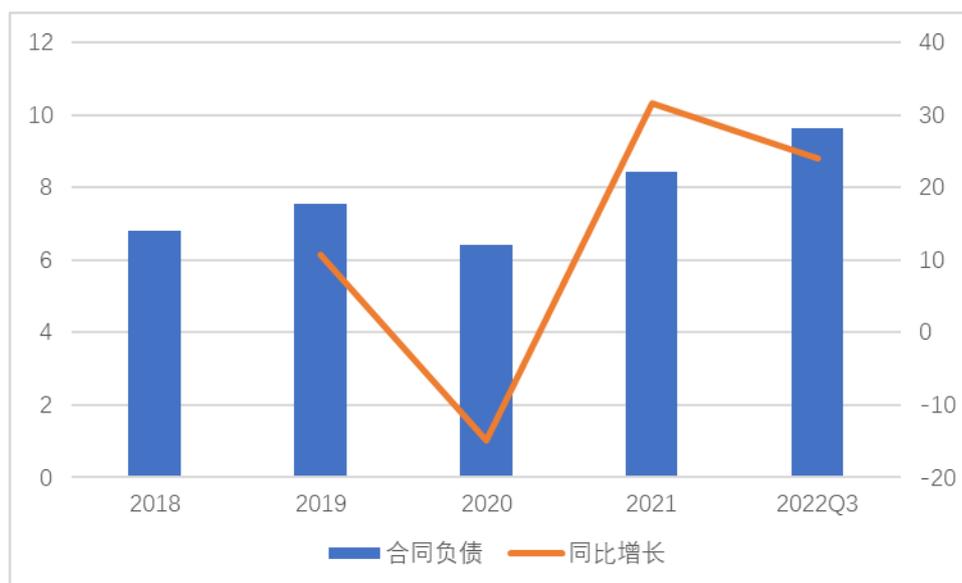
贸易业务板块：公司贸易业务 2022Q2 的毛利率为 4.19%。公司贸易板块的利润仅占公司总利润的 0.2%-0.5%，其毛利率在基本上徘徊在 4% 附近，所以我们预测 2022 年-2024 年公司贸易业务板块的毛利率分别为 4.2%、4.22% 和 4.23%。

其他业务板块：2022Q2，公司其他业务的毛利率为 15.38%，较去年同期有所下降。公司的主要营收集集中在化肥业务板块以及化工业务板块，其他业务板块主要为电力、设备制造等方面，综合考虑近些年其他业务板块的收入以及毛利率变化，我们预测 2022 年-2024 年公司创新及其他业务板块的毛利率分别为 16.0%、20.0 % 和 22.0%。

2.3 结合公司预收款项/合同负债情况，预测未来公司营收走向

公司预收款项/合同负债为尚未确认的递延收入，随着时间推移将逐步释放转化为未来收入的重要组成部分。2018 年-2022 年 Q3，公司预收款项/合同负债金额呈现上升趋势，截至 Q3 期末合同负债金额为 9.63 亿元，同比增长率为 23.93%，但仍然保持着稳健增长。随着春耕化肥需求量的提高以及地产行业回暖，对 PVC 需求量的提高，以目前合同负债变动情况作为参考，我们预计公司 2022 年-2024 年营业收入仍将保持稳健增长的良好态势。

图 22 湖北宜化近年来的预收款项/合同负债情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部



2.4 2022-2024 年公司分业务板块收入预测

化肥业务板块: 随着俄乌冲突的不断持续,作为主要氮肥出产国的俄罗斯化肥出口出现骤降。公司的“宜化牌”尿素作为免检产品远销海外。同时,考虑到我国对粮食安全的重视,我们预测 2022 年-2024 年公司化肥业务板块收入同比增速分别为 18.36%、22.11%和 24.56%。

化工业务板块: 随着房地产政策的不断宽松,新基建要求的不断提出,市场对管材、门窗等房屋建材的需求也就进一步加大,其上游产品 PVC 以及烧碱的需求量也将进一步加大。同时,6 万吨的 PBAT 生产线将于 2022 年年底完工,而 2023 年,与宁德时代合作的邦普宜化磷酸铁配套原料及磷酸铁项目也将完工,我们预测 2022 年-2024 年公司化工业务板块收入同比增速分别为 13.66%、15.58%和 22.20%。

贸易业务板块: 由于公司主营业务为化肥和化工板块,贸易板块收入占比不高,我们预测 2022 年-2024 年公司贸易业务板块收入同比增速分别为-0.06%、2.0%和 2.85%。

其他业务板块: 同理,根据往年其他业务板块的业绩,我们预测 2022 年-2024 年公司其他业务板块收入同比增速分别为 20.43%、13.05%和 9.15%。

表 4 2022-2024 年公司收入预测 (单位: 亿元)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
化肥业务	66.16	74.45	88.12	107.60	134.03
YOY	-1.52%	12.54%	18.36%	22.11%	24.56%
化工业务	60.25	92.61	105.26	121.66	148.67
YOY	-9.53%	53.70%	13.66%	15.58%	22.20%
贸易业务	3.46	5.85	5.51	5.62	5.78
YOY	74.25%	69.02%	-0.06%	2.00%	2.85%
其他业务	8.17	12.52	15.08	17.05	18.61
YOY	-24.51%	53.21%	20.43%	13.05%	9.15%
合计	138.05	185.44	213.97	251.93	307.09
YOY	-5.83%	34.33%	15.39%	17.74%	21.89%

资料来源: 华通证券国际研究部

三、2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往五年一期的期间费用率趋势,结合降本增效相关措施收益的逐步释放,我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率分别为 0.39%、0.36%和 0.33%,管理费用率分别为 2.48%、2.43%和 2.39%,研发费用率分别为 3.57%、3.78%和 3.96%,财务费用率分别为 2.52%、2.41%和 2.33%。

进而我们预测 2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 19.47、24.17 和 33.40 亿元,同比增长分别为 24.09%、24.14%和 38.19%;摊薄 EPS 分别为 2.17、2.69 和 3.72 元/股,同比增长分

别为 24%、23.96% 和 38.29%（公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表）。

四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

根据前述公司整体业绩预测，我们测算得到 2022 年公司对应的 P/E 为 7.33。

表 5 2022-2024 年相对估值模型预测数据

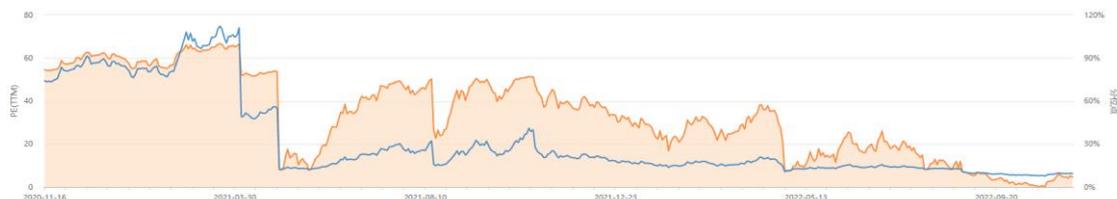
项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E	24.81	12.19	7.33	5.91	4.27

资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

注: 相关指标计算以 2022 年 11 月 8 日公司 A 股收盘价及当日汇率折算后为基准

当前公司 P/E (TTM) 为 6.30, 距离近 24 个月以来的最高点 74.79, 已经大幅回撤 91.58%。

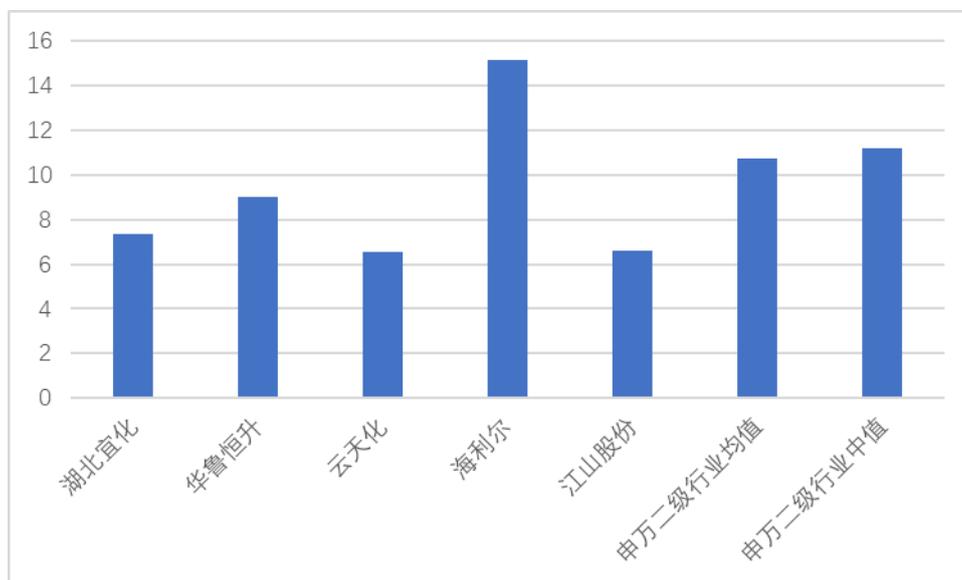
图 23 公司近两年来的 P/E (TTM) 及分位点走势



资料来源: 东财 Choice, 华通证券国际研究部

从同期可比公司 P/E (TTM) 上看, 公司目前估值水平低于部分可比公司, 且显著低于申万二级行业均值与中值。

图 24 各大可比公司 P/E (TTM) 比较



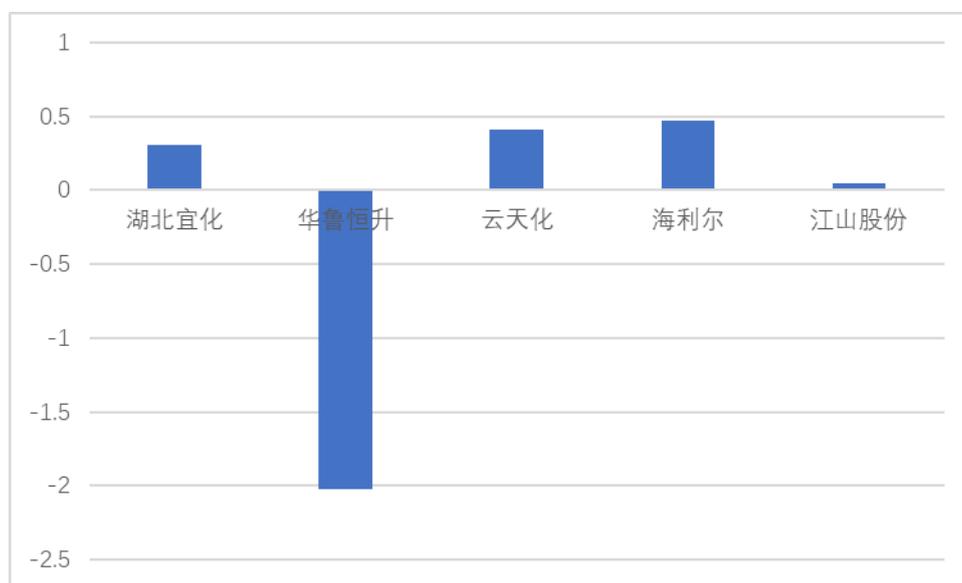
资料来源: 东财 Choice, 华通证券国际研究部

以 A 股申万二级行业公司动态 PE 中值 11.16 为基准，同时考虑可比公司情况以及作为国内氮肥行业龙头公司的估值溢价，我们给予公司 9-11 倍 PE 估值，结合对应预测 2022 年 EPS（摊薄）2.17 元/股，从而得到公司合理股价区间为 19.53-23.87 元/股。

4.2 PEG 模型

根据 2022-2024 年业绩预测，以 2022 年 11 月 16 日公司 A 股收盘价为基准（注：计算以预测期（N 年）PE 为分子，预测期对应次年（N+1 年）EPS 预期增长率*100 为分母），计算得到 2022-2024 年公司 PEG 分别为 0.31、0.25 和 0.11。从绝对数上看，预测期各年 PEG 均小于 1，公司股价存在明显的低估；从参考可比公司来看，除华鲁恒升为负数外，其他可比公司 2022 年预测 PEG 均显著低于 1，行业整体估值水平目前偏低。

图 25 2022 年可比公司 PEG 情况



资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

4.3 绝对估值模型

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别是 2.17、2.68、3.72 为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 43.96 元。

表 6 DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	9%	2%	7.77	41.86	49.63
组合二	9%	1.5%	7.77	38.87	46.64
组合三	9%	1%	7.77	36.27	44.03
组合四	10%	2%	7.69	35.63	43.32
组合五	10%	1.5%	7.69	33.37	41.06
组合六	10%	1%	7.69	31.36	39.05
平均					43.96

资料来源:东财 Choice, 华通证券国际研究部

估值说明:

- (1).永续增长率采用低于我国 GDP 增长率;
- (2).DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算;
- (3).预测期间为 2022-2024 年, 永续期自 2025 年开始;
- (4).考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

化肥冬储市场开启, 磷肥市场“炒涨”氛围浓厚, 国内方面, 需求来自东北的化肥冬储, 今年夏秋季节由于支援华北地区, 东北化肥库存减少较多, 今年冬储东北地区仅磷酸二铵需求将超过总库存的 80%, 也就是超过 300 万吨, 比一般年份增加 40 万吨以上。出口方面, 应湖北、云南与四川大型磷肥企业申请, 国家相关部门将新增三省审批港口已法检磷肥出口额度近 40 万吨。虽然目前到明年 4 月前, 国家对磷肥的出口限制政策并没有松动, 但新增审批额度, 让企业看到出口增加的可能。同时, 公司有部分客户属于供销合作社系统, 目前通过市场化经销模式与该部分客户开展业务合作。

地产行业政策不断宽松, 基建重要性被不断强调, 建材需求有望触底反弹, 公司主营业务板块氯碱化工中的产品 PVC 以及烧碱 (氧化铝上游材料) 的销量将得到进一步的提升。

新能源赛道高景气持续, 化工材料作为新能源产业发展必不可少的一环, 也将迎来历史性的变革。传统化工将与新能源双向影响, 同步发展。公司与宁德时代子公司宁波邦普合资成立“邦普宜化”, 预计在 2023 年底投产, 成功投产后, 公司将在新能源领域开启新的增长空间; 同时, 松滋史丹利宜化新能源材料磷酸铁前驱体项目正在准备设计工作, 预计在 2024 年底投产。除此之外, 公司氟产业主要发展方向为高值化利用磷矿伴生氟资源, 发展高端氟材料和氟精细化工, 目前已储备相关技术。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算, 结合股价催化剂因素, 我们给予公司六个月内的目标价为 18 元/股, 对应 2022 年 P/E 为 8.29。以 2022 年 11 月 16 日 A 股收盘价为基准, 公司股价距离六个月内的目标价仍有 13% 的上涨空间。

六、公司投资评级



根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

表附录：财务报表预测与比率分析

利润表 (百万元)					估值和财务指标汇总				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18544.06	21397.99	25194.00	30708.96	EBIT	2700.67	3245.94	3956.50	4957.37
营业成本	13977.89	16005.70	18625.92	22500.46	EBITDA	3783.06	3928.62	4639.18	5633.72
营业税金及附加	113.44	130.90	154.12	187.86	NOPLAT	2374.88	2773.65	3509.56	4452.67
营业费用	68.52	83.45	90.70	101.34	税前经营利润	2106.00	2532.22	3559.85	4671.76
管理费用	464.56	530.67	612.21	733.94	EPS	1.75	2.17	2.90	3.76
财务费用	472.13	1000.19	834.66	848.85	BPS	2.68	4.85	7.75	11.51
研发费用	710.64	763.91	952.33	1216.07	PE	8.96	7.22	5.39	4.17
资产减值损失	551.22	288.87	295.75	378.62	PB	5.84	3.23	2.02	1.36
投资收益	102.90	0.00	0.00	0.00	PS	0.76	0.66	0.56	0.46
其他经营损益	-79.67	-62.07	-68.45	-70.06	PCF	3.85	1.62	-475.21	1.13
营业利润	2208.90	2532.22	3559.85	4671.76	EV/EBIT	5.98	2.57	2.35	-0.39
其他非经营损益	34.92	252.76	169.17	152.28	EV/EBITDA	4.27	2.12	2.01	-0.35
利润总额	2243.82	2784.98	3729.02	4824.04	EV/NOPLAT	6.80	3.00	2.65	-0.44
所得税	164.57	204.26	273.50	353.81	EV/IC	3.60	-6.06	4.20	0.34
净利润	2079.25	2580.72	3455.52	4470.22	ROIC-WACC	28.13%	50.70%	-266.48%	189.49%
少数股东损益	510.22	633.28	847.94	1096.94	股息率%	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1569.03	1947.44	2607.57	3373.29					
					财务分析指标	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	收益率				
货币资金	3370.86	11840.00	11739.69	24164.49	三费/营业收入	5.42%	7.54%	6.10%	5.48%
应收和预付款项	1505.50	1924.39	2245.76	2623.85	EBIT/营业收入	14.56%	15.17%	15.70%	16.14%
存货	1578.03	1799.80	2043.95	2578.35	EBITDA/营业收入	20.40%	18.36%	18.41%	18.35%
其他流动资产	298.56	298.56	298.56	298.56	销售净利率	11.21%	12.06%	13.72%	14.56%
长期股权投资	108.92	108.92	108.92	108.92	资产获利率				
固定资产和在建工程	9425.46	8493.56	7554.77	6533.12	ROE	65.17%	44.72%	37.45%	32.64%
无形资产和开发支出	271.48	236.43	203.11	169.80	ROA	13.27%	11.39%	14.14%	12.31%
其他非流动资产	3799.22	3791.25	3784.92	3784.92	ROIC	39.27%	61.84%	-255.35%	200.63%
资产总计	20358.04	28492.91	27979.68	40262.00	增长率				
短期借款	2567.03	2567.03	2567.03	2567.03	销售收入增长率	34.33%	15.39%	17.74%	21.89%
应付和预收款项	3449.54	9005.33	5036.58	12848.68	EBIT 增长率	185.74%	20.19%	21.89%	25.30%
长期借款	4774.15	4774.15	4774.15	4774.15	EBITDA 增长率	86.47%	3.85%	18.09%	21.44%
其他负债	5598.83	5597.19	5597.19	5597.19	净利润增长率	871.26%	24.12%	33.90%	29.36%
负债合计	16389.54	21943.69	17974.95	25787.05	总资产增长率	-6.02%	39.95%	-1.80%	43.90%
股本	897.87	897.87	897.87	897.87	股东权益增长率	638.10%	80.88%	59.87%	48.45%
资本公积	2128.50	2128.50	2128.50	2128.50	经营营运资本增长率	-17.51%	-91.14%	44.62%	-120.59%
留存收益	-618.63	1328.81	3936.39	7309.67	资本结构				
归属母公司股东权益	2407.74	4355.19	6962.76	10336.04	资产负债率	80.51%	77.01%	64.24%	64.05%
少数股东权益	1560.76	2194.03	3041.97	4138.91	投资资本/总资产	22.03%	-4.82%	7.93%	-14.11%
股东权益合计	3968.50	6549.22	10004.73	14474.96	带息债务/总负债	43.45%	32.45%	39.62%	27.61%
负债和股东权益合计	20358.04	28492.91	27979.68	40262.00	流动比率	0.59	0.93	1.25	1.42
					速动比率	0.45	0.82	1.09	1.30
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
税后经营利润	2039.91	2346.50	3298.76	4329.11	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
折旧摊销	1082.39	682.68	682.68	676.35	资产管理效率				
净营运资金增加	-612.20	4915.13	-4534.26	6899.61	总资产周转率	0.88	0.88	0.89	0.90
经营活动产生现金流量净额	3650.08	8694.15	-29.59	12417.02	固定资产周转率	2.07	2.52	3.14	4.36
投资活动产生现金流量净额	1061.02	235.96	156.76	141.11	应收账款周转率	31.88	36.31	33.39	33.86
融资活动产生现金流量净额	-4121.82	-460.96	-227.48	-133.33	存货周转率	10.04	9.48	9.69	9.74

数据来源：华通证券研究部

法律声明及风险提示

- 1.本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
- 2.本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 3.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，投资者需自行承担风险。
- 4.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人做出邀请。
- 5.本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
- 6.本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
- 7.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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。
- 8.本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
- 9.本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。