

湖北宜化 (000422.SZ)

现金收购优质资产，看好公司盈利上行

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 农化制品

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码: S0980520120002
证券分析师: 张歆钰	021-60375408	zhangxinyu4@guosen.com.cn	执证编码: S0980524080004

事项:

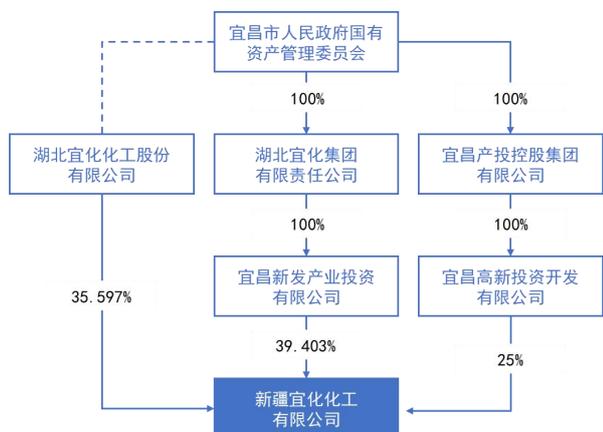
公司公告: 2024年12月11日, 公司发布《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书》, 公告显示, 上市公司拟以支付现金方式, 受让宜化集团持有的宜昌新发投100%股权。本次交易完成后, 上市公司将持有宜昌新发投100%股权, 宜昌新发投成为上市公司全资子公司, 上市公司持有新疆宜化股权比例将由35.597%上升至75.00%。本次交易前, 上市公司的主营业务为化肥产品、化工产品的生产及销售。上市公司2023年主要产品产能为: 尿素156万吨/年、PVC84万吨/年、烧碱68万吨/年、磷酸二铵126万吨/年。本次交易完成后, 上市公司的主营业务为化肥产品、化工产品、煤炭的生产及销售, 形成完整的化工上下游产业链。按2023年主要产品的产能计算, 将新增主要产品年产能: 尿素60万吨、PVC30万吨、烧碱25万吨、煤炭3000万吨。

国信化工观点: 1) 公司以32亿元现金收购新疆宜化40%股权, 重组完成后, 有助于公司整合产业链, 公司将具备煤炭、煤化工、氯碱化工、磷化工等多项主营业务, 上游具备3000万吨/年原煤产能, 中游具备114万吨PVC、103万吨烧碱、216万吨尿素、126万吨磷酸二铵产能, 产业链向上游打通, 优质资产产能提升; 2) 本次资产重组完成后, 按照新疆宜化近两年的盈利情况测算, 预计40%股权对应增厚利润中枢在4.8亿元, 且交易对手宜化集团为新疆宜化自2025-2027年进行了业绩承诺, 承诺未来三年新疆宜化合计归母净利润不低于30.58亿元, 若未能达到承诺业绩, 宜化集团将对上市公司实施现金补偿。投资建议: 考虑到新疆宜化或将于2025年完成并表, 未来公司归母净利润中枢将实现提升, 我们谨慎上调公司未来收入为183/270/274亿元, (前值为183/181/184亿元), 归母净利润为10.21/16.06/18.27亿元(前值为10.94/11.86/14.15亿元), EPS分别为0.96/1.52/1.73元, 当前股价对应PE分别为14/9/8X。(公司盈利拆分情况见正文)。公司为磷肥、氮肥行业龙头, 资源优势显著, 伴随子公司新疆宜化重组推进, 公司煤炭资源上下游产业链整合确定性进一步增强, 疆煤资源注入将为公司带来利润增长, 考虑到公司的行业领先地位以及成长性, 维持“优于大市”评级。

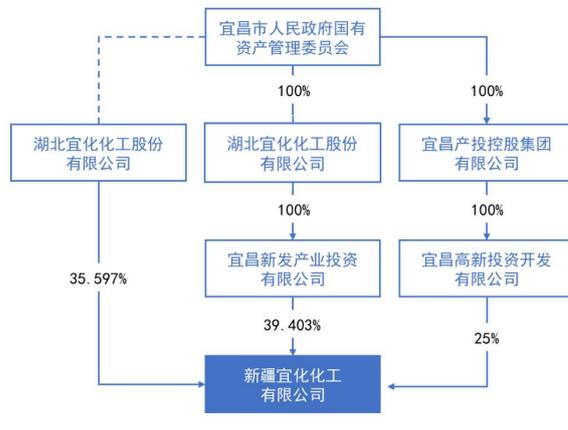
评论:

◆ 公司以32亿元现金收购新疆宜化40%股权, 收购完成后公司将具备煤炭、煤化工、氯碱化工、磷化工等多项主营业务

当前公司具有尿素156万吨/年、PVC84万吨/年、烧碱68万吨/年、磷酸二铵126万吨/年。本次交易完成后, 上市公司的主营业务为化肥产品、化工产品、煤炭的生产及销售, 形成完整的化工上下游产业链。按2023年主要产品的产能计算, 将新增主要产品年产能: 尿素60万吨、PVC30万吨、烧碱25万吨、煤炭3000万吨。当前新疆宜化控股的五彩湾矿区露天一号矿保有资源量为21.08亿吨, 可采储量为13.20亿吨, 该煤矿具有煤炭埋藏浅、地质构造稳定、资源禀赋好、易于开采等特点, 平均厚度68米, 矿产煤炭可作为优质的动力、化工用煤。预计后续随着新疆煤炭、煤化工产业开发, 公司的优质煤炭资源将具备长期发展价值。

图1: 新疆宜化重组前股权结构


资料来源：企查查，国信证券经济研究所整理

图2: 新疆宜化重组后股权结构


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 本次交易完成后，预计公司年化归母净利润中枢将增长 4-5 亿元

本次资产重组完成后，按照新疆宜化近两年的盈利情况测算，预计 40%股权对应增厚利润中枢在 4.8 亿元，且交易对手宜化集团为宜化矿业、宜新化工、巴州嘉宜自 2025-2027 年进行了业绩承诺，承诺未来三年宜化矿业、宜新化工、巴州嘉宜所持有的露天煤矿采矿权、石盐矿矿业权、石灰岩矿采矿权合计的归母净利润不低于 30.58 亿元，若未能达到承诺业绩，宜化集团将对上市公司实施现金补偿。根据公司公告，补偿计算方式为： $\text{现金应补偿金额} = (\text{截至期末相关资产累计承诺净利润} - \text{截至期末相关资产累计实际净利润}) \div \text{业绩承诺期内相关资产累计承诺净利润总和} \times \text{相关资产本次交易作价}$ 。

表1: 交易前后公司盈利情况

项目	本次交易前		本次交易后	
	2024/7/31	2023/12/31	2024/7/31	2023/12/31
营业总收入 (亿元)	105.23	170.46	154.18	261.58
营业利润 (亿元)	8.08	10.58	12.49	34.65
归母净利润 (亿元)	5.73	4.53	7.54	9.33
每股收益 (元)	0.54	0.47	0.71	0.97
毛利率	13.89%	12.66%	22.07%	23.69%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到新疆宜化或将于 2025 年完成并表，未来公司归母净利润中枢将实现提升，我们谨慎上调公司未来收入为 183/270/274 亿元，（前值为 183/181/184 亿元），归母净利润为 10.21/16.06/18.27 亿元（前值为 10.94/11.86/14.15 亿元），EPS 分别为 0.96/1.52/1.73 元，当前股价对应 PE 分别为 14/9/8X。公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著，伴随子公司新疆宜化重组推进，公司煤炭资源上下游产业链整合确定性进一步增强，疆煤资源注入将为公司带来利润增长，考虑到公司的行业领先地位以及成长性，维持“优于大市”评级。

表2: 湖北宜化盈利拆分

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
化肥业务							
收入 (百万元)	6615.77	7445.43	9112.91	7756.48	8098.79	7951.54	8061.78
增速	-1.52%	12.54%	22.40%	-14.88%	4.41%	-1.82%	1.39%
毛利 (百万元)	718.11	2322.51	2357.84	1513.61	1930.52	2006.21	2206.80
增速	-13.63%	223.42%	1.52%	-35.81%	27.54%	3.92%	10.00%
毛利率	10.85%	31.19%	25.87%	19.51%	23.84%	25.23%	27.37%
氯碱业务							
收入 (百万元)	5300.22	7331.97	7551.94	6225.95	5470.26	5382.84	5402.96
增速	-8.09%	38.33%	3.00%	-17.56%	-12.14%	-1.60%	0.37%
毛利 (百万元)	480.02	1469.47	1095.65	365.49	445.12	435.83	477.60
增速	-44.15%	206.13%	-25.44%	-66.64%	21.79%	-2.09%	9.58%
毛利率	9.06%	20.04%	14.51%	5.87%	8.14%	8.10%	8.84%
化工业务							
收入 (百万元)	724.86	1928.80	1916.38	1693.92	3176.33	3134.61	3100.58
增速	-18.88%	166.09%	-0.64%	-11.61%	87.51%	-0.96%	-0.33%
毛利 (百万元)	78.87	402.01	280.66	0.64	317.59	330.54	402.97
增速	-68.62%	409.74%	-30.18%	-77.31%	49781.10%	4.08%	21.91%
毛利率	10.88%	20.84%	14.65%	0.04%	10.00%	10.54%	13.00%
新疆宜化业务							
收入 (百万元)						8826.16	8989.41
增速							1.85%
毛利 (百万元)						2007.66	2097.56
增速							4.48%
毛利率						22.75%	23.33%
贸易物流&电力							
收入 (百万元)	354.97	597.59	337.33				
毛利 (百万元)	28.40	89.64	22.94				
毛利率	8.00%	15.00%	6.80%				
其他主营业务							
收入 (百万元)	808.88	1240.27	1793.97	1365.68	1550	1680	1810
毛利 (百万元)	169.86	282.78	197.34	214.57	232.50	252.00	271.50
毛利率	21.00%	22.80%	11.00%	15.71%	15.00%	15.00%	15.00%
合计							
总收入 (百万元)	13804.70	18544.06	20712.53	17042.03	18295.39	26975.15	27364.74
总毛利 (百万元)	1475.26	4566.40	3954.42	2094.30	2925.73	5032.25	5456.44
毛利率	10.69%	24.62%	19.09%	12.29%	15.99%	18.66%	19.94%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理测算

表3: 可比公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (12.11) (元)	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
600141.SH	兴发集团	优于大市	23.08	1.62	2.01	14.25	11.48
600096.SH	云天化	优于大市	22.20	2.85	2.96	7.79	7.50
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	22.91	1.97	2.4	11.63	9.55
600256.SH	广汇能源	优于大市	7.16	0.63	0.87	11.37	8.23
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	13.72	0.96	1.52	14.29	9.03

资料来源: 各可比公司评级及预测均来自 WIND 一致预期, 数据截止至 2024 年 12 月 11 日, 国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

原材料价格大幅波动的风险、主营产品价格大幅下跌的风险、安全生产的风险、安全环保政策趋严的风险、公司内控的风险。

相关研究报告：

- 《湖北宜化（000422.SZ）-资产重组持续推进，前三季度归母净利润同比增长 95%》——2024-11-05
- 《湖北宜化（000422.SZ）-磷酸二铵量价齐升，具备上游资源优势》——2024-08-25
- 《湖北宜化（000422.SZ）-主营产品量价齐升，公司盈利水平大幅增长》——2024-07-08
- 《湖北宜化（000422.SZ）-主营产品量价齐升，资产质量逐步改善》——2024-06-26
- 《湖北宜化（000422.SZ）-依托矿产资源优势，化肥领先企业有望迎来利润增长》——2024-04-16

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3420	2971	3000	3133	3245	营业收入	20713	17042	18295	26975	27365
应收款项	472	419	1002	1478	1499	营业成本	16758	14885	15370	21943	21908
存货净额	1326	1751	1595	2301	2286	营业税金及附加	113	75	91	135	137
其他流动资产	377	499	457	674	684	销售费用	101	121	73	108	109
流动资产合计	5594	5640	6055	7586	7714	管理费用	458	469	384	558	566
固定资产	9344	10490	10952	11271	11461	研发费用	735	737	714	1059	1108
无形资产及其他	456	461	444	427	409	财务费用	250	148	327	324	254
投资性房地产	1168	617	617	617	617	投资收益	605	407	603	132	122
长期股权投资	3105	4226	4226	4226	4226	资产减值及公允价值变动	(166)	(92)	(103)	(94)	(120)
资产总计	19667	21434	22294	24127	24427	其他收入	(519)	(599)	(714)	(1059)	(1108)
短期借款及交易性金融负债	4008	5038	6224	4975	3236	营业利润	2952	1059	1835	2887	3285
应付款项	2224	2797	1073	1549	1539	营业外净收支	17	(91)	0	0	0
其他流动负债	1299	1536	1802	2601	2585	利润总额	2969	969	1835	2887	3285
流动负债合计	7530	9371	9099	9124	7360	所得税费用	240	163	147	231	263
长期借款及应付债券	4913	2805	2805	2805	2805	少数股东损益	565	352	668	1050	1195
其他长期负债	415	601	551	500	449	归属于母公司净利润	2164	453	1021	1606	1827
长期负债合计	5327	3406	3355	3305	3254	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12858	12777	12455	12429	10614	净利润	2164	453	1021	1606	1827
少数股东权益	2133	2083	2550	3285	4121	资产减值准备	(600)	45	25	4	2
股东权益	4676	6574	7289	8413	9692	折旧摊销	1097	1118	928	1102	1206
负债和股东权益总计	19667	21434	22294	24127	24427	公允价值变动损失	166	92	103	94	120
关键财务与估值指标						财务费用	250	148	327	324	254
每股收益	2.41	0.43	0.96	1.52	1.73	营运资本变动	1989	1101	(1869)	(171)	(90)
每股红利	1.10	0.55	0.29	0.46	0.52	其它	907	(149)	442	731	834
每股净资产	5.21	6.21	6.89	7.95	9.16	经营活动现金流	5724	2661	650	3366	3900
ROIC	15.05%	4.12%	9%	18%	20%	资本开支	0	(2210)	(1501)	(1501)	(1501)
ROE	46.28%	6.89%	14%	19%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	19%	13%	16%	19%	20%	投资活动现金流	(2996)	(3330)	(1501)	(1501)	(1501)
EBIT Margin	12%	4%	9%	12%	13%	权益性融资	3	1607	0	0	0
EBITDA Margin	18%	11%	14%	16%	17%	负债净变化	359	(2108)	0	0	0
收入增长	12%	-18%	7%	47%	1%	支付股利、利息	(987)	(586)	(306)	(482)	(548)
净利润增长率	38%	-79%	125%	57%	14%	其它融资现金流	(1899)	4002	1186	(1250)	(1738)
资产负债率	76%	69%	67%	65%	60%	融资活动现金流	(3152)	221	880	(1732)	(2287)
股息率	9.8%	5.8%	3.0%	4.8%	5.5%	现金净变动	(424)	(449)	29	133	112
P/E	3.9	22.2	9.8	6.3	5.5	货币资金的期初余额	3844	3420	2971	3000	3133
P/B	1.8	1.5	1.4	1.2	1.0	货币资金的期末余额	3420	2971	3000	3133	3245
EV/EBITDA	5.9	12.2	8.7	5.3	4.4	企业自由现金流	0	637	(913)	2349	2869
						权益自由现金流	0	2531	(27)	801	897

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032