



湖北宜化（000422.SZ）：一年10倍，崛起之路再复盘

核心观点

2021年10月20日，湖北宜化股价创出27.94元的历史新高，与2020年10月20日的2.68元相比，上涨了10倍。通过复盘公司的崛起之路，发现公司股价之所以快速上涨，与其基本面“实质性”好转密切相关。公司基本面的变化，可以归纳为三点：

第一，资产质量升级，内生动力不断增强。公司2017年以来进行了彻底的改革，实现了“绝地重生”。一是剥离新疆宜化，解决亏损源头；二是聚焦主营业务，先后剥离了10家子公司；三是向高端化、一体化持续发展，先后拓展了6个重要项目。目前4家核心子公司利润贡献已超公司整体归母净利润的90%，资产质量有了“质”的提升。

第二，行业景气并可持续，公司盈利能力不断增强。2021年公司核心产品先后进入景气期，截至2021年9月30日，磷酸二铵、尿素、PVC以及烧碱价格分别同比上涨约54.3%、60.9%、63.1%以及130.4%。主营产品价格的上涨为公司带来巨大的利润，一二季度归母净利润分别为2.1/5.2亿元，三季度利润预告为6.7-7.7亿元，实现了季度环比增长。目前主营产品仍处于紧平衡状态，高景气有望持续。

第三，携手宁德时代，成为新能源赛道潜力最大的公司之一。与宁德时代合作，一是标志着公司未来发展将以新能源电池材料为重点。电池材料极具发展空间，预测2025年磷酸铁锂需求量将突破200万吨，年复合增长率超50%，是当前最为优质的赛道之一。二是销售渠道稳定，可以有效提高产能利用率，降低生产成本，在后续的竞争中立于不败之地。

以上因素作用下，公司迎来“业绩”+“估值”的戴维斯双击。业绩方面，传统业务持续发力，盈利能力不断增强；磷酸铁、硫酸镍、PBAT等项目投产将为公司创造新的利润来源。估值方面，新能源电池材料行业估值较高，PE中位数为72.6倍，远高于磷化工的21.6倍平均PE。在新能源的带动下，磷化工板块的估值将会提升，带动公司估值提升。

投资建议

我们维持之前报告中的盈利预测，预期2021/2022/2023年公司EPS分别为2.35/2.63/3.06元，以2021年10月21日收盘价28.3元为基准，对应的PE为12.03/10.74/9.25。结合行业景气度，看好公司的发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

安全环保政策变化、原材料价格上涨、能源电力供应不足。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13804.70	18859.41	20598.88	22630.38
增长率(%)	-5.83	36.62	9.22	9.86
归母净利润	115.79	2110.15	2363.63	2743.12
增长率(%)	-29.56	1722.32	12.01	16.06
EPS(元/股)	0.13	2.35	2.63	3.06
市盈率(P/E)	24.81	12.03	10.74	9.25
市净率(P/B)	8.81	10.42	5.29	3.37

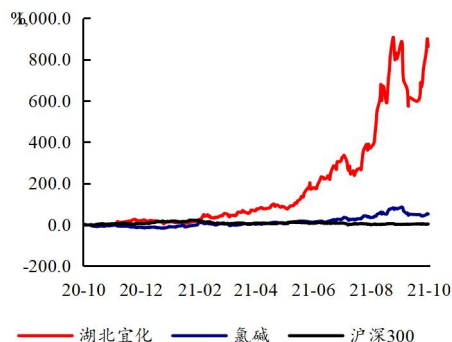
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价为2021年10月21日收盘价28.3元

评级 强烈推荐（维持）

报告作者

作者姓名 李子卓
 资格证书 S1710521020003
 电子邮箱 lizz@easec.com.cn
 联系人 丁俊波
 电子邮箱 dingjb@easec.com.cn
 联系人 高嘉麒
 电子邮箱 gaojq700@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	897.87
流通A股/B股(百万股)	897.87/0.00
资产负债率(%)	88.85
每股净资产(元)	1.18
市净率(倍)	21.77
净资产收益率(加权)	105.30
12个月内最高/最低价	26.88/2.55

相关研究

《湖北宜化（000422.SZ）：携手宁德时代进军新能源，打开第二增长曲线》2021.10.12
 《湖北宜化（000422.SZ）：低效资产剥离、经营效率提高》2021.09.27
 《湖北宜化（000422.SZ）：详解湖北宜化的涅槃之路》2021.08.22
 《湖北宜化（000422.SZ）2021年中报点评：传统业务持续景气，磷化工蓄势待发，公司发展可期》2021.08.15
 《湖北宜化（000422.SZ）深度报告：三大主营持续景气，公司业绩全面恢复》2021.07.28

正文目录

1. 绝地重生：强化内功，扎实发展基础.....	4
1.1. 公司 2017 年陷入财务困境.....	4
1.2. 剥离新疆宜化，解决亏损源头.....	4
1.3. 资产质量升级，夯实增长基础.....	5
1.4. 加强安全管理，实现平稳运营.....	6
2. 凤凰涅槃：行业景气，稳定生产创效益.....	7
2.1. 三大主营同时步入景气期.....	7
2.2. 稳定生产，公司业绩持续提升.....	9
2.3. 新增产能有限，高景气有望持续.....	10
3. 展翅高飞：产业延伸，布局新能源赛道.....	11
3.1. 踏足蓝海市场，公司打开第二增长曲线.....	11
3.1.1. 与宁德时代合作，公司积极布局新能源业务.....	11
3.1.2. 磷酸铁锂市场空间广阔，开启公司新的增长空间.....	11
3.2. 公司新能源电池材料项目优势明显.....	15
3.2.1. 市场优势——与宁德合作，稳定销售渠道.....	15
3.2.2. 技术优势——技术基础雄厚.....	17
3.2.3. 资源优势——磷矿产能持续扩大.....	17
3.2.4. 政策优势——宜昌战略向新能源倾斜，公司获政策助力.....	18
3.3. 产业链延伸后，公司业绩增长、估值提升.....	18
4. 投资建议.....	19
5. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1. 新疆宜化剥离后公司财务指标的变化.....	5
图表 2. 低效子公司剥离进程持续进行.....	5
图表 3. 2018 年以来公司新增子公司信息.....	6
图表 4. 对公司利润影响超过 10% 的子公司明细.....	6
图表 5. 2021H1 公司收入结构.....	7
图表 6. 2021H1 公司毛利结构.....	7
图表 7. 公司主要产品价格全面上涨.....	7
图表 8. 核心产品产能变化情况.....	8
图表 9. 核心产品产量变化情况.....	8
图表 10. 核心产品库存水平平均处于低位.....	8
图表 11. 国内农产品价格明显上涨.....	9
图表 12. 房屋竣工面积增速持续处于高位.....	9
图表 13. 2021 年 Q2 营业总收入同比增速达 65.8%.....	10
图表 14. 2021 年 Q2 归母净利润同比增速达 728.6%.....	10
图表 15. 近期相关环保政策.....	10
图表 16. 磷酸铁锂的消费需求分布.....	11
图表 17. 新能源汽车产量快速增长.....	12
图表 18. 新能源汽车销量快速增长.....	12
图表 19. 动力电池年度产量.....	12
图表 20. 动力电池月度产量.....	12
图表 21. 《推广目录》中磷酸铁锂配套占比提升.....	13
图表 22. 磷酸铁锂装机量持续提升.....	13

图表 23. 可再生能源装机量持续提升.....	13
图表 24. 电化学储能规模持续高速增长.....	13
图表 25. 磷酸铁锂需求测算.....	14
图表 26. 磷源成本占比约 30%.....	14
图表 27. 磷酸铁锂和磷酸铁价格趋势.....	15
图表 28. 宁德时代产业链布局完备.....	15
图表 29. 宁德时代 CTP 技术优越.....	16
图表 30. 2021 年 9 月动力电池装车量占比.....	16
图表 31. 2021 年 1-9 月动力电池装车量占比.....	16
图表 32. 磷酸铁生产工艺概览.....	17
图表 33. 公司研发人员占比逐步扩大.....	17
图表 34. 磷化工企业与新能源材料企业的估值差异较大.....	19

2021年10月21日，湖北宜化股价创出历史新高，最高价报27.94元，相较于2020年10月21日的2.67元，股价上涨了近10倍。我们对公司的崛起之路再复盘，解析股价上涨的背后逻辑。

1. 绝地重生：强化内功，扎实发展基础

1.1. 公司2017年陷入财务困境

公司2017年陷入财务困境，当年归母净利润为-50.9亿元，导致了公司被证监会“*ST”处理。2017年出现重大亏损的原因，主要是新疆宜化发生两次安全事故。

新疆宜化在2017年2月12日以及7月26日接连发生两起安全事故。两起事故在短中长期分别对公司带来了各种负面的影响：短期来看，新疆宜化的安全事故导致了当年赔偿等直接经济损失高达四千余万；中期来看，新疆宜化的爆炸事故为公司带来了较大的减值损失，2017年全年公司共计计提固定资产减值准备13.40亿元，同时由于部分在建工程项目停工，公司又对其计提减值准备1.69亿元；长期来看，安全生产事故也导致了新疆宜化安全生产许可证的吊销，对该公司后续的经营产生了较大的影响。

1.2. 剥离新疆宜化，解决亏损源头

公司在2018年对新疆宜化进行了剥离。公司2018年3月5日与宜昌新发签订重大资产重组框架协议，拟以10.4亿元的交易对价转让新疆宜化80.1%的股权。在对于新疆宜化的债务问题方面，为了进行规范化管理，公司及宜昌新发同意将该系列借款转换为委托贷款，借款期限二至六年，借款利率执行中国人民银行同期贷款基准利率。宜昌新发对上述委托贷款提供连带责任保证担保。

新疆宜化的剥离大幅环缓解公司经营负担。本次重大资产出售完成后，湖北宜化新增了较大数额的现金，有助于其降低资产负债率，提升资产流动性，为公司的产业结构升级提供充足的流动性支持，进一步推进公司主营业务的稳定发展。此外，公司对新疆宜化的股权转让共计在2018年产生净利润1.55亿元，同时新疆宜化的剥离也将2017年50.9亿元的亏损调整至亏损24.7亿元。

图表 1. 新疆宜化剥离后公司财务指标的变化

财务指标	2017 年	2018 年	
		交易前	交易后
归母净利润(亿元)	-50.9	-50.9	-24.7
扣非归母净利润(亿元)	-51.0	-51.0	-24.8
基本每股收益(元/股)	-5.7	-5.7	-2.8
稀释每股收益(元/股)	-5.7	-5.7	-2.8

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 资产质量升级，夯实增长基础

为聚焦主营业务、缓解经营压力，公司持续剥离各低效子公司。公司在 2018-2020 年间持续向主营业务聚焦，进行了多次资产剥离。2019 年公司先后剥离贵州新宜矿业、北京宜化、雷波瑞华矿业三家子公司并变卖其三峡国际金融大厦，改善了公司的流动性水平。2020 年公司对贵州宜化、内蒙宜化、金江化工等三家子公司进行了剥离，缓解了自身经营压力。2021 年公司持续对低效子公司进行剥离，分别对瑞华矿业的剩余股权、湖南宜化以及香溪化工做出了转让以及破产操作。

图表 2. 低效子公司剥离进程持续进行

年份	标的信息	主营业务	剥离方式	交易金额(万元)	受/出让方	影响
2021	香溪化工 100%股权	电石	破产	-	-	减负
	湖南宜化 100%股权	尿素等	转让	0	湖北宜化集团	减负
	雷波县华瑞矿业 18.5%股权	磷矿	转让	3213	四川佰瑞德矿业	减负
2020	贵州宜化 100%股权	液氨	转让	2136	宜昌市京宜投资	减负
	内蒙古宜化矿业 100%股权	煤炭开采	转让	4246	个人	减负
	贵州金江化工 100%股权	化肥等	转让	1576	贵州金沙窖酒	减负
2019	贵州新宜矿业 60%股权	煤炭开采	转让	13649	浙江正佳能源	聚焦主业
	北京宜化贸易 51%股权	贸易	转让	1692	宜化集团矿业公司	聚焦主业
	雷波县华瑞矿业 71.5%股权	磷矿	转让	11990	宜化集团矿业公司等	减负
	三峡国际金融大厦 100%产权	房地产	转让	42628	宜昌市夷陵国有资产经营有限公司	减负

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

自建、外购同步进行，公司向高端化、一体化发展持续迈进。首先在高端化发展方面，公司近日发布公告，表示将与宁德时代控股子公司宁波邦普成立合资公司，共同经营磷酸铁等产品，实现了磷化工产业链的延伸、强化；另外，公司也在此前公布了 TMP、PBAT 等精细化工品项目。公司在 2020 年对万山银河进行了收购，加强了 PVC 业务一体化优势。

图表 3. 2018 年以来公司新增子公司信息

年份	标的信息	主营业务	获取方式	投资金额(万元)	对手方	影响
2021	成立合资子公司	磷酸铁	共建	尚未确定	宁波邦普	涉足新能源材料领域
	湖北宜化降解新材料有限公司	PBAT	新建	80692	-	增盈 1 亿
2020	景县晟科环保 51%股权	尿素水溶液	收购	1552	湖北宜化集团	增盈 2040 万
	贵州省万山银河 100%股权	氯化汞、汞触媒等	收购	5303	湖北宜化集团	增盈 800 万
2019	湖北宜化国际贸易 100%股权	贸易	收购	1014	宜化集团等	减少关联交易
2018	湖北宜化新材料科技有限公司	TMP、甲醛	投资	50185	-	增盈 0.5 亿元/年

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

现存子公司盈利能力较强。根据 2021 年半年报，公司纳入合并范围的参控股公司有 22 家，其中在 2021 年上半年，对公司利润影响超过 10%的子公司有 5 家，除湖南宜化外均有较强的盈利能力。除去最新剥离的湖南宜化，剩余子公司利润合计达公司净利润的 90.0%。

图表 4. 对公司利润影响超过 10%的子公司明细

公司名称	股权比例	主要业务	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	净利润 (亿元)
湖北宜化肥业有限公司	67.6%	磷酸二铵	47.0	10.6	20.9	3.8	3.8
内蒙古鄂尔多斯联合化工有限责任公司	51.0%	合成氨及尿素	19.2	16.7	9.6	2.4	2.1
新疆天运化工有限公司	100.0%	尿素	9.3	2.3	4.4	1.0	1.0
内蒙宜化化工有限公司	100.0%	PVC、烧碱	37.2	6.0	16.5	2.6	2.7
湖南宜化化工有限责任公司	100%	尿素	3.5	-0.7	0	-0.7	-0.9

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.4. 加强安全管理，实现平稳运营

公司从 2017 年新疆宜化安全事故中吸取了深刻教训，在后续的生产中对安全、环保高度重视。从安全生产的角度来看，2018-2020 三年中公司坚持安全第一的原则，加大安全生产管理力度，层层落实安全生产责任制，连续三年未发生重大事故，安全生产情况较往期呈现出较大改变。从环保的角度来看，2018、2019 年两年中公司的环保投入分别为 6151 万元以及 1.03 亿元，环保投入逐年递增，印证了公司对环保问题的重视程度。

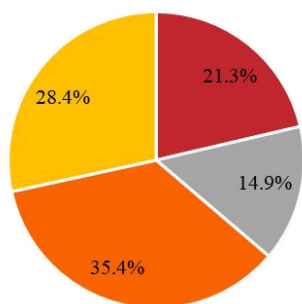
2. 凤凰涅槃：行业景气，稳定生产创效益

2.1. 三大主营同时步入景气期

三大主营业务营收、毛利占比较大。从公司 2021 年上半年的营业收入构成来看，公司三大产品磷酸二铵、尿素以及氯碱业务（包括 PVC 和烧碱）三者的占比分别为 21.3%、14.9%以及 35.4%；从毛利的构成来看，上述三大主营的占比分别为 29.3%、22.3%以及 33.7%。

图表 5. 2021H1 公司收入结构

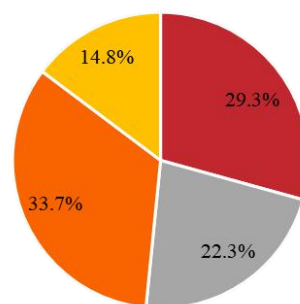
■ 磷酸二铵 ■ 尿素 ■ 氯碱产品 ■ 其他



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 6. 2021H1 公司毛利结构

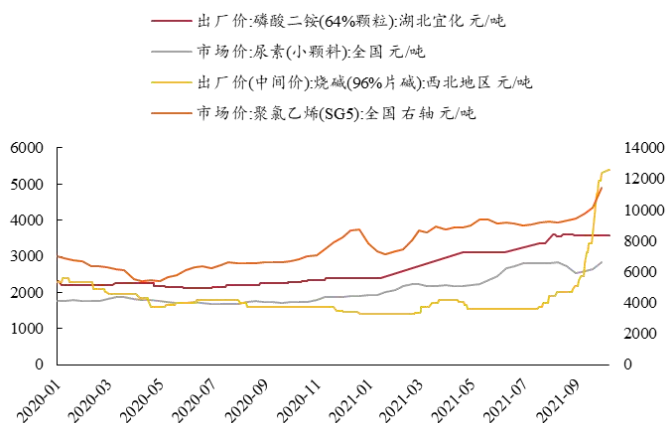
■ 磷酸二铵 ■ 尿素 ■ 氯碱产品 ■ 其他



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司主营产品处于全面景气周期。从公司的产品价格上来看，截至 2021 年 9 月 30 日，公司产品磷酸二铵、尿素、PVC 以及烧碱价格分别同比上涨约 54.3%、60.9%、63.1%以及 130.4%。产品价格的持续上涨对公司业绩水平形成持续的推动。

图表 7. 公司主要产品价格全面上涨

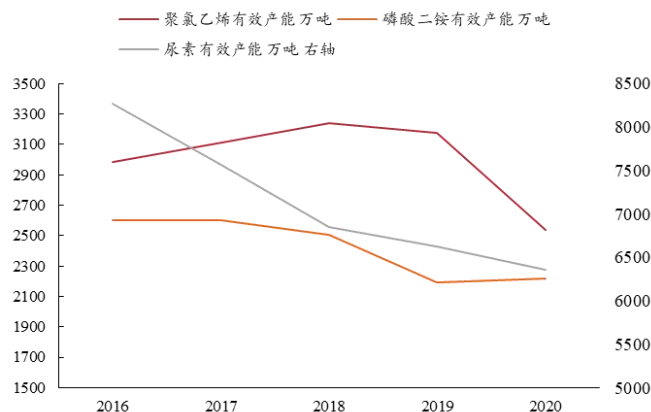


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司核心产品的国内总供给整体偏紧。从产能端来看，2020 年我国磷酸二铵、尿素、PVC 三者的有效产能分别约为 2215 万吨、6354 万吨以及 2539 万吨，分别较 2016 年下滑约 14.8%、23.1%以及 15.0%；产量方面磷酸二铵和尿素也呈现出相似的变化趋势，2020 年磷酸二铵以及尿素的产量

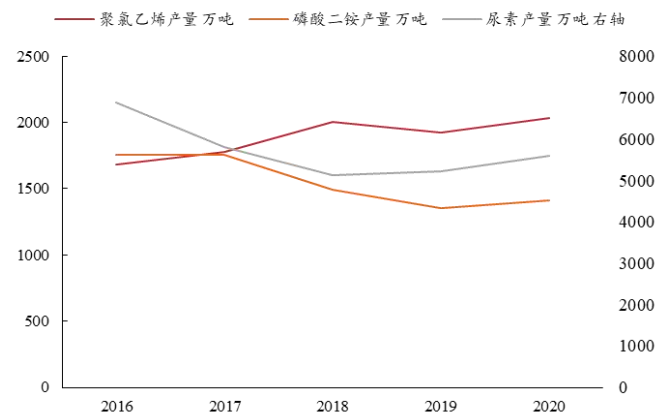
水平分别较 2016 年下滑了约 19.2%以及 18.6%。

图表 8. 核心产品产能变化情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

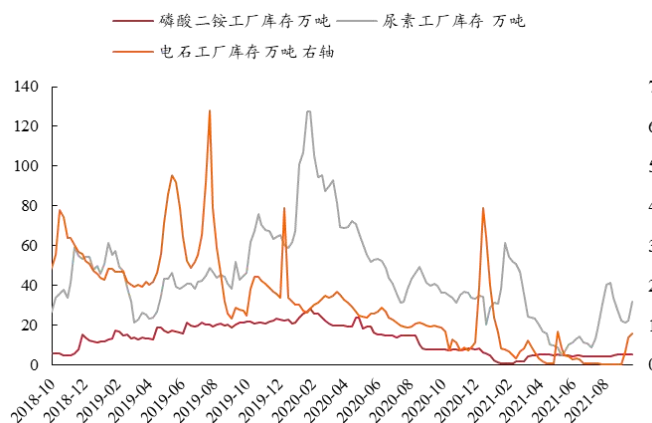
图表 9. 核心产品产量变化情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

主要产品库存水平处于底部区间，短期内将支撑产品价格走强。从公司核心产品的库存角度来看，截至 2021 年 10 月 15 日，我国磷酸二铵、尿素、电石的工厂库存水平分别约为 5.2 万吨、31.9 万吨、0.8 万吨，分别较去年同期水平下滑约 32.0%、20.2%、16.6%。当前磷酸二铵以及尿素产品的工厂库存均处于较低水平，预计将在短期内对市场供应带来一定限制，进而对产品价格形成支撑，而电石作为 PVC 的主要原材料，其低位库存也将对 PVC 价格带来支撑。

图表 10. 核心产品库存水平处于低位



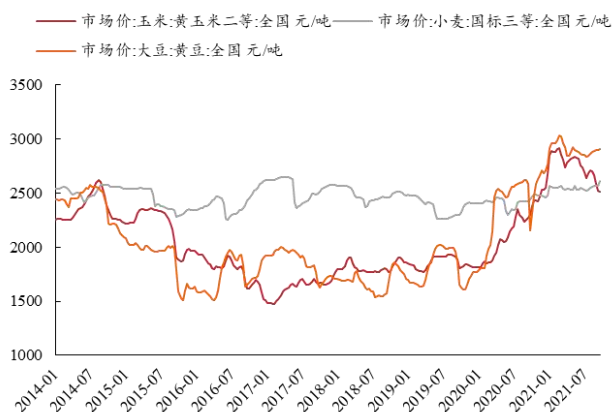
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

新冠疫情后国内宏观经济复苏明显，为产品需求增长打下基础。2021 年 10 月 18 日，国家统计局公布数据，前三季度我国国内生产总值（GDP）达 823131 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%。经济恢复明显，为国内产品需求增长打下基础。

宏观经济带动下农业及建筑业需求增长明显。从农业需求来看，目前我国多数农产品价格持续增长，截至 2021 年 10 月 10 日，我国玉米、小麦、

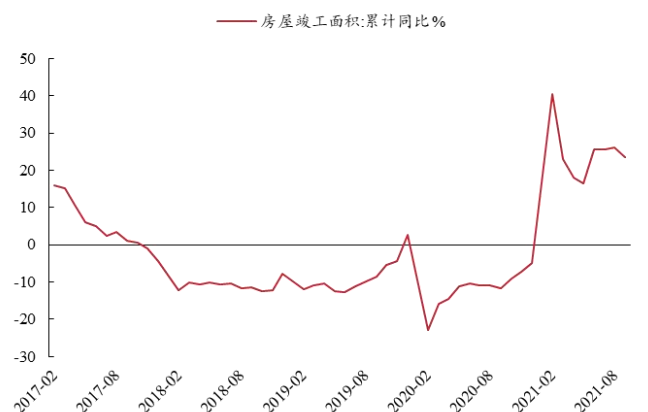
大豆的价格分别为 2511.5 元/吨、2610.0 元/吨以及 5283.3 元/吨，分别同比提升约 9.1%、7.1%以及 20.4%。农产品的价格增长未来将持续利好公司的化肥产品，如尿素及磷酸二铵。从建筑业需求来看，我国房地产竣工面积同比增速持续高企，截至 2021 年 9 月，我国房屋竣工面积的同比增速约为 23.4%，当前 PVC 需求仍处于较高水平。

图表 11. 国内农产品价格明显上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 12. 房屋竣工面积增速持续处于高位

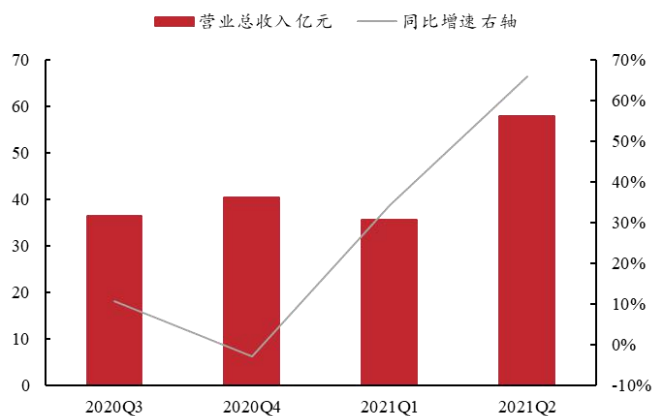


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.2. 稳定生产，公司业绩持续提升

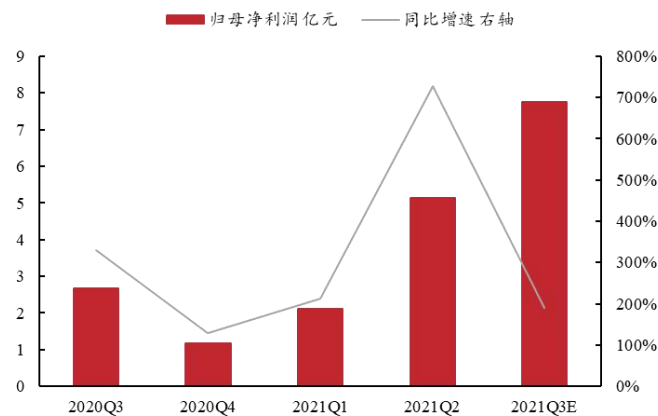
紧抓产品景气周期，公司稳健生产。2021 年上半年中，公司在安全管理方面严格执行安全生产制度，确保了生产装置的安全高效运行；在环保方面，公司始终坚持专业管理，在上半年中未有重大环保事故发生。在对安全以及环保问题的严格把控下，公司的主导产品产量稳步上升并达四年最好水平。参考 2020 年公司三大产品磷酸二铵、尿素、PVC 的产能利用率 90%、80%以及 90%，我们认为 2021 年上半年公司的产能利用率会更高。在此情况下，公司的业绩表现逐季度上涨，在 2021 年第二季度中，公司的营业总收入以及归母净利润水平同比提升约 65.8%以及 728.6%。从公司的三季度业绩预告来看，2021 年三季度预期公司将实现归母净利润 7.8 亿元（上限），同比增长约 189.2%。

图表 13. 2021 年 Q2 营业总收入同比增速达 65.8%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2021 年 Q2 归母净利润同比增速达 728.6%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.3. 新增产能有限，高景气有望持续

产业政策严格，预期 PVC、尿素、磷铵将不会有较多新增产能。近期，在全球共同发力碳中和的大背景下，我国陆续提出了有关碳中和的多项政策。目前国内对于化工、能源等行业的煤炭消费、两高项目以及能耗等管控较为严格，预期在此情况下未来 PVC、尿素、磷铵等产品的产能增长将有所受限。供需供给将会呈现紧平衡状态，景气度有望持续。

图表 15. 近期相关环保政策

时间	政策出处	核心观点	政策内容
2021.01	《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》	对化工企业碳达峰提出明确要求	鼓励能源、工业、交通、建筑等重点领域制定达峰专项方案。推动钢铁、建材、有色、化工、石化、电力、煤炭等重点行业提出明确的达峰目标并制定达峰行动方案。
2021.04	领导人气候峰会	控制煤炭消费	中国将碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，正在制定碳达峰行动计划，广泛深入开展碳达峰行动，支持有条件的地方和重点行业、重点企业率先达峰。中国将严控煤电项目，“十四五”时期严控煤炭消费增长、“十五五”时期逐步减少。此外，中国将加强非二氧化碳温室气体管控，还将启动全国碳市场上线交易。
2021.07	2021 年年中节能工作视频会议	遏制两高项目	会议要求提高政治站位，切实把思想认识行动高度统一到党中央、国务院决策部署上来；高度警觉，清醒认识节能工作面临的严峻形势；上工作节奏，把节能和坚决遏制“两高”项目盲目发展工作摆在环资工作的首位；采取得力措施，推动节能工作取得新成效；加大督促力度，对履职不力的地区和干部坚决通报问责。
2021.09	《完善能源消费强度和总量双控制度方案》	能耗双控	到 2025 年，能耗双控制度更加健全，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高。到 2030 年，能耗双控制度进一步完善，能耗强度继续大幅下降，能源消费总量得到合理控制，能源结构更加优化。到 2035 年，能源资源优化配置、全面节约制度更加成熟和定型，有力支撑碳排放达峰后稳中有降目标实现。

资料来源: 国土资源部等, 东亚前海证券研究所

3. 展翅高飞：产业延伸，布局新能源赛道

3.1. 踏足蓝海市场，公司打开第二增长曲线

3.1.1. 与宁德时代合作，公司积极布局新能源业务

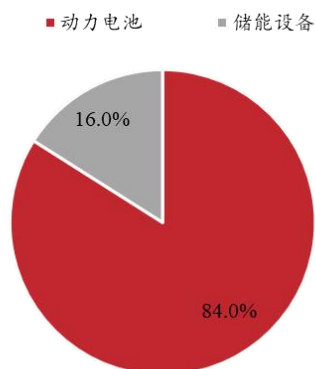
携手宁德时代，公司开始新能源业务布局。2021年10月12日，公司与宁德时代子公司宁波邦普时代新能源有限公司在湖北省武汉市签署了《关于一体化电池材料配套化工原料项目合作意向协议》，就建设一体化电池材料配套化工原料项目达成合作意向协议，拟与宁波邦普在新能源电池材料配套化工原料领域开展合作。双方将成立合资公司，建设及运营磷酸铁、硫酸镍及其前端磷矿、磷酸、硫酸等化工原料；同时建设及运营配套磷石膏周转场、磷石膏综合利用项目。

磷矿资源注入，为合资项目落地保驾护航。在本次合资成立的公司中，宁波邦普的股权比例为65%，湖北宜化的股权比例为35%。同时湖北宜化同意将其子公司江家墩矿业100%股权股合资公司。江家墩矿业充分的磷矿资源将助力双方合资项目取得原材料方面的稳定供给。

3.1.2. 磷酸铁锂市场空间广阔，开启公司新的增长空间

磷酸铁锂是一种优质的正极材料，主要用于动力电池及储能领域。从其特点来看，磷酸铁锂有着安全性高，循环性能好的特点。基于其自身优势，磷酸铁锂被广泛应用于动力电池以及储能设备领域，2020年动力电池以及储能设备对于磷酸铁锂的需求占比分别约为84.0%以及16.0%。

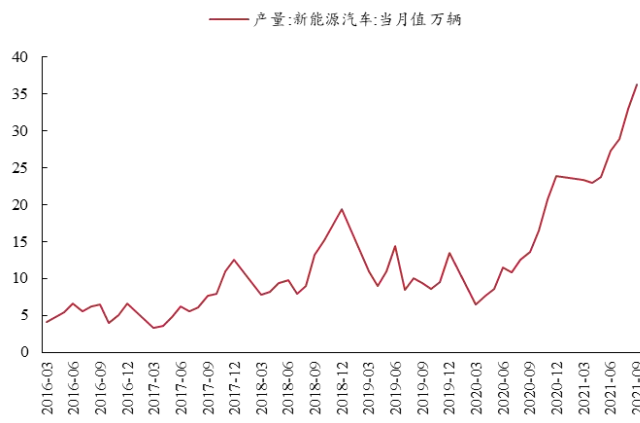
图表 16. 磷酸铁锂的消费需求分布



资料来源：格瑞普官网、东亚前海证券研究所

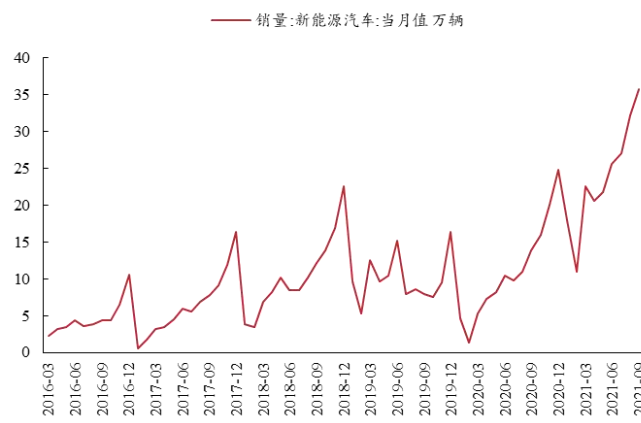
清洁化发展趋势显著，新能源汽车产销持续高企。目前全球各主要国家均在大力发展新能源领域，而受益于我国对于新能源汽车政策的持续助推，目前国内新能源汽车行业正在高速发展，从产量来看，2021年9月我国新能源汽车产量约为35.75万辆，较2020年同期提升约159.1%；从销量来看，2021年9月我国新能源汽车销量同比提升约166.2%。

图表 17. 新能源汽车产量快速增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

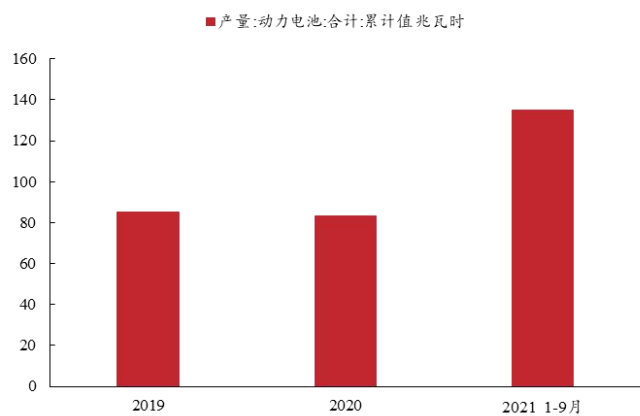
图表 18. 新能源汽车销量快速增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

新能源汽车的高速发展下,动力电池产量快速提高。截至2021年9月,我国动力电池产量累计达134.7GWh,已经超过了2020年全年83.4GWh的产量。伴随着新能源汽车的进一步推广,动力电池产量有望进一步提高。

图表 19. 动力电池年度产量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

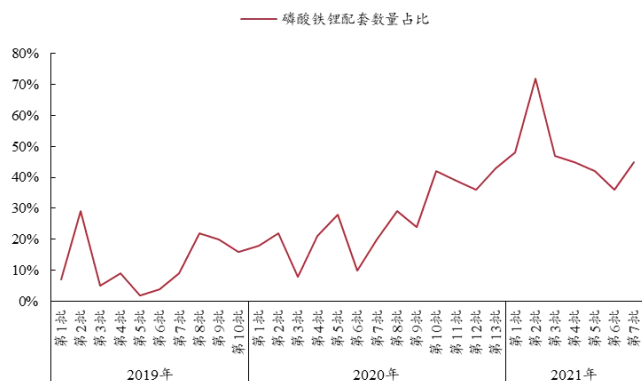
图表 20. 动力电池月度产量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

成本优势推动磷酸铁锂装量逐步提升。磷酸铁锂电池较三元电池而言成本较低,因此面对新能源汽车行业补贴退坡以及下游电池厂降本的压力,磷酸铁锂电池装机量逐步回暖。磷酸铁锂电池的配套量占比从2019年第一批《推荐目录》的7%提升至2021年第七批的45%,提升了35pcts;装机占比从2020年2月的13%提升至2021年9月的60.8%。

图表 21. 《推广目录》中磷酸铁锂配套占比提升



资料来源：工信部《新能源汽车推广应用推荐车型名录》，东亚前海证券研究所

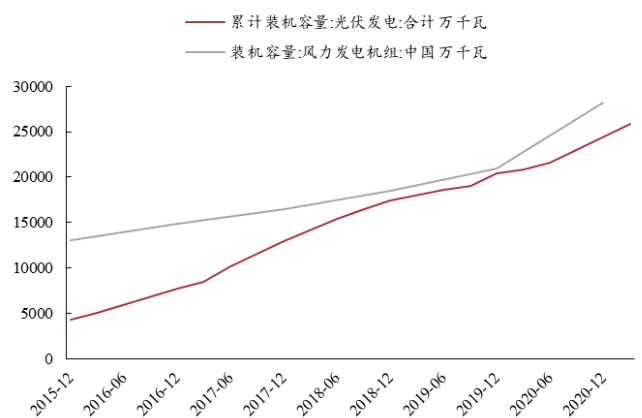
图表 22. 磷酸铁锂装机量持续提升



资料来源：鑫椤锂电，东亚前海证券研究所

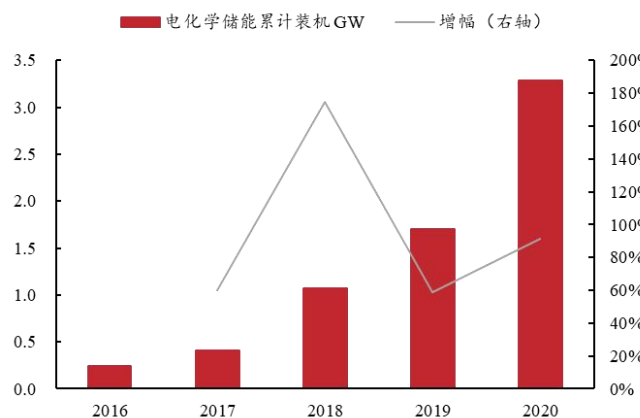
储能需求提升，进一步推动磷酸铁锂需求增长。一方面，近年来我国新能源发电水平持续提高。从我国光伏以及风力发电机组的装机量来看，2021Q1 我国光伏发电的装机容量约为 2.59 亿千瓦，2020 年我国风力发电的装机容量约为 2.8 亿千瓦，分别较 2015 年底的水平提高了 498.7%以及 115.2%。另一方面，电化学储能设备的装机量也在快速增长，截至 2020 年全国的电化学储能累计装机量已超 3GW，2016-2020 年以来的复合增速高达 92.7%。

图表 23. 可再生能源装机量持续提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 24. 电化学储能规模持续高速增长



资料来源：CNESA，东亚前海证券研究所

我国磷酸铁锂需求预期将持续增长。据百川盈孚数据显示，截至 2021 年 8 月，中国磷酸铁锂表观消费量为 22.01 万吨，其中动力电池约 84%、储能领域约 16%。我们根据目前的消费水平推算 2021 年全年水平；并假设未来动力电池领域的磷酸铁锂增长速度和新能源汽车增长速度同步，且假设到 2025 年全国新能源汽车渗透率达 35%；储能领域的磷酸铁锂需求按前期电化学储能装机量的复合增速进行增长。预计到 2025 年国内磷酸铁锂需求量为 202.9 万吨。

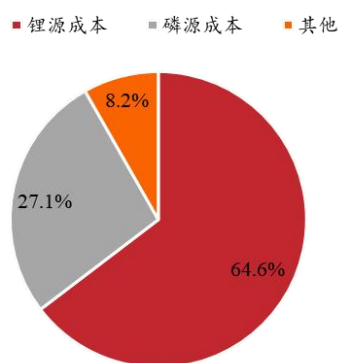
图表 25. 磷酸铁锂需求测算

	磷酸铁锂总需求	动力电池需求	储能设备需求	动力电池需求占比	储能设备需求占比
2019	9.8	-	-	-	-
2020	13.3	-	-	-	-
2021E	33.0	27.7	5.3	84.0%	16.0%
2022E	51.0	40.8	10.2	80.0%	20.0%
2023E	79.7	60.0	19.6	75.2%	24.8%
2024E	126.1	88.3	37.8	69.7%	30.3%
2025E	202.9	130.0	72.9	63.6%	36.4%

资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所测算

磷源成本在磷酸铁锂成本中占比较大，预期磷酸铁锂将对磷化工产品需求形成拉动。目前磷源成本在磷酸铁锂成本中的占比约在 30% 左右，在此背景下未来磷酸铁锂消费需求的增长预计将对磷酸铁等磷化工产品需求带来拉动作用。预期到 2025 年，由磷酸铁锂所引发的磷酸铁需求将达 194.7 万吨。

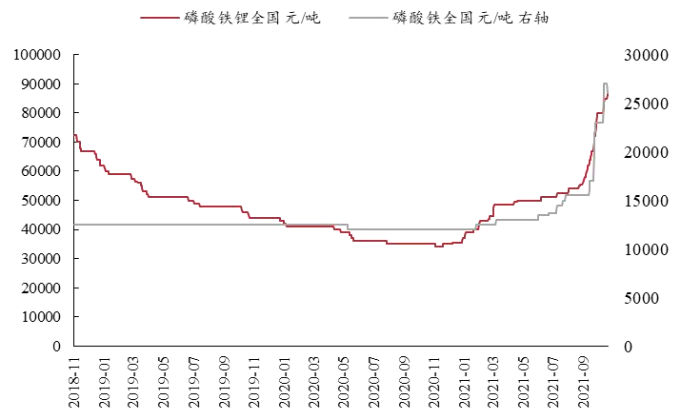
图表 26. 磷源成本占比约 30%



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

磷酸铁及磷酸铁锂价格持续高涨，公司将取得较高收益。从目前的价格走势来看，截至 2021 年 10 月 20 日，我国磷酸铁锂以及磷酸铁的价格分别为 87000 元/吨以及 26000 元/吨，二者分别同比上涨约 148.6%、116.7%，且处于明显的上升通道中。在目前磷酸铁以及磷酸铁锂价格持续上涨的背景下，预期本次项目将为公司带来较高的收益。

图表 27. 磷酸铁锂和磷酸铁价格趋势



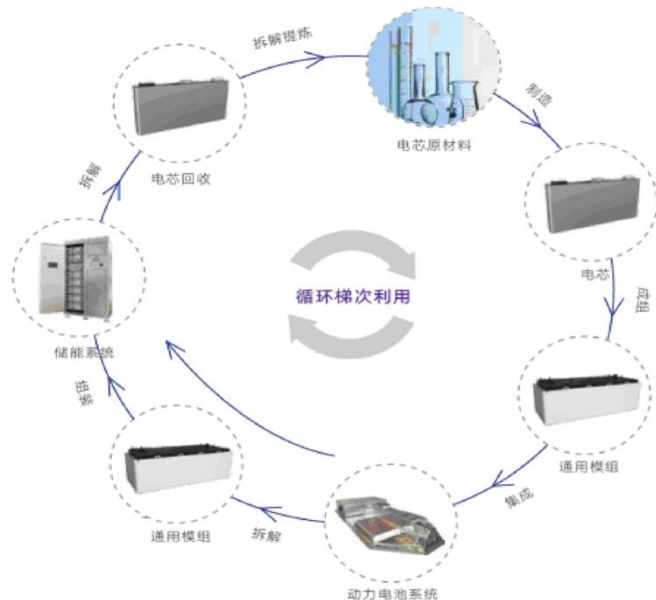
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.2. 公司新能源电池材料项目优势明显

3.2.1. 市场优势——与宁德合作，稳定销售渠道

宁德时代是全球领先的动力电池系统提供商，业务布局涉及产业链多个阶段。从宁德时代的整体布局来看，公司的主要业务涉及新能源汽车动力电池、储能系统等。同时公司在电池材料、电池系统、电池回收等产业链关键领域拥有核心技术优势及可持续研发能力，形成了全面、完善的生产服务体系。

图表 28. 宁德时代产业链布局完备



资料来源: 宁德时代招股说明书, 东亚前海证券研究所

宁德时代电池制造技术领先，发展磷酸铁锂快人一步。宁德时代是我国首个提出 CTP 技术的企业，CTP 技术将直接电芯集成至电池包内，增加了电池包体积利用率。这项技术不仅可以提升电池能量密度，同时也省去

模组材料成本，减少了人工与制造费用。在 CTP 技术的加持下，宁德时代可进一步解决磷酸铁锂电池能量密度较低的问题，从而在未来磷酸铁锂电池行业的高速发展中取得先机。

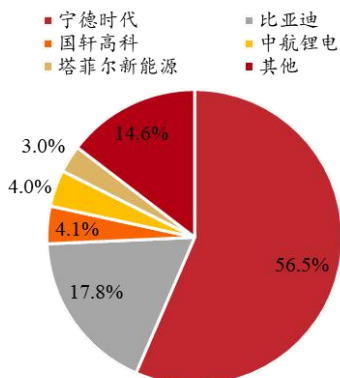
图表 29. 宁德时代 CTP 技术优越



资料来源：宁德时代公司公告，东亚前海证券研究所

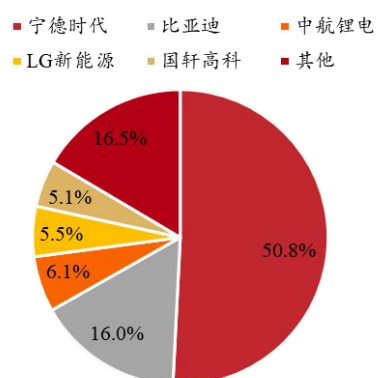
受益于公司领先的技术优势，宁德时代市场地位遥遥领先。从 9 月我国动力电池装车量的占比来看，宁德时代的市占率高达 56.5%；而从 1-9 月我国动力电池装车量的占比来看，宁德时代的市占率水平仍高于 50%，较排名第二的比亚迪高出 34.8%，宁德时代的市场地位占据绝对优势。

图表 30. 2021 年 9 月动力电池装车量占比



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，东亚前海证券研究所

图表 31. 2021 年 1-9 月动力电池装车量占比



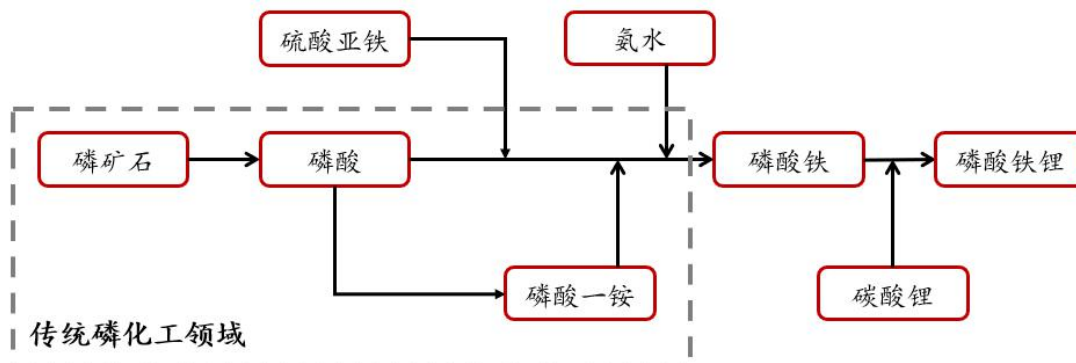
资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，东亚前海证券研究所测算

与宁德时代合作，可以稳定合资公司的产品销路，提高市场竞争力。宁德时代的动力电池产品出货规模庞大，在如此巨大的市场需求下，宁德时代对于上游磷酸铁等原材料的需求规模庞大。在此背景下，本次湖北宜化与宁波邦普合资项目中的磷酸铁等产品具备了充分的销路保障，在未来激烈的市场竞争中，可以保持产能利用率，降低生产成本，从而形成较强的市场竞争力。

3.2.2. 技术优势——技术基础雄厚

磷酸铁部分技术路线和传统磷化工技术路线相似。磷酸铁的生产包括磷矿石到磷酸，磷酸到磷酸铁两个环节。其中使用磷矿石生产磷酸与传统的磷化工技术路线完全相同；而用磷酸生产磷酸铁的过程用的也多为传统磷化工行业的常见产品，如氨水、磷酸一铵等。

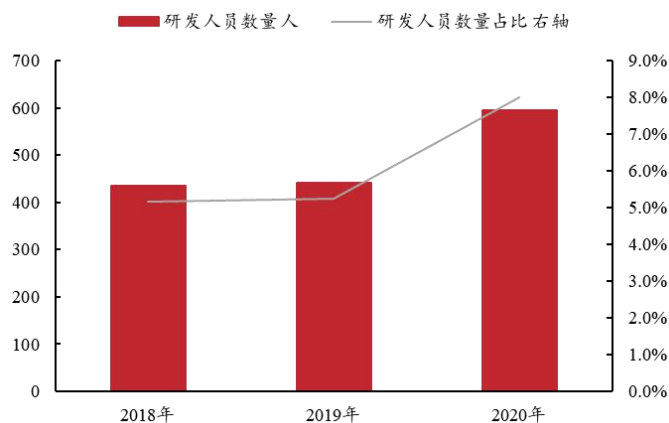
图表 32. 磷酸铁生产工艺概览



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

人才优势显著，公司研发人员数量及占比持续增长。公司自成立以来，持续深耕磷化工领域，目前已形成了较强的技术储备。同时，公司近年来对于技术研发的重视进一步加强，其研发人员及占比呈持续增长的趋势。2020 年公司在职研发人员数量已达 596 人，在总员工数量中的占比已达 8.0%，较 2019 年提升了 2.7 个百分点。

图表 33. 公司研发人员占比逐步扩大



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2.3. 资源优势——磷矿产能持续扩大

湖北宜化是国内具备磷矿石核心资源的企业之一。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，该矿区采矿面积约 1.14 平方公里。公司目前具备磷矿石年产能 30 万吨，是国内拥有

自有磷矿资源的优质企业之一。

公司正在推进江家墩东矿段的探转采工作，预期年内将新增磷矿石采矿权 150 万吨。公司江家墩矿区东矿段面积约 7.57 平方公里，可利用磷矿石资源储量约为 1.04 亿吨，平均品位约为 23%。未来新增的 150 万吨磷矿石采矿权中将有 90 万吨产能为 26%品位的商品原矿，60 万吨产能为 16%品位的入选原矿。随着未来产能的进一步落地，公司的一体化资源优势将快速显现。

3.2.4. 政策优势——宜昌战略向新能源倾斜，公司获政策助力

宜昌市推进清洁能源之都建设，为公司项目提供有力政策支持。2021 年 6 月 26 日至 27 日，中共宜昌市委组织召开了六届十五次全体会议暨经济工作会议，本次会议提出了宜昌市将加快清洁能源之都、精细磷化中心的建设。未来宜昌将以绿色经济和战略性新兴产业为引领，推进绿色化工、清洁能源等产业的持续高质量发展，力争做到强链延链，实现各产业的跨越式发展。随着宜昌市将“清洁能源之都”、“精细磷化中心”等概念进一步提上新高度，湖北宜化的新能源项目将受到政策的高度支持。

工业“长子”湖北宜化受政策率先支持。9 月 11 日，市委副书记、市长马泽江到宜化集团调研时强调：湖北宜化应担负起宜昌工业“长子”之责，绝不辜负全市人民的期盼和厚望。同时马泽江强调，未来全市要进一步谋划企业发展规划，支撑宜昌精细磷化中心建设，解决传统产业占比偏高、附加值偏低的问题，推动产业补链延链强链。在此背景下，湖北宜化本次对于磷酸铁项目的布局正符合宜昌市的政策规划，公司有望受当地政府长期的政策支持。

宜昌向清洁能源战略转型契合宁德时代未来投资方向，双方互利共赢，未来发展可期。2021 年 10 月 11 日，在湖北宜化与宁德时代子公司宁波邦普的合作意向协议发布前日，宜昌市市长马泽江与宁德时代董事长曾毓群在武汉举行座谈。马泽江市长表示宜昌市当前正紧抓“双碳”机遇，大力发展新能源及精细磷化工。同时曾毓群表示宜昌市优越的地理外置、充足的磷矿资源以及扎实的工业基础和“清洁之都”的战略定位无一不高度符合宁德时代电池覆盖全生命周期的战略规划和投资方向，未来二者将进行长期密切的合作，一同发展新能源领域。

3.3. 产业链延伸后，公司业绩增长、估值提升

公司业绩水平将随项目的推进而持续放量。公司近日所发公告为合作意向协议公告，预期对于本财年的业绩将无重大影响。但磷酸铁以及硫酸镍等合作产品作为新能源动力电池的关键原材料，预期未来将伴随新能源行业持续高速发展，同时本次项目也将对公司在磷化工方面的布局起到一

定优化作用，加强公司产品间的协同效应。随着合作项目的进一步落地，预期公司未来的业绩水平将取得持续的增长。

公司布局磷酸铁锂，切入新能源材料赛道后有望使其估值大幅提升。截至 2021 年 10 月 21 日，磷化工企业的估值中位数约为 22.8 倍，而新能源材料企业的估值中位数约为 80.4 倍，两者存在较大的差异。在此情况下若公司顺利完成磷酸铁锂产业的布局，切入新能源材料赛道后，不仅能够增加企业的盈利能力，更加可以提高估值水平，获得资本市场更多认可。

图表 34. 磷化工企业与新能源材料企业的估值差异较大

新能源材料公司		磷化工公司	
证券简称	PE(TTM)	证券简称	PE(TTM)
横店东磁	18.0	云天化	26.9
赣锋锂业	108.2	六国化工	17.0
新宙邦	78.8	鲁北化工	15.3
当升科技	53.6	川恒股份	119.0
厦门钨业	32.9	川金诺	129.2
杉杉股份	81.9	兴发集团	19.4
湘潭电化	144.2	新洋丰	19.5
光华科技	154.0	湖北宜化	22.8
		司尔特	25.4
中位数	80.4	中位数	22.8

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4. 投资建议

通过复盘公司的崛起之路，发现公司股价之所以快速上涨，与其基本面有了本质好转密切相关。公司基本面的变化，可以归纳为三点：

第一，资产质量升级，内生动力不断增强。公司自 2017 年陷入财务困境之后，就进行了彻底的改革，实现了“绝地重生”。一是剥离新疆宜化，解决亏损源头；二是聚焦主营业务，缓解经营压力，先后剥离了 10 家子公司，合计交易金额超 8 亿元；三是向高端化、一体化持续发展，先后拓展了 6 个重要项目，涉及投资金额超 13.9 亿元（不包括与宁德时代的合作）。通过资产优化，目前剩余的 4 家核心子公司，利润贡献已经达到公司整体归母净利润的 90% 以上，公司资产质量有了“质”的提升。

第二，行业景气并可持续，公司盈利能力不断增强。第二，行业景气并可持续，公司盈利能力不断增强。2021 年公司核心产品先后进入景气期，截至 2021 年 9 月 30 日，公司产品磷酸二铵、尿素、PVC 以及烧碱价格分别同比上涨约 54.3%、60.9%、63.1% 以及 130.4%。主营产品价格的上涨为公司带来巨大的利润，一二季度归母净利润分别为 2.1/5.2 亿元，三季度利润预告为 6.7-7.7 亿元，实现了季度环比增长。目前主营产品仍处于紧平衡

状态，高景气有望持续。

第三，携手宁德，未来发展前景明朗。与宁德时代的合作，一是标志着公司未来发展将以新能源电池材料为重点。在新能源汽车和储能的推动下，电池材料极具发展空间，预测 2025 年磷酸铁锂需求量将突破 200 万吨，年复合增长率超 50%，是当前最为优质的赛道之一。二是销售渠道稳定，可以有效提高合资公司的产能利用率，降低生产成本，从而在后续的竞争中立于不败之地。

在以上因素作用下，公司正迎来“业绩”+“估值”的戴维斯双击。业绩方面，传统业务持续发力，盈利能力不断增强；磷酸铁、硫酸镍、PBAT 等项目的投产将为公司创造新的利润来源。估值方面，新能源电池材料行业估值较高，PE 中位数为 80.4 倍，远高于磷化工板块平均 22.8 倍的 PE。在新能源的带动下，磷化工板块的估值将会整体提升，公司估值也会相应提升。

我们维持之前报告中的盈利预测，结合行业景气度，看好公司的发展，维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

安全环保政策变化、原材料价格上涨、能源电力供应不足。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13805	18859	20599	22630
%同比增速	-6%	37%	9%	10%
营业成本	12329	14749	16212	17924
毛利	1475	4110	4387	4706
%营业收入	11%	22%	21%	21%
税金及附加	79	134	129	144
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	46	519	485	410
%营业收入	0%	3%	2%	2%
管理费用	432	970	829	928
%营业收入	3%	5%	4%	4%
研发费用	326	420	542	545
%营业收入	2%	2%	3%	2%
财务费用	727	511	436	376
%营业收入	5%	3%	2%	2%
资产减值损失	-47	-82	-36	-15
信用减值损失	-64	0	0	0
其他收益	88	94	113	127
投资收益	263	760	580	660
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	6	143	208	137
营业利润	112	2471	2831	3210
%营业收入	1%	13%	14%	14%
营业外收支	126	29	0	0
利润总额	238	2500	2831	3210
%营业收入	2%	13%	14%	14%
所得税费用	24	351	424	417
净利润	214	2149	2407	2794
%营业收入	2%	11%	12%	12%
归属于母公司的净利润	116	2110	2364	2743
%同比增速	-30%	1722%	12%	16%
少数股东损益	98	39	44	51
EPS (元/股)	0.13	2.35	2.63	3.06

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.13	2.35	2.63	3.06
BVPS	0.36	2.71	5.35	8.40
PE	24.81	12.03	10.74	9.25
PEG	—	0.01	0.89	0.58
PB	8.81	10.42	5.29	3.37
EV/EBITDA	8.53	8.38	7.50	6.33
ROE	35%	87%	49%	36%
ROIC	4%	14%	14%	15%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3226	5327	6153	7367
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	551	551	621	749
存货	1207	1711	1746	1921
预付账款	282	505	515	531
其他流动资产	1336	1452	1589	1642
流动资产合计	6603	9545	10624	12210
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	153	204	223	240
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	9421	9460	9666	10000
无形资产	361	481	446	463
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	44	44	44	44
其他非流动资产	5432	5732	6082	6482
资产总计	22016	25469	27087	29441
短期借款	3592	3092	2592	2092
应付票据及应付账款	3645	5266	5619	5970
预收账款	0	656	591	479
应付职工薪酬	41	62	56	66
应交税费	123	138	147	176
其他流动负债	4457	4450	4368	4651
流动负债合计	11859	13663	13374	13434
长期借款	7596	7096	6596	6096
应付债券	438	438	438	438
递延所得税负债	13	13	13	13
其他非流动负债	767	767	767	767
负债合计	20672	21976	21187	20747
归属于母公司的所有者权益	326	2436	4800	7543
少数股东权益	1017	1056	1100	1151
股东权益	1344	3493	5900	8694
负债及股东权益	22016	25469	27087	29441

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	1261	4414	3203	3876
投资	299	-51	-18	-17
资本性支出	-606	-1477	-1442	-1858
其他	256	760	580	660
投资活动现金流净额	-50	-768	-880	-1215
债权融资	0	0	0	0
股权融资	107	0	0	0
银行贷款增加(减少)	7037	-1000	-1000	-1000
筹资成本	-900	-545	-496	-447
其他	-6675	0	0	-0
筹资活动现金流净额	-430	-1545	-1496	-1447
现金净流量	779	2101	826	1214

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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、竞争性因素以及东亚前海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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。曾任新财富第一团队成员，5年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>