

# 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

增持

### 核心观点

公司主营磷铵、尿素、聚氯乙烯、烧碱、精细化工品等。公司在上游资源端具备磷矿、煤矿、电石产能，在中游依托资源优势发展化肥和氯碱化工产业，经近半世纪的发展，公司已发展成为覆盖煤化工、磷氟化工、氯碱化工、精细化工等多行业领域，上下游产业链密切关联、协同发展的多元化大型化工企业。公司共有磷酸二铵、聚氯乙烯、尿素、氯碱产品（主要是烧碱）、精细化工产品（季戊四醇、保险粉等）五大主营产品，其中磷酸二铵、聚氯乙烯、尿素为公司营收主力，三大主导产品贡献了超70%的收入来源。

公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著。截至2023年6月，公司共有磷铵产能126万吨/年，尿素产能156万吨/年，参股公司新疆宜化拥有尿素产能60万吨/年，并自备40万吨合成氨产能。公司当前磷铵市占率全国前五，尿素产能全国前列，化肥产能国内领先。磷肥方面，宜化集团自备330万吨/年的中品味磷矿，能够部分满足公司磷铵的生产能力；尿素方面，公司产能集中分布在内蒙古、新疆等西部区域，天然气等能源成本优惠，为公司产品带来更高的利润空间。

湖北宜化具备氯碱一体化产能，成本优势突出。湖北宜化具备84万吨PVC产能，子公司新疆宜化具备40万吨PVC产能。其中全资子公司内蒙宜化、青海宜化配备了完善的电石产能及产业链，自备电石的PVC产能占公司总产能的75%，自备电石生产PVC将有效降低PVC生产成本。

参股子公司新疆宜化具备丰富的可采煤炭资源，将给上市公司带来丰厚的投资收益。新疆宜化具备60万吨/年尿素，30万吨/年聚氯乙烯，24万吨/年烧碱，60万吨/年电石，8万吨/年三聚氰胺。新疆宜化下属新疆宜化矿业具备3000万吨/年的原煤产能，煤炭储量约为28.2亿吨，煤品质量稳定，以生产无烟煤为主，露天开采成本极低。新疆宜化2023年盈利达到20亿元以上，给上市公司带来了丰厚的投资收益。

盈利预测与估值：公司未来3年处于业绩快速增长期，预计2024-2026年归母净利润8.1/9.6/12.1亿元，EPS分别为0.76/0.90/1.15元。通过多角度估值，预计公司合理估值10.64-11.40元，相对目前股价有12%-20%溢价，给予增持评级。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险、煤炭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。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,713	17,042	17,606	17,473	17,715
(+/-%)	11.7%	-17.7%	3.3%	-0.8%	1.4%
归母净利润(百万元)	2164	453	808	957	1214
(+/-%)	37.9%	-79.1%	78.4%	18.4%	26.8%
每股收益(元)	2.41	0.43	0.76	0.90	1.15
EBIT Margin	12.3%	4.4%	8.2%	9.2%	10.7%
净资产收益率(ROE)	46.3%	6.9%	11.3%	12.3%	14.0%
市盈率(PE)	3.9	22.2	12.4	10.5	8.3
EV/EBITDA	5.9	12.2	9.5	8.0	6.6
市净率(PB)	1.82	1.53	1.41	1.29	1.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

联系人：张歆钰

010-88005379

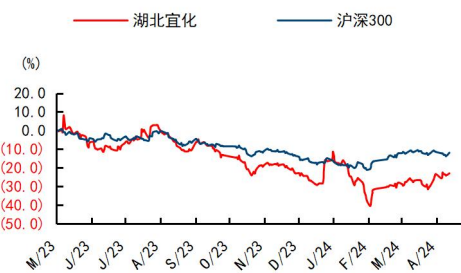
yanglin6@guosen.com.cn zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980520120002

#### 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	10.64 - 11.40元
收盘价	9.64元
总市值/流通市值	10198/9710百万元
52周最高价/最低价	13.85/7.04元
近3个月日均成交额	162.72百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

# 内容目录

公司概况	6
公司沿革及经营概况	6
公司经营概况	6
公司历史沿革及股权结构	11
公司面貌焕然一新	15
化肥：“保供稳价”奠定行业基础，公司资源优势凸显	17
磷铵是最主流磷肥，磷矿石、合成氨、硫磺为主要原料	18
磷肥供应端过剩产能逐步出清，需求端相对稳定，供需格局改善	18
磷矿石储量有限，不可再生，成本端构成有力支撑	19
尿素是第一大氮肥品种，我国以煤制尿素为主	21
尿素供需格局相对稳定，长期看好龙头企业议价能力	22
公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著	24
烧碱格局有望改善，氯碱一体化将有效凸显公司成本优势	26
烧碱是重要的化工原料，氧化铝行业是烧碱主力下游行业	26
受双碳及相关政策限制，烧碱新增产能受限，预计下游新能源行业占比将继续提升	28
PVC 为氯碱产业重要产品，主要用于管材、地板等行业	29
电石占 PVC 成本比重较大，氯碱一体化企业盈利能力更强	31
湖北宜化具备氯碱一体化产能，成本优势突出	32
新疆煤炭资源开发前景良好，煤电、煤化工产业快速发展	33
煤炭能源基石位置不变，新疆煤炭资源开发前景良好	33
新疆煤电、煤化工快速发展，煤炭消费量不断增加	35
新疆宜化具备丰富的可采煤炭资源，为公司带来丰厚的投资收益	37
财务分析	39
公司经营步入正轨，主营业务业绩存在一定波动，新疆宜化带来可观投资收益	39
公司有效去杠杆，资产负债率与期间费用率大幅降低	40
盈利预测	43
假设前提	43
未来 3 年业绩预测	45
盈利预测的敏感性分析	45
盈利预测情景分析	45
估值与投资建议	47
投资建议	49
风险提示	50
附表：财务预测与估值	52

## 图表目录

图 1: 湖北宜化 2020–2023 年收入构成（按产品分类）	6
图 2: 湖北宜化 2020–2023 年毛利构成（按产品分类）	6
图 3: 湖北宜化一体化运营产业链	9
图 4: 2018–2023 年湖北宜化研发投入变化	10
图 5: 2018–2023 年湖北宜化研发人员数量变化	10
图 6: 湖北宜化与可比公司研发费用率对比	11
图 7: 2009–2023 年湖北宜化专利数量变化	11
图 8: 湖北宜化历史沿革	11
图 9: 中国化工产品价格指数	13
图 10: 湖北宜化资产负债率变化	13
图 11: 湖北宜化最新股权结构（截至 2024 年 1 月 22 日）	14
图 12: 湖北宜化 2020 年实际控制人之间的产权及控制关系	14
图 13: 湖北宜化 2021 年实际控制人之间的产权及控制关系	14
图 14: 湖北宜化环保投入	16
图 15: 磷酸铵产业链结构简图及单耗情况	18
图 16: 磷酸铵生产工艺流程示意	18
图 17: 我国磷酸一铵产能及产量变化趋势	19
图 18: 我国磷酸二铵产能及产量变化趋势	19
图 19: 磷矿价格走势（元/吨）	20
图 20: 磷酸一铵市场价格走势（元/吨）	20
图 21: 磷酸二铵市场价格走势（元/吨）	21
图 22: 我国磷酸一铵月度库存情况（千吨）	21
图 23: 我国磷酸二铵月度库存情况（千吨）	21
图 24: 我国尿素制备工艺占比	22
图 25: 我国尿素产能、产量情况（万吨）	23
图 26: 我国尿素产能地域分布	23
图 27: 我国尿素下游需求结构	23
图 28: 我国尿素月度库存情况（千吨）	24
图 29: 我国尿素开工率情况（%）	24
图 30: 我国尿素毛利润情况（元/吨）	24
图 31: 我国尿素价格走势（中小颗粒，元/吨）	24
图 32: 湖北宜化磷酸二铵产能位居国内第四	25
图 33: 湖北宜化尿素产能位居国内前列	25
图 34: 公司及可比公司磷肥毛利率情况	26
图 35: 公司及全国尿素平均毛利率情况	26
图 36: 烧碱生产工艺流程	27
图 37: 2023 年烧碱下游占比结构	27

图 38: 我国烧碱年度产能及增速 (右轴)	28
图 39: 我国烧碱月度开工率	28
图 40: 烧碱月度表观消费量 (千吨)	29
图 41: 氯碱行业产业链	30
图 42: 2022 年 PVC 下游结构占比	30
图 43: PVC 市场日度价格 (元/吨)	31
图 44: 电石价格走势 (元/吨)	32
图 45: PVC 成产成本 (元/吨) 及同比增速 (右轴)	32
图 46: PVC 毛利润 (元/吨) 及毛利率 (右轴)	32
图 47: 2022 年中国能源消费结构	33
图 48: 2017-2023 中国原煤产量	33
图 49: 近年新疆煤炭产量及增速	34
图 50: 2023 年中国主要产煤省份煤炭产量及同比增速	34
图 51: 新疆煤炭资源种类分布特征	35
图 52: 2015-2020 年新疆火力发电量及发电用煤炭	35
图 53: 2015-2022 年疆电外送量	35
图 54: 新疆宜化股权结构	38
图 55: 湖北宜化营收 (亿元) 及同比增速 (右轴)	39
图 56: 湖北宜化归母净利润 (亿元) 及同比增速 (右轴)	39
图 57: 湖北宜化 2020-2023 年收入构成 (按产品分类)	40
图 58: 湖北宜化 2020-2023 年毛利构成 (按产品分类)	40
图 59: 磷酸二铵价格走势 (元/吨)	40
图 60: 尿素价格走势 (元/吨)	40
图 61: PVC 价格走势 (元/吨)	40
图 62: 片碱价格走势 (元/吨)	40
图 63: 湖北宜化资产负债率情况	41
图 64: 湖北宜化经营活动现金净流量 (亿元)	41
图 65: 湖北宜化毛利率、净利率水平	41
图 66: 可比公司毛利率水平	41
图 67: 湖北宜化期间费用率情况	42
图 68: 可比公司 ROE 水平	42
图 69: 可比公司销售净利率水平	42
图 70: 可比公司资产周转率	42
图 71: 可比公司权益乘数	42

表1: 湖北宜化主要产品	7
表2: 湖北宜化主要产品产能及生产基地	8
表3: 湖北宜化“关改搬转”项目	10
表4: 湖北宜化 2018-2021 年资产重组进程	12
表5: 湖北宜化新材料相关项目	13
表6: 湖北宜化核心管理层介绍	15
表7: 湖北宜化节能创效研发项目	17
表8: 不同煤气化工艺对比	22
表9: 湖北宜化化肥产品情况	26
表10: 中国烧碱产品分类	26
表11: 2024 年烧碱待投产项目	28
表12: 2022 年-2023 年中国 PVC 月均价格(元/吨)	31
表13: 公司氯碱产品产能	33
表14: 新疆四大煤田简介	34
表15: 新疆已投产煤化工项目情况	36
表16: 新疆煤化工新建项目	36
表17: 2023 年部分地区煤炭产量情况	37
表18: 部分地区煤炭资源储量数据	37
表19: 新疆宜化股权变动情况	38
表20: 湖北宜化业务拆分	44
表21: 未来 3 年盈利预测表(百万元)	45
表22: 情景分析(煤炭坑口价上浮 50 元/吨, 中性预测, 下浮 50 元/吨)	46
表23: 公司盈利预测假设条件(%)	47
表24: 资本成本假设	47
表25: 湖北宜化 FCFE 估值表	47
表26: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	48
表27: 同类公司估值比较	49

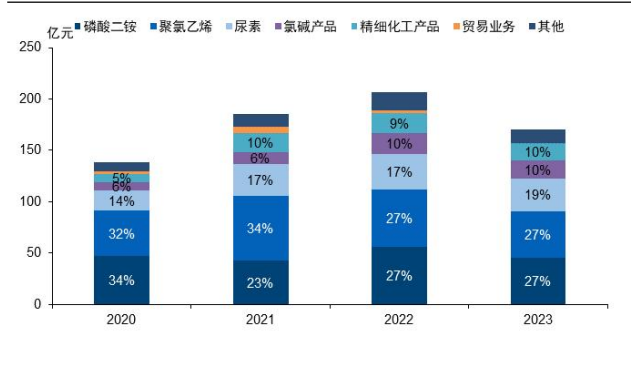
## 公司概况

### 公司沿革及经营概况

#### 公司经营概况

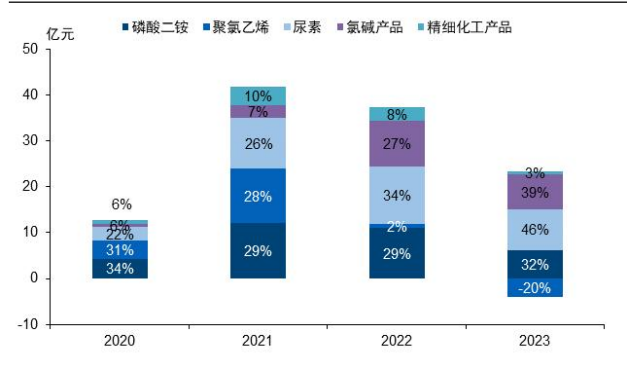
湖北宜化化工股份有限公司（下简称湖北宜化）主要从事尿素、磷酸二铵等化肥产品和聚氯乙烯、片碱等氯碱产品的开发、生产和经营。公司在上游资源端具备磷矿、煤矿、电石产能，在中游依托资源优势发展化肥和氯碱化工产业，经近半世纪的发展，公司已发展成为覆盖煤化工、磷氟化工、氯碱化工、精细化工等多行业领域，上下游产业链密切关联、协同发展的多元化大型化工企业。公司共有磷酸二铵、聚氯乙烯、尿素、氯碱产品（主要是烧碱）、精细化工产品（季戊四醇、保险粉等）五大主营产品，其中磷酸二铵、聚氯乙烯、尿素为公司营收主力，三大主导产品贡献了超 70%的收入。

图1: 湖北宜化 2020-2023 年收入构成（按产品分类）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 湖北宜化 2020-2023 年毛利构成（按产品分类）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司规模优势显著，多产品产能位居前列。**截至 2023 年 12 月，公司共有尿素产能 156 万吨/年，磷铵产能 126 万吨/年，聚氯乙烯产能 84 万吨/年（配套电石 105 万吨/年），烧碱产能 68 万吨/年，季戊四醇产能 6 万吨/年，保险粉产能 10 万吨/年，PBAT 产能 6 万吨/年，TMP 产能 2 万吨/年，TPO 产能 1000 吨/年。公司化肥产能全国排名第三，聚氯乙烯产能全国排名第五，季戊四醇产能排名全球第二、亚洲第一。



表1: 湖北宜化主要产品

产品大类	主要产品	产品简介	图片
煤化工产品	尿素	尿素是目前含氮量最高的中性速效氮肥, 适用于各种土壤和农作物生长, 还可以作为牛、羊等反刍动物的补充饲料。	
磷化工产品	磷酸二铵	磷酸二铵 (DAP) 又称磷酸氢二铵, 含氮、磷两种营养成分, 是重要的高浓度氮磷复合肥料, 可用作粮食作物、经济作物、蔬菜及果树的基肥, 也可作为追肥, 对粮食作物和其他经济作物有明显的增产作用。	
氯碱化工产品	氢氧化钠	氢氧化钠又称烧碱, 具有强碱性, 用途非常广泛, 可作酸中和剂、沉淀剂、显色剂、皂化剂、洗涤剂。	
	聚氯乙烯	聚氯乙烯 (PVC) 是一种热塑性树脂, 具有优良的耐化学腐蚀性、电绝缘性、阻燃性、质轻等优势, 被广泛用于各领域, 是除聚乙烯和聚丙烯外第三大塑料材料。PVC 硬质制品可代替金属制成各种工业型材、门窗、管道、阀门、绝缘板及防腐材料等, PVC 软质品可制成薄膜、雨披、电线电缆的绝缘层。	
	氯化聚乙烯	氯化聚乙烯是由高密度聚乙烯 (HDPE) 经氯化取代反应制得的高分子材料, 具有优良的阻燃性、相容性、耐候性、耐臭氧、耐化学药品及耐老化性能, 主要应用于电线电缆、液压胶管、车用胶管等。	
精细化工产品	甲酸钠	甲酸钠主要用于生产保险粉、草酸和甲酸。在皮革工业中用作铬制革法中的伪装酸, 用于催化剂和稳定合成剂, 印染行业的还原剂。	
	季戊四醇	季戊四醇主要用在涂料工业中, 可用于制造醇酸树脂涂料, 改善涂料膜的硬度、光泽和耐久性。季戊四醇易与金属形成络合物, 也在洗涤剂配方中作为硬水软化剂使用。此外, 还用于医药、农药等生产。	
	保险粉	保险粉即连二亚硫酸钠, 广泛用于纺织工业的还原性染色、还原清洗、印花和脱色及用作丝、毛、尼龙等织物的漂白。	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**同时, 公司具备生产基地布局优势。**公司共 20 余家生产研发基地, 遍布湖北、新疆、内蒙古、青海、贵州等地。公司充分利用当地资源优势, 布局相关产业。在磷资源富集地区宜昌及周边地区松滋设立磷酸二铵生产基地, 充分发挥长江黄金水道优势; 此外, 公司发挥内蒙古、新疆、青海等西部地区煤、电、天然气资源优势, 布局煤化工、氯碱化工等产业, 利用相对低廉原材料价格提高公司产品的市场竞争力。

**表2: 湖北宜化主要产品产能及生产基地**

产品	主体	设计产能	权益	权益产能	备注
PVC	湖北宜化	12	100%	12	外购电石
	太平洋化工	12	100%	12	外购电石
	内蒙宜化	30	100%	30	自备电石
	青海宜化	30	100%	30	自备电石
	新疆宜化	40	36%	14	自备电石
	合计		124		98
烧碱	内蒙宜化	24	100%	24	
	青海宜化	24	100%	24	
	宜化新能源	20	100%	20	目前正搬迁
	新疆宜化	24	36%	9	
	合计		92		77
尿素	内蒙联化	104	51%	53	气头尿素
	新疆天运	52	100%	52	气头尿素
	新疆宜化	60	36%	21	自备 40 万吨合成氨
	合计		216		126
磷铵	宜化磷化工	66	100%	66	目前正搬迁
	松滋肥业	60	34%	21	
	合计		126		87
电石	内蒙宜化	60	100%	60	部分外销
	青海宜化	45	100%	45	
	合计		105		105
保险粉	湖北宜化	8	100%	8.0	目前正搬迁
季戊四醇	湖北宜化	6	100%	6.0	
TMP	宜化新材料	2	67%	1.3	
TPO	有宜公司	0.1	34%	0.0	与深圳有为合资
PBAT	湖北宜化降解新材料	6	100%	6.0	
磷酸铁	邦普宜化	30	35%	10.5	与宁德时代合资
	松滋史丹利宜化新材料	20	12%	2.4	与史丹利合资
硫酸镍	邦普宜化	20	35%	7	与宁德时代合资
氟化铝	宜氟特环保	2	18%	0.4	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

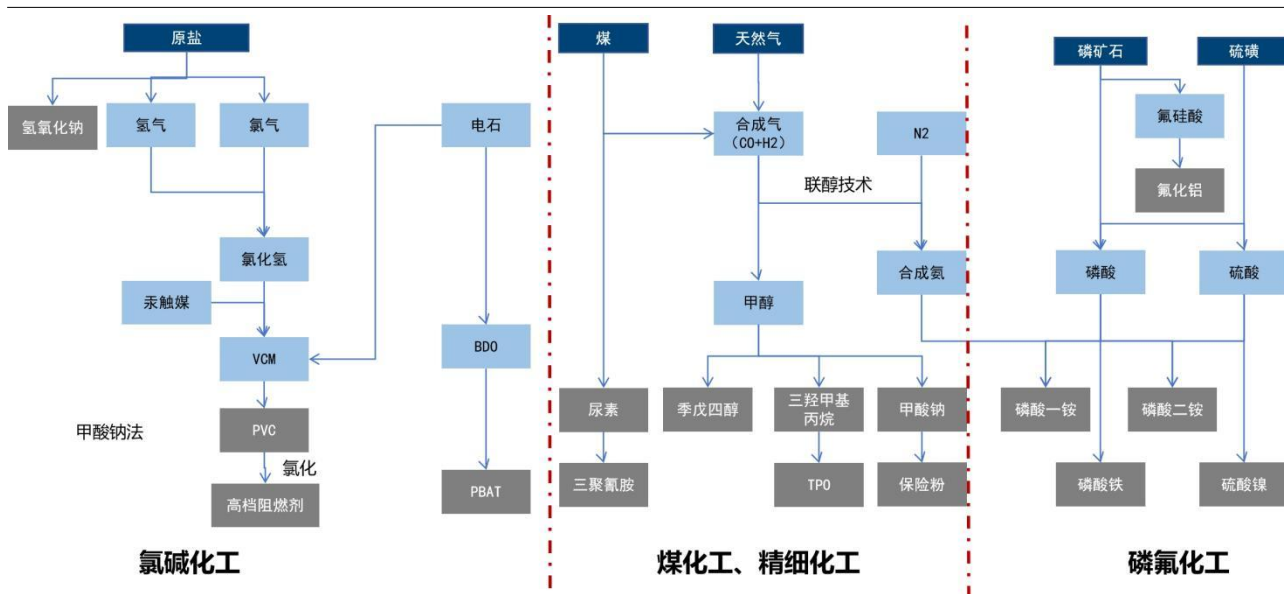
**公司具备生产原料优势。**宜化集团具备充足的磷矿、煤炭、电石资源，宜化集团自有磷矿目前总产能为 330 万吨/年，后续磷矿规划产能为 140 万吨/年。公司间接参股的江家墩矿业有磷矿开采权，其保有资源储量 1.3 亿吨，目前东、西部矿段分别有磷矿产能 150 万吨/年、30 万吨/年。公司参股子公司新疆宜化煤炭产能



3000 万吨/年，具有煤质稳定，开采成本低的优势。

公司采用一体化运营模式降本增效，上下游协同发展。原材料经过加工得到液氨、甲醇、磷酸等中间产品，进一步加工可以得到尿素、磷酸二铵等最终产品。公司在此基础上，进一步向下延伸产业链，将甲醇加工得到季戊四醇、保险粉、TPO 等精细化工产品。磷化工板块，公司与宁德时代、史丹利合资成立公司，向下游开发磷酸铁、硫酸镍等产品；此外，为充分利用磷矿资源，公司着手布局氟化铝产业，研究磷石膏资源综合利用技术开发，以实现磷矿高值化利用。氯碱化工板块，公司利用自备电石产能优势，进一步布局 BDO 与 PBAT 新材料领域。

图3：湖北宜化一体化运营产业链



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司持续投入完善一体化产业布局。在国家“长江大保护”政策背景下，公司落实“关改搬转”任务的同时，将多项目搬迁至宜昌市姚家港化工园。该园区拥有完善的公用工程配套设施和充足的水、电供应，便捷的长江水路、铁路和公路运输可显著降低物流成本。公司以项目搬迁为契机，不断推进相关产业转型升级，促进资源的梯级利用，在园区内实现磷氟化工、氯碱化工、精细化工耦合循环发展。未来公司将立足主业和资源优势，重点围绕“做大煤化工、做强磷氟化工、做优氯碱化工、做精精细化工”，加快推进产业转型升级。

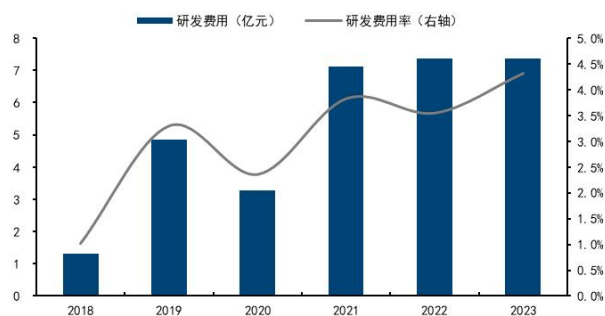
表3: 湖北宜化“关改搬转”项目

项目名称	投资目的	投资金额 (亿元)	预计投产时间	主要产品
洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目	本项目在满足长江经济带产业区域布局和可持续发展要求的同时,以项目搬迁为契机,促进新旧动能转换,落实公司煤化工升级发展战略,采用国家鼓励的水煤浆气化技术,对液氨和甲醇生产装置进行改造、升级,能耗水平达到《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》中的标杆水平值。本项目与公司在宜昌市姚家港化工园布局的磷化工、精细化工产业可实现耦合循环发展。项目全面达产后,公司综合成本将进一步降低,原材料供应将得到进一步保障,有利于提升公司盈利水平和市场竞争力。	35.7	2024年初(已投产)	46万吨/年液氨和9万吨/年甲醇,并副产约2万吨/年硫酸
20万吨/年精制磷酸、65万吨/年磷铵搬迁及配套装置升级改造项目	为响应国家长江大保护政策,贯彻习近平总书记关于长江大保护重要指示精神,以项目迁建为契机,推进磷化工产业转型升级,促进磷矿资源梯级利用,在充分利用磷铵原有产能指标基础上,采用湿法净化磷酸工艺,在生产精制磷酸的同时,根据市场需要配套生产复合肥、高档阻燃剂,实现传统磷铵产品向高端化、精细化、高附加值方向延伸,扩大磷化工产品规模,调整磷化工产品结构,完善磷化工产业布局。	52	2025年6月底前	30万吨/年磷酸二铵、30万吨/年粉状磷酸一铵、5万吨/年工业磷酸一铵,同时生产高品质复合肥产品、高档阻燃剂,并副产氟硅酸
20万吨/年烧碱搬迁节能改造项目	公司以项目搬迁为契机,推进氯碱化工产业节能改造,在充分利用烧碱原有产能指标基础上,采用先进、成熟、可靠的离子膜法烧碱生产技术,相较原烧碱装置能耗显著降低,自动化水平显著提升。同时,公司根据市场需要为园区化工企业配套生产烧碱、液氯等产品,拓展氯碱化工下游市场,完善公司煤、磷、盐化工产业布局	15	2025年12月底前	一期主要产品包括10万吨/年烧碱、8万吨/年液氯、2万吨/年高纯盐酸、1MW氢能发电(1,000度/小时),并副产次氯酸钠和芒硝等
硫磺渣综合利用8万吨/年保险粉升级改造项目	公司以项目搬迁为契机,采用国内先进、成熟、可靠的技术,建设绿色、安全、低碳、智能、可持续的改造升级项目,相较原保险粉装置能耗显著降低,自动化水平显著提升,符合公司精细化工产业发展规划,完善精细化工集中布局,实现磷氟化工、氯碱化工、精细化工耦合循环发展	4.84	2025年6月底前	90%、88%、85%三种等级8万吨/年保险粉、液体二氧化硫,可生产焦亚硫酸钠

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

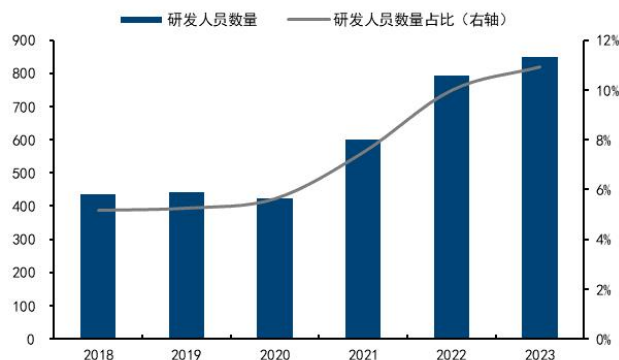
**公司重视研发活动的开展,研发费用率位居行业前列。**研发投入强度总体呈上升趋势,2023年公司研发费用率达4.32%,位于同行业可比公司前列。2020年起,公司研发人员数量大幅增长,2020-2023年公司研发人员数量复合增长率达42%;截至2023年,公司研发人数数量占比上升到10.94%。2022年,公司设立湖北宜化化工科技研发有限公司,作为公司进一步加强研发活动开展的重要平台。截至2023年12月,湖北宜化及其子公司共拥有52项专利技术;其中2022和2023两年期间,公司成功申请专利29项,研发实力显著增长。

图4: 2018-2023年湖北宜化研发投入变化



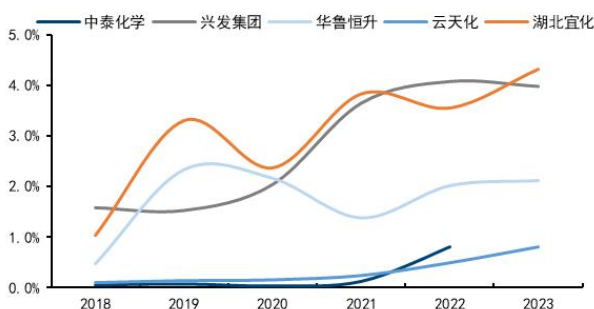
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图5: 2018-2023年湖北宜化研发人员数量变化



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图6: 湖北宜化与可比公司研发费用率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 2009-2023 年湖北宜化专利数量变化

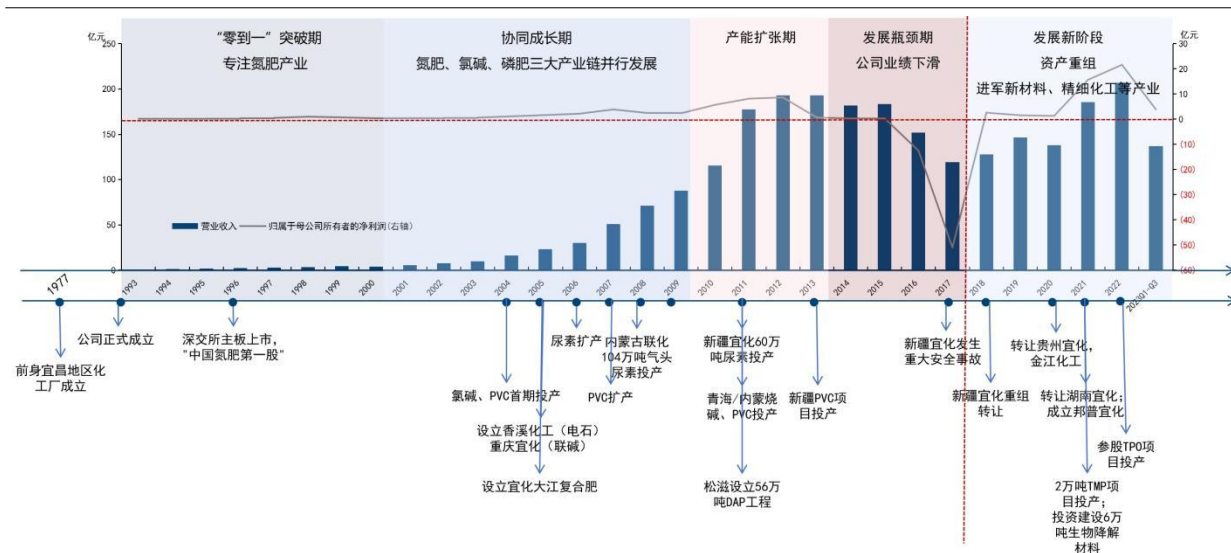


资料来源: 企查查, 国信证券经济研究所整理

## 公司历史沿革及股权结构

公司的发展可大致分为五个阶段。

图8: 湖北宜化历史沿革



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

### “零到一”突破期（1977-2000年）：

该阶段公司专注于氮肥产业。湖北宜化前身为 1977 年成立的宜昌地区化工厂，被誉为“宜昌工业长子”，成立之初工厂仅有年产 1 万吨合成氨产能。1993 年作为中国第一批股份制规范化改制试点企业之一，改制为湖北宜化（集团）股份有限公司。1993 年公司正式成立，并于 1996 年深交所主板上市，成为“中国氮肥第一股”。

### 协同成长期（2001-2009年）：

该阶段公司进入高速发展期，年均复合增速达 80%。公司依靠并购和自主建设持续扩张尿素产能的同时，利用上下游资源优势，着手布局氯碱和磷肥产业链。2005

年公司具有尿素 65 万吨/年、季戊四醇 6.5 万吨/年、聚氯乙烯及烧碱 12 万吨/年的生产规模。至此，公司确立了以氮肥为发展支柱，氯碱、磷肥协同成长的发展格局。

#### 产能扩张期（2010-2013 年）：

该阶段公司产能不断扩张，2011 年公司分别在新疆、青海、内蒙古等地多项目投资。公司通过向西部扩张的举措获得显著成本优势，2012 年公司营收和利润分别达到 193/8.7 亿的历史高点。

21 世纪以来，公司通过高杠杆的财务政策快速扩张，不断举债使得资产负债率一路上升。至 2013 年公司资产负债率高达 80%，激进的财务政策为后续公司埋下了重大财务隐患。

#### 发展瓶颈期（2014-2017 年）：

2012 年以来，化工行业大周期下行。前一阶段公司产能扩张速度过快，2016 年 12 月以来公司主导产品产能过剩；加之公司经营管理不善，子公司安全事故频发，公司业绩不断下滑。2013 年来公司扣非后净利润持续为负，2016 年公司净利润首次出现亏损；2017 年新疆宜化发生重大“7.26”燃爆事故，工厂停产导致的重大经营亏损叠加巨额资产减值损失，当年公司发生约 50 亿的巨额亏损，公司陷入严重财务困境；2018 年被实行“退市风险警示处理”。

#### 发展新阶段（2018 年至今）：

该阶段公司为走出财务困境，进行了大规模的资产重组举措。2018 年，公司首先剥离了导致公司亏损的新疆宜化。此后公司持续剥离不良资产，转让了包括贵州宜化、金江化工、湖南宜化等多家业绩不善的子公司。经过一系列的举措，公司保留了传统主营产品的优质产能，等待行业周期性回升。2021 年化工行业进入新一轮景气周期，在行业高景气背景下湖北宜化经营业绩大幅增长，当年归母净利润 15.7 亿，首次走出 2013 年以来持续 7 年的经营困境，撤销风险警示。此外，公司资产负债率由 2017 年的 95% 下降到 2021 年的 81%，财务风险得到一定缓解。

表4: 湖北宜化 2018-2021 年资产重组进程

年份	标的	主营业务	剥离方式	受让方
2018	新疆宜化 80.1% 股权	尿素等	转让	宜昌新发
2019	贵州新宜矿业 60% 股权	煤炭开采	转让	浙江正佳能源
2019	北京宜化贸易 51% 股权	贸易	转让	宜化集团矿业公司
2019	雷波县华瑞矿业 71.5% 股权	磷矿	转让	宜化集团矿业公司等
2019	三峡国际金融大厦 100% 产权	房地产	转让	宜昌市夷陵国有资产经营有限公司
2020	贵州宜化 100% 股权	液氨	转让	宜昌市京宜投资
2020	内蒙古宜化矿业 100% 股权	煤炭开采	转让	个人
2020	贵州金江化工 100% 股权	化肥等	转让	贵州金沙窖酒
2021	香溪化工 100% 股权	电石	破产	—
2021	湖南宜化 100% 股权	尿素等	转让	湖北宜化集团
2021	雷波县华瑞矿业 18.5% 股权	磷矿	转让	四川佰瑞德矿业

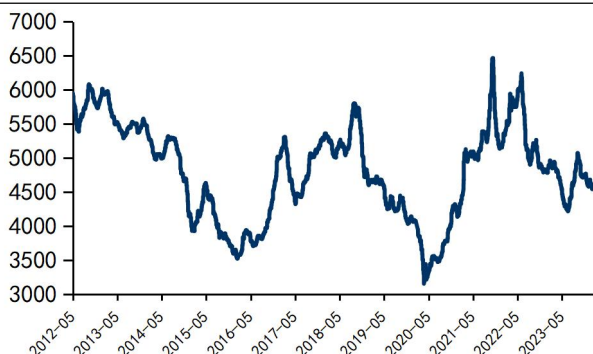
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

精简业务的同时公司着手布局新业务，投资环保新材料、精细磷化工、氟产业等领域。2021 年，公司发挥磷产业一体化优势，进军新能源领域，与宁德时代合资



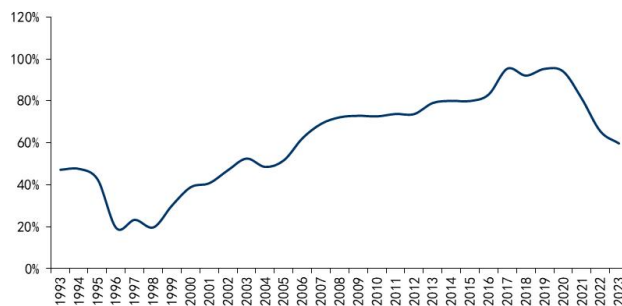
成立邦普宜化，投资建设 50 万吨新能源电池材料前驱体项目；同年，2 万吨 TMP（三羟甲基丙烷）项目成功投产，并新投资环保材料领域，建设 6 万吨生物降解材料 PBAT。2022 年，公司参股子公司湖北有宜新材料 TPO 项目成功投产，公司向湖北有宜和邦普宜化进一步增资，持续进军新材料等领域。

图9：中国化工产品价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：湖北宜化资产负债率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表5：湖北宜化新材料相关项目

项目名称	产品	产能	投资方案	预期投产时间	公司权益
6万吨/年PBAT项目	PBAT	6万吨/年	项目位于湖北宜昌姚家港化工园(田家河片区)内，总投资80692万元。该项目采用先进的缩聚工艺，建设6万吨/年生物可降解材料生产装置，配套建设四氢呋喃回收车间，副产6600吨/年四氢呋喃。其中PBAT和PBS共用一条生产线，这条生产线年产6万吨PBAT或4万吨PBS。	2022年年底投产	66.67%
2万吨/年三羟甲基丙烷项目	TMP	2万吨/年	项目总投资52000万元，新建1套12万吨/年甲醛生产装置和1套2万吨/年TMP生产装置及其配套的公辅工程。项目以正丁醛和甲醛为主要原料，在碱性催化剂作用下缩合反应制得中间体二羟甲基丁醛，该中间体进一步与甲醛反应生成三羟甲基丙烷。其建成后年产三羟甲基丙烷(TMP)20000吨、双三羟甲基丙烷400吨、甲酸钙13400吨、甲醛70000吨。	2021年2月建成投产	34%
年产1000吨光引发剂项目	TPO	1000吨/年	公司子公司在建的1000吨光引发剂项目主要产品为普通光引发剂TPO-L，项目建成投产后，可以生产很少量的TP01206。	2022年1月建成投产	100%
邦普宜化项目	硫酸铁	30万吨/年	邦普宜化项目将投资建设30万吨/年磷酸铁、20万吨/年硫酸镍，原料直接引进宁德时代海外布局的镍铁矿，并利用自备磷矿石和磷石膏综合利用技术，磷酸铁产品具有成本优势。	预计于2024年Q1试生产	35%
邦普宜化项目	硫酸镍	20万吨/年	公司与宁德时代子公司宁波邦普于2021年10月达成合作意向，规划新增30万吨/年磷酸铁产能、20万吨/年硫酸镍产能、160万/年吨硫酸产能、30万吨/年湿法磷酸产能和16.2万吨/年精制磷酸产能	预计于2024年Q1试生产	35%
年2万吨的氟化铝项目	氟化铝	2万吨/年	总投资8600万元，其中环保投资305万元，2021年项目建成投产	占总投资的3.54%。	51%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构方面，湖北宜化集团为公司第一大股东，实控人为宜昌市国资委。截至2024年1月22日，宜化集团作为第一大股东，直接持有湖北宜化19.69%的股份。

宜化集团为宜昌市国资委 100%控股的市管国企，宜昌市国资委通过宜化集团、宜昌产投控股、宜昌城发资本共同间接持有公司 24.46%的股份，为公司实际控制人。截至 2022 年 12 月 31 日，宜化集团总共对外投资 54 家企业，拥有湖北宜化与双环科技两家上市公司。宜化集团拥有丰富的煤矿、磷矿、盐矿等矿产资源。

2017 年发生巨额亏损后，公司陷入严重财务困境，面临严重资不抵债、巨额金融债务违约的危困局面。宜化集团风险化解被列为湖北省防范化解重大风险攻坚战“一号工程”，为化解该重大危机，宜昌市政府接管并及时筹措了 10 亿元专项资金，建立应急周转资金池用于过桥续贷。

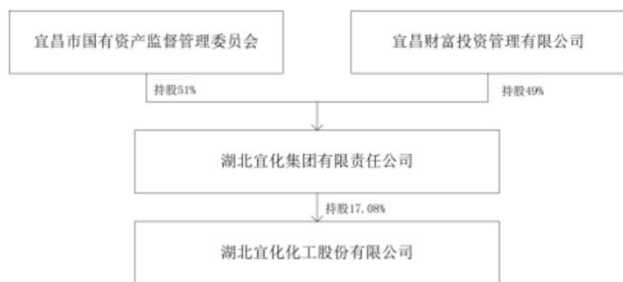
图11: 湖北宜化最新股权结构（截至 2024 年 1 月 22 日）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

宜化集团于 2010 年设立员工持股平台宜昌财富投资管理有限公司（现更名为宜昌天越投资管理有限公司），注册资本 1 亿元，宜化集团原党委书记兼董事长蒋远华持有宜昌财富投资管理有限公司 55.95%股份，宜昌财富投资管理有限公司持有宜化集团 49%股份。2018 年蒋远华因涉嫌严重违纪，被开除党籍和公职，并依法移送司法机关处理。为进一步规范清廉国企生态环境，2021 年宜昌财富投资管理有限公司被宜昌泰宜资产管理有限公司接管，宜化集团成为 100%宜昌市国资委控股的国有企业。

图12: 湖北宜化 2020 年实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 湖北宜化 2021 年实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



## 公司面貌焕然一新

公司内部治理水平显著提升。国资背景下，公司核心管理层大多为中共党员，且具有多年宜化集团内部工作经历，管理经验丰富。其中，公司董事长卞平官先生具有华中科技大学工商管理硕士教育背景，曾任宜化集团党委副书记、内蒙古宜化董事长、总经理等多项要职，2018年起担任公司董事及董事长。

此外，公司高管在各自领域相关管理经验丰富，均具相关专业背景或职称。董事兼总经理郭锐先生为化工中级工程师，曾任公司保险粉分厂厂长、副总经理等；财务总监廖辞云先生具有金融学专业背景，并获高级国际财务管理师、税务师、会计师多项职称；公司总工程师朱月先生为浙大化工专业硕士，兼具一级消防工程师、化工中级工程师职称；公司安全总监卢梦成先生为中级注册安全工程师，并兼任湖北省、宜昌市、猇亭区安全生产（应急）专家。

表6: 湖北宜化核心管理层介绍

姓名	性别	出生日期	政治面貌	相关背景	学历	职务	工作经历
卞平官	男	1971	中共党员	工商管理	硕士	董事长, 董事	曾任湖北宜化化工股份有限公司党委副书记、副总经理，湖北宜化化工股份有限公司党委书记、总经理；湖北宜化集团有限责任公司党委委员，湖北宜化集团有限责任公司党委副书记；内蒙古宜化化工有限公司董事长、总经理。现任湖北宜化集团有限责任公司党委委员、副总经理，湖北宜化化工股份有限公司党委书记、董事长。
郭锐	男	1980	中共党员	化工中级工程师	本科	董事, 总经理	曾任湖北宜化化工股份有限公司党委委员、保险粉分厂厂长、副总经理。现任湖北宜化化工股份有限公司党委副书记、董事、总经理。
强炜	男	1966	中共党员	-	本科	董事	曾任湖北宜化集团有限责任公司法律顾问处主任、集团办公室主任、总经理助理。现任湖北宜化化工股份有限公司董事、董事会秘书、副总经理。
陈腊春	男	1968	中共党员	-	本科	董事	曾任宜化集团总经理助理、安全环保监察部部长。现任宜化集团安全总监、安全环保监察部部长，公司董事。
揭江纯	男	1973	中共党员	-	本科	董事	曾任双环科技总经理助理。现任宜化集团总经理助理、公司董事。
黄志亮	男	1982	中共党员	-	本科	董事	曾任湖北宜化集团有限责任公司生产服务部总经理。现任湖北宜化集团有限责任公司副总工程师、规划发展部部长。
李刚	男	1974	中共党员	-	-	监事会主席	2021.12-2022.02，任天津滨海高新区资产管理有限公司总会计师；2022.02-至今，任天津滨海高新区资产管理有限公司职工董事、总会计师。
廖辞云	男	1982	中共党员	重庆工商大学金融学专业，高级国际财务管理师、税务师、会计师	本科	财务总监	曾任重庆湘渝盐化股份有限公司党委委员、副总经理，湖北宜化集团财务部副部长。现任湖北宜化化工股份有限公司财务总监。
朱月	男	1984	中共党员	浙大化工专业，一级消防工程师、中级工程师	硕士	总工程师	曾任湖北宜化化工股份有限公司党委委员、技术总工程师。现任湖北宜化化工股份有限公司党委委员、公司总工程师。
卢梦成	男	1987	中共党员	中级注册安全工程师	本科	安全总监	曾任湖北宜化化工股份有限公司安全监察部副部长，湖北宜化化工股份有限公司安全监察部部长、安全总监。现任湖北宜化化工股份有限公司安全总监。兼任湖北省、宜昌市、猇亭区安全生产（应急）专家。

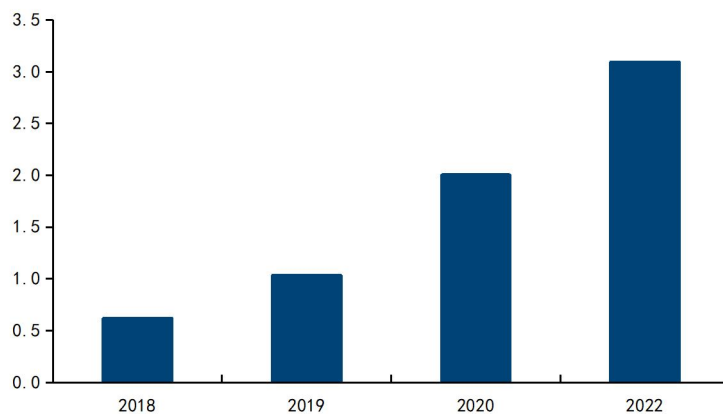
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

为调动公司核心团队的积极性、责任感和使命感，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，共同关注公司的长远发展，公司于2024年3月15日发布《湖北宜化化工股份有限公司2024年限制性股票激励计划(草案)》相关公告，公告显示，本激励计划拟授予A股限制性股票不超过3170万股，占本计

划草案公告时公司股本总额的 3.00%。其中首次拟授予不超过 2545 万股限制性股票，占本次授予总量的 80.28%、占本计划草案公告时公司总股本的 2.41%；预留拟授予不超过 625 万股限制性股票，占本次授予总量的 19.72%、占本计划草案公告时公司总股本的 0.59%。本激励计划限制性股票的授予价格为 4.54 元/股。本激励计划的激励对象包括上市公司的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心业务骨干，首次授予对象合计不超过 606 人，占公司在职工总人数的 7.69%。本计划激励对象中，不包括公司独立董事、监事，也不包括单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。我们认为，以相对低价授予公司核心员工限制性股票，将充分调动员工工作积极性与责任感，将有利于提升公司价值，为股东创造更高回报。

**公司坚持绿色可持续发展，将环保建设融入发展战略。公司环保投入逐年递增，2018-2022 年年均复合增长率达 50%。**公司认真贯彻执行《环境保护法》等环保法律法规，截至 2023 年第三季度，公司近 3 年环境违法违规事件次数 0 次。公司遵循“源头控制、循环使用，梯级利用、末端治理”的原则，通过创新研发，不断提升公司的环境治理能力，做到绿色可持续发展。2022 年度，联化公司“造粒塔粉尘回收项目”成为当地环保治理先进典型，“合成冷凝液除甲醇”成功实现环保创效提升。目前，公司正开展“超低汞触媒”、“VCM 精馏降耗技术”等多项研发活动，未来进一步实现节能创效。

图14: 湖北宜化环保投入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表7: 湖北宜化节能创效研发项目**

研发项目	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
超低汞触媒研发项目	降低汞消耗, 减少汞对环境污染	项目经技术研发并应用于生产投产后吨 PVC 单质汞消耗可由现在的 39g 降低到 35g, 减少汞单质 1.2 吨, 折合氯化汞触媒约 38 吨, 同时实现循环利用	<b>解决公司环保问题</b>
VCM 精馏降耗技术研究	VCM 精馏岗位使用列管式换热器, 在生产过程中换热器使用冷冻水量大, 电耗对比同行业偏高, 该项目致力于减少冷冻水耗用量, 降低能耗	通过空气冷却器, 利用自然空气热能进行换热, 为氯乙烯进行换热降温, 达到冷凝目的; 同时减少列管式冷却器的运行台数	<b>减少循环冷冻水 400m<sup>3</sup>/h 的用量, 降低电耗 200 度/时</b>
合成氨真空泵流程 PSA 放空回收应用	针对真空泵流程放空损失大的现状, 适当增加投入, 确保 PSA 系统放空气中氢含量降至 5% 以下、CO <sub>2</sub> 浓度提高至 98% 以上	将 PSA 放空气中氢氮气有效回收, 从而降低系统煤耗。可使吨产品煤耗由 1.62 吨下降到 1.58 吨	<b>节能创效</b>
一种降低尿素水溶液甲醛含量提升产品品质的研发(原名: 采用不同原料配比生产国六品质产品)	本项目通过攻关研发原料尿素的使用结构, 优化原料尿素的质量配比指标, 达到 <b>进一步降低柴油车排放尾气中甲醛含量的目的, 减少大气污染物排放, 更好的保护环境</b> 。企业在采购原料上开辟更多市场, 降低采购成本, 生产的产品更具市场竞争力	根据不同工艺和不同生产厂家的原料尿素, 以不同比例调配产品, 筛选最优配比试验结果, 将配比数据用于批量生产适用于国六排放标准的尿素液产品	1、延长设备运行周期, 减少系统再生以及滤芯等辅材的消耗 2、提升产品质量
电解槽极板零级距研发项目	实现技术 100% 国产化, 单元槽电压从目前 3.06V 下降至 2.91V 下降 0.15V, 年新增生产能力 1800 吨	对 3 列电解槽进行极网改造和离子膜国产化, 节电 185.85 万度	<b>节能创效</b>
净化磷酸后的萃余酸生产 64% 磷酸二铵的研究与应用	通过研究萃余酸生产 64% 二铵的再次净化使其达到优等品磷酸二铵, 净化后的渣浆掺兑生产复合肥或粉状磷酸一铵, 使其达到分级利用	磷酸杂质下降明显(MgO 降至 1.6% 以下, Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub> 降至 1.8% 以下, 含固量 < 1%, 综合 MER 降至 12% 以下)	<b>提升产品质量, 节能创效, 提高磷酸综合有效利用能力</b>
多元醇工艺技术研究开发	开发新型季戊四醇迭代工艺, 运用连续流取代传统釜式工艺, 使物料充分混合均匀, 减少杂质的生成, 提高转化率。在原料上, 较大限度降低配比, 减少甲醛消耗。开发新型双 TMP 分离技术, 取代传统溶剂法萃取, 既能节约溶剂成本, 又能在工艺上降低大量蒸汽消耗, 减少脱溶剂所带来的负荷问题。通过无溶剂法分离双 TMP, 能有效提高双 TMP 收率, 从而提高经济效益	电石渣法多元醇工艺, 将电石废料电石渣重新利用, 取代氢氧化钙, 氢氧化钠参与缩合反应, 电石渣相比于工业级氢氧化钙, 在后续更容易分离, 在解决电石渣的处理问题的同时, 降低了季醇、TMP 的生产成本	<b>节能创效</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司完善相关制度, 高度重视安全生产管理。2017 年新疆宜化出现重大安全事故, 造成巨额损失, 公司从中吸取了深刻教训, 在后续的生产中高度重视安全生产管理。公司坚持安全第一的原则, 严格根据《安全生产法》相关要求健全企业安全管理组织机构, 完善安全生产管理制度及操作规程。通过层层落实安全生产责任制, 公司连续六年未发生重大安全事故, 安全生产情况较往期发生明显改变。

## 化肥: “保供稳价” 奠定行业基础, 公司资源优势凸显

化肥作为农业生产的重要基础物资, 与国家粮食安全息息相关。化肥主要运用于下游农作物种植, 施肥不仅能提高土壤肥力, 而且也是提高作物单位面积产量的

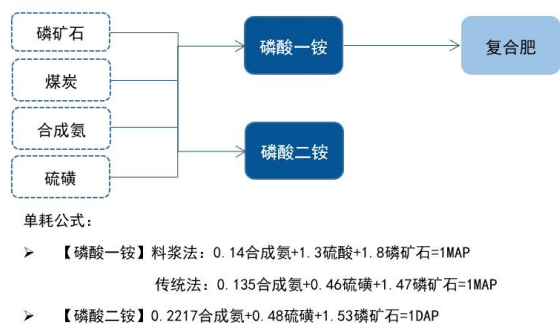
重要措施。化肥是农业生产最基础而且是最重要的物资投入。据联合国粮农组织（FAO）统计，化肥在对农作物增产的作用中约占 40%~60%的功劳。化肥行业主要包括氮肥、磷肥、钾肥、复合肥等子行业。

### 磷铵是最主流磷肥，磷矿石、合成氨、硫磺为主要原料

根据肥料所含营养元素（氮、磷、钾）的数量可以分为单质肥、二元复合肥和三元复合肥，常见磷肥有磷酸一铵（MAP）、磷酸二铵（DAP）、普钙（过磷酸钙）、重钙（重过磷酸钙）等。其中，磷酸铵为最主流磷肥。磷酸铵富含植物所需的氮、磷两种主要元素，具有营养元素含量高、物理性质优良等优点，是一种高浓度复合肥料，简称磷铵。磷铵既可直接施用，也能与重钙、硫铵、硝铵、尿素、钾肥等化肥混合制成复混肥料。在农业生产中作为肥料的通常是磷酸一铵和磷酸二铵的混和物。磷铵类肥料中，当磷酸一铵质量分率占 80%以上时，称磷酸一铵（MAP）；当磷酸二铵质量分率占 80%以上时，称磷酸二铵（DAP）。这两种磷酸盐都能溶于水，所以都是水溶性速效肥料。

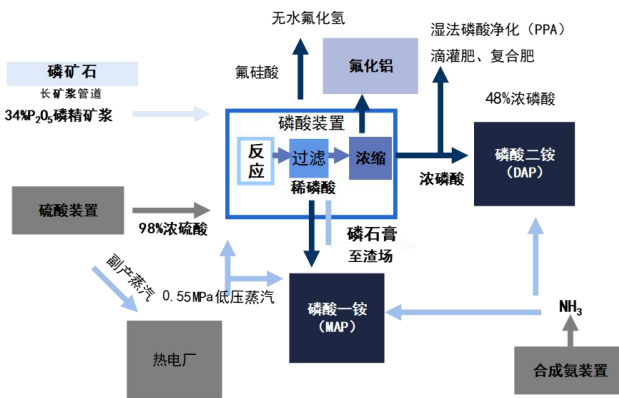
磷酸铵的生产原理是磷酸（磷矿石与浓硫酸反应）与氨（气氨及液氨均可）发生的化学反应。浓磷酸生产磷铵的方法通常被称为“传统法”，若磷矿质量较差，则在生产过程中将有大量杂质析出。为了充分利用我国的大量中品位磷矿（ $P_2O_5 \geq 26\%$ ），四川大学钟本和教授等于 1979 年开发了“料浆法”生产磷铵的工艺。料浆法生产以稀磷酸和氨为原料，在氨化反应器中反应生成稀料浆，用蒸汽加热浓缩成浓料浆，最后通过干燥制得磷肥成品。料浆法的磷酸铵不溶物颗粒细小，能够较长时间悬浮在水中，更适合作为水溶肥使用。

图 15: 磷酸铵产业链结构简图及单耗情况



资料来源：CNKI，国信证券经济研究所整理

图 16: 磷酸铵生产工艺流程示意



资料来源：CNKI，国信证券经济研究所整理

### 磷肥供应端过剩产能逐步出清，需求端相对稳定，供需格局改善

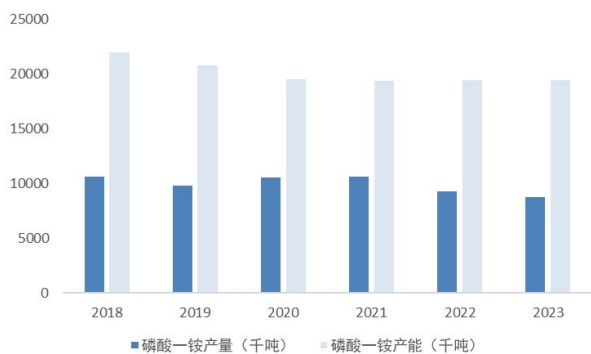
磷肥供给侧结构性改革持续推进，产能过剩问题得到初步缓解。自我国 2007 实现了磷肥国产替代后，化肥行业实际投资、新开工项目和新增产能继续迅速增加，导致我国化肥产能过剩问题日渐严重，2009、2010 年化肥企业亏损比例曾达到 20%。2015 年工信部发布了《工业和信息化部关于推进化肥行业转型发展的指导意见》，要求化肥行业严控新增产能、加快淘汰落后产能、鼓励引导企业兼并重组。2022 年 4 月 7 日，工信部等六部门联合印发《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》。意见指出要严控磷铵、黄磷等行业新增产能，加



快低效落后产能退出。由于环境污染、生产能耗以及上游磷石膏处理等问题，磷肥及磷化工企业持续处于环保政策高压装填，致使近年来磷铵和黄磷产能逐步收缩。

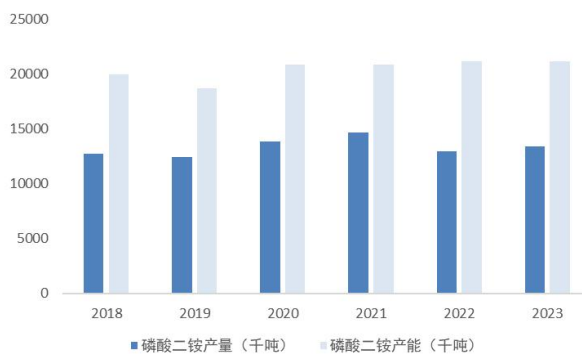
**政策鼓励环保、能耗不达标的落后产能以及经营存在困难的企业退出，在紧政策和经营环境不佳的情况下，部分磷肥落后产能关停。**行业新增产能从 2012 年开始持续降低，同时落后产能陆续退出，化肥行业的产能过剩情况得到逐步缓解。2015、2016 年我国合成氨、尿素、磷肥退出产能首次超过新增产能。据磷复肥工业协会数据，2019 年，我国磷肥规模以上企业 155 家，较 2018 年减少了 34 家；复合肥规模以上企业 864 家，较 2015 年减少了 164 家。行业新增产能从 2012 年开始持续降低，同时落后产能陆续退出，化肥行业的产能过剩情况得到逐步缓解。2020 年 1 月起以长江环保和“三磷”整治为核心的政策和实施方案相继出台，特别是长江经济带“三磷”专项排查结束后，湖北、贵州、云南、四川、湖南、重庆、江苏等 7 省市的多家磷肥企业存在生态环境问题，磷肥供给出现一定程度减少。2023 年，供给侧结构性改革持续推进，安全环保从严要求，尽管有类似搬迁项目投产，我国磷肥供给过剩状态得到了很大的改善，我们预计未来几年，部分环保不达标企业将继续停产、限产，市场集中度将更加明显，“转型升级”是未来化肥行业的主题。

图17: 我国磷酸一铵产能及产量变化趋势



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图18: 我国磷酸二铵产能及产量变化趋势



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

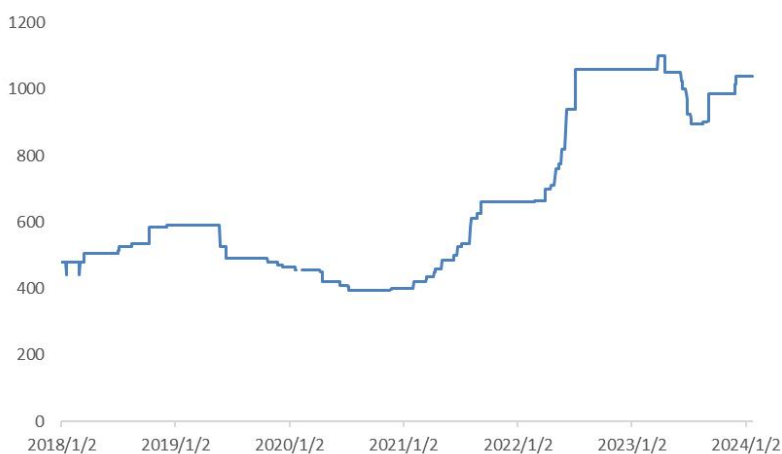
**“保供稳价”将持续成为磷肥市场基石。**磷铵下游市场需求整体较为稳定，2023 年我国磷酸一铵表观消费量为 804 万吨，同比下滑 2.35%，磷酸二铵的表观消费量为 892 万吨，同比下滑 0.92%，与 2022 年基本持平。2023 年磷肥出口执行法检以及配额制度，2024 年为保证国内供应，“保供稳价”将继续成为磷肥市场的基石。

### 磷矿石储量有限，不可再生，成本端构成有力支撑

磷矿石占据了磷肥成本端的主要地位，2023 年磷矿开采量较 2022 年同比小幅缩减，作为磷化工行业的主要成本原料，磷矿石具有不可再生性，储量有限，继而或将长期供应偏紧，且高品位矿石难寻。目前磷矿石产出主要集中在湖北、云南、贵州、四川等四省，其中，湖北产量占到四省产量的 46%，湖北的磷矿资源主要集中在宜昌市。环保趋严，2017 年 10 月，宜昌市印发了《宜昌市磷产业发展总体规划（2017-2025 年）》，规划表明须关停 15 万吨/年以下的磷矿山，50 万吨以下的矿将到期不再续，并连续三年对磷矿石限产。当前环保督察持续常态化进

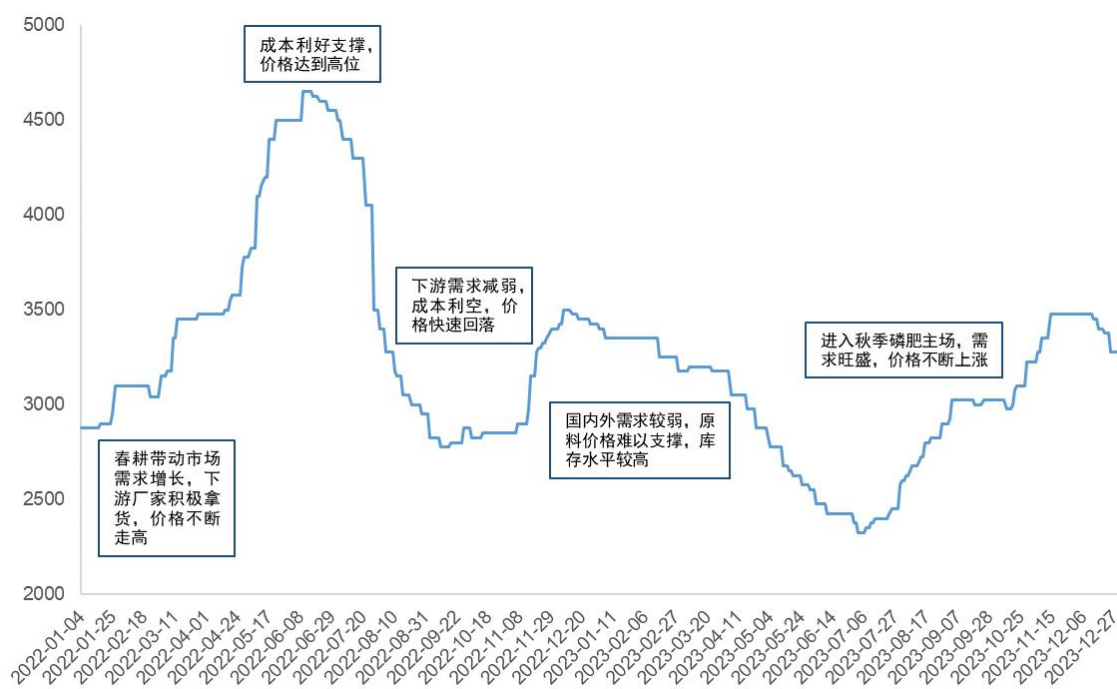
行，在环保高压下，磷矿石产量难以恢复，供需格局向好。

图19: 磷矿价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

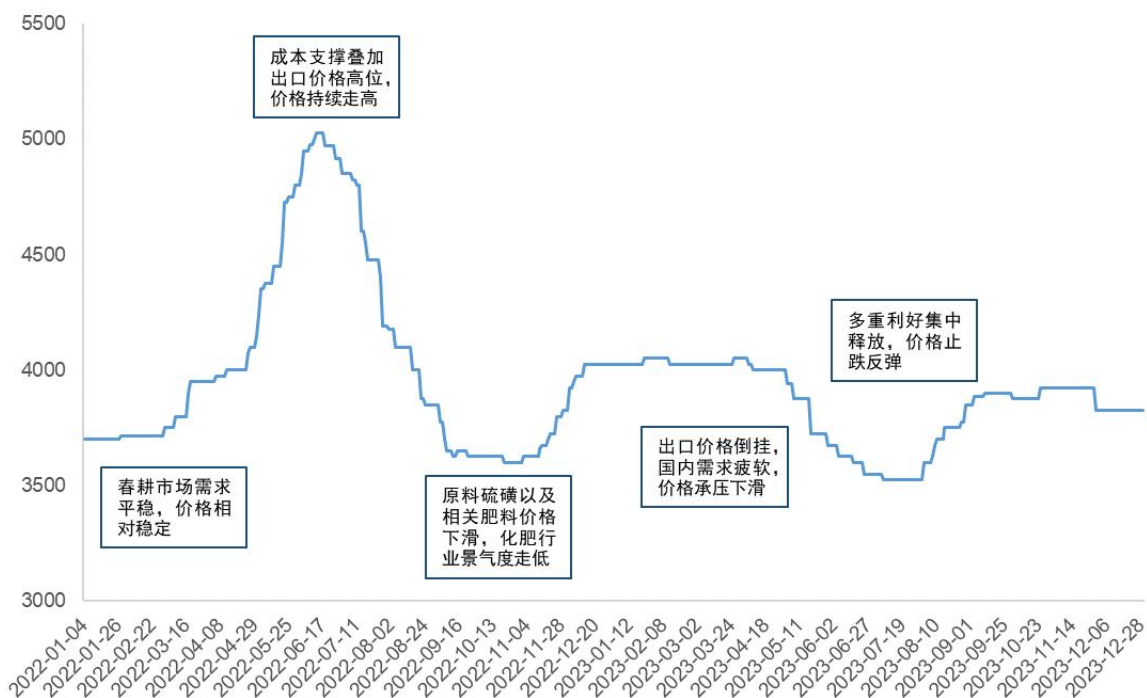
图20: 磷酸一铵市场价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

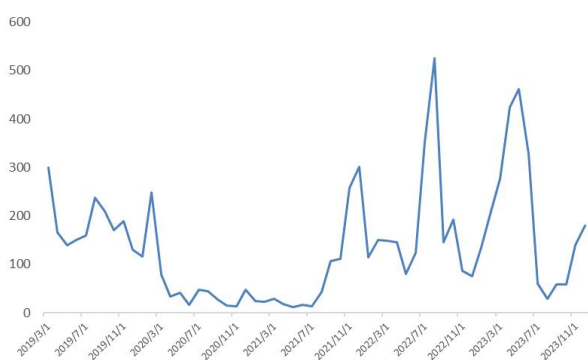


图21: 磷酸二铵市场价格走势（元/吨）



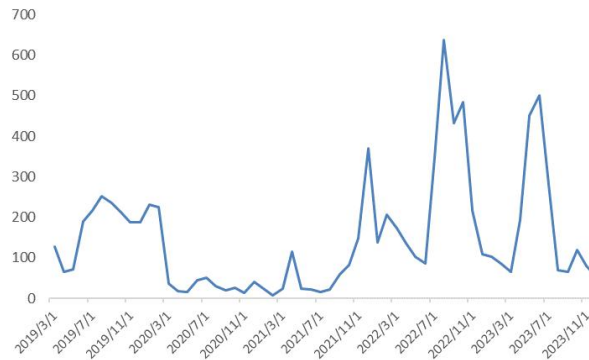
资料来源：卓创资讯，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图22: 我国磷酸一铵月度库存情况（千吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图23: 我国磷酸二铵月度库存情况（千吨）



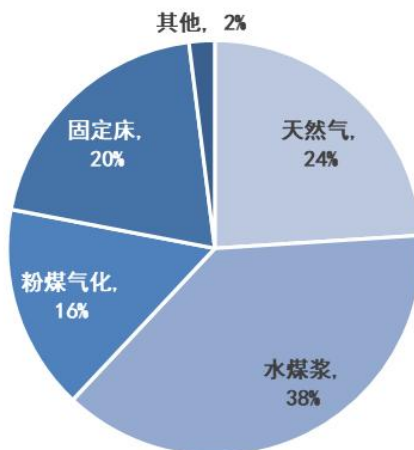
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

### 尿素是第一大氮肥品种，我国以煤制尿素为主

尿素，化学名称是碳酰二铵，尿素的理论含氮量为 46.65%，是目前含氮量最高的中性速效固体氮肥，肥效是硝酸铵的 1.33 倍、硫酸铵的 2.2 倍、碳酸铵的 2.63 倍。尿素易保存，使用方便，对土壤的破坏作用小，是使用量最大的化学氮肥。工业用尿素主要用于高聚物合成材料，以及作为添加剂、软化剂用于药品和试剂的生产。

尿素的制备由其原材料不同可以划分为煤头尿素、气头尿素与油头尿素。由于油头尿素工业生产成本过高，实际生产中以煤头尿素与气头尿素为主。由于我国“富煤少气”的特点，我国煤制尿素占比达到七成以上，国际上则以气头尿素为主。

图24: 我国尿素制备工艺占比



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

煤制尿素按照煤气化工艺可以再分为固定床、气流床、流化床。煤在高温下经过氧化还原反应，生产煤气（一氧化碳和氢气），后续再与氮气在高温高压下催化转化为氨气，最终氨气与二氧化碳反应生成尿素。目前煤制尿素的三大工艺中，技术最成熟的是固定床，转化率最高的是气流床。

表8: 不同煤气化工艺对比

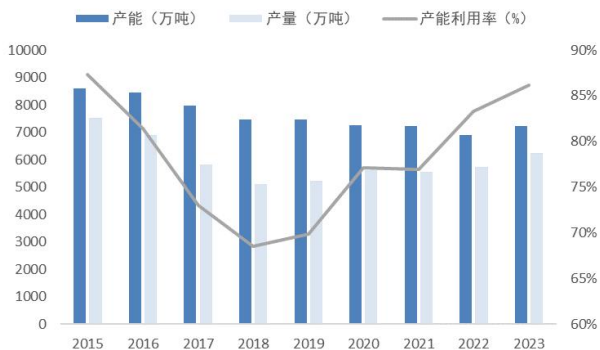
工艺	代表炉型	原料	优点	缺点
固定床	间歇气化: UGI 炉、晋航炉	无烟煤、焦煤	投资较少、技术成熟	原料利用率低, 操作复杂, 单耗高
	富氧连续气化: 鲁奇炉、BGL 德士古气化	褐煤、烟煤		
气流床	多喷嘴水煤浆	烟煤、石油焦	对煤种要求低, 碳转化率高	投资门槛高
	壳牌	褐煤、烟煤		
流化床	航天炉	褐煤、烟煤粉煤	加热快, 经济性优于固定床	转化率不高
	CGAS 循环流化床	高碱煤		

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

### 尿素供需格局相对稳定，长期看好龙头企业议价能力

尿素在我国是煤化工产物，行业格局较为分散，据百川盈孚，截至 2023 年，我国共有尿素生产企业 80 余家，主要分布在我国北方煤炭资源丰富的地区，行业总产能为 7240 万吨，总有效产能 6860 万吨/年，全年产量为 6239 万吨，较 2022 年产量增加近 530 万吨。在建产能方面，2023-2025 年我国将共有 1100 万吨/产能投产，未来投产节奏将会放缓。

图25: 我国尿素产能、产量情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

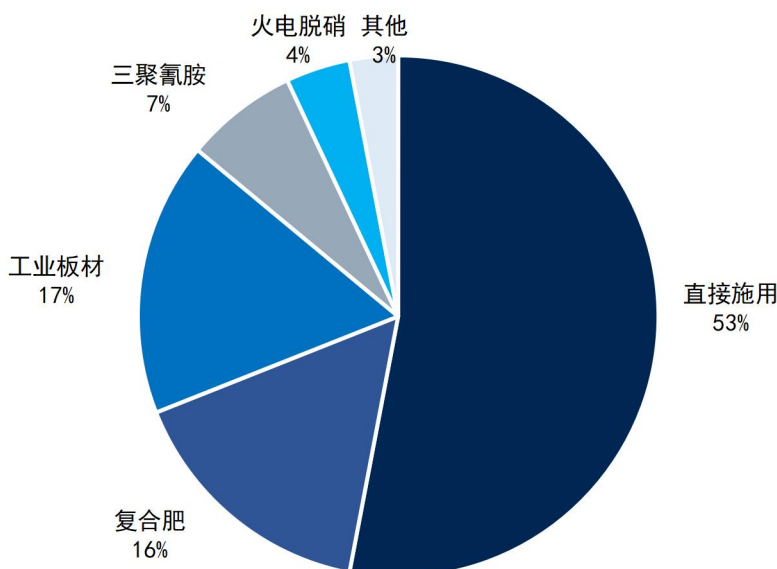
图26: 我国尿素产能地域分布



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

从尿素的需求结构看, 尿素的主要需求为农用市场需求, 直接施用及作复合肥施用的尿素占总需求的 69%, 在工业市场需求中人造板材、三聚氰胺分别占 17%、7%, 火电脱硝、车用尿素及其他需求占 7%。从下游需求的发展趋势来看, 农业市场需求相对增加, 根据统计局数据显示, 秋粮 (玉米、大豆、中晚稻) 的播种面积增加明显, 其次是夏粮 (主小麦), 早稻种植面积出现萎缩。新疆地区粮食播种面积增加明显, 2023 年较 2022 年增加 390.9 千公顷, 即 586.35 万亩, 其次是黑龙江、吉林、内蒙、云南、安徽等地。东三省种植面积均有增加。工业需求与经济趋势有一定相关性, 在双碳、环保等政策收紧的情况下, 车用需求属于增长领域。2023 年, 国内尿素产能利用率 86%, 表观消费量 5814 万吨, 相比 2022 年同期 5427 万吨增加了 387 万吨, 增幅达到 7.14%。

图27: 我国尿素下游需求结构



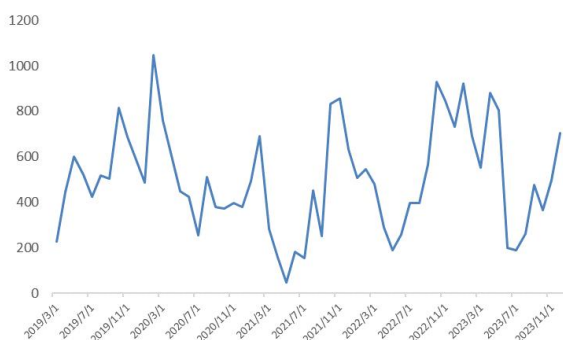
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

2023 年上半年以来，国内尿素行业库存整体呈快速下降趋势，据卓创资讯，截至 2023 年 7 月 28 日，国内尿素行业库存为 25.86 万吨，已达到最近三年以来的最低点，2023 年下半年来行业补库需求不断提升，行业盈利状况改善。

开工率方面，2023 年来国内尿素行业开工率震荡上行，2023 年 11 月份开工率达 81%，2024 年 1 月开工率为 75%。

尿素价格主要受原材料成本、季节性需求及出口政策波动。2023 年上半年，国内尿素市场行情呈现“旺季不旺”，尿素价格由一季度的相对高价挺稳到二季度的大幅下行，直到二季度末行情才有所回暖，但整体仍趋弱运行。2023 年上半年尿素价格远低于 2022 年同期，主要源于原料煤炭价格一路走跌、需求支撑不足及市场持续看空心态等因素影响，从而“营造”出“旺季不旺”的局面。2023 年下半年来，由于农业需求支撑、运力紧张叠加政策支撑稳价保供，尿素价格实现快速增长，带动尿素毛利水平回升。

图28: 我国尿素月度库存情况 (千吨)



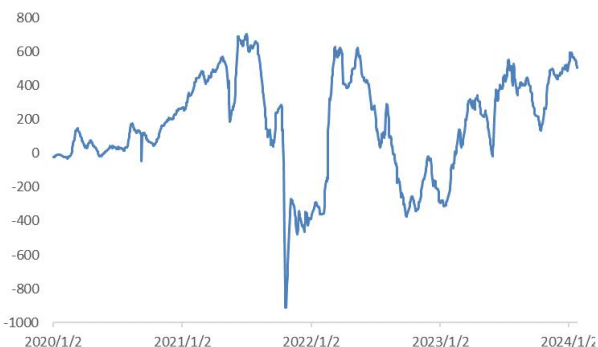
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图29: 我国尿素开工率情况 (%)



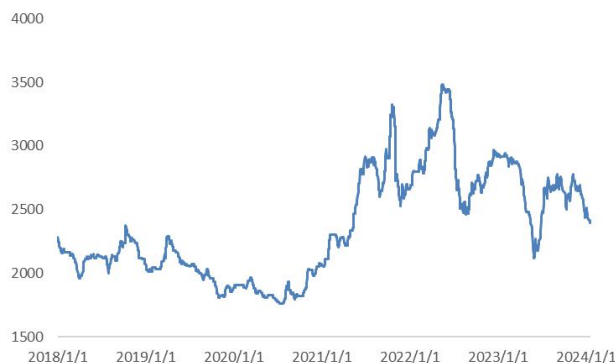
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图30: 我国尿素毛利润情况 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图31: 我国尿素价格走势 (中小颗粒, 元/吨)



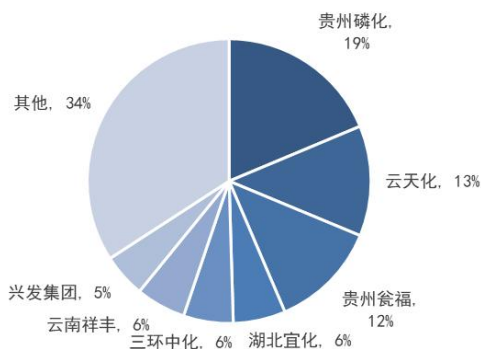
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

## 公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著

截至 2023 年 6 月，公司共有磷铵产能 126 万吨/年，尿素产能 156 万吨/年，参股

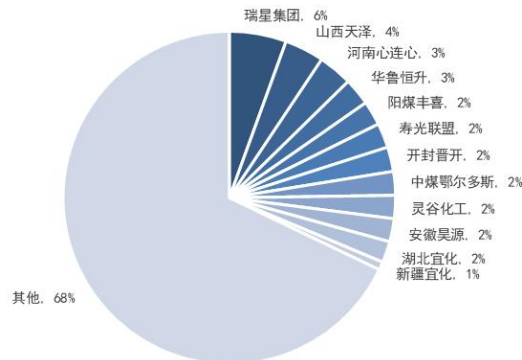
公司新疆宜化拥有尿素产能 60 万吨/年，并自备 40 万吨合成氨产能。公司当前磷酸二铵市占率全国前五，尿素产能全国前列，化肥产能国内领先。

图32: 湖北宜化磷酸二铵产能位居国内第四



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图33: 湖北宜化尿素产能位居国内前列



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

宜化集团具备充足的磷矿、煤炭资源。磷矿方面，宜化集团自有磷矿目前总产能为 330 万吨/年，后续磷矿规划产能为 140 万吨/年；公司间接参股的家家墩矿业有磷矿开采权，其保有资源储量 1.3 亿吨，目前东、西部矿段分别有磷矿产能 150 万吨/年、30 万吨/年。可用于公司磷铵产品的生产。家家墩矿区东部矿段  $P_2O_5$  平均品位 23.00%，属于中品位磷矿，采矿许可证已于 2023 年 11 月 27 日办理完成。公司以磷矿资源为依托形成了“采选加一体化”优化配置的产业链，磷矿实现全层开采，选矿实现低品位磷矿高精度分选，加工实现梯级利用，高品位磷矿用于磷精细化工和高浓度磷复肥生产，中低品位磷矿用于普通磷肥生产和选矿，副产品磷石膏用于生产水泥缓凝剂或建材，形成了符合循环经济思想和绿色发展要求的产业群。毛利率水平方面，2023 年上半年湖北宜化磷酸二铵产品毛利率为 12.42%，受市场价格走弱影响，同比略有下滑，整体毛利率处于行业中上水平。

**2024 年磷矿石供应或进一步增加，Q1 磷酸二铵价格坚挺。**磷矿石供给方面，河北省通过发展磷铁矿尾矿的补选工艺预计能实现显著产能增长，四川和湖北因安全事故而减少的产量预计在 2024 年将得到修复。供给端增长有望为磷矿石市场带来更为稳定的供应，进一步降低磷肥生产成本。磷肥方面，随着 2024 年春耕季节的到来，磷肥市场迎来新的活跃期，价格仍存在上行空间。与去年相比，根据 CRU，今年的磷肥出口配额基本持平，预计磷酸二铵达到 500 万吨出口配额，但新增的窗口期（5 月至 9 月）为企业提供了集中出口的机会。2023 年 Q2 之后，由于国内外需求的恢复，磷化工主要产品价格经历低谷后反弹。受益于今年出台的出口政策更为明确且指导意义更强，预计企业的开工率将避免大起大落，而是维持相对稳定态势。因此，与 2023 年相比，预计今年磷化工市场将更加平稳有序。

尿素方面，公司参股子公司新疆宜化煤炭产能 3000 万吨/年，具有煤质稳定，开采成本低的优势，可用于低成本生产煤头尿素。此外，公司的气头尿素产能集中在内蒙古、新疆等西部地区，具备更强的电费、天然气成本优势。由公司过去三年披露尿素产品毛利率情况可知，公司在尿素生产上具备非常显著的成本优势，2019 年-2023 年毛利率均远高于我国行业平均水平。我们预计，通过上游资源布局，公司在尿素生产端将持续保证成本领先优势。而根据海关最新消息，今年 4



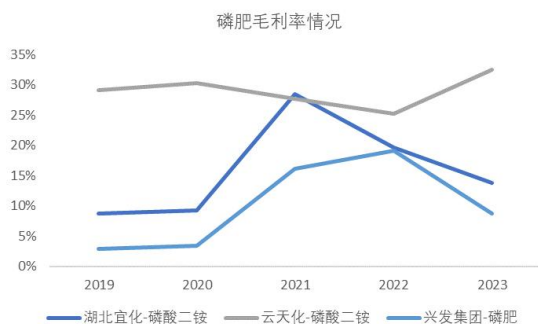
月 12 日至 8 月 31 日，尿素法检放开，尿素出口将提振尿素需求向上。预计公司今年尿素板块整体盈利能力向好。

表9: 湖北宜化化肥产品情况

产品	所属子公司	产能（万吨）	备注
尿素	内蒙联化	104	气头尿素
	新疆天运	52	气头尿素
	新疆宜化	60	煤头尿素，自备 40 万吨合成氨，当前具有 35.6%权益
	合计	216	
磷酸二铵	宜化肥业	66	
	松滋肥业	60	
	合计	126	

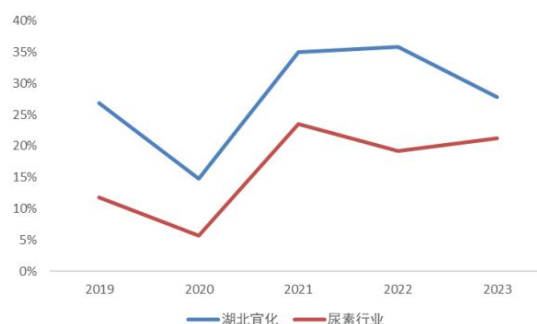
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图34: 公司及可比公司磷肥毛利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35: 公司及全国尿素平均毛利率情况



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

## 烧碱格局有望改善，氯碱一体化将有效凸显公司成本优势

### 烧碱是重要的化工原料，氧化铝行业是烧碱主力下游行业

烧碱指氢氧化钠，也称火碱、苛性钠，具有强碱性，腐蚀性极强，可作酸中和剂、配合掩蔽剂、沉淀剂、沉淀掩蔽剂、显色剂、皂化剂、去皮剂、洗涤剂，用途非常广泛。烧碱作为重要的基础化工原料，从物理性质上可分为液碱和固碱两种，根据氢氧化钠质量分数不同，烧碱又可分为 30%液碱、32%液碱、45%液碱、48%液碱、49%液碱、50%液碱和 73%固碱、95%固碱、96%固碱、98.5%固碱、99%固碱、99.5%固碱等系列产品。

表10: 中国烧碱产品分类

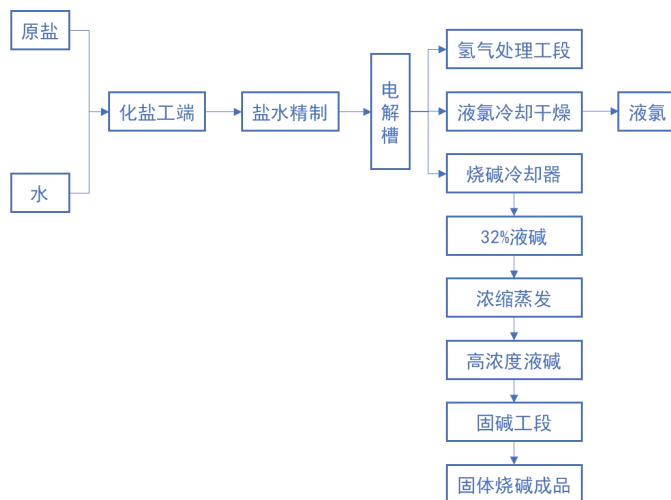
	中国主流常见指标型号	中国非主流指标型号
液碱	32%、50%	30%、42%、45%、48%、49%
固碱	98.5%、99%	73%、95%、96%、99.5%

资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理



烧碱通过电解法生产，根据电解槽结构、电解材料和隔膜材料的不同，电解法可以分为隔膜法、水银法和离子交换膜法。水银法由于对环境污染较大已被淘汰。隔膜法由于能耗较高及产品质量较低的原因也基本淘汰。离子交换膜法是当前主流的生产方法，以只允许钠离子好水分子通过的离子交换膜分割阳极和阴极，整个工艺流程主要分为整流、盐水精制、电解、氯氢处理、液碱蒸发、固碱生产六道工序。

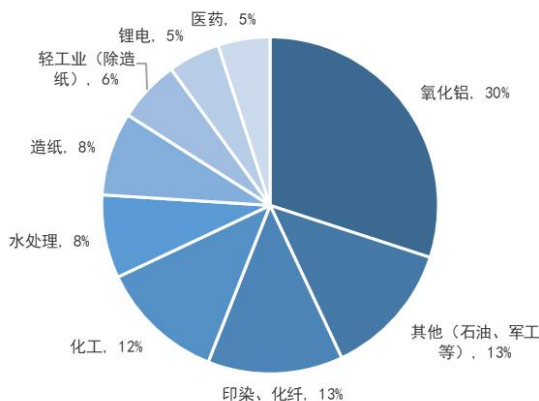
图36: 烧碱生产工艺流程



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

根据百川盈孚统计，烧碱的主要下游应用在氧化铝行业，2023年占比约为30%左右，其次是印染、化纤占比在13%左右，排名第三的是化工行业。其中，单吨氧化铝的碱耗为150kg，单吨粘胶纤维的碱耗近600kg，单吨工业纸平均碱耗约400kg，单吨三元前驱体的碱耗则高达3t（30%液碱），换算为干吨约为900kg。随着锂电板块新产能投产，预计锂电下游占比有望提升。

图37: 2023年烧碱下游占比结构

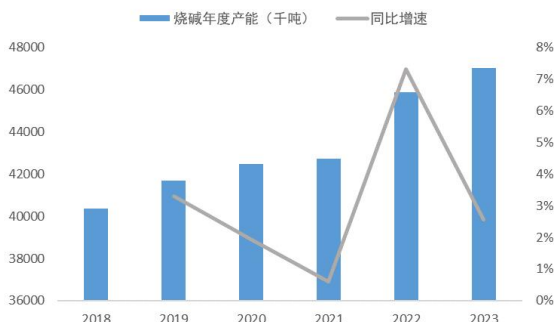


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

## 受双碳及相关政策限制，烧碱新增产能受限，预计下游新能源行业占比将继续提升

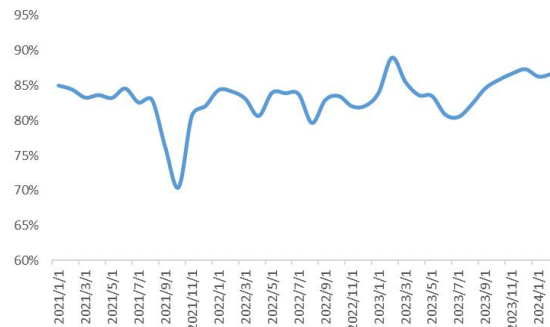
我国是全球烧碱产能最大的国家。2023年，我国烧碱产能继续稳步提升至4700万吨，2018至2023年我国烧碱产能的年均复合增速为3.11%。2015年以来，受供给侧结构性改革带来的产业结构性升级，烧碱行业从过去的高速发展转变为高质量发展，2018至2023年行业开工率也维持在良好水平。

图38: 我国烧碱年度产能及增速（右轴）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图39: 我国烧碱月度开工率



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

新增产能方面，根据国家发展和改革委员会发布的《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》，截止2020年底，我国烧碱行业能效优于标杆水平的产能约占15%，能效低于基准水平的产能约占25%，指南指出，至2025年，烧碱领域能效标杆水平以上产能比例需达到40%，能效基准水平以下产能基本清零，预计未来受政策影响，落后产能将不断淘汰，新增产能落地难度增加。据统计，2024年约有337.5万吨产能待投产，预计将有136万吨产能可达产，新增产能主要集中于我国华东、华中、西北区域。

表11: 2024年烧碱待投产项目

厂家名称	原有产能	待投产产能	投产后产能	计划投产时间
陕西金泰氯碱神木化工有限公司	23	60	83	2024年年初
宁夏华御化工有限公司	16	9	25	2024年年初
山东民祥化工科技有限公司	0	15	15	2024年年初
福建省东南电化股份有限公司	72	30	102	2024年6月
江西九二盐业有限责任公司	24	6	30	2024年6月
河北临港化工有限公司	10	15	25	2024年6月
湖北葛化华祥化学有限公司	10	20	30	2024年12月
福建湄洲湾氯碱工业有限公司	12	20	32	2024年12月
湖北可赛化工有限公司	5	10	15	2024年12月
河南永银化工实业有限公司	10	10	20	2024年12月
重庆三美化工有限责任公司	0	15	15	2024年12月
天津渤化化工发展有限公司	60	30	90	2024年12月
广安利尔化学有限公司	0	7.5	7.5	待定
甘肃鸿丰电石有限公司	0	20	20	待定
乌海中联化工有限公司	0	15	15	待定
内蒙古兴发科技有限公司	15	15	30	待定
建滔(北海)实业有限公司	0	15	15	待定
山东日科化学股份有限公司	0	20	20	待定
四川鑫盛源化工有限责任公司	8	5	13	待定

资料来源：百川盈孚、各公司官网、国信证券经济研究所整理

根据卓创资讯数据，2018-2023 年全国烧碱表观消费量持续增长，2023 年全国烧碱表观消费量达 3858.2 万吨，同比增长 6.43%。2018-2023 年烧碱表观消费量年 CAGR 达到 3.40%。

图40: 烧碱月度表观消费量（千吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

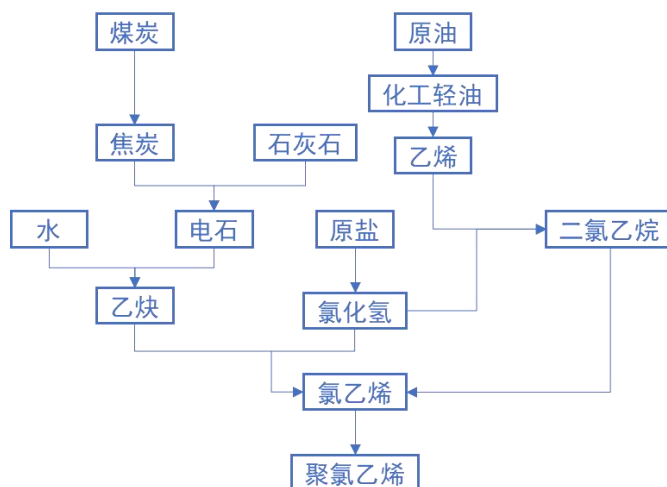
需求方面，氧化铝方面受铝土矿限制，以及下游电解铝产能过剩，需求端增长有限，预计短期氧化铝对液碱需求增量表现放缓。而随着新能源行业的发展，除锂电多个生产环节使用烧碱外，废旧锂电池资源化利用是未来行业发展趋势，对烧碱的消费增长点较多。有望拉动如湖北、江西、贵州、广西和四川等地区的烧碱消费及产能提长需求。印染、医药、造纸、石油化工等下游需求与百姓生活息息相关，多靠国家政策推动，预计将温和提升对液碱需求。

### PVC 为氯碱产业重要产品，主要用于管材、地板等行业

PVC 为聚氯乙烯，是五大通用树脂材料之一，具有优良的耐酸碱、耐磨损、阻燃和绝缘等特性，目前成为世界上仅次于聚乙烯的第二大塑料产品。PVC 的生产工艺主要有电石法和乙烯法两条路径，主要区别在于氯乙烯单体（VCM）的制备方法。由于我国“富煤贫油少气”的资源特征，电石法工艺是国内生产 PVC 的主流工艺。根据百川盈孚统计，2023 年我国 PVC 总产能 2801 万吨，其中电石法产能 2134 万吨，占比高达 76%。2023 年中国聚氯乙烯电石法产能集中在新疆、内蒙古、山东等地。

电石法制得的 PVC 由于其氯乙烯残留相对较多，主要应用于较为低端的管型材制作，主要对应的是房地产的需求。乙烯法制得的 PVC 氯乙烯残留较低，可用于制作精细化的高端 PVC 制品，如医用手套、食品包装等，主要对应精细化的高端需求。因此乙烯法 PVC 和电石法 PVC 二者需求端在存在一定的隔离，难以相互替代。

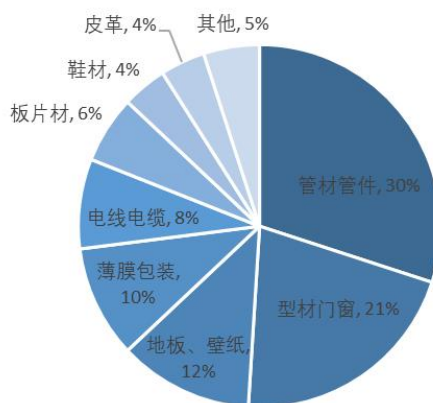
图41: 氯碱行业产业链



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

从 PVC 消费结构看，管材的消费占比达到 30%，型材门窗占比 21%左右，新型家装地板、壁纸、发泡制品等产品需求占比达 12%，薄膜包装、电线电缆包装分别在 10%、8%。其中管、型材及地板等地产用品占比合计达到 60%以上，因此房地产市场的强弱将很大程度影响 PVC 的需求。

图42: 2022 年 PVC 下游结构占比

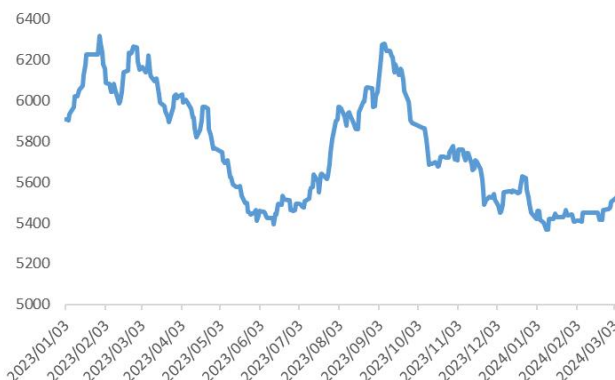


资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

房地产新增开工有限，限制了 PVC 需求水平，整体价格处于 5300-6400 元/吨震荡。全年来看，房地产行业虽有利好政策提振，但新增开工有限，导致 PVC 下游需求难见明显提升。因此 2023 年 PVC 价格整体维持在 5300-6400 元/吨区间内震荡。根据百川盈孚，截止到 2023 年 12 月 31 日电石法 PVC 市场价格为 5446.35 元/吨，较年初相比下跌 478.52 元/吨，跌幅 8.07%，2023 年电石法 PVC 市场平均价格在 5823.26 元/吨；乙烯法 PVC 市场价格为 5929.00 元/吨，较年初相比下跌

421.00 元/吨, 跌幅在 6.63%, 2023 年乙烯法 PVC 市场平均价格在 6252.53 元/吨。

图43: PVC 市场日度价格 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

表12: 2022 年-2023 年中国 PVC 月均价格 (元/吨)

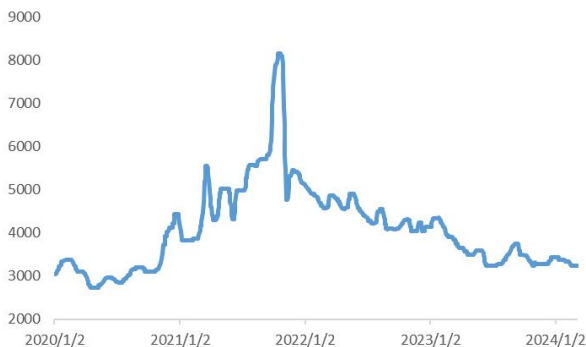
月份	电石法 2022 年月均价 (单位: 元/吨)	电石法 2023 年月均价 (单位: 元/吨)	同比	乙烯法 2022 年月均价 (单位: 元/吨)	乙烯法 2023 年月均价 (单位: 元/吨)	同比
1 月	8364.62	6102.10	-27.05%	8881.72	6415.05	-27.77%
2 月	8654.09	6127.08	-29.20%	9309.23	6521.13	-29.95%
3 月	8951.00	6050.64	-32.40%	9727.95	6545.70	-32.71%
4 月	8998.55	5910.40	-34.32%	9551.39	6320.00	-33.83%
5 月	8604.90	5580.74	-35.14%	8998.01	6002.15	-33.29%
6 月	8055.24	5465.47	-32.15%	8400.99	5772.22	-31.29%
7 月	6594.85	5616.28	-14.84%	6851.88	6004.84	-12.36%
8 月	6445.10	5962.27	-7.49%	6762.90	6530.57	-3.44%
9 月	6325.87	6111.95	-3.38%	6715.00	6565.83	-2.22%
10 月	6082.12	5760.49	-5.29%	6518.15	6220.05	-4.57%
11 月	5773.44	5656.52	-2.03%	6178.89	6162.04	-0.27%
12 月	5909.81	5535.20	-6.34%	6308.60	5970.81	-5.35%
全年 均价	7396.63	5823.26	-21.27%	7850.39	6252.53	-20.35%

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

## 电石占 PVC 成本比重较大, 氯碱一体化企业盈利能力更强

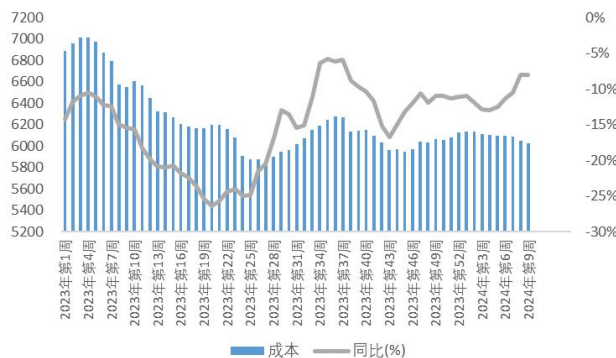
电石法 PVC 的成本构成主要包括电石费用、氯化氢费用和水电费。根据国家标准规定: 生产 1 吨 PVC 约消耗电石 1.45-1.5 吨, 约消耗氯化氢气体 0.75-0.85 吨, 约耗电 450-500kwh, 整体来看, 电石法的成本构成分配比例约为: 电石占 65-70%, 氯化氢占 15%, 电力占 6%, 其他制造费用占 6%, 因此电石费用占 PVC 成本比重较大。2021 年起, 随着我国“双碳”目标的提出, 电石作为国内重要高耗能基础化工品, 新增产能受限, 电石价格于 2021 年一路上涨。2023 年下半年来, 受电石维修影响, 电石货源偏紧, 电石价格开始上涨。因此, 外采电石制备 PVC 的企业盈利水平低于自备电石产能企业。

图44: 电石价格走势 (元/吨)



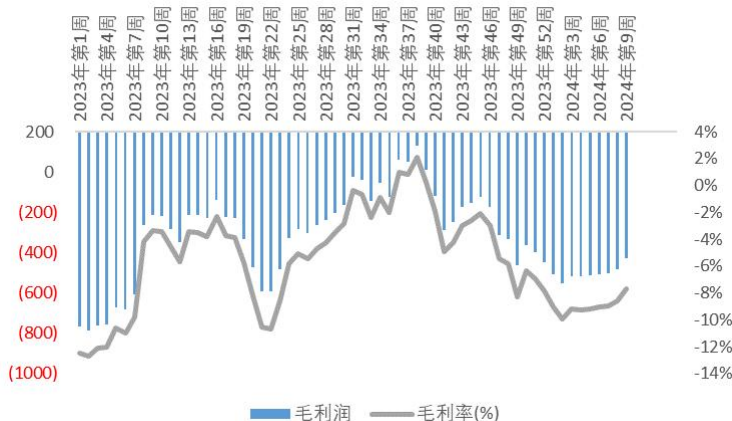
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图45: PVC 产成成本 (元/吨) 及同比增速 (右轴)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图46: PVC 毛利润 (元/吨) 及毛利率 (右轴)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

### 湖北宜化具备氯碱一体化产能, 成本优势突出

PVC 上游原料电石属于高耗能、高排放产品, 近年来受双碳政策影响, 产能增量有限。2021 年起, 我国电石能耗控制进一步趋严, 在行业整体有淘汰、有新增的背景下, 电石产能的增长被严格控制, 电石价格维持中高位震荡, 因此配备自有电石资源的企业在 PVC 随下游需求恶化的背景下更具备成本优势。此外, 氯碱一体化将放大公司在成本端竞争优势。

湖北宜化具备 84 万吨 PVC 产能, 子公司新疆宜化具备 40 万吨 PVC 产能。其中全资子公司内蒙宜化、青海宜化配备了完善的电石产能及产业链, 自备电石的 PVC 产能占公司总产能的 75%。公司具备 68 万吨烧碱产能, 子公司新疆宜化具备 24 万吨产能, 同样主要集中于青海、内蒙、新疆等区域, 煤、天然气、电力成本低廉。我们认为在氯碱产业端, 公司自备电石资源, 并在原料成本较低区域布局了烧碱、PVC 传统领域产品以及 PBAT 等下游新材料、精细化工品, 产业链一体化凸显了公司的成本优势。而未来随着电石的产能指标受限, 电石或将逐渐具备资源



类属性，公司的资源端优势将更加显现。

表13: 公司氯碱产品产能

产品	主体	设计产能	权益	权益产能	备注
PVC	湖北宜化	12	100%	12	外购电石
	太平洋化工	12	100%	12	外购电石
	内蒙宜化	30	100%	30	自备电石
	青海宜化	30	100%	30	自备电石
	新疆宜化	40	35.6%	14	自备电石
	合计	124		98	
烧碱	内蒙宜化	24	100%	24	
	青海宜化	24	100%	24	
	宜化新能源	20	100%	20	目前正在搬迁
	新疆宜化	24	35.6%	9	
	合计	92		77	

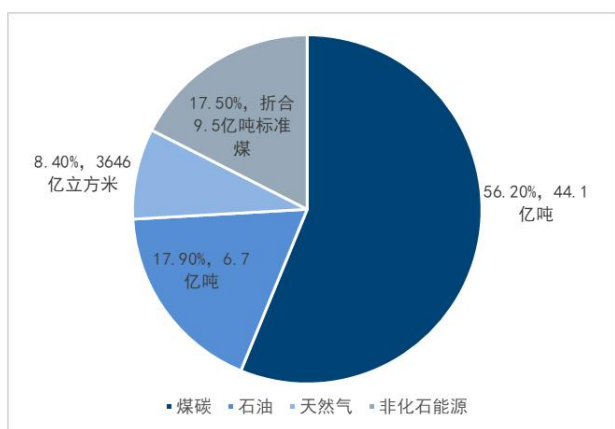
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 新疆煤炭资源开发前景良好，煤电、煤化工产业快速发展

### 煤炭能源基石位置不变，新疆煤炭资源开发前景良好

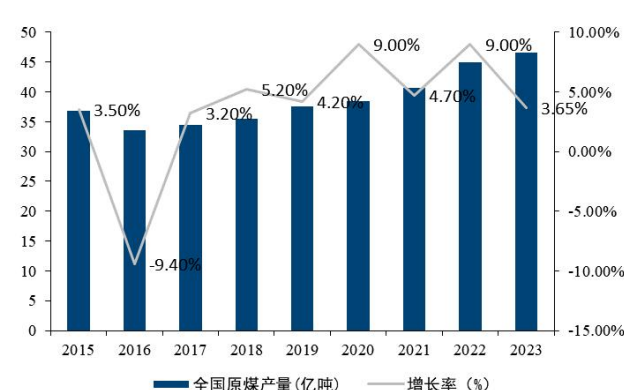
我国“富煤、缺油、少气”的能源结构决定了煤炭依然是我国最重要的一次能源。根据国家统计局初步核算，2023年我国消费57.2亿吨标准煤，同比增长5.7%，煤炭消费量占能源消费总量比重达到55.3%；供应端来看，2023年，我国规模以上企业生产原煤46.6亿吨，进口煤炭4.7亿吨，同比增长61.8%。煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见指出，到2025年，煤炭产能达到45亿吨左右，煤炭产量41亿吨左右，煤炭消费量42亿吨左右；通过加快大型现代化煤矿建设，做好煤矿技术改造、开续推进安全高效现代化煤矿建设，计划到2025年我国煤矿数量将控制在4000处左右，大型煤矿产量占85%以上，大型煤炭基地产量占97%以上。

图47: 2022年中国能源消费结构



资料来源：电力规划设计总院，国信证券经济研究所整理

图48: 2017-2023 中国原煤产量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

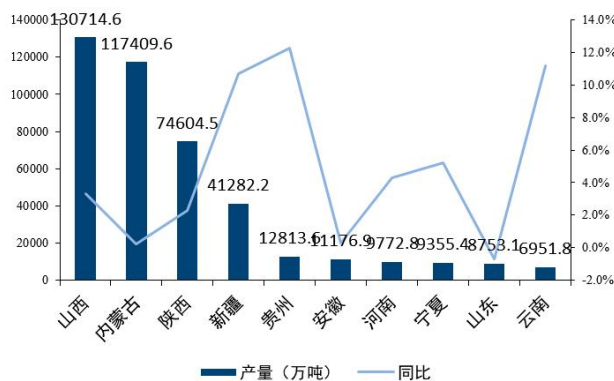
近年来中部煤炭资源面临枯竭，产量面临下滑压力。而新疆区域随着国内诸多企业积极参与煤炭开发项目，投建了一批千万吨级煤矿，新疆煤炭产能开始逐步释放。2018-2023年间新疆原煤产量从2018年的1.90亿吨增长到2023年的4.57亿吨，近几年均保持双位数增长。新疆原煤产量占全国原煤总产量的比重由2018年的5.37%提高到2023年的9.80%，成为全国第四大产煤省区，2023年新疆产量增速达10.7%，增产量达4417万吨，增量达到全国第一。

图49: 近年新疆煤炭产量及增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图50: 2023年中国主要产煤省份煤炭产量及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

**新疆地域辽阔，煤炭资源丰富，累计查明煤炭资源量4500亿吨，埋深2000米以浅煤炭资源量2.19万亿吨，约占全国资源总量的40%。**新疆煤炭资源极其丰富，主要分布在准噶尔盆地及周边的准东煤田，吐鲁番-哈密盆地的吐哈煤田，伊犁盆地的伊犁煤田，塔里木盆地北缘的库拜煤田。2022年5月，新疆维吾尔自治区人民政府印发的《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》指出“十四五”时期，新疆全面将加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能1.6亿吨/年煤矿项目建设，煤炭产能达到4.6亿吨/年以上，煤炭产量达4亿吨以上，新疆煤炭产业发展前景广阔。

具体来看，新疆各煤田的特性如下：

表14: 新疆四大煤田简介

名称	预测储量 (亿吨)	累计查明资源量 (亿吨)	特点	开发定位
吐哈煤田	5708	1407	煤层多，厚度大而稳定，结构较简单，煤质较好，低灰，低硫、低磷，高发热量、埋藏浅，易采，煤炭（西煤东运）、煤电交通方便，煤种以长焰煤、不粘煤和弱粘煤为主	
准东煤田	3900	2747	煤层结构较简单，埋藏浅。煤质较好，低灰一特低灰，低磷一特低磷，高发热量，区内交通方便，地形平坦，易于开发，煤种以长焰煤、不粘煤和弱粘煤为主	煤电（西电东送）、煤化工
伊犁煤田	3009	273	煤层煤质较好，低灰、低硫、低磷，高发热量，煤种以长焰煤、不粘煤和弱粘煤为主	园区内煤化工、博州煤炭供应
库拜煤田	1370	46	煤质好，煤种较全，区内交通便利	煤炭就地供应

资料来源：霍超，《新疆煤炭资源分布特征与勘查开发布局研究》，中国煤炭，2020，46(10):16-21；《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，国信证券经济研究所整理

图51: 新疆煤炭资源种类分布特征



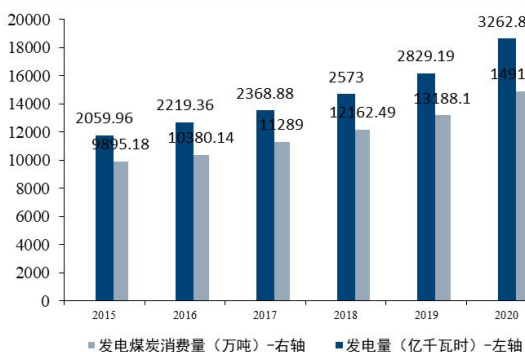
资料来源：葛栋锋等，《新疆煤炭资源种类分布特征》，内蒙古煤炭经济，2021(20):61-63.，国信证券经济研究所整理

### 新疆煤电、煤化工快速发展，煤炭消费量不断增加

新疆煤炭消费主要集中在煤电和煤化工领域，合计消费量占煤炭消费量的70%以上。2014年12月3日，国务院办公厅印发《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》中计划推进建设9个千万瓦级大型煤电基地，其中新疆哈密、准东两大煤电基地入选。目前新疆已经拥有四条外送电通道，有利保证了东部地区的能源安全。

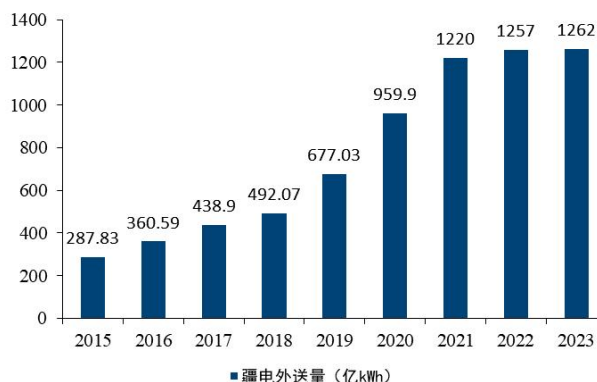
新疆作为我国重要能源基地，电力行业快速发展，2015-2022年新疆火电装机容量从3768万kW增长到5858.6万kW。新疆火力发电量及发电用煤炭量也保持高速增长。2010年为疆电外送元年，随着特高压输电工程的不断建成投运，“疆电外送”规模不断增长，2023年新疆全年累计外送电量1262亿kWh。目前新疆已经建成四条疆电外送通道，2023年开工建设的哈密北-重庆±800kV高压直流输电工程建成后，预计每年可增加400亿千万kWh，疆电外送能力将达到3300万千瓦。

图52: 2015-2020年新疆火力发电量及发电用煤炭



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图53: 2015-2022年疆电外送量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新疆维吾尔自治区地处我国西北内陆，远离东部煤炭消费区，受制于超长的运输距离，其煤炭资源无法有效发挥价值，就地转化为高附加值、便于运输的能源化工产品向东部输送，可有效发挥其资源价值。作为丝绸之路经济带核心区以及实施西部大开发战略的重点地区，国家在政策层面大力支持新疆经济社会高质量发展和“三基地一通道”建设，加快推进大型煤炭、煤电、煤化工基地等建设。在国家层面明确提出，要做好煤制油气战略基地规划布局和管控，推动现代煤化工产业示范、技术升级及化工新材料等高端产品发展；并稳妥推进新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设。自治区人民政府在加快推进现代煤化工产业发展的同时，重点推进准东国家现代煤化工产业示范区、哈密新型综合能源基地和现代煤化工产业示范区建设，将准东、哈密经济开发区打造成为优势能源有效利用示范区，推动煤炭从燃料转为原料的高效清洁利用。

“十三五”期间，新疆构建了以煤制天然气、煤制烯烃、煤炭分级分质利用等为主的现代煤化工产业发展格局。截至 2020 年底，新疆煤制天然气产能达 33.75 亿立方米/年，占全国 66%；煤制 1,4-丁二醇产能达 50 万吨/年，占全国 28%。

表15: 新疆已投产煤化工项目情况

	项目名称	产能	投产时间
煤制天然气	新疆庆华伊犁煤制气一期	13.75 亿立方米/年	2013 年
	新疆新天伊犁煤制气	20 亿立方米/年	2014 年
煤制烯烃	国能新疆煤基新材料	68 万吨/年	2016 年
煤制乙二醇	新疆天业电石尾气制乙二醇	5 万吨/年	2013 年
	新疆天业二期煤制乙二醇	60 万吨/年	2020 年
传统煤炭化工	新疆宜化合成氨、尿素项目	40 万吨/年合成复 60 万吨年尿素	2012 年
	众泰煤焦化焦炉煤气制甲醇	20 万吨/年	2021 年
	信汇峡公司煤焦油加氢项目一期	60 万吨/年	2021 年
煤基精细化工	新疆宜化三聚氰胺项目	8 万吨/年	2015 年
	新疆国泰新华煤制 1,4-丁二醇项目	20 万吨/年	2018 年

资料来源：新疆庆华、新疆新天、国能新疆、新疆天业、新疆宜化、众泰煤焦化、信汇峡、新疆国泰公司官网，国信证券经济研究所整理

“十四五”时期，新疆将继续推动现代煤化工产业绿色、低碳高质量发展，重点发展准东、哈密地区的煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤炭分质综合利用、煤制乙二醇等现代煤化工产业及下游延伸产业；其他地区重点实施产业升级改造，实施延链、补链项目，补强产业链及下游延伸产业；强化技术和装备创新，持续推动现代煤化工产业低碳、清洁、高效、可持续发展。

表16: 新疆煤化工新建项目

类型	企业	预计投产时间	年产能
煤制乙烯	国投新疆伊犁煤化工	2023 年 12 月	30 万吨/年
煤制丙烯	国投新疆伊犁煤化工	2023 年 12 月	30 万吨/年
煤制乙二醇	中昆新材料	2024 年 12 月	120 万吨/年
煤制乙二醇	新疆望京龙	2025 年 12 月	40 万吨/年
煤制气	新疆庆华	在建	40 亿立方米/年
煤制气	新疆龙宇能源准东煤化工	在建	40 亿立方米/年
煤制气	新疆新天煤化工	在建	20 亿立方米/年
煤制油	伊泰伊犁 100 万吨	暂缓建设	100 万吨/年

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

## 新疆宜化具备丰富的可采煤炭资源，为公司带来丰厚的投资收益

新疆宜化具备 60 万吨/年尿素，30 万吨/年聚氯乙烯，24 万吨/年烧碱，60 万吨/年电石，8 万吨/年三聚氰胺。新疆宜化下属新疆宜化矿业具备 3000 万吨/年的原煤产能，煤炭储量约为 28.2 亿吨，煤矿位于自治区昌吉回族自治州吉木萨尔县境内，煤品质量稳定，煤质为低水分、特低灰分、特低硫、特低磷、中高挥发分、高热值的不粘煤，平均热值 5200 大卡，最高热值 6000 大卡，露天开采成本极低。

工业革命以来，随着对一次能源的不断开采，一次能源的不可再生性使得煤炭资源稀缺性更为凸显。根据各省产量目标，2023 年产煤大省山西、内蒙古、陕西合计煤炭产量目标为 33.7 亿吨。根据国家统计局最新数据，仅陕西完成了目标产量，山西、内蒙古均未能实现目标产能，整体增产难度大。而我们根据自然资源部对全国已探明矿产资源储量保有量统计数据，按当前煤炭年产量计算各区域剩余可采年限，中部区域煤炭大省剩余可采年限均不足 40 年。我们认为，在下游需求刚性的前提下，煤炭资源的重要性与稀缺性更加凸显。

表17: 2023 年部分地区煤炭产量情况

区域	2023 年产量目标 (亿吨)	2023 年实际产量 (亿吨)	与目标差值 (亿吨)	来源
山西	13.65	13.57	-0.08	《2023 年山西省政府工作报告》
内蒙古	12.50	12.11	-0.39	《2023 年自治区国民经济和社会发展规划》
陕西	7.50	7.61	0.11	《陕西省 2023 年政府工作报告》
贵州	1.45	1.31	-0.14	《2023 年贵州省政府工作报告》
宁夏	1.00	0.99	-0.01	《2023 年宁夏回族自治区人民政府工作报告》
新疆	提高煤炭供给保障能力，加快推进“疆煤外运”北、中、南通道扩能改造，力争“疆煤外运”8800 万吨			《2023 年自治区国民经济和社会发展规划》

资料来源：各区域政府官网，国家统计局，国信证券经济研究所整理

表18: 部分地区煤炭资源储量数据

区域	煤炭储量 (亿吨)	剩余可采年限 (煤炭储量/2023 年产量)
山西	483.1	36 年
内蒙古	411.22	34 年
陕西	290.97	38 年
贵州	137.3	105 年
宁夏	54.18	54 年
新疆	341.86	75 年

资料来源：自然资源部，2022 年全国矿产资源储量统计表，国信证券经济研究所整理

根据公司公告，新疆宜化原为湖北宜化全资子公司，后为化解上市公司系统性风险，2018 年公司将新疆宜化 80.1% 股权转让给宜昌新发产业投资有限公司。2022 年 7 月，公司将新疆宜化 10 亿元委托贷款以债权转化为股权的方式进行增资，对新疆宜化持股比例由 19.9% 上升至 35.597%。2023 年 6 月，宜昌市国资委核准湖北大江化工集团有限公司收购宜昌新发投 100% 股权，大江集团现已间接持有新疆宜化 39.403% 的股权。控股股东宜化集团抓紧推进收购大江集团持有新疆宜化 39.403% 股权的相关事宜。2024 年 1 月，宜化集团出资 15 亿收购宜昌新发产业投资 100% 股权，回收新疆宜化 39.405% 股权，至此，宜化集团共同间接持有新疆宜化 45.48% 股权，湖北宜化直接持有新疆宜化 35.597% 股权。我们认为，随着集团和上市公司持有新疆宜化股权比例不断提升，公司将在原有的丰富的磷矿基础上增加越发稀缺的煤矿资源，未来新疆宜化会以煤炭资源和电力资源为依托，充分发挥其先进的煤气化技术优势和一带一路政策优势，加快建设下游产品，将新疆宜



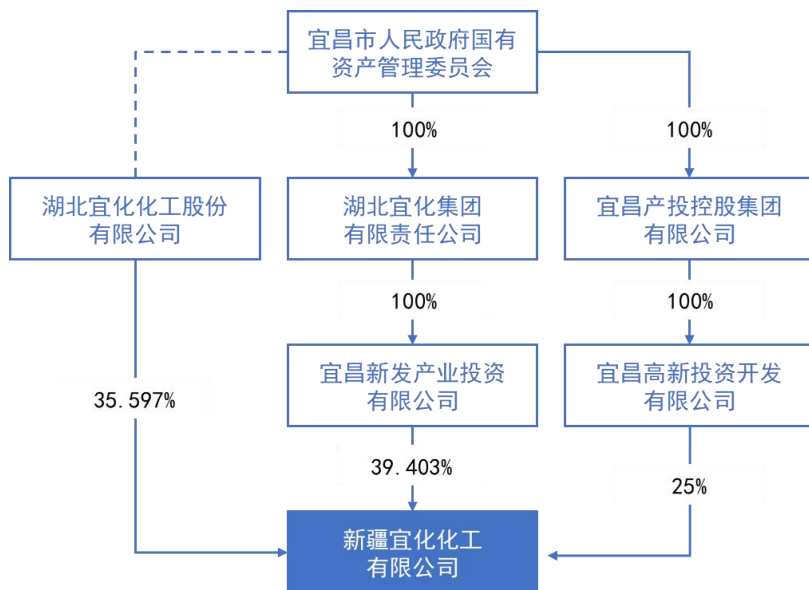
化打造成现代煤化工产业基地。我们看好未来公司回收优质煤矿后带来的利润增长。

表19: 新疆宜化股权变动情况

时间	事项	湖北宜化股权占比
2018年以前	湖北宜化 100%控股新疆宜化	100%
2018年6月7日	为化解上市公司系统性风险, 2018年公司将新疆宜化 80.1%股权转让给宜昌新发产业投资有限公司	19.9%
2022年9月7日	湖北宜化将新疆宜化 10 亿元委托贷款以债权转化为股权的方式进行增资, 对新疆宜化持股比例由 19.9%上升至 35.597%	35.597%
2023年6月30日	大江集团收购宜昌新发 100%股权, 间接持有新疆宜化 39.403%股权	35.597%
2024年1月31日	宜化集团出资 15 亿元收购宜昌新发 100%股权, 宜化集团间接持有新疆宜化 45.48%股权	35.597%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图54: 新疆宜化股权结构



资料来源: 企查查, 国信证券经济研究所整理

当前新疆宜化化工公司的子公司新疆宜化矿业具备年产 3000 万吨原煤产能, 其中 10%主要用于公司 60 万吨煤头尿素的生产, 90%主要用于煤电产业。未来随着进一步规划, 公司将结合煤种品质, 逐步发展为综合的煤化工产业基地。

我们对新疆宜化 2022-2023 年的利润情况进行测算。根据湖北宜化 2022 年年报, 公司由参股新疆宜化获得的投资收益为 1.97 亿元, 2022 年 9 月起, 湖北宜化持有新疆宜化股权增加至 35.6%, 因此可以近似将对于新疆宜化 1.97 亿元投资收益看作 2022 年四季度收益, 故可以简略计算得新疆宜化 2022 年净利润约为  $1.97 \times 4 / 35.6\% = 22$  亿元。

我们根据新疆宜化 3000 万吨煤炭产能、60 万吨尿素, 30 万吨聚氯乙烯, 24 万吨

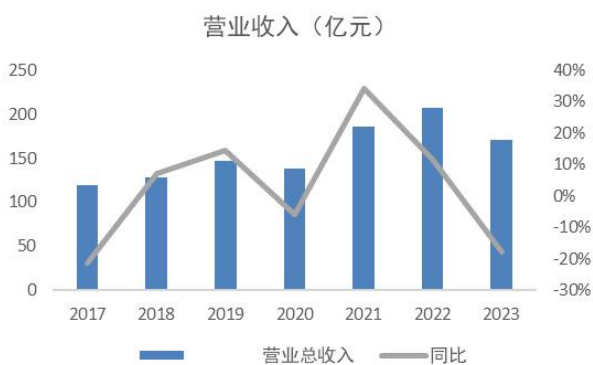
烧碱，8万吨三聚氰胺产能对新疆宜化2023年利润情况进行测算，以2023年吨煤平均净利为80元，尿素毛利率/净利率为28%/18%，PVC毛利率/净利率为-7%/-17%，烧碱毛利率30%/20%，三聚氰胺毛利率/净利率为6%/-4%的假设前提，预计2023年新疆宜化净利润水平将达到22.42亿元，为上市公司带来了可观的投资收益。

## 财务分析

### 公司经营步入正轨，主营业务业绩存在一定波动，新疆宜化带来可观投资收益

2017年新疆宜化发生重大“7.26”燃爆事故，工厂停产导致的重大经营亏损叠加巨额资产减值损失，当年公司发生约50亿的巨额亏损，公司陷入严重财务困境；2018年被实行“退市风险警示处理”。2018年-2020年公司为了走出财务困境，进行了大规模的资产重组举措。2018年，公司首先剥离了导致公司巨额亏损的新疆宜化。此后公司持续剥离不良资产，转让了包括贵州宜化、金江化工、湖南宜化等多家业绩不善的子公司。经过一系列的举措，公司保留了传统主营产品的优质产能，等待行业周期性回升。2021年化工行业进入新一轮景气周期，在行业高景气背景下湖北宜化经营业绩大幅增长，当年归母净利润15.7亿，走出了经营困境，撤销风险警示。2022年，受各种因素影响，国际粮食贸易削减，各国更加重视粮食安全，加大粮食支持政策，推动化肥需求提升，同时全球货币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。烧碱市场维持高位震荡，而PVC受下游地产需求恶化，价格一路下行。2022年一方面主营化肥产品价格实现增长，另一方面公司通过新疆宜化的股权回购获得了不错的投资收益，整体看营收和归母净利润均实现同比提升。2023年来，受原料煤价下行、肥料需求不及预期、房地产需求难以恢复等因素影响，公司主营产品磷酸二铵、尿素、PVC的市场年度均价分别为3523/2162/5240元/吨，同比分别降低了18%/9%/21%；三大主营产品的行业年度平均毛利率分别为13.7%/27.8%/-8.7%，同比变化-5.9pct/-7.98pct/-10.2pct，一定程度上影响了公司营收与利润情况。根据公司发布的年度报告，2023年公司实现4.53亿元归母净利润，同比下降79.06%。

图55: 湖北宜化营收（亿元）及同比增速（右轴）



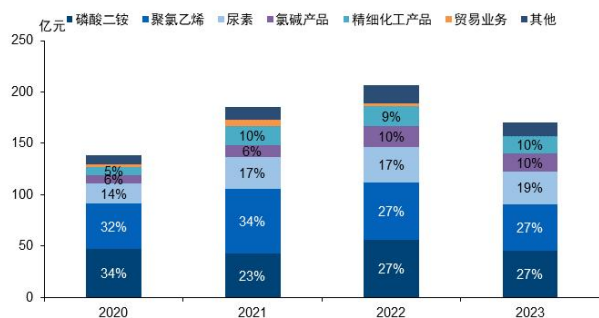
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图56: 湖北宜化归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



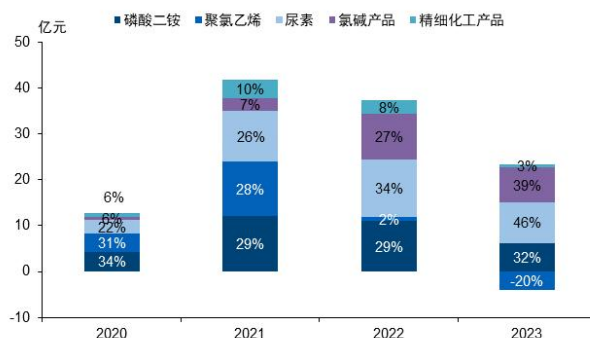
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图57: 湖北宜化 2020-2023 年收入构成 (按产品分类)



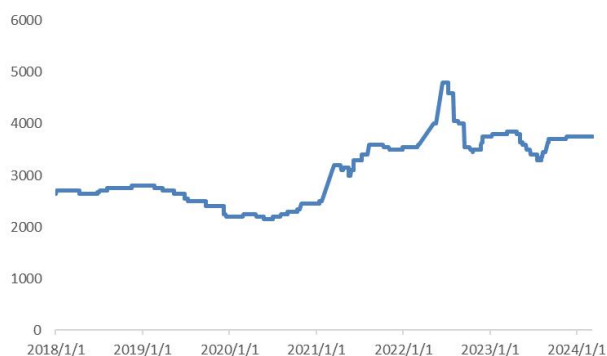
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图58: 湖北宜化 2020-2023 年毛利构成 (按产品分类)



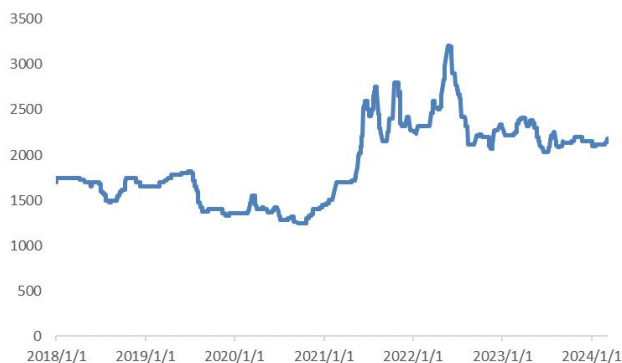
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图59: 磷酸二铵价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图60: 尿素价格走势 (元/吨)



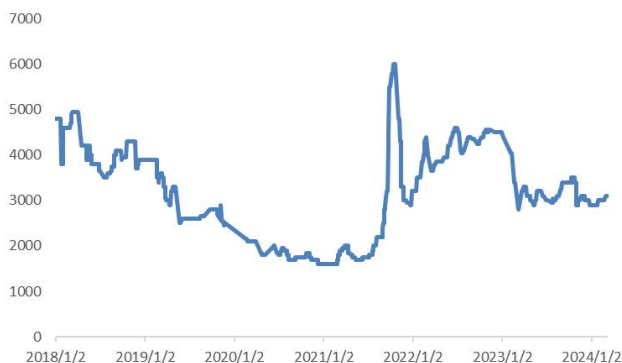
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图61: PVC 价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图62: 片碱价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

## 公司有效去杠杆, 资产负债率与期间费用率大幅降低

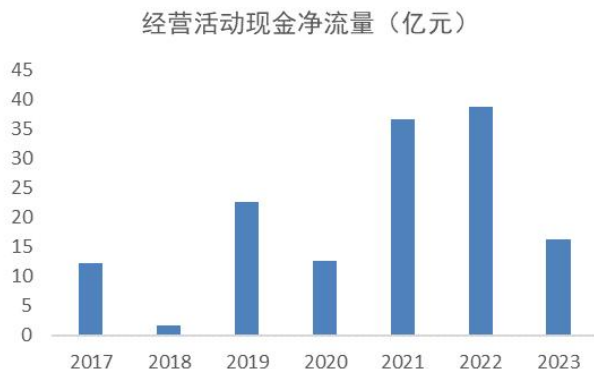
公司经历了自 2001 年至 2012 年的快速扩张，资产负债率持续攀升，而后化工周期向下，2017 年新疆宜化发生了安全事故，公司陷入严重财务困境，面临严重资不抵债、巨额金融债务违约的危困局面，公司资产负债率高企至 95%。而后随着宜昌市国资委成为公司实控人，政府纾困资金介入、公司治理水平改善、剥离低相关度资产后，公司发展重新走上正轨，资产负债率下降至 2023 年的 60%，回归正常水平。公司经营活动现金净流量也自 2018 年后呈现出稳定发展的趋势。

图63: 湖北宜化资产负债率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

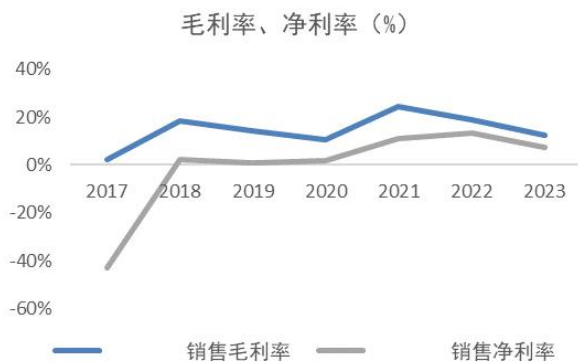
图64: 湖北宜化经营活动现金净流量 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

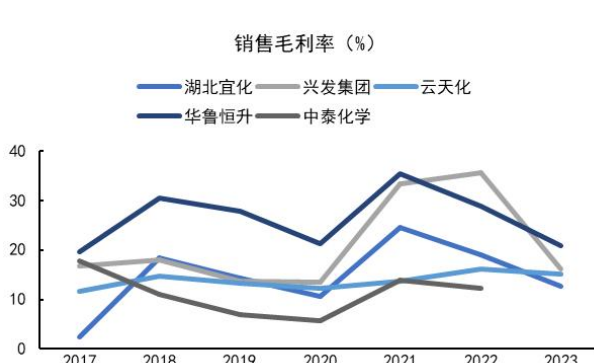
经历 2017 年的亏损后，公司毛利率、净利率虽由于行业周期波动呈现出一定的起伏，但整体有了可观的改善，2022 年，公司销售毛利率/净利率分别达到 19%/13%。期间费用方面，公司高层革新后，公司治理水平提升，管理费用率持续下降；财务费用率也随着公司去杠杆的推进而逐步降低；销售费用上，公司在化肥销售上主要采用经销模式，建立了完善的销售管理数据库与销售管理制度，并严格根据销售业绩考核经销商级别，有效促进公司销售费用率的降低；公司注重研发水平提升带动公司未来盈利能力提升，故保持了稳定的研发支出。2017 年-2023 年，公司期间费用率合计由 27.85% 下降至 8.60%。

图65: 湖北宜化毛利率、净利率水平



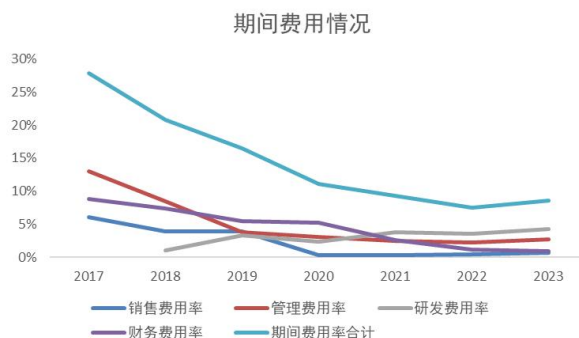
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 可比公司毛利率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

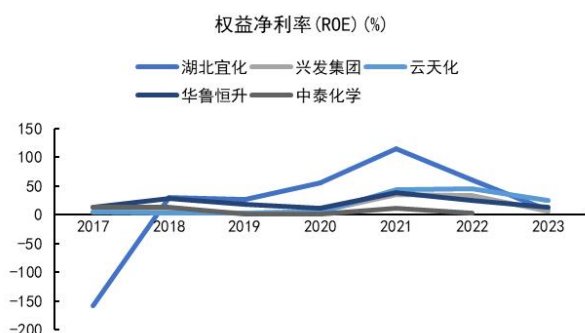
图67: 湖北宜化期间费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

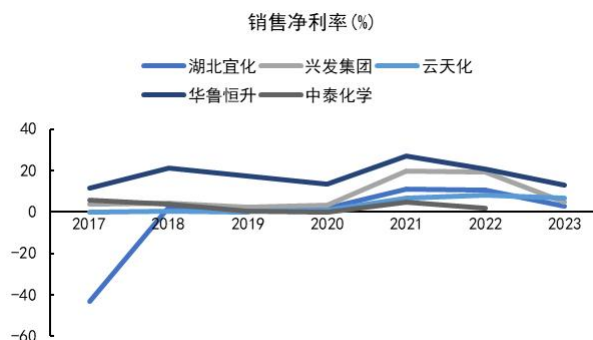
公司 ROE 水平处于行业中上游水平, 前期主要由于公司权益乘数基数较高。而随着公司销售净利率、资产周转率逐渐提升至行业中上游水平, 公司财务健康水平亦实现提升, 权益乘数回归至行业均值。2022 年, 在公司回归正常负债水平后, ROE 依旧可以维持行业前列。

图68: 可比公司 ROE 水平



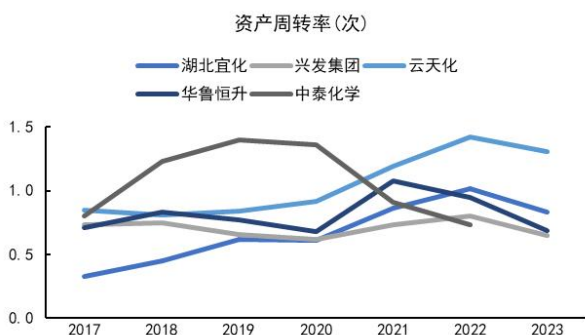
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图69: 可比公司销售净利率水平



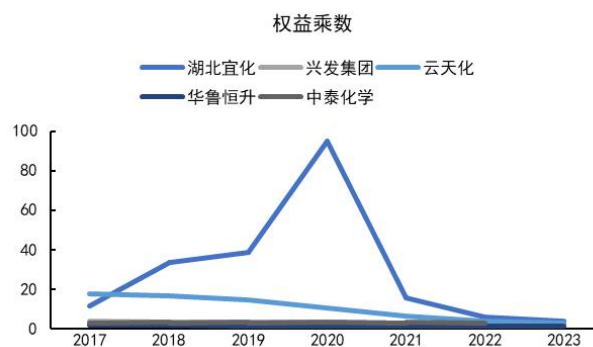
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图70: 可比公司资产周转率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图71: 可比公司权益乘数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**化肥业务板块：**公司化肥业务板块主要包括尿素和磷酸二铵。

**尿素方面：**公司拥有 156 万吨产能，居行业前列。近年来公司尿素产能利用率及产销量均保持较高水平，我们维持了较高的产能利用率及产销率水平预测。公司尿素产能位于祖国西北区域，更具原料、能源成本优势，我们预计公司 2024-2026 年尿素销量分别为 153/153/151 万吨，尿素价格分别为 2336/2200/2350 元/吨，尿素毛利率分别为 28.80%/28.00%/30%。

**磷酸二铵方面：**公司拥有 126 万吨产能，并拥有中高品位的磷矿资源，公司磷铵毛利水平位于行业前列。我们预计公司 2024-2026 年磷酸二铵销量分别为 120/119/119 万吨，磷酸二铵价格分别为 3780/3850/3800 元/吨，受公司氨醇项目落地影响，我们判断公司合成氨生产成本将进一步降低，进而带动公司磷酸二铵毛利率的提升，预计公司 2024-2026 年磷酸二铵的毛利率分别为 22.50%/25.30%/27.50%。

预计化肥板块 2024-2026 年收入分别为 80.99/79.51/80.62 亿元，毛利率分别为 25.28%/26.44%/28.60%，毛利润分别为 20.47/21.03/23.06 亿元。

**氯碱业务板块：**公司氯碱业务板块主要包括聚氯乙烯与烧碱。

**聚氯乙烯方面：**受地产需求低迷影响，聚氯乙烯价格、毛利水平与往年相比都呈现出一定程度的下行。我们预计，长期看需求端或将由于保障性住房而缓慢复苏，供给端过剩的 PVC 小产能或将逐渐出清，未来供需格局有望改善。我们假设公司将陆续退出公司非西北区域部分 PVC 产能，预计公司 2024-2026 年 PVC 销量分别为 62/59/58 万吨，PVC 价格分别为 6000/6200/元/6400 吨，毛利率分别为 -12%/-9%/-8%。

**烧碱方面：**公司拥有 68 万吨烧碱产能，大部分产能处于祖国西北区域，能源成本具有一定优势。我们预计公司 2024-2026 年烧碱销量分别为 94/95/95 万吨（含片碱及液碱，产量高于产能），烧碱价格分别为 1842/1794/1802 元/吨，毛利率分别为 38%/36%/35%。

预计氯碱板块 2024-2026 年收入分别为 54.70/53.83/54.03 亿元，毛利率分别为 3.80%/5.28%/5.65%，毛利润分别为 2.08/2.84/3.05 亿元。

**化工产品：**公司具有季戊四醇、保险粉、三聚氰胺、PBAT 等多种化工品，另有 46 万吨合成氨于 2024 年投产，根据自用磷酸二铵单耗测算，约有 20 万吨合成氨可以对外出售，形成收入和盈利。我们预计 2024-2026 年化工产品板块销量分别为 52/52/52 万吨，销售均价分别为 4823/4748/4722 元/吨，毛利率分别为 7.02%/7.63%/10.76%，毛利润分别为 1.75/1.88/2.63 亿元。

**表20: 湖北宜化业务拆分**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>化肥业务</b>						
收入 (百万元)	7445.43	9112.91	7756.48	8098.79	7951.54	8061.78
增速	12.54%	22.40%	-14.88%	4.41%	-1.82%	1.39%
毛利 (百万元)	2322.51	2357.84	1513.61	2047.22	2102.56	2305.91
增速	223.42%	1.52%	-35.81%	35.25%	2.70%	9.67%
毛利率	31.19%	25.87%	19.51%	25.28%	26.44%	28.60%
<b>氯碱业务</b>						
收入 (百万元)	7331.97	7551.94	6225.95	5470.26	5382.84	5402.96
增速	38.33%	3.00%	-17.56%	-12.14%	-1.60%	0.37%
毛利 (百万元)	1469.47	1095.65	365.49	207.60	284.18	305.22
增速	206.13%	-25.44%	-66.64%	-43.20%	36.89%	7.41%
毛利率	20.04%	14.51%	5.87%	3.80%	5.28%	5.65%
<b>化工业务</b>						
收入 (百万元)	1928.80	1916.38	1693.92	2487.33	2458.61	2440.18
增速	166.09%	-0.64%	-11.61%	46.84%	-0.96%	-0.33%
毛利 (百万元)	402.01	280.66	0.64	174.59	187.54	262.57
增速	409.74%	-30.18%	-77.31%	27321.47%	7.42%	40.01%
毛利率	20.84%	14.65%	0.04%	7.02%	7.63%	10.76%
<b>贸易物流&amp;电力</b>						
收入 (百万元)	597.59	337.33				
毛利 (百万元)	89.64	22.94				
毛利率	15.00%	6.80%				
<b>其他主营业务</b>						
收入 (百万元)	1240.27	1793.97	1365.68	1550	1680	1810
毛利 (百万元)	282.78	197.34	214.57	232.50	252.00	271.50
毛利率	22.80%	11.00%	15.71%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>合计</b>						
总收入 (百万元)	18544.06	20712.53	17042.03	17606.39	17472.99	17714.93
总毛利 (百万元)	4566.40	3954.42	2094.30	2661.91	2826.28	3145.21
<b>毛利率</b>	<b>24.62%</b>	<b>19.09%</b>	<b>12.29%</b>	<b>15.12%</b>	<b>16.18%</b>	<b>17.75%</b>

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理和预测

综上所述,预计公司2024-2026年营收176/175/177亿元,同比增加3.31%/-0.76%/1.38%,毛利率15.12%/16.18%/17.75%,毛利润27/28/31亿元,同比增加27.10%/6.17%/11.28%。

## 未来 3 年业绩预测

表21: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	17042	17606	17473	17715
营业成本	14885	14944	14647	14570
销售费用	121	70	70	71
管理费用	469	371	368	373
研发费用	737	687	686	717
财务费用	148	329	339	297
营业利润	1059	1453	1720	2182
利润总额	969	1453	1720	2182
归属于母公司净利润	453	808	957	1214
EPS	0.43	0.76	0.90	1.15
ROE	6.9%	11.3%	12.3%	14.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 176/175/177 亿元, 归属母公司净利润 8.1/9.6/12.1 亿元。2024-2026 年每股收益分别为 0.76/0.90/1.15 元。

根据 2023 年公司年度报告, 新疆宜化实现营收 91.37 亿元, 实现净利润 22.40 亿元, 净利率达到 24.5%, 由于新疆宜化化工有限公司持有新疆宜化矿业 53.925% 的股权, 我们估算扣除少数股东损益后新疆宜化的归母净利润为 11.52 亿元, 以权益法下确认的新疆宜化带来的投资损益为 4.10 亿元。

### 盈利预测的敏感性分析

#### 盈利预测情景分析

公司的主要产品为化肥、氯碱和化工品, 另湖北宜化持有新疆宜化 35.6% 股权, 新疆宜化拥有 3000 万吨/年煤炭产能, 煤炭坑口价变化将影响公司对于新疆宜化投资收益情况, 我们以昌吉区域煤炭坑口价位 100/150/200 元/吨来测算公司业绩的敏感性。

表22: 情景分析 (煤炭坑口价上浮 50 元/吨, 中性预测, 下浮 50 元/吨)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测: 煤炭坑口价上浮 50 元/吨</b>					
营业收入(百万元)	20,713	17,042	17,606	17,473	17,715
(+/-%)	11.7%	-17.7%	3.3%	-0.8%	1.4%
净利润(百万元)	2164	453	1080	1236	1501
(+/-%)	37.9%	-79.1%	138.2%	14.5%	21.4%
摊薄 EPS	2.41	0.43	1.02	1.17	1.42
<b>中性预测: 煤炭坑口价为 150 元/吨</b>					
营业收入(百万元)	20,713	17,042	17,606	17,473	17,715
(+/-%)	11.7%	-17.7%	3.3%	-0.8%	1.4%
净利润(百万元)	2164	453	808	957	1214
(+/-%)	37.9%	-79.1%	78.4%	18.4%	26.8%
摊薄 EPS	2.41	0.43	0.76	0.90	1.15
<b>悲观预测: 煤炭坑口价下降 50 元/吨</b>					
营业收入(百万元)	20,713	17,042	17,606	17,473	17,715
(+/-%)	11.7%	-17.7%	3.3%	-0.8%	1.4%
净利润(百万元)	2164	453	537	678	926
(+/-%)	37.9%	-79.1%	18.5%	26.2%	36.7%
摊薄 EPS(元)	2.41	0.43	0.51	0.64	0.88

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：10.12–11.72 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表23：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	34.33%	11.69%	-17.72%	3.31%	-0.76%	1.38%	2.00%	2.00%
营业成本/营业收入	75.38%	80.91%	87.34%	84.88%	83.82%	82.25%	85.00%	85.00%
管理费用/营业收入	2.50%	2.18%	2.70%	2.00%	2.00%	2.00%	1.80%	1.80%
研发费用/营业收入	3.83%	3.55%	4.32%	3.90%	3.92%	4.05%	3.96%	3.98%
销售费用/销售收入	0.37%	0.49%	0.71%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
营业税及附加/营业收入	0.61%	0.54%	0.44%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	7.33%	8.07%	16.85%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
股利分配比率	37.20%	45.61%	129.34%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表24：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	8.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.30%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	2.20
公司股价（元）	9.5	Ke	16.80%
发行在外股数（百万）	1058	E/(D+E)	52.49%
股票市值(E, 百万元)	10050	D/(D+E)	47.51%
债务总额(D, 百万元)	9096	WACC	11.13%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 10.12–11.72 元。从估值方法特征来看，以 FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在成长股预测中存在失真现象。

表25：湖北宜化 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	1,446.0	1,615.4	1,895.7	1,488.8	1,515.5
所得税税率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
EBIT*(1-所得税税率)	1,330.3	1,486.2	1,744.0	1,369.7	1,394.2
折旧与摊销	928.0	1,101.6	1,206.1	1,301.9	1,387.9
营运资金的净变动	(1,854.2)	(77.5)	(82.5)	(24.5)	(62.4)
资本性投资	(1,501.0)	(1,501.0)	(1,501.0)	(1,251.0)	(1,201.0)
FCFF	(1,096.9)	1,009.2	1,366.6	1,396.1	1,518.7
PV(FCFF)	(987.1)	817.1	995.7	915.3	895.9
核心企业价值	<b>16,378.0</b>				
减：净债务	4,870.6				
股票价值	<b>11,507.4</b>				
每股价值	<b>10.88</b>				

资料来源：国信证券经济研究所预测



### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表26: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.6%	10.9%	11.13%	11.4%	11.6%
永续 增长 率变 化	2.5%	12.67	12.03	11.43	10.87	10.34
	2.3%	12.34	11.72	11.15	10.60	10.09
	2.0%	12.02	11.43	10.88	10.35	9.86
	1.8%	11.72	11.16	10.62	10.12	9.64
	1.5%	11.44	10.90	10.38	9.89	9.43

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：10.64-11.40 元

湖北宜化的主营业务包括：磷肥、尿素、氯碱、煤炭、煤化工，基于此，我们选取了兴发集团与云天化作为公司在磷肥业务方面的可比公司，选取了华鲁恒升作为公司在尿素领域的可比公司，选取了中泰化学作为公司在氯碱方面的可比公司，选取了广汇能源作为公司在煤炭、煤化工领域的可比公司，选择理由如下：

1、兴发集团（600141.SH）：兴发集团是一家以磷化工系列产品和精细化工产品的开发、生产和销售为主业的上市公司。公司长期专注于精细磷化工产品开发，形成了品种多、规模大、门类齐全、精细化程度、产品附加值和技术含量较高的产品链，现拥有工业级、食品级、医药级、电子级、肥料级产品多个系列品种。兴发集团的主要产品包括磷肥、草甘膦、有机硅、电子化学品等。考虑到，兴发集团现拥有磷酸二铵产能 80 万吨，拥有磷酸一铵产能 20 万吨，湖北宜化拥有磷酸二铵产能 126 万吨，二者在磷肥领域存在一定的重合，且均为宜昌市化工行业上市公司，故选择兴发集团为湖北宜化可比公司。

2、云天化（600096.SH）：云天化具备上游磷矿资源，是以磷产业为核心的综合性化工企业和磷肥、氮肥、共聚甲醛制造商。公司围绕化肥、有机化工、材料、商贸物流等产业方向，通过技术改造、新建项目、参股控股、合资合作等方式，积极推动战略转型和产业升级，拥有多家主要的成员企业。考虑到，云天化具备磷酸二铵产能、磷酸一铵产能与尿素产能，磷酸二铵收入占比达 17.8%，尿素收入占比达 8.4%，与湖北宜化在产品布局上存在一定重合度，故选择云天化作为湖北宜化可比公司。

3、华鲁恒升（600426.SH）：华鲁恒升是多业联产的现代化化工企业，主要产品为尿素、DMF（一种化工原料）、醋酸和三甲胺。公司以煤气化平台为基础，构筑一体化稳定运行，坚持生产管控优化，构建了多产品链协同的生产模式。考虑到华鲁恒升具备年产 200 万吨的尿素产能，2023 年肥料产品营收占比达 21%，与湖北宜化在尿素领域具备一定的重合度，故选择华鲁恒升作为湖北宜化可比公司。

4、中泰化学（002092.SH）：中泰化学前身为新疆氯碱厂，是全国大型氯碱化工企业之一。公司主营聚氯乙烯树脂（PVC），离子膜烧碱、粘胶纤维、棉纱等产品。中泰化学具有 190 万吨 PVC 产能，具有 120 万吨烧碱产能，2022 年公司聚氯乙烯产品营收占比达 23%，氯碱产品营收占比达 6%。考虑到中泰化学在 PVC、烧碱产品结构、产能地理布局上与湖北宜化存在一定相似性，故选择中泰化学作为湖北宜化可比公司。

5、广汇能源（600256.SH）：广汇能源位于新疆，拥有新疆本土及中亚丰富的石油、天然气和煤炭资源，公司以此为基础，形成了以 LNG、煤炭、煤化工为核心产品，能源物流为支撑的天然气液化、煤化工、石油天然气勘探开发三大业务板块，发展成为国内经营规模最大的陆基 LNG 供应商，成为国内唯一一家同时具有煤、油、气三种资源的民营企业。2022 年，公司在煤炭、煤化工板块收入占比达到 33.5%，与新疆宜化业务存在一定程度重合，且广汇能源、新疆宜化的煤矿资源均位于新疆区域，在煤炭开采成本、煤炭销售应用上存在一定程度的相似性，故选择广汇能源作为湖北宜化子公司新疆宜化的可比公司。

根据 Wind 一致盈利预测，可比标的 2024 年平均 PE 为 12.74 倍。随着公司搬迁项目投产，部分产品成本将进一步降低，此外，公司参股子公司新疆宜化也将持续为公司贡献更多投资收益，考虑到公司未来的成长性，我们给予公司 2024 年 14-15 倍 PE，对应股价区间 10.64-11.40 元。

表27: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600141.SH	兴发集团	买入	20.45	226	1.74	2.14	11.76	9.54
600096.SH	云天化	买入	19.35	355	2.61	2.74	7.41	7.06
600426.SH	华鲁恒升	买入	26.56	564	2.40	2.88	11.08	9.23
002092.SZ	中泰化学	-	4.68	121	0.17	0.40	27.93	11.79
600256.SH	广汇能源	买入	7.79	511	1.22	1.49	6.39	5.22
	平均值						12.91	8.57
000422.SZ	湖北宜化	增持	9.50	101	0.76	0.90	12.50	10.56

资料来源：可比公司盈利预测来自 WIND 一致预期，数据截止至 2024 年 4 月 15 日，湖北宜化评级及预测来自国信证券经济研究所预测

## 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 10.64-11.40 元之间，今年动态市盈率 14-15 倍，相对于公司目前股价有 12%-20%溢价空间。考虑公司优质资产带来的投资收益预期和较好的成长性，给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 10.64-11.40 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的兴发集团、云天化、华鲁恒升、中泰化学、广汇能源等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年一致盈利预期的平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，给予行业平均动态 PE 水平，14-15 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

投资收益方面：子公司新疆宜化投资收益占比较高，故我们在计算公司未来几年投资收益时主要考虑了新疆宜化投资收益对湖北宜化的影响，可能未充分考虑其他参股子公司业绩亏损对公司投资收益的影响，造成对公司投资收益偏乐观的预测。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增加 3.31%/-0.76%/1.38%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 16%/16%/18%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司在非西北区域部分 PVC 产能将逐渐退出，进而带来减亏，可能高估了公司产能退出的情况，进而高估了公司业绩。
- ◆ 公司盈利受磷酸二铵、尿素的价格、毛利率影响较大，我们预计未来 3 年公司主要产品磷酸二铵、尿素价格在当前价格基础上波动，若由于形势变化，磷酸二铵、尿素的实际价格大大低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

### 经营风险

**主要原材料价格上涨的风险。**公司生产经营所需的主要原材料为以磷矿、煤炭为代表的上游资源品以及天然气、电力能源费用等。报告期内，直接材料

成本占公司主营业务成本（不含运费）的比例在 70%以上，原材料价格变动对公司主营业务成本的影响较大。报告期内，公司主要原材料价格受市场供需关系影响存在一定波动。未来，若主要原材料价格大幅上涨，且公司未能通过有效的措施合理控制生产成本，或未能将主要原材料价格上涨的影响有效传导至下游客户，将对公司产品毛利率及盈利能力产生不利影响。

**公司规模扩张带来的管理和内控风险。**伴随公司业务规模的扩张，公司拟逐步收购新疆等区域参股子公司股权。未来，若公司管理水平不能适应业务规模的快速扩张或相关管理制度未能在子公司得到有效执行，则公司将面临因规模扩张带来的管理风险和内控风险。

**安全生产的风险。**公司业务涉及到上游磷矿、煤矿开采相关业务，2017 年新疆宜化南造气车间 12 号煤气汽化炉发生了重大“7.26”燃爆事故，造成直接经济损失 3783.7 万元，事故发生后，新疆自治区、准东开发区、昌吉州立即启动生产安全事故应急预案，对受伤人员进行救治，并针对事故发生原因和事故性质进行定性，此外针对事故防范措施予以了建议，妥善处理了燃爆事故。若公司未来未能做好矿山事故风险防范，或有存在发生安全事故的风险，进而对公司声誉、业绩造成负面影响。

### 政策风险

公司磷酸二铵产品部分用于出口，磷铵出口配额政策对公司在磷肥板块的经营具有一定影响，未来由于贸易摩擦、中国磷铵出口政策可能发生改变，进而导致公司磷肥经营存在不确定的风险。

## 附表：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	<b>营业收入</b>	<b>20713</b>	<b>17042</b>	<b>17606</b>	<b>17473</b>	<b>17715</b>
应收款项	472	419	965	957	971	营业成本	16758	14885	14944	14647	14570
存货净额	1326	1751	1548	1496	1476	营业税金及附加	113	75	88	87	89
其他流动资产	377	499	440	437	443	销售费用	101	121	70	70	71
<b>流动资产合计</b>	<b>5594</b>	<b>5640</b>	<b>5953</b>	<b>6023</b>	<b>6135</b>	管理费用	458	469	371	368	373
固定资产	9344	10490	10790	10990	11180	研发费用	735	737	687	686	717
无形资产及其他	456	461	444	427	409	财务费用	250	148	329	339	297
投资性房地产	1168	617	617	617	617	投资收益	605	407	603	658	703
长期股权投资	3105	4226	4226	4226	4226	资产减值及公允价值变动	(166)	(92)	(267)	(214)	(120)
<b>资产总计</b>	<b>19667</b>	<b>21434</b>	<b>22030</b>	<b>22283</b>	<b>22567</b>	其他收入	(519)	(599)	(687)	(686)	(717)
短期借款及交易性金融负债	4008	5038	6292	5580	4544	营业利润	2952	1059	1453	1720	2182
应付款项	2224	2797	1042	1007	994	营业外净收支	17	(91)	0	0	0
其他流动负债	1299	1536	1748	1691	1670	<b>利润总额</b>	<b>2969</b>	<b>969</b>	<b>1453</b>	<b>1720</b>	<b>2182</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7530</b>	<b>9371</b>	<b>9081</b>	<b>8278</b>	<b>7208</b>	所得税费用	240	163	116	138	175
长期借款及应付债券	4913	2805	2805	2805	2805	少数股东损益	565	352	529	626	794
其他长期负债	415	601	551	500	449	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2164</b>	<b>453</b>	<b>808</b>	<b>957</b>	<b>1214</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5327</b>	<b>3406</b>	<b>3355</b>	<b>3305</b>	<b>3254</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>12858</b>	<b>12777</b>	<b>12437</b>	<b>11582</b>	<b>10461</b>	净利润	2164	453	808	957	1214
少数股东权益	2133	2083	2452	2891	3446	资产减值准备	(600)	45	23	3	2
股东权益	4676	6574	7140	7810	8660	折旧摊销	1097	1118	928	1102	1206
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19667</b>	<b>21434</b>	<b>22030</b>	<b>22283</b>	<b>22567</b>	公允价值变动损失	166	92	267	214	120
						财务费用	250	148	329	339	297
						营运资本变动	1989	1101	(1854)	(78)	(83)
						其它	907	(149)	347	435	553
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>5724</b>	<b>2661</b>	<b>519</b>	<b>2633</b>	<b>3013</b>
每股收益	2.41	0.43	0.76	0.90	1.15	资本开支	0	(2210)	(1501)	(1501)	(1501)
每股红利	1.10	0.55	0.23	0.27	0.34	其它投资现金流	0	0	0	0	0
每股净资产	5.21	6.21	6.75	7.38	8.19	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2996)</b>	<b>(3330)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1501)</b>
ROIC	15.05%	4.12%	8%	8%	10%	权益性融资	3	1607	0	0	0
ROE	46.28%	6.89%	11%	12%	14%	负债净变化	359	(2108)	0	0	0
毛利率	19%	13%	15%	16%	18%	支付股利、利息	(987)	(586)	(242)	(287)	(364)
EBIT Margin	12%	4%	8%	9%	11%	其它融资现金流	(1899)	4002	1254	(712)	(1036)
EBITDA Margin	18%	11%	13%	16%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3152)</b>	<b>221</b>	<b>1011</b>	<b>(999)</b>	<b>(1400)</b>
收入增长	12%	-18%	3%	-1%	1%	<b>现金净变动</b>	<b>(424)</b>	<b>(449)</b>	<b>29</b>	<b>133</b>	<b>112</b>
净利润增长率	38%	-79%	78%	18%	27%	货币资金的期初余额	3844	3420	2971	3000	3133
资产负债率	76%	69%	68%	65%	62%	货币资金的期末余额	3420	2971	3000	3133	3245
股息率	9.8%	5.8%	2.4%	2.9%	3.6%	企业自由现金流	0	637	(1097)	1009	1367
P/E	3.9	22.2	12.4	10.5	8.3	权益自由现金流	0	2531	(146)	(15)	58
P/B	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2						
EV/EBITDA	5.9	12.2	9.5	8.0	6.6						

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.GSI）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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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