

湖北宜化（000422.SZ）

主营产品量价齐升，资产质量逐步改善

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
联系人： 张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn

事项：

公司公告：2024年6月24日，公司发布公告，为优化资源配置、提升公司盈利水平，湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“公司”）拟通过公开挂牌方式转让全资子公司湖北宜化降解新材料有限公司（以下简称“降解新材料”）100%股权（以下简称“交易标的”），转让底价不低于经备案的交易标的评估值15,118.75万元。本次交易完成后，降解新材料不再纳入公司合并报表范围。

国信化工观点：1) 主营产品量价齐升，公司有望实现业绩高速增长；2) 公司稳步推进多种资源布局，具备生产原料优势；3) 公司逐步剥离低相关度资产，专注主营业务发展。

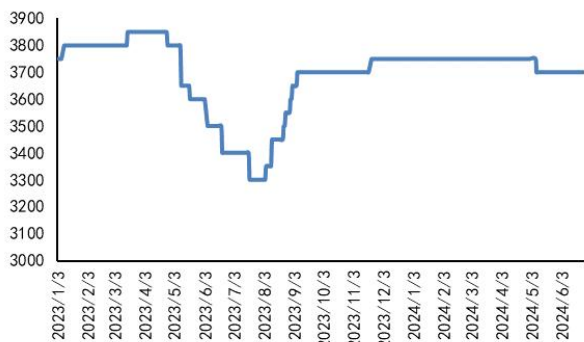
公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著。此外，“节能降碳方案”持续推进，公司产品PVC、合成氨、磷酸二铵、电石等行业格局或会有持续改善的空间。我们曾在上篇深度报告中预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.1/9.6/12.1亿元，考虑到二季度以来公司产品价格上行且保持相对稳定，我们向上调整2024-2026年公司归母净利润为9.8/10.7/12.7亿元（相比上次预测结果增加21%/12%/5%），EPS分别为0.93/1.05/1.24元，当前股价对应PE分别为13/12/10X。考虑到公司的行业领先地位以及成长性，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 主营产品量价齐升，公司有望实现业绩高速增长

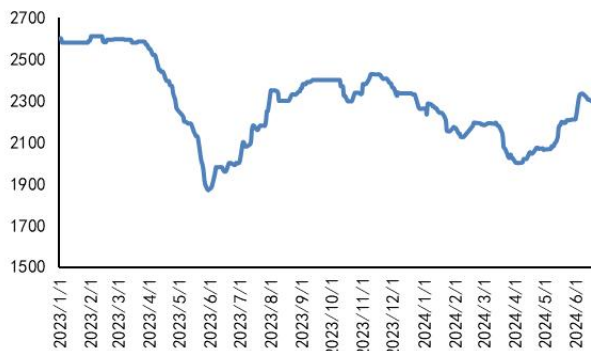
湖北宜化是我国化肥、聚氯乙烯塑料龙头，主营产品包括尿素、磷酸二铵、PVC、烧碱等。公司具有126万吨磷酸二铵产能（权益产能96万吨），216万吨尿素产能（权益产能126万吨）。2024年4月7日，根据公司公告，公司投资金额3亿元回购了宜化肥业32.43%股权，对应磷酸二铵年化权益产能提升了31.33万吨。产品价格方面，二季度磷酸二铵国内价格延续了一季度旺季价格走势，此外产品出口价格不断上行，盈利能力稳定提升。尿素方面，公司尿素装置于今年1-2月例行停产检修，二季度起实现满产满销，二季度起尿素现货价格持续上行，预计二季度盈利能力大幅提升。

图1: 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2: 尿素价格走势（元/吨）

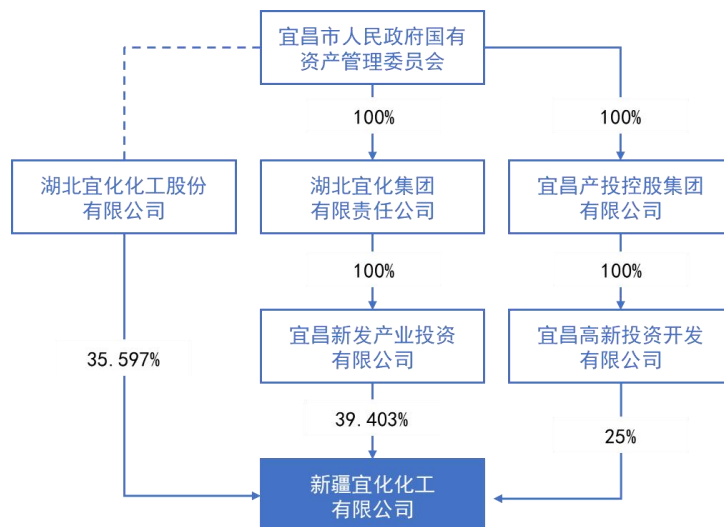


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司稳步推进多种资源布局, 具备生产原料优势

公司及控股股东层面具有丰富的煤矿、磷矿资源。煤矿方面, 子公司新疆宜化拥有 3000 万吨/年的煤矿产能, 该煤矿探明煤炭储量约为 28.2 亿吨, 煤品质量稳定, 露天开采成本极低。2023 年新疆宜化实现净利润 22.42 亿元, 当前上市公司持有新疆宜化 35.6% 股权, 控股股东宜化集团持有新疆宜化 40% 股权, 国资委曾承诺解决新疆宜化与湖北宜化同业竞争问题, 后续公司利润中枢将持续增厚。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, 可用于公司磷铵产品的生产。江家墩矿区东部矿段 P205 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。丰富的上游资源可有效满足公司原料需求。

图3: 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

◆ 公司逐步剥离低相关度资产，专注主营业务发展

根据 2024 年 6 月 24 日公司公告，为优化资源配置、提升公司盈利水平，公司拟通过公开挂牌方式转让全资子公司湖北宜化降解新材料有限公司（以下简称“降解新材料”）100%股权，转让底价不低于 1.5 亿元。本次交易完成后，降解新材料不再纳入公司合并报表范围。2023 年降解新材料核心产品 PBAT 市场景气度较低，根据公司公告，2023 年降解新材料亏损 9207 万元，2024 年 1-4 月亏损 2622 万元，影响了上市公司 Q1 利润水平。我们认为，随着后续子公司股权的成功转让，将有效为上市公司减亏约 1 亿元。

◆ 投资建议：

公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著。此外，“节能降碳方案”持续推进，公司产品 PVC、合成氨、磷酸二铵、电石等行业格局或会有持续改善的空间。我们曾在上篇深度报告中预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.1/9.6/12.1 亿元，考虑到二季度以来公司产品价格上行且保持相对稳定，我们向上调整 2024-2026 年公司归母净利润为 9.8/10.7/12.7 亿元（相比上次预测结果增加 21%/12%/5%），EPS 分别为 0.93/1.05/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 13/12/10X。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1：湖北宜化业务拆分

	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	2109.08	2073.49	2206.80
增速	-13.63%	223.42%	1.52%	-35.81%	39.34%	-1.69%	6.43%
毛利率	10.85%	31.19%	25.87%	19.51%	26.04%	26.08%	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	481.11	472.58	514.48
增速	-44.15%	206.13%	-25.44%	-66.64%	31.64%	-1.77%	8.87%
毛利率	9.06%	20.04%	14.51%	5.87%	8.80%	8.78%	9.52%
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	197.21	238.54	356.97
增速	-68.62%	409.74%	-30.18%	-77.31%	30873.89%	20.96%	49.65%
毛利率	10.88%	20.84%	14.65%	0.04%	6.21%	7.61%	11.51%
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	18148.99	18375.33
总毛利（百万元）	1475.26	4566.40	3954.42	2094.30	3019.91	3036.61	3349.76
毛利率	10.69%	24.62%	19.09%	12.29%	16.51%	16.73%	18.23%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表2: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (6.25) (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600141.SH	兴发集团	优于大市	19.67	217	1.67	2.06	11.74	9.50
600096.SH	云天化	优于大市	19.90	365	2.57	2.68	7.67	7.35
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	27.24	578	2.23	2.68	12.13	10.09
600256.SH	广汇能源	优于大市	7.37	484	0.93	1.13	7.94	6.49
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	12.26	130	0.93	1.05	13.18	11.68

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 6 月 25 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、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。

相关研究报告:

《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	18149	18375
应收款项	472	419	1002	994	1007	营业成本	16758	14885	15275	15112	15026
存货净额	1326	1751	1584	1547	1527	营业税金及附加	113	75	91	91	92
其他流动资产	377	499	457	454	459	销售费用	101	121	91	91	92
流动资产合计	5594	5640	6044	6129	6238	管理费用	458	469	476	445	423
固定资产	9344	10490	10952	11271	11461	研发费用	735	737	737	720	755
无形资产及其他	456	461	444	427	409	财务费用	250	148	328	337	293
投资性房地产	1168	617	617	617	617	投资收益	605	407	574	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)	(103)	(94)	(120)
资产总计	19667	21434	22283	22669	22951	其他收入	(519)	(599)	(737)	(720)	(755)
短期借款及交易性金融负债	4008	5038	6264	5535	4440	营业利润	2952	1059	1766	1917	2278
应付款项	2224	2797	1067	1042	1028	营业外净收支	17	(91)	0	0	0
其他流动负债	1299	1536	1803	1759	1734	利润总额	2969	969	1766	1917	2278
流动负债合计	7530	9371	9133	8336	7201	所得税费用	240	163	141	153	182
长期借款及应付债券	4913	2805	2805	2805	2805	少数股东损益	565	352	642	697	829
其他长期负债	415	601	551	500	449	归属于母公司净利润	2164	453	982	1066	1267
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	12489	11640	10455	净利润	2164	453	982	1066	1267
少数股东权益	2133	2083	2532	3020	3600	资产减值准备	(600)	45	25	4	2
股东权益	4676	6574	7262	8009	8896	折旧摊销	1097	1118	928	1102	1206
负债和股东权益总计	19667	21434	22283	22669	22951	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	328	337	293
每股收益	2.41	0.43	0.93	1.01	1.20	营运资本变动	1989	1101	(1864)	(67)	(85)
每股红利	1.10	0.55	0.28	0.30	0.36	其它	907	(149)	425	484	578
每股净资产	5.21	6.21	6.86	7.57	8.41	经营活动现金流	5724	2661	599	2682	3088
ROIC	15.05%	4.12%	9%	8%	10%	资本开支	0	(2210)	(1501)	(1501)	(1501)
ROE	46.28%	6.89%	14%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	19%	13%	17%	17%	18%	投资活动现金流	(2996)	(3330)	(1501)	(1501)	(1501)
EBIT Margin	12%	4%	9%	9%	11%	权益性融资	3	1607	0	0	0
EBITDA Margin	18%	11%	14%	15%	17%	负债净变化	359	(2108)	0	0	0
收入增长	12%	-18%	7%	-1%	1%	支付股利、利息	(987)	(586)	(295)	(320)	(380)
净利润增长率	38%	-79%	117%	9%	19%	其它融资现金流	(1899)	4002	1226	(728)	(1095)
资产负债率	76%	69%	67%	65%	61%	融资活动现金流	(3152)	221	931	(1048)	(1475)
股息率	7.8%	4.6%	2.3%	2.5%	3.0%	现金净变动	(424)	(449)	29	133	112
P/E	5.0	27.9	12.9	11.9	10.0	货币资金的期初余额	3844	3420	2971	3000	3133
P/B	2.3	1.9	1.7	1.6	1.4	货币资金的期末余额	3420	2971	3000	3133	3245
EV/EBITDA	6.5	13.6	9.9	8.7	7.2	企业自由现金流	0	637	(943)	1088	1450
						权益自由现金流	0	2531	(20)	49	84

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