

## 湖北宜化 (000422.SZ)

## 磷酸二铵量价齐升，具备上游资源优势

优于大市

## 核心观点

**磷酸二铵量价齐升，PVC减亏，合成氨投产，公司2024年上半年归母净利润同比翻倍增长。**2024年8月25日，公司发布2024年中报，报告显示，2024年上半年，公司实现营业收入90.61亿元，同比减少0.38%；实现归母净利润5.40亿元，同比提升114.21%。其中2024年二季度实现营业收入48.63亿元，同比增长11.09%；实现归母净利润4.03亿元，同比提升1163.03%。2024年上半年，公司磷酸二铵等主营产品实现量价齐升。

**整合优质资产、剥离低效资产，经营效率不断提升。**公司作为我国磷化工、美化功能、氯碱化工行业的领先企业，主营产品包括156万吨尿素（权益产能126万吨）、126万吨磷酸二铵（权益产能96万吨）、84万吨PVC、烧碱等。近年来，公司通过向上游布局煤炭、磷矿、电力资源等方式，不断夯实在煤化工、磷化工、氯碱化工的规模与成本优势；并通过逐步剥离与主营业务低相关度的低效资产，提升公司整体经营效率。

**注重公司长期可持续发展，分红比例不断提升，实施员工股权激励计划。**分红情况方面，公司在重视对投资者的合理投资回报并兼顾未来可持续发展原则基础上，将2023年度归母净利润中74.7%用于现金分红，向全体股东每10股派发现金红利3.20元，同比增长220%。未来公司将在继续做强做优主业、调整优化产业结构、满足相关监管规定及公司股东回报规划前提下，合理确定利润分配方案，回报股东。股权激励方面，2024年7月，公司股权激励首次授予的限制性股票在深圳证券交易所上市，其中要求公司以2023年4.5亿归母净利润为基数，2024/2025/2026年增长分别不低于30%/40%/60%，ROE分别不低于7%/8%/9%，对公司进一步完善法人治理结构、健全长效激励约束机制、长期业绩影响具有里程碑式的意义。

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

**投资建议：**公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著，二季度以来，伴随公司主营产品的量价齐升，公司业绩高速增长。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。维持公司2024-2026年营业收入为183/181/184亿元，归母净利润为10.94/11.86/14.15亿元，EPS分别为1.03/1.12/1.34元的预测，当前股价对应PE分别为11/10/8X。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。

## 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	18,295	18,149	18,375
(+/-%)	11.7%	-17.7%	7.4%	-0.8%	1.2%
归母净利润(百万元)	2164	453	1094	1186	1415
(+/-%)	37.9%	-79.1%	141.4%	8.4%	19.3%
每股收益(元)	2.41	0.43	1.03	1.12	1.34
EBIT Margin	12.3%	4.4%	8.9%	9.5%	10.8%
净资产收益率(ROE)	46.3%	6.9%	14.9%	14.5%	15.4%
市盈率(PE)	5.0	27.9	11.6	10.7	8.9
EV/EBITDA	6.5	13.6	9.8	8.6	7.2
市净率(PB)	2.30	1.92	1.72	1.55	1.38

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·财报点评

## 基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：张歆钰

021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn

## 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.18元
总市值/流通市值	12107/11262百万元
52周最高价/最低价	13.86/7.04元
近3个月日均成交额	336.84百万元

## 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

《湖北宜化(000422.SZ)-主营产品量价齐升，公司盈利水平大幅增长》——2024-07-08

《湖北宜化(000422.SZ)-主营产品量价齐升，资产质量逐步改善》——2024-06-26

《湖北宜化(000422.SZ)-依托矿产资源优势，化肥领先企业有望迎来利润增长》——2024-04-16

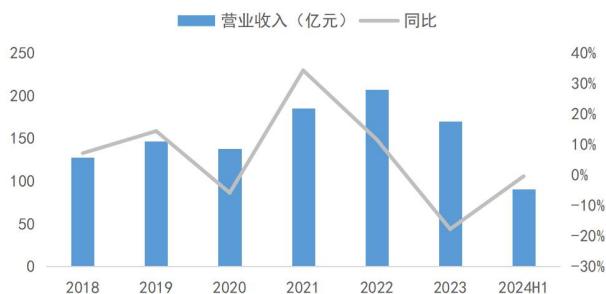
**磷酸二铵量价齐升，PVC 减亏，合成氨投产，公司 2024 年上半年归母净利润同比翻倍增长。**2024 年 8 月 25 日，公司发布 2024 年中报，报告显示，2024 年上半年，公司实现营业收入 90.61 亿元，同比减少 0.38%；实现归母净利润 5.40 亿元，同比提升 114.21%。其中 2024 年二季度实现营业收入 48.63 亿元，同比增长 11.09%；实现归母净利润 4.03 亿元，同比提升 1163.03%。2024 年上半年，公司磷酸二铵等主营产品实现量价齐升。

**尿素方面**，2024 年 1-2 月例行停产检修，2024 年二季度起实现满产满销；价格方面由于当前行业供需稳定，新产能有序投放，整体价格、毛利润水平呈现出相对规律的季节性波动。2024 年上半年公司尿素产品营收同比提升 9.55%；受停产检修等因素影响，毛利率水平下滑 8.58pct。

**磷酸二铵方面**，2024 年 3 月，公司以 3 亿元回购宜化肥业 32.43% 股权，对应磷酸二铵年化权益产能提升了 31.33 万吨，公司权益销量同比提升；价格方面，2023 年二季度起，受季节性需求减弱影响，产品价格下降，2024 年二季度受复合肥追肥等因素影响，产品价格延续了一季度走势，上半年同比去年整体呈现出量价齐升的态势。2024 年上半年公司磷酸二铵产品营收同比提升 19.49%，毛利率同比提升 6.59pct。

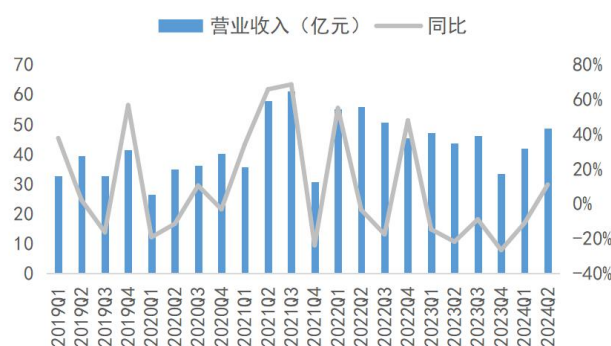
其他产品方面，PVC 毛利润触底回升，毛利率同比提升 2.56pct；此外，2024 年 1 月，公司升级改造的多喷嘴水煤浆气化液氨装置开车，新增 46 万吨合成氨年产能，该项目采用目前市场成本最低的水煤浆气化技术，磷酸二铵和 TMP 原材料供应将得到进一步保障，公司盈利水平将进一步提升。

图1：湖北宜化营业收入及增速（单位：亿元、%）



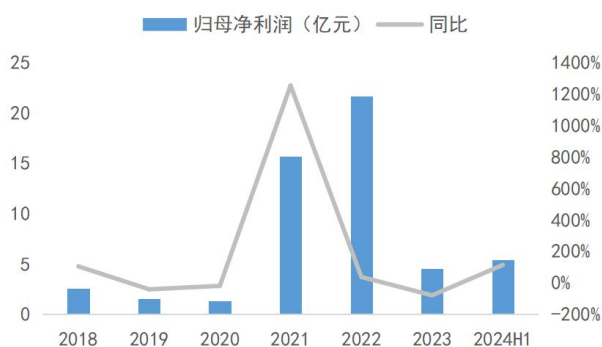
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：湖北宜化单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



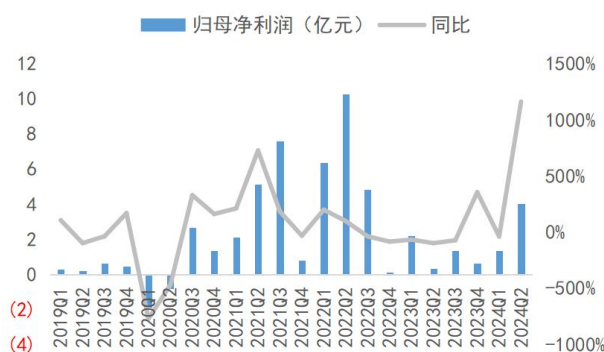
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 湖北宜化归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 湖北宜化单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



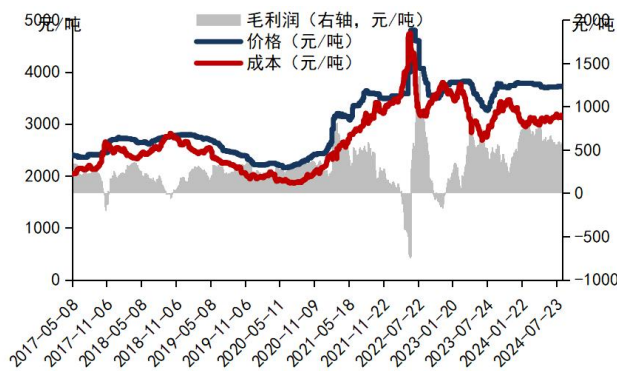
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 气制尿素价格、成本、毛利润走势 (元/吨)



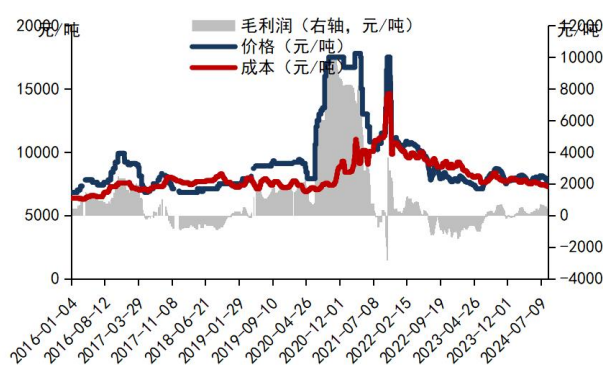
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图6: 磷酸二铵价格、成本、毛利润走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图7: PVC 价格、成本、毛利润走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图8: 煤制合成氨价格、成本、毛利润走势 (元/吨)

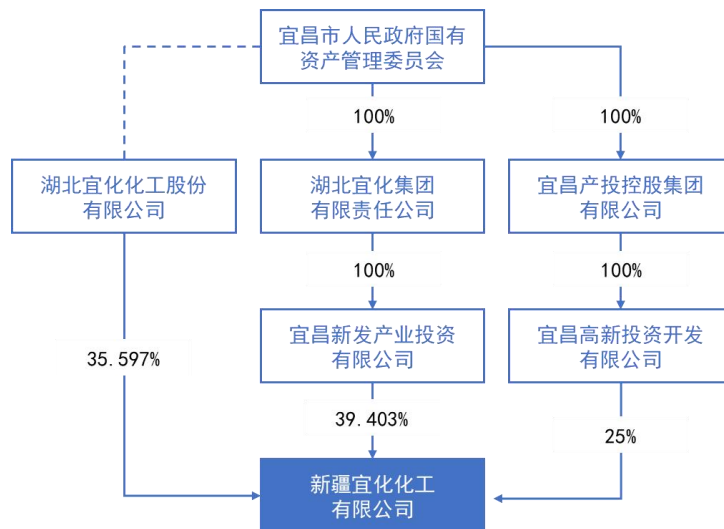


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

**整合优质资产、剥离低效资产，经营效率不断提升。**公司作为我国磷化工、美化功能、氯碱化工行业的领先企业，主营产品包括 156 万吨尿素（权益产能 126 万吨）、126 万吨磷酸二铵（权益产能 96 万吨）、84 万吨 PVC、烧碱等。近年来，公司通过向上游布局煤炭、磷矿、电力资源等方式，不断夯实在煤化工、磷化工、氯碱化工的规模与成本优势；并通过逐步剥离与主营业务低相关度的低效资产，提升公司整体经营效率。

**汇聚优质资源，构筑规模及成本优势：**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可为 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9：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

**剥离低效资产，提升经营效率：**在 PBAT 市场景气度较低，降解新材料持续亏损的背景下，为优化资源配置、提升公司盈利水平，公司于 2024 年 6 月公告，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 100% 股权，转让底价高于交易标的净资产。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。

表1: 公司 2024 年来资产变动情况

公告时间	公告标题	公告内容	具体影响
2024 年 4 月 7 日	湖北宜化化工股份有限公司公司按湖北宜化新动能纾困专项投资合伙企业（有限合伙）关于收购湖北宜化肥业有限投资金额 3 亿元回购湖北宜化肥业有限公司（以下简称“宜化肥业”）32.43% 股权的进展公告	湖北宜化化工股份有限公司拟由全资子公司湖北宜化楚星生态科技有限公司（以下简称“生态科技公司”）投资建设年产 40 万吨磷铵、20 万吨硫酸、20 万吨硫基复合肥节能升级改造项目（以下简称“磷铵项目”），总投资约 30 亿元，建设周期约 24 个月	上市公司磷酸二铵权益产能约增加 31 万吨/年
2024 年 4 月 12 日	湖北宜化化工股份有限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 100% 股权（以下简称“降解新材料”）的公告	湖北宜化化工股份有限公司（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 15118.75 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	上市公司磷酸铵产能增加 40 万吨，产业集中度持续提升
2024 年 6 月 24 日	湖北宜化化工股份有限公司关于收购湖北宜化肥业有限投资金额 3 亿元回购湖北宜化肥业有限公司（以下简称“宜化肥业”）32.43% 股权的进展公告	湖北宜化化工股份有限公司拟由全资子公司湖北宜化楚星生态科技有限公司（以下简称“生态科技公司”）投资建设年产 40 万吨磷铵、20 万吨硫酸、20 万吨硫基复合肥节能升级改造项目（以下简称“磷铵项目”），总投资约 30 亿元，建设周期约 24 个月	上市公司将不再拥有 PBAT 产能，剥离低相关度资产

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**注重公司长期可持续发展，分红比例不断提升，实施员工股权激励计划。**分红情况方面，公司在重视对投资者的合理投资回报并兼顾未来可持续发展原则基础上，将 2023 年度归母净利润中 74.7% 用于现金分红，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.20 元，同比增长 220%。未来公司将在继续做强做优主业、调整优化产业结构、满足相关监管规定及公司股东回报规划前提下，合理确定利润分配方案，回报股东。股权激励方面，2024 年 7 月，公司股权激励首次授予的限制性股票在深圳证券交易所上市，其中要求公司以 2023 年 4.5 亿归母净利润为基数，2024/2025/2026 年增长分别不低于 30%/40%/60%，ROE 分别不低于 7%/8%/9%，对公司进一步完善法人治理结构、健全长效激励约束机制、长期业绩影响具有里程碑式的意义。

**投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。**公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著，二季度以来，伴随公司主营产品的量价齐升，公司业绩高速增长。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。我们维持公司 2024-2026 年营业收入为 183/181/184 亿元，归母净利润为 10.94/11.86/14.15 亿元，EPS 分别为 1.03/1.12/1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 11/10/8X。考虑到公司的行业领先地位以及成长性，维持“优于大市”评级。

表2: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (8.25) (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600141.SH	兴发集团	优于大市	18.06	199	1.63	2.03	11.0	8.9
600096.SH	云天化	优于大市	20.68	379	2.66	2.78	7.8	7.4
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	22.65	481	2.20	2.65	10.3	8.6
600256.SH	广汇能源	优于大市	5.77	379	0.91	1.12	6.3	5.2
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	11.18	121	1.03	1.12	10.9	10.0

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 8 月 25 日，国信证券经济研究所预测

## 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	15272	15079	15026
存货净额	1326	1751	1584	1544	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
<b>流动资产合计</b>	<b>5594</b>	<b>5640</b>	<b>6044</b>	<b>6125</b>	<b>6238</b>	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	327	335	289
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)
<b>资产总计</b>	<b>19667</b>	<b>21434</b>	<b>22283</b>	<b>22666</b>	<b>22951</b>	其他收入	(519)	(599)	(737)	(720)	(755)
短期借款及交易性金融负债	4008	5038	6227	5462	4312	营业利润	2952	1059	1770	1953	2283
应付款项	2224	2797	1066	1039	1028	营业外净收支	17	(91)	53	24	76
其他流动负债	1299	1536	1803	1755	1734	<b>利润总额</b>	<b>2969</b>	<b>969</b>	<b>1823</b>	<b>1977</b>	<b>2359</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7530</b>	<b>9371</b>	<b>9096</b>	<b>8256</b>	<b>7074</b>	所得税费用	240	163	146	158	189
长期借款及应付债券	4913	2805	2805	2805	2805	少数股东损益	565	352	584	633	755
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>1094</b>	<b>1186</b>	<b>1415</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>负债合计</b>	<b>12858</b>	<b>12777</b>	<b>12452</b>	<b>11561</b>	<b>10327</b>	净利润	2164	453	1094	1186	1415
少数股东权益	2133	2083	2491	2934	3463	资产减值准备	(600)	45	25	4	2
股东权益	4676	6574	7340	8171	9161	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>22283</b>	<b>22666</b>	<b>22951</b>	公允价值变动损失	166	92	103	94	120
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	250	148	327	335	289
每股收益	2.41	0.43	1.03	1.12	1.34	营运资本变动	1989	1101	(1865)	(70)	(83)
每股红利	1.10	0.55	0.31	0.34	0.40	其它	907	(149)	384	439	526
每股净资产	5.21	6.21	6.94	7.72	8.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>5724</b>	<b>2661</b>	<b>669</b>	<b>2754</b>	<b>3187</b>
ROIC	15.05%	4.12%	9%	9%	10%	资本开支	0	(2210)	(1501)	(1501)	(1501)
ROE	46.28%	6.89%	15%	15%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	19%	13%	17%	17%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2996)</b>	<b>(3330)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1501)</b>
EBIT Margin	12%	4%	9%	9%	11%	权益性融资	3	1607	0	0	0
EBITDA Margin	18%	11%	14%	16%	17%	负债净变化	359	(2108)	0	0	0
收入增长	12%	-18%	7%	-1%	1%	支付股利、利息	(987)	(586)	(328)	(356)	(425)
净利润增长率	38%	-79%	141%	8%	19%	其它融资现金流	(1899)	4002	1189	(765)	(1150)
资产负债率	76%	69%	67%	64%	60%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3152)</b>	<b>221</b>	<b>861</b>	<b>(1120)</b>	<b>(1574)</b>
股息率	7.8%	4.6%	2.6%	2.8%	3.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(424)</b>	<b>(449)</b>	<b>29</b>	<b>133</b>	<b>112</b>
P/E	5.0	27.9	11.6	10.7	8.9	货币资金的期初余额	3844	3420	2971	3000	3133
P/B	2.3	1.9	1.7	1.5	1.4	货币资金的期末余额	3420	2971	3000	3133	3245
EV/EBITDA	6.5	13.6	9.8	8.6	7.2	企业自由现金流	0	637	(940)	1117	1452
						权益自由现金流	0	2531	(53)	44	37

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