

一体化布局展现经营韧性，高附加值项目稳步推进

投资要点

- **事件：**湖北宜化发布 2026 年半年度报告，2026 年上半年公司实现营业收入 133.92 亿元，同比增长 11.56%，实现归母净利润 3.19 亿元，同比下降 19.94%；2026 年二季度实现营业收入 66.36 亿元，同比下降 17.66%，环比下降 1.78%，实现归母净利润 1.38 亿元，同比下降 62.12%，环比下降 23.70%。
- **成本推动化肥价格上涨，一体化经营展现韧性。**2026 年上半年公司磷复肥、尿素毛利率分别为 7.05%、15.32%，分别同比-11.37pp、+2.42pp。2026 开年受到春耕备肥带动，以及地缘冲突带来的原料上涨，化肥价格逐步修复；春耕过后需求步入淡季叠加出口的限制，尿素价格有所回调，磷铵、复合肥价格受硫磺等原材料价格上涨延续高位，但是生产成本上升的同时，也对磷复肥板块盈利空间产生挤压，毛利率有所下降。公司依托宜昌本地资源优势展现出一定经营韧性。
- **资源优势突出，行业格局持续优化。**2026 年上半年，公司聚氯乙烯、其他氯碱产品、煤炭板块毛利率分别为-0.79%、34.47%、42.01%，分别同比+7.86pp、-17.22pp、-1.89pp。PVC 毛利率有所修复，煤炭、以及烧碱等产品毛利率虽然有所调整，但整体维持较好水平。在能耗双控与产能置换政策严格执行下，氯碱行业供给结构有望持续优化。新疆宜化矿业拥有新疆准东五彩湾矿区一号露天煤矿，核定产能 3000 万吨/年，该地区资源禀赋、地质条件好，埋藏深度浅，开发价值突出，未来仍具有潜力。
- **高附加值项目有序推进，可转债成功上市。**报告期内，公司年产 4 万吨季戊四醇项目顺利投产，产能提升至 7 万吨/年，进一步巩固在细分领域的行业地位；磷氟资源高值化利用项目及 5 万吨/年磷酸二氢钾项目建设进展顺利，有望推动公司产品结构向高附加值端跃升。2026 年 7 月，公司可转债成功上市，募集资金主要投向磷氟资源高值化利用项目与磷酸二氢钾项目，为新材料业务扩张提供资金保障。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内化肥龙头企业，磷酸二铵、尿素产能规模靠前，新疆宜化煤炭资源禀赋，盈利能力有望进一步提升。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 18.12%，给予 2026 年 19 倍 PE，目标价 15.39 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**磷肥价格下跌风险；尿素价格下跌风险；煤炭价格下跌风险。

指标\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	256.53	270.71	278.33	286.59
增长率	51.22%	5.53%	2.81%	2.97%
归属母公司净利润（亿元）	8.09	8.86	11.41	13.32
增长率	23.91%	9.54%	28.80%	16.80%
每股收益 EPS（元）	0.74	0.81	1.05	1.23
净资产收益率 ROE	10.66%	9.17%	10.77%	11.42%
PE	17	16	12	10
PB	2.02	2.06	1.83	1.62

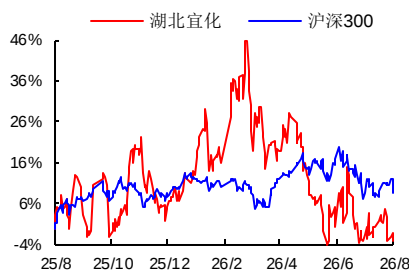
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.88
流通 A 股(亿股)	10.67
52 周内股价区间(元)	12.59-19.44
总市值(亿元)	137.36
总资产(亿元)	473.42
每股净资产(元)	5.63

相关研究

1. 湖北宜化（000422）：并表优质资产，化肥龙头盈利能力加强（2025-09-02）

盈利预测

关键假设：

假设 1：成本推动磷肥价格上涨，公司依托宜昌地区资源展现经营韧性，预计 2026-2028 年磷复肥营收分别为 88.35 亿元、88.80 亿元、91.06 亿元，分别同比+24.08%、+0.51%、+2.54%；毛利率分别为 8.00%、9.00%、10.00%。

假设 2：秋季备肥临近，叠加出口逐步放开，国内供需有望缓解，预计 2026-2028 年尿素营收分别为 33.83 亿元、35.70 亿元、36.55 亿元，分别同比+2.81%、+5.54%、+2.38%；毛利率分别为 13.00%、15.00%、16.00%。

假设 3：2026 年上半年公司聚氯乙烯毛利率同比有所修复，目前价格处于较低水平，随着落后产能退出，行业格局有望改善，预计 2026-2028 年聚氯乙烯营收分别为 45.00 亿元、46.00 亿元、47.00 亿元，分别同比-0.66%、+2.22%、+2.17%；毛利率分别为-0.50%、0.00%、1.00%。

表 1：业务拆分

	2025A	2026E	2027E	2028E
合计				
营业收入（亿元）	256.5	270.7	278.3	286.6
yoy	51.2%	5.5%	2.8%	3.0%
营业成本（亿元）	210.0	232.2	236.5	241.1
毛利率	18.1%	14.2%	15.0%	15.9%
磷复肥				
收入（亿元）	71.20	88.35	88.80	91.06
yoy		24.08%	0.51%	2.54%
成本（亿元）	58.10	81.28	80.81	81.95
毛利率	18.40%	8.00%	9.00%	10.00%
尿素				
收入（亿元）	32.90	33.83	35.70	36.55
yoy		2.81%	5.54%	2.38%
成本（亿元）	28.31	29.43	30.35	30.70
毛利率	13.95%	13.00%	15.00%	16.00%
聚氯乙烯				
收入（亿元）	45.30	45.00	46.00	47.00
yoy		-0.66%	2.22%	2.17%
成本（亿元）	48.85	45.23	46.00	46.53
毛利率	-7.83%	-0.50%	0.00%	1.00%
其他				
收入（亿元）	107.1	103.5	107.8	112.0
yoy		-3.3%	4.1%	3.9%
成本（亿元）	74.7	76.3	79.3	81.9
毛利率	30.2%	26.4%	26.5%	26.9%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取磷化工行业的 3 家公司进行对比,2025 年平均 PE 为 24 倍,根据 wind 一致预期,2026 年平均 PE 为 19 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600141	兴发集团	31.43	1.35	1.84	2.17	2.47	23.24	17.07	14.47	12.75
002312	川发龙蟒	8.30	0.22	0.28	0.36	0.42	37.85	29.27	23.30	19.64
600096	云天化	29.79	2.83	2.85	3.06	3.23	10.53	10.47	9.74	9.24
平均值							23.87	18.94	15.84	13.87
000422	湖北宜化	12.63	0.74	0.81	1.05	1.23	16.99	15.51	12.04	10.31

数据来源：Wind，截至2026/8/19，西南证券整理

公司是国内化肥龙头企业，磷酸二铵、尿素产能规模靠前，新疆宜化煤炭资源禀赋，盈利能力有望进一步提升。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 18.12%，给予 2026 年 19 倍 PE，目标价 15.39 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	256.53	270.71	278.33	286.59	净利润	14.45	12.65	16.30	19.04
营业成本	209.98	232.19	236.45	241.05	折旧与摊销	24.85	25.47	26.64	27.61
营业税金及附加	4.59	4.85	4.98	5.13	财务费用	4.75	-0.22	-0.16	-0.19
销售费用	1.50	1.87	1.91	1.88	资产减值损失	-2.67	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用（含研发费用）	18.52	20.55	21.61	21.57	经营营运资本变动	-2.11	-6.43	-0.36	-1.10
财务费用	4.75	-0.22	-0.16	-0.19	其他	-3.21	-0.11	-2.27	-1.58
资产减值损失	-2.67	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	36.06	31.15	39.94	43.57
投资收益	-0.31	0.10	2.73	2.07	资本支出	-145.05	-15.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	97.28	0.00	2.63	1.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-47.77	-15.00	-12.37	-13.03
营业利润	14.42	11.78	16.47	19.43	短期借款	-7.73	39.42	-24.19	-16.91
其他非经营损益	2.67	3.11	2.70	2.97	长期借款	39.42	0.10	0.10	0.10
利润总额	17.09	14.89	19.17	22.39	股权融资	-4.58	0.00	0.00	0.00
所得税	2.64	2.23	2.88	3.36	支付股利	-2.72	-3.64	-3.99	-5.13
净利润	14.45	12.65	16.30	19.04	其他	-37.77	-54.19	1.26	1.65
少数股东损益	6.36	3.80	4.89	5.71	筹资活动现金流净额	-13.39	-18.31	-26.82	-20.30
归属母公司股东净利润	8.09	8.86	11.41	13.32	现金流量净额	-24.97	-2.16	0.76	10.25
资产负债表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	29.23	27.07	27.83	38.08	成长能力				
应收和预付款项	23.14	14.83	15.43	17.00	销售收入增长率	51.22%	5.53%	2.81%	2.97%
存货	30.97	29.37	30.54	31.80	营业利润增长率	52.27%	-18.31%	39.88%	17.92%
其他流动资产	9.19	6.45	6.64	6.83	净利润增长率	61.63%	-12.40%	28.80%	16.80%
长期股权投资	21.80	21.80	21.80	21.80	EBITDA 增长率	90.54%	-15.89%	16.02%	9.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	276.39	272.33	267.20	261.19	毛利率	18.14%	14.23%	15.04%	15.89%
无形资产和开发支出	55.42	49.02	42.53	35.94	三费率	9.66%	8.20%	8.39%	8.11%
其他非流动资产	13.81	13.91	14.00	14.09	净利率	5.63%	4.67%	5.86%	6.64%
资产总计	459.95	434.78	425.96	426.72	ROE	10.66%	9.17%	10.77%	11.42%
短期借款	21.68	61.10	36.91	20.00	ROA	3.14%	2.91%	3.83%	4.46%
应付和预收款项	48.00	52.94	53.94	55.02	ROIC	7.45%	3.35%	4.83%	5.92%
长期借款	124.18	124.28	124.38	124.48	EBITDA/销售收入	17.16%	13.67%	15.43%	16.35%
其他负债	130.62	58.54	59.40	60.53	营运能力				
负债合计	324.48	296.86	274.63	260.03	总资产周转率	0.71	0.61	0.65	0.67
股本	10.88	10.88	10.88	10.88	固定资产周转率	1.56	1.12	1.13	1.17
资本公积	37.02	37.02	37.02	37.02	应收账款周转率	49.65	43.98	60.44	58.19
留存收益	11.30	16.51	23.94	32.13	存货周转率	8.22	7.56	7.77	7.61
归属母公司股东权益	68.01	66.67	75.19	84.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.14%	—	—	—
少数股东权益	67.46	71.26	76.15	81.86	资本结构				
股东权益合计	135.47	137.92	151.33	166.69	资产负债率	70.55%	68.28%	64.47%	60.94%
负债和股东权益合计	459.95	434.78	425.96	426.72	带息债务/总负债	46.36%	63.99%	60.39%	57.32%
					流动比率	0.62	0.64	0.81	1.10
					速动比率	0.41	0.40	0.50	0.73
					股利支付率	33.63%	41.08%	34.94%	38.53%
					每股指标				
					每股收益	0.74	0.81	1.05	1.23
					每股净资产	6.25	6.13	6.91	7.80
					每股经营现金	3.32	2.86	3.67	4.01
					每股股利	0.25	0.33	0.37	0.47
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	44.01	37.02	42.95	46.85					
PE	16.99	15.51	12.04	10.31					
PB	2.02	2.06	1.83	1.62					
PS	0.54	0.51	0.49	0.48					
EV/EBITDA	6.65	7.74	6.09	5.00					
股息率	1.98%	2.65%	2.90%	3.74%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn