

评级： 买入

翟绪丽  
首席分析师  
SAC 执业编号：S0110522010001  
zhaixuli@sczq.com.cn  
电话：010-81152683

甄理  
化工助理研究员  
zhenli@sczq.com.cn  
电话：010-81152643

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	19.72
一年内最高/最低价 (元)	35.00/15.40
市盈率 (当前)	7.06
市净率 (当前)	4.25
总股本 (亿股)	8.98
总市值 (亿元)	177.06

资料来源：聚源数据

核心观点

- **事件：湖北宜化披露 2022 半年度报告，公司 2022 年上半年实现营业收入 111.15 亿元，同比+18.89%；归母净利润 16.65 亿元，同比+129.53%；2022Q2 实现营收 55.9 亿元，同比-3.40%，环比+1.19%，归母净利润 10.27 亿元，同比+100.11%，环比+60.97%。**
- **主营产品价格高位，公司利润大幅增长**  
2022 年上半年，公司三大主营产品尿素、磷酸二铵、PVC 分别实现营业收入 18.47 亿元、25.56 亿元、32.85 亿元，同比+32.88%、+28.07%、+13.15%。上半年公司尿素、磷酸二铵和 PVC 毛利率分别为 40%、25.40%、14.81%，同比+10.09pct，-2.06pct，-5.94pct。据百川盈孚数据，今年上半年尿素、磷酸二铵和 PVC 均价分别为 2854.30 元/吨、3652.74 元/吨、8603.61 元/吨，同比+33.71%、+27.95%、+3.3%；公司主要原料磷矿石、硫磺、电石上半年均价为 744.12 元/吨、3230.51 元/吨、4564.57 元/吨，同比+80.65%、+130.74%、+7.93%。上半年公司销售、管理、财务费用分别为 0.36%、5.27%、1.36%，其中财务费用下降 1.54pct，主要系利息支出减少。
- **原料自给率高，主营产品成本优势明显**  
公司具有气头尿素产能 156 万吨，位于新疆和内蒙地区，气价优势明显；公司拥有 126 万吨的磷酸二铵产能，湖北省磷矿资源丰富，公司拥有江家墩矿区西部矿段 30 万吨磷矿石生产规模，东部矿段 150 万吨采矿许可正在办理中；PVC 的原料电石是一类高耗能产品，在能耗双控背景下，供给增长有限，公司具备 84 万吨的 PVC 产能，子公司内蒙宜化具备年产 60 万吨的电石产能，子公司青海宜化具备年产 45 万吨的电石产能，原料自给率高，成本优势显著。此外，公司还具有 68 万吨烧碱、10 万吨保险粉、6 万吨季戊四醇、2 万吨 TMP 以及 1000 吨 TPO 等产品。
- **布局化工新材料，进军新能源赛道**  
公司在夯实主业的同时，持续推动产业转型升级。为加快公司合成氨产业技改升级，公司拟投资 35.68 亿元，在宜昌市姚家港化工园田家河片区建设 55 万吨/年氨醇项目，目前项目进度 24%；公司全资子公司投资的 6 万吨/年生物可降解新材料项目建设进度为 57%，预计年底建成投产；公司以江家墩矿业 100% 股权对邦普宜化新材料增资，用以推进邦普宜化新材料 30 万吨/年磷酸铁、20 万吨/年硫酸镍项目建设；公司拟对史丹利宜化新材料增资 6.99 亿元，开展新能源材料和新型肥料等项目，史丹利宜化拟建设 4×5 万吨/年磷酸铁等项目。化工新材料和新能源产业链产品的布局，有望为公司打开成长空间。
- **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 27.16/33.21/38.51 亿元，EPS 分别为 3.03/3.70/4.29 元，对应 PE 分别为 6.40/5.23/4.51 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**化肥价格下跌，新项目投产不及预期。

---

### 盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	185.44	208.26	226.92	249.46
营收增速(%)	34.3%	12.3%	9.0%	9.9%
净利润(亿元)	15.69	27.16	33.21	38.51
净利润增速(%)	1255.01%	73.1%	22.3%	16.0%
EPS(元/股)	1.75	3.03	3.70	4.29
PE	11.08	6.40	5.23	4.51

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,226	25,561	24,562	21,715	经营活动现金流	3,659	5,235	6,485	5,821
现金	3,844	21,116	19,892	16,681	净利润	1,569	2,716	3,321	3,852
应收账款	173	261	288	338	折旧摊销	1,082	1,074	948	841
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	501	313	362	469
预付账款	221	463	438	421	投资损失	-139	-103	-103	-103
存货	1,578	1,807	1,793	1,929	营运资金变动	132	241	907	-477
其他	971	1,552	1,742	1,857	其它	3	110	-30	-14
非流动资产	13,640	12,592	11,710	10,891	投资活动现金流	1,061	5	-40	1
长期投资	109	109	109	109	资本支出	-108	-28	-73	-27
固定资产	8,522	7,609	6,804	6,094	长期投资	44	0	0	0
无形资产	270	138	67	-37	其他	1,125	33	33	28
其他	3,836	3,833	3,827	3,822	筹资活动现金流	-4,122	12,031	-7,668	-9,033
资产总计	20,866	38,153	36,272	32,606	短期借款	-3,456	-450	-450	-450
流动负债	11,841	27,489	22,690	16,563	长期借款	-1,994	250	250	250
短期借款	2,567	1,867	1,167	467	其他	-142	15,067	-3,044	-4,291
应付账款	1,774	1,820	2,394	2,437	现金净增加额	598	17,272	-1,223	-3,211
其他	184	184	184	184					
非流动负债	5,056	5,306	5,556	5,806	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	4,554	4,804	5,054	5,304	成长能力				
其他	502	502	502	502	营业收入	34.3%	12.3%	9.0%	9.9%
负债合计	16,897	32,795	28,246	22,369	营业利润	1931.6%	71.4%	21.9%	15.8%
少数股东权益	1,561	2,444	3,524	4,776	归属母公司净利润	1076.3%	73.1%	22.3%	16.0%
归属母公司股东权益	2,408	2,914	4,502	5,461	获利能力				
负债和股东权益	20,866	38,153	36,272	32,606	毛利率	24.6%	24.9%	27.5%	28.9%
					净利率	11.2%	17.3%	19.4%	20.5%
					ROE	39.5%	50.7%	41.4%	37.6%
					ROIC	22.2%	15.0%	20.4%	27.6%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	偿债能力				
营业收入	18,544	20,826	22,692	24,946	资产负债率	81.0%	46.2%	50.8%	55.1%
营业成本	13,978	15,638	16,455	17,725	净负债比率	306.9%	218.9%	140.5%	105.8%
营业税金及附加	113	143	140	155	流动比率	0.6	0.9	1.1	1.3
营业费用	69	73	136	249	速动比率	0.5	0.9	1.0	1.2
研发费用	711	708	681	624	营运能力				
管理费用	465	375	477	524	总资产周转率	0.9	0.5	0.6	0.8
财务费用	472	313	362	469	应收账款周转率	81.2	96.1	82.7	79.6
资产减值损失	-551	250	250	250	应付账款周转率	7.4	8.7	7.8	7.3
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	103	103	103	103	每股收益	1.75	3.03	3.70	4.29
营业利润	2,299	3,939	4,804	5,563	每股经营现金	4.08	5.83	7.22	6.48
营业外收入	80	80	80	80	每股净资产	2.68	3.25	5.01	6.08
营业外支出	135	135	135	135	估值比率				
利润总额	2,244	3,884	4,749	5,508	P/E	11.08	6.40	5.23	4.51
所得税	165	285	348	404	P/B	7.22	5.97	3.86	3.18
净利润	2,079	3,599	4,401	5,104					
少数股东损益	510	883	1,080	1,253					
归属母公司净利润	1,569	2,716	3,321	3,851					
EBITDA	3,798	5,271	6,059	6,818					
EPS (元)	1.75	3.03	3.70	4.29					

## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有6年实业工作经验和3年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022年1月加入首创证券。

甄理，化工助理研究员，清华大学有机化学博士，1年化工实业工作经验，2022年6月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

