

中信证券研究部

核心观点


王喆
 能源与材料产业首席分析师
 S1010513110001

2022 年公司实现营收 207.1 亿元，同比+11.69%，实现归母净利润 21.6 亿元，同比+37.94%，业绩增加主要系价格上涨所致。2023Q1 实现营收 47.2 亿元，同比-14.59%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比-65.52%，聚氯乙烯产品价格快速下行导致业绩承压。中短期看，公司主要产品景气度有望随下游需求复苏实现盈利能力的修复。长期看，公司将立足资源及产业链优势，做强磷氟化工、做精精细化工、聚焦新能源产业，实现换赛道发展，助力业绩迈上新台阶。我们调整 2023/24 年盈利预测至 16.60/19.32 亿元，新增 2025 年盈利预测为 25.01 亿元，参考可比公司估值水平，给予 2023 年 8xPE，调整目标价至 15 元（原目标价为 30 元），维持“买入”评级。

■ 受益于价格上涨，公司 2022 年业绩实现同比增长。2022 年公司实现营收 207.1 亿元，同比+11.69%，实现归母净利润 21.6 亿元，同比+37.94%，实现扣非归母净利润 17.4 亿元，同比+28.75%。分产品看，尿素、精细化工产品、聚氯乙烯和磷酸二铵分别实现营收 35.2、19.2、55.5、55.9 亿元，同比+11.29%、-0.64%、-11.13%、+30.60%；毛利率分别为 35.77%、14.65%、1.48%、19.64%，同比+0.86pct、-6.19pcts、-17.37pcts、-8.81pcts。其中尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯 2022 年度销售均价分别为 2379/4284/6669 元/吨，同比+11.59%、+32.30%、-14.36%。2022 年公司抢抓尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯等主导产品价格上半年高位运行的市场行情，灵活应对下半年产品价格波动，在保障国内供应的基础上，统筹开拓国内、国际市场，确保生产装置高效稳定运行，严控成本费用，加强产品研发，实现全年业绩的同比提升。2023Q1 公司实现营收 47.2 亿元，同比-14.59%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比-65.52%，实现扣非后归母净利润 2.1 亿元，同比-65.28%。

■ 中短期看，依托自身优势及需求复苏，公司将实现盈利能力的逐步修复。2022 年公司化肥产品和氯碱相关产品（氯碱产品+聚氯乙烯）营收分别占总营收的 44%和 36%。在供给侧改革背景下，化肥行业产能严重过剩时代已过，行业格局有望持续优化，同时伴随粮食安全重要性的提升，基于粮食生产对肥料的刚性需求将保持稳定。2022 年烧碱行情高位震荡，PVC 价格下行明显。2023 年国内氯碱行业仍面临一定压力，根据百川盈孚，2023Q1 电石法聚氯乙烯季度均价为 6089 元/吨，同比-29.79%。但随国家一揽子稳经济政策效应的逐步显现、房地产市场的逐步修复以及新经济增长动能的逐步增强，氯碱行业也面临一定的发展机遇。公司在化肥以及氯碱行业拥有显著的资源、产业链、技术、规模及品牌优势，预计将充分受益于下游需求复苏所带来的盈利能力修复。

■ 长期看，公司将立足主业与资源优势，向新领域和产业链高端化拓展。在磷氟化工领域，公司重点发展湿法精制磷酸，延伸发展高档磷系阻燃剂、磷酸铁、电子级磷酸等高附加值磷化工项目。在新能源领域，公司以整合园区所有元素为切入点，发展以锂电储能为终端市场的锂电化学品产业链，如正极材料、电解液及配套溶质、溶剂等项目；以科技创新为突破，重点围绕钠电储能核心正极材料和钠电体系进行研发攻关，逐步推进钠电电解液及核心原料、储能电池等钠电产业链项目建设，全力将钠电储能打造成为拳头产业；瞄准氢能发展方向，利用烧碱副产氢气，引进开发低成本氢气提纯技术，以氢能发电项目为突破口，拓展加氢、用氢等应用场景，完善氢能产业链。同时在精细化工方向，以多元醇为主线，借搬迁契机，完成季戊四醇、保险粉等现有精细化工产品提档升级；发展新戊二醇，丰富多元醇种类。充分耦合田家河园区碳、氢、硫、氯等元素，发展降解材料、电子化学品、光固化产品等，力争打造多个单项冠军。

湖北宜化	000422.SZ
评级	买入 (维持)
当前价	12.29 元
目标价	15.00 元
总股本	898 百万股
流通股本	898 百万股
总市值	110 亿元
近三月日均成交额	165 百万元
52 周最高/最低价	23.28/12.2 元
近 1 月绝对涨幅	-2.13%
近 6 月绝对涨幅	-20.88%
近 12 月绝对涨幅	-37.11%

- **风险因素：**产品下游需求不及预期；公司新项目达产不及预期；原材料价格大幅波动；市场竞争日益加剧的风险。
- **盈利预测、估值与评级：**中短期看，公司主要产品景气度有望随下游需求复苏实现盈利能力的修复。长期看，公司将立足资源及产业链优势，做强磷氟化工、做精精细化工、聚焦新能源产业，实现换赛道发展，助力业绩迈上新台阶。考虑到宏观经济复苏节奏不及预期，影响公司下游需求、业绩承压，我们调整 2023/24 年净利润预测至 16.60/19.32 亿元（原预测为 33.66/36.81 亿元），新增 2025 年净利润预测为 25.01 亿元，参考可比公司云天化、兴发集团、云图控股、司尔特 2023 年 Choice 估值一致预期 8xPE，给予公司 2023 年 8xPE，调整目标价至 15 元（原目标价为 30 元），维持“买入”评级。

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,544	20,713	18,174	20,787	21,674
营业收入增长率 YoY	34.3%	11.7%	-12.3%	14.4%	4.3%
净利润(百万元)	1,569	2,164	1,660	1,932	2,501
净利润增长率 YoY	1076.3%	37.9%	-23.3%	16.4%	29.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.75	2.41	1.85	2.15	2.79
毛利率	24.6%	19.1%	18.4%	18.4%	21.4%
净资产收益率 ROE	65.2%	46.3%	26.6%	23.7%	23.5%
每股净资产 (元)	2.68	5.21	6.96	9.08	11.83
PE	7.0	5.1	6.6	5.7	4.4
PB	4.6	2.4	1.8	1.4	1.0
PS	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.1	5.3	6.7	5.9	4.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 5 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,544	20,713	18,174	20,787	21,674
营业成本	13,978	16,758	14,832	16,957	17,032
毛利率	24.6%	19.1%	18.4%	18.4%	21.4%
税金及附加	113	113	105	120	123
销售费用	69	101	91	104	108
销售费用率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	465	458	454	520	542
管理费用率	2.5%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
财务费用	472	250	270	242	173
财务费用率	2.5%	1.2%	1.5%	1.2%	0.8%
研发费用	711	735	600	707	737
研发费用率	3.8%	3.6%	3.3%	3.4%	3.4%
投资收益	103	605	254	166	212
EBITDA	3,288	3,752	2,960	3,366	4,094
营业利润	2,299	2,952	2,169	2,390	3,251
营业利润率	12.40%	14.25%	11.93%	11.50%	15.00%
营业外收入	80	33	102	72	69
营业外支出	135	16	68	73	52
利润总额	2,244	2,969	2,204	2,389	3,268
所得税	165	240	181	188	263
所得税率	7.3%	8.1%	8.2%	7.9%	8.1%
少数股东损益	510	565	362	268	504
归属于母公司股东的净利润	1,569	2,164	1,660	1,932	2,501
净利率	8.5%	10.4%	9.1%	9.3%	11.5%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,844	3,420	4,537	6,769	9,845
存货	1,578	1,326	1,431	1,628	1,542
应收账款	173	292	267	264	300
其他流动资产	1,631	557	1,127	1,145	1,022
流动资产	7,226	5,594	7,362	9,806	12,708
固定资产	8,522	8,295	8,871	9,293	9,560
长期股权投资	109	3,105	3,605	3,605	3,605
无形资产	270	456	448	439	431
其他长期资产	4,739	2,216	2,215	2,214	2,116
非流动资产	13,640	14,072	15,139	15,551	15,712
资产总计	20,866	19,667	22,502	25,357	28,420
短期借款	2,567	2,024	2,726	3,118	3,251
应付账款	1,774	1,684	1,922	2,018	1,982
其他流动负债	7,500	3,822	3,785	3,975	3,971
流动负债	11,841	7,530	8,433	9,111	9,204
长期借款	4,554	4,913	4,913	4,913	4,913
其他长期负债	503	415	415	415	415
非流动性负债	5,056	5,327	5,327	5,327	5,327
负债合计	16,898	12,858	13,760	14,438	14,532
股本	898	898	898	898	898
资本公积	2,129	2,233	2,233	2,233	2,233
归属于母公司所有者权益合计	2,408	4,676	6,247	8,156	10,622
少数股东权益	1,561	2,133	2,495	2,763	3,267
股东权益合计	3,968	6,809	8,742	10,919	13,888
负债股东权益总计	20,866	19,667	22,502	25,357	28,420

现金流量表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	2,079	2,729	2,022	2,200	3,005
折旧和摊销	1,082	1,099	848	1,003	1,157
营运资金的变化	-612	275	-446	75	129
其他经营现金流	1,109	-241	12	76	-34
经营现金流合计	3,659	3,861	2,436	3,354	4,257
资本支出	-969	-2,240	-1,415	-1,415	-1,415
投资收益	103	605	254	166	212
其他投资现金流	1,928	397	-500	0	97
投资现金流合计	1,061	-1,238	-1,660	-1,249	-1,105
权益变化	60	732	0	0	0
负债变化	-3,141	-2,425	702	392	133
股利支出	0	0	-90	-23	-36
其他融资现金流	-1,042	-1,244	-270	-242	-173
融资现金流合计	-4,122	-2,937	342	127	-76
现金及现金等价物净增加额	598	-314	1,117	2,232	3,076

主要财务指标

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	34.3%	11.7%	-12.3%	14.4%	4.3%
营业利润	1931.6%	28.4%	-26.5%	10.2%	36.0%
净利润	1076.3%	37.9%	-23.3%	16.4%	29.4%
利润率 (%)					
毛利率	24.6%	19.1%	18.4%	18.4%	21.4%
EBITDA Margin	17.7%	18.1%	16.3%	16.2%	18.9%
净利率	8.5%	10.4%	9.1%	9.3%	11.5%
回报率 (%)					
净资产收益率	65.2%	46.3%	26.6%	23.7%	23.5%
总资产收益率	7.5%	11.0%	7.4%	7.6%	8.8%
其他 (%)					
资产负债率	81.0%	65.4%	61.2%	56.9%	51.1%
所得税率	7.3%	8.1%	8.2%	7.9%	8.1%
股利支付率	0.0%	4.1%	1.4%	1.8%	2.5%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。