

## 湖北宜化（000422）深度研究报告

## 涅槃新生，老化工为锚，新能源为翼

- ❖ **三大主业并行发展，涅槃新生力谱新篇。**公司传统化工业务分为氯碱化工、氮肥、磷肥三条主要产业链，主业并行发展的同时，构建了矿产资源、化工、化肥上下游耦合完善的产业链体系。公司现有产能规模庞大，包括84万吨聚氯乙烯（配套105万吨电石）、63万吨烧碱、156万吨尿素、126万吨磷酸二铵等（未包含持股20%的新疆宜化）。2017年之后，公司开启内部改革，将不良资产逐步剥离，管理层实现大换血。在治理反转的基础上，伴随主营产品景气的周期向上，公司于2021年迎来业绩的爆发。2021年公司实现营收185.4亿元，同比+34.3%；实现归母净利润15.7亿元，同比+1255%，业绩创历史新高。
- ❖ **化肥行业景气高企，公司业绩弹性显著。**2020年以来，通胀压力叠加供给短缺推高农产品价格，而粮价高位进一步带动化肥行业景气上行。当前尿素、磷铵价格均处于历史较高水平，需求端化肥刚需属性显著，而供给端的合成氨产能、磷矿石资源及磷化工产业链均受到较为严格管控，我们认为化肥行业仍将维持较高景气。公司尿素产能地处新疆和内蒙，资源成本优势明显；磷铵产能位于湖北，在贴近磷矿资源的同时运输优势明显；江家墩矿业具备1.3亿吨磷矿石储量、30万吨年产能（150万吨/年采矿许可尚在办理中）。我们看好公司的一体化优势在行业高景气下将为公司带来显著的业绩弹性。
- ❖ **氯碱行业供需向好，电石强资源属性凸显。**国内电石产能逐步退出，地产需求预期向好的同时BDO贡献新兴增长点，电石有望维持高景气。未来2年烧碱扩产降速，预计整体将呈现紧平衡状态。此外，伴随海外油气价格上涨，海外发电成本飙升，氯碱化工作为高耗电行业，国内外成本差距显著，进而带来较大套利空间。而同时，国内东西部电价成本分化同样带来套利空间。公司氯碱产业地处西部，配套完善、成本优势明显，有望受益于氯碱行业的景气上行。
- ❖ **左手资源，右手新能源，公司两翼发展，未来成长可期。**公司具备充足的磷矿、煤炭、电石等资源型化工品储备，同时立足区位优势继续向下游新能源、新材料产业链延伸。在西部，公司以极强的资源和成本优势构筑了氯碱化工产业链；在湖北宜昌，预计公司将持续打造磷氟精细化工产业链，深化与下游合作，持续向新能源、新材料产业切入转型。
- ❖ **投资建议：**预计公司2022/2023/2024年可分别实现营收224.31/225.67/250.68亿元，实现归母净利润31.49/33.23/38.05亿元，对应EPS分别为3.51/3.70/4.24元，对应当前PE分别为6.6x/6.3x/5.5x。参考可比公司估值，同时考虑到公司远期成长性及向下游新兴领域切入的潜力，给予公司2022年9倍目标PE，对应目标价31.59元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**项目进展不及预期；国际油价大幅波动；全球疫情防控不及预期；安全环保政策变化；中美贸易争端加剧等。

## 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	18,544	22,431	22,567	25,068
同比增速(%)	34.3%	21.0%	0.6%	11.1%
归母净利润(百万)	1,569	3,149	3,323	3,805
同比增速(%)	1,255.0%	100.7%	5.5%	14.5%
每股盈利(元)	1.75	3.51	3.70	4.24
市盈率(倍)	13.3	6.6	6.3	5.5
市净率(倍)	8.7	4.1	2.5	1.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2022年7月5日收盘价

## 强推（首次）

目标价：31.59元

当前价：23.28元

## 华创证券研究所

证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com

执业编号：S0360522050001

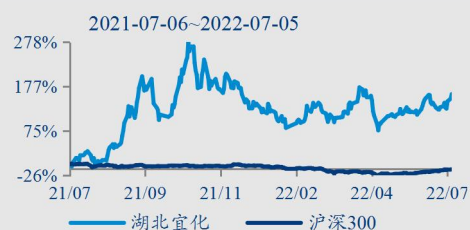
联系人：郑轶

邮箱：zhengyi@hcyjs.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	89,786.67
已上市流通股(万股)	89,780.92
总市值(亿元)	209.02
流通市值(亿元)	209.01
资产负债率(%)	78.51
每股净资产(元)	3.39
12个月内最高/最低价	33.83/8.53

## 市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 报告亮点

从行业角度，本报告完整论述了看好化肥、氯碱行业景气向上的逻辑，盘点及梳理了行业供需结构及驱动因素。

从公司角度，本报告复盘了公司历史发展，对当前公司产品结构及相关产能进行了详细梳理。同时，本报告详细论述了公司资源禀赋领先、产业链配套完备的核心竞争优势，以及看好公司充分发挥其产业链及区位优势，中长期向新能源、新材料等精细化工领域转型的潜力。

### 投资逻辑

**公司三大主业并行发展，底部治理改善叠加行业景气向上。**公司氯碱化工、氮肥、磷肥三条主要产业链并行发展，同时构建了矿业、化工、化肥上下游完善的产业链体系，现有产能规模庞大。2017年之后，公司深化内部治理和改革，伴随主营产品景气的周期向上，公司于2021年迎来业绩的爆发。

**预期化肥行业景气高企，氯碱行业供需向好，公司业绩弹性显著。**通胀压力叠加供给短缺推高农产品价格，进一步带动化肥行业景气上行。我们看好公司尿素和化肥的一体化优势在行业高景气下将为公司带来显著的业绩弹性。国内电石产能逐步退出，地产需求预期向好的同时BDO贡献新兴增长点，电石有望维持高景气，给予PVC成本支撑。此外，国内外、东西部电价成本分化为氯碱行业带来套利空间。公司氯碱产业地处西部，配套完善、成本优势明显，有望受益于氯碱行业的景气上行。

**左手资源，右手新能源，公司未来成长可期。**公司具备充足的磷矿、煤炭、电石等资源型化工品储备，同时立足区位优势继续向下游新能源、新材料产业链延伸。在西部，公司以极强的资源和成本优势构筑了氯碱化工产业链；在湖北宜昌，预计公司将持续打造磷氟精细化工产业链，持续向新能源产业切入转型。

### 关键假设、估值与盈利预测

我们对公司2022-2024年盈利预测做出如下假设：

1. 化肥板块：1) 尿素：预期2022-2024年公司尿素销量为148.96/148.96/148.96万吨，单吨均价分别为2676/2569/2523元/吨，毛利率分别为38.76%/36.20%/35.04%；2) 磷酸二铵：预期2022-2024年公司磷酸二铵销量为138.60/138.60/138.60万吨，单吨均价分别为4870/4472/4472元/吨，毛利率分别为33.23%/29.27%/28.50%。
2. 氯碱板块：1) PVC：预期2022-2024年公司PVC销量为75.59/75.59/75.59万吨，单吨均价分别为7599/7964/7964元/吨，毛利率分别为14.93%/19.98%/19.98%；2) 烧碱：预期2022-2024年公司烧碱销量分别为58.59/58.59/58.59万吨，单吨均价分别为3728/3539/3539元/吨，毛利率分别为37.78%/34.97%/34.97%。
3. 在建项目：1) 磷酸铁（与宁德时代合作）：预期2023-2024年销量分别为10/30万吨，单吨均价分别为17000/15000元/吨，毛利率分别为40%/30%；2) 硫酸镍：预期2023-2024年公司硫酸镍销量分别为7/20万吨，单吨均价分别为50000/40000元/吨，毛利率分别为50%/45%；3) 磷酸铁（与史丹利合作）：预期2023-2024年销量分别为4/15万吨，单吨均价分别为17000/15000元/吨，毛利率分别为40%/30%。

预计公司2022/2023/2024年可分别实现营收224.31/225.67/250.68亿元，实现归母净利润31.49/33.23/38.05亿元，对应EPS分别为3.51/3.70/4.24元，对应当前PE分别为6.6x/6.3x/5.5x。参考可比公司估值，同时考虑到公司远期成长性及其向下游新兴领域切入的潜力，给予公司2022年9倍目标PE，对应目标价31.59元，首次覆盖，给予“强推”评级。

# 目 录

一、三大主业并行发展，涅槃重生力谱新篇.....	6
（一）公司历史悠久，三大化工产业链协同发展.....	6
（二）行业景气周期向上，公司业绩触底反弹.....	7
（三）内部治理改善显著，产品结构持续丰富.....	9
（四）国资背景加持，核心管理层经验丰富.....	12
二、化肥行业景气高企，公司业绩弹性显著.....	13
（一）粮食价格上行拉动化肥需求提升.....	13
（二）短期俄乌冲突影响全球化肥供给，长期国内供给格局持续优化.....	14
（三）公司化肥盈利向好，磷铵出口利润空间大，法检则有望延长行业景气.....	16
三、稳经济下氯碱行业复苏在即，公司产业链配套完善.....	17
（一）电石资源化属性进一步加强，给予 PVC 强成本支撑.....	17
1、限塑令颁布，BDO 在建产能众多，电石需求端出现新兴增长点.....	17
2、政策保障地产稳定发展，提振 PVC 需求.....	18
3、能耗双控背景下电石产能持续退出，公司电石配套完善，资源端优势明显.....	19
（二）烧碱：中期供需格局将呈现紧平衡状态.....	19
1、烧碱产能增长趋稳.....	19
2、氧化铝未来 2 年扩产提速.....	20
（三）氯碱行业国内外价差拉大，预期出口向好拉动景气向上.....	21
四、立足宜昌，地理位置+政商环境优越，享受新能源发展红利.....	22
（一）宜昌具备优异的资源、地域、政商环境.....	22
（二）立足宜昌，公司充分布局新能源领域.....	23
（三）公司与宜昌共同成长，政府大力支持保障公司转型发展.....	23
五、新疆宜化资源禀赋突出，公司潜在发展动力充足.....	24
六、盈利预测及估值.....	25
（一）盈利预测.....	25
（二）相对估值及目标价格.....	26
（三）投资建议.....	27
七、风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	公司产能及相关配套情况	7
图表 3	公司营收和净利润复盘（1993~2022Q1）	8
图表 4	公司毛利率和净利率复盘（1993~2022Q1）	8
图表 5	公司 2022Q1 营收同比+55.10%	9
图表 6	公司 2022Q1 归母净利润同比+200.65%	9
图表 7	公司现金流量净额变化（亿元）	9
图表 8	公司费用率及减值损失率走势	9
图表 9	公司环保相关研发项目	10
图表 10	公司资本支出变化情况	11
图表 11	公司投资活动现金流量净额变化	11
图表 12	湖北宜化出售/交易子公司股权统计（2018 年至今）	11
图表 13	公司期间费用率持续优化	11
图表 14	公司资产负债率持续向好改善	11
图表 15	公司年度营收拆分	12
图表 16	公司年度毛利润拆分	12
图表 17	公司管理层简介	12
图表 18	公司股权结构	13
图表 19	农产品现货价格上涨至近 10 年高位（元/吨）	14
图表 20	全球粮食价格指数及北美化肥价格指数变化	14
图表 21	国内化肥库存处于低位	14
图表 22	单质肥价格持续上涨	14
图表 23	全球磷酸二铵及氮肥出口量分布	15
图表 24	国内尿素产能和产量	15
图表 25	国内磷酸一铵产能和产量	15
图表 26	国内磷酸二铵产能和产量	15
图表 27	磷酸二铵国内外价差位于高位	16
图表 28	尿素国内外价差波动较大	16
图表 29	国内磷酸二铵出口量变化	16
图表 30	国内尿素出口量变化	16
图表 31	国内 BDO 价格及价差走势	17
图表 32	近两年国内或将新增 485.2 万吨 PBAT 产能	17

图表 33	房地产新开工和竣工面积均有所下滑	18
图表 34	PVC 价格及价差变化（元/吨）	18
图表 35	年内房地产相关刺激政策	18
图表 36	电石产能陆续退出	19
图表 37	国内烧碱产能及产量变化	20
图表 38	国内氧化铝产能及产量变化	20
图表 39	烧碱价格变化	20
图表 40	国内烧碱开工率维持高位	20
图表 41	当前国内外价差较大的化工品	21
图表 42	PVC 及烧碱出口量逐步提升	22
图表 43	宜昌市新能源项目统计	23
图表 44	公司新能源方向的合作布局	23
图表 45	公司未来主要产能增量集中在新能源新材料方向	24
图表 46	新疆宜化现有产能及相关配套情况	25
图表 47	公司业绩拆分及预测	26
图表 48	可比公司估值比较	27

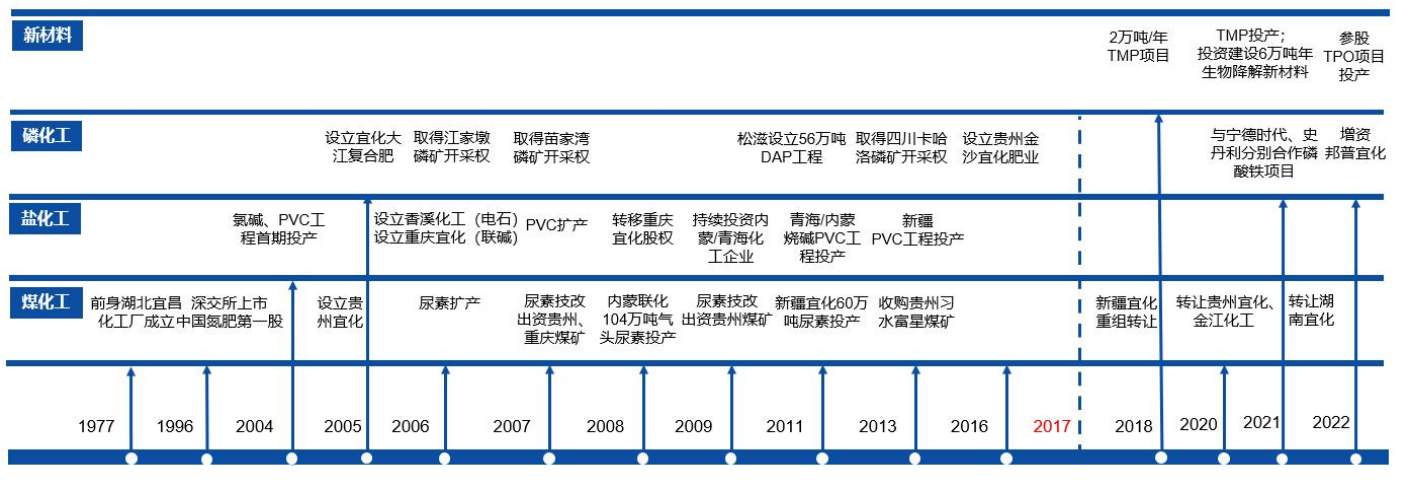


## 一、三大主业并行发展，涅槃重生力谱新篇

### （一）公司历史悠久，三大化工产业链协同发展

公司前身湖北宜昌化工厂成立于1977年，至今已有45年历史，地方政府背景深厚，其发展可大致分为五个阶段：1997年至2000年公司专注氮肥产业，实现“从零到一”的突破，1977年初建厂时公司仅有年产一万吨合成氨设计产能，依靠自主高速发展，化肥生产链条逐渐延长。1996年公司深交上市，成为中国氮肥第一股，是当之无愧的新中国化工企业发展标杆。2000年至2009年是公司的协同成长期，在高速发展的同时公司确立自身产业布局，以尿素起家，不断整合行业上下游资源，氮肥、氯碱、磷肥三大产业链并行发展。2009年至2013年是公司的产能扩张期，公司持续向西部扩张，新增产能成本优势显著，营收与利润达到历史高点。2013年至2017年，公司业绩发展遇到瓶颈。供给侧改革下产能出清，增长停滞，2016、17年连续两年亏损。2017年公司重要子公司新疆宜化发生“7.26”安全事故，被迫剥离于上市公司业务。

图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告，华创证券

从1996年上市开始，公司依靠并购和自主建设持续扩张产能。2005年公司实现尿素65万吨/年、季戊四醇6.5万吨/年、聚氯乙烯及烧碱12万吨/年的生产规模，2016年产能达峰，实现尿素320万吨/年、磷酸二铵126万吨/年、聚氯乙烯84万吨/年的规模。2017年的安全事故成为公司步伐暂停，冷静思考的拐点。自此以后，公司持续剥离不良资产，至暗时刻精简业务，同时投资新材料、高端化学专用品产业，静待周期反转下优质产能兑现。到2020年公司传统主营产品产能已回落至尿素156万吨/年，磷酸二铵126万吨/年，聚氯乙烯84万吨/年，新材料方面投产TMP产能2万吨/年，TPO产能1000吨/年，在建产能集中在新能源新材料方向，主要包括与宁德时代合作的30万吨/年磷酸铁、20万吨/年硫酸镍（参股35%）项目，6万吨生物可降解新材料项目，与史丹利合作建设的磷酸铁项目等。

**图表 2 公司产能及相关配套情况**

产品	子公司	产能	权益	权益产能	备注
PVC	太平洋热电	12	75%	9	外购电石
	太平洋化工	12	75%	9	外购电石
	内蒙宜化	30	100%	30	自备电石+联产 24 万吨烧碱
	青海宜化	30	99%	30	自备电石+联产 24 万吨烧碱
	新疆宜化	30	20%	6	自备电石+联产 24 万吨烧碱
	<b>合计</b>		<b>114</b>		<b>84</b>
烧碱	内蒙宜化	24	100%	24	自备电石+联产 24 万吨烧碱
	青海宜化	24	100%	24	自备电石+联产 24 万吨烧碱
	新疆宜化	24	20%	5	自备电石+联产 24 万吨烧碱
	宜昌厂区	15	75%	11	外购电石
	<b>合计</b>		<b>87</b>		<b>64</b>
尿素	内蒙联化	104	51%	53	气头尿素
	新疆天运	52	100%	52	气头尿素
	新疆宜化	60	20%	12	自备 40 万吨合成氨
	<b>合计</b>		<b>216</b>		<b>117</b>
磷酸二铵	宜化肥业	66	67%	44	
	松滋肥业	60	67.6%*51%=34.5%	21	
	<b>合计</b>		<b>126</b>		<b>65</b>
三聚氰胺	新疆宜化	8	20%	1.6	
磷矿石	江家墩矿业	30	35%*68%=21.6%	6.5	此外 150 万吨在建
保险粉	湖北宜化	8	100%	8	
季戊四醇		6	100%	6	
煤炭	新疆宜化	2000	20%*53%=10.6%	212	
TMP	宜化新材料	2	67%	1.3	
TPO	有宜公司	0.1	34%	0.03	与深圳有为技术合作项目
PBAT	湖北宜化降解新材料	6	100%	6	
磷酸铁	邦普宜化	30	35%*68%=23.8%	7	与宁德时代合作项目，在建
	松滋史丹利宜化新材料	20	35%*34.5%=12.1%	-	与史丹利合作项目
硫酸镍	邦普宜化	20	35%*68%=23.8%	5	与宁德时代合作项目，在建

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

注：公司持有太平洋热电股权 75%，控制权 100%；新疆宜化持有煤炭公司 53%股权；宜化肥业参股邦普宜化 35%、公司持有宜化肥业 67.57%。

## （二）行业景气周期向上，公司业绩触底反弹

公司基本面发展大致可分为 4 个阶段：

1) 1993 到 2007 年，公司逐渐构建起三大产业链的雏形，营收大幅增长，1993 年到 2007

年营收 CAGR 达 130.84%，2004 年以前，公司主要的利润来源为尿素产品，聚氯乙烯和磷酸二铵分别于 2004 年和 2006 年开始贡献营收，公司得以摆脱单一的产品结构；

2) 2008 年到 2012 年，公司通过不断地上新产能和并购投资，完善和延伸三大产业链，资本支出上行，公司利润也在产能扩张中不断增加，在 2012 年迎来 8.66 亿元的峰值。期间公司毛利率、期间费用率分别稳定在 20%、15% 左右。化肥业务受公司的西部扩张战略推动，毛利率震荡上行 5 个百分点；PVC 业务则受产能过剩，下游房地产市场低迷等因素削弱，毛利率从 08 年的 19.18% 跌至 12 年底的 2.23%；

3) 2013 年到 2017 年，公司业务增长进入瓶颈期。生产端，产能扩张节奏放缓，资本支出从 2012 年顶点的 52.90 亿元下滑至 2017 年的 11.17 亿元。市场端，化肥补贴退潮，2016 年化肥优惠电价取消，增值税恢复征收，运输价格优惠政策取消，环保管控趋严，公司化肥业务毛利率在 16-17 年跌至谷底，即使 PVC 业务在 13 年至 16 年间回暖，毛利率上行明显，也难以挽救整体颓势。2017 年 7 月 26 日，公司重要利润来源子公司新疆宜化发生爆炸事故，公司业绩受到巨大影响。

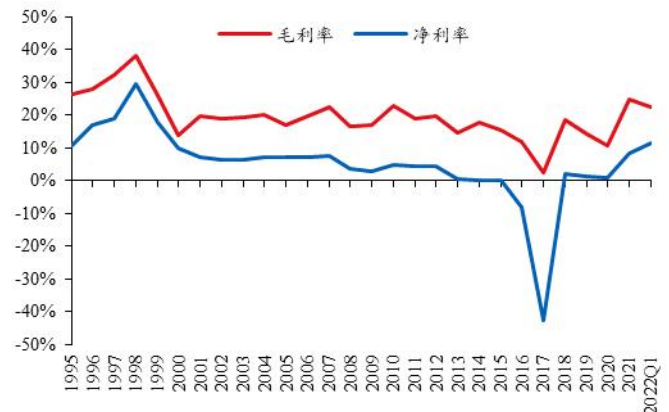
4) 2018 年以后，公司重整旗鼓，爆炸事故成为公司的改革契机。2018 年，公司与国资背景集团进行资产重组，出售 80% 新疆宜化股权，核心子公司脱离上市公司层面，业绩成功扭亏为盈。2017 年至 2022 年一季度公司盈利状况持续向好发展，营收和归母净利润在 2021 年均反弹至历史最高点：从 2017 年 -50.91 亿元的亏损，到 2021 年实现历史盈利高点 15.69 亿元。2022 年一季度公司延续 2021 年的恢复性增长趋势，实现营收 55.24 亿元，同比增长 55.10%；归母净利润 6.38 亿元，同比增长 200.65%。

图表 3 公司营收和净利润复盘（1993~2022Q1）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

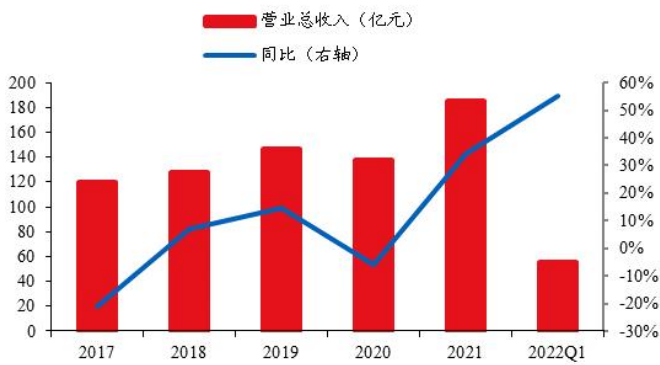
图表 4 公司毛利率和净利率复盘（1993~2022Q1）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

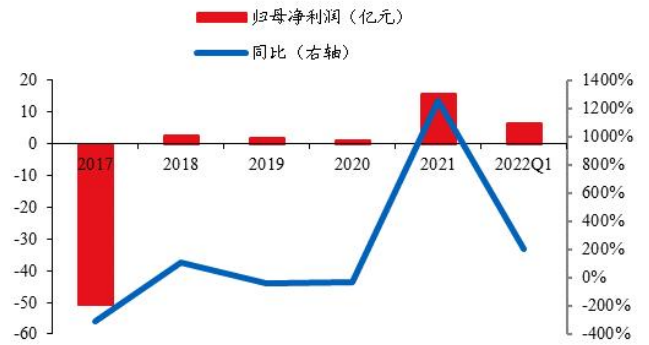


图表 5 公司 2022Q1 营收同比+55.10%



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 6 公司 2022Q1 归母净利润同比+200.65%



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

### （三）内部治理改善显著，产品结构持续丰富

作为地方国企，公司在中国化工行业大发展的黄金年代中选择了高杠杆快速扩张，成就了公司自 2001 年营业收入 3.94 亿元增长至 2012 年 193 亿元的神话。然而在粗犷的发展中没有做好内部管理和节能降耗也为公司埋下隐患。自 2012 年开始，化工大周期下行，公司无力抵御下行风险，高成本高杠杆致使诸多隐患暴露，业绩下行。2017 年，伴随着新疆宜化因事故停产，公司和宜化集团均陷入至暗时刻，宜昌市政府接管，高层换血。

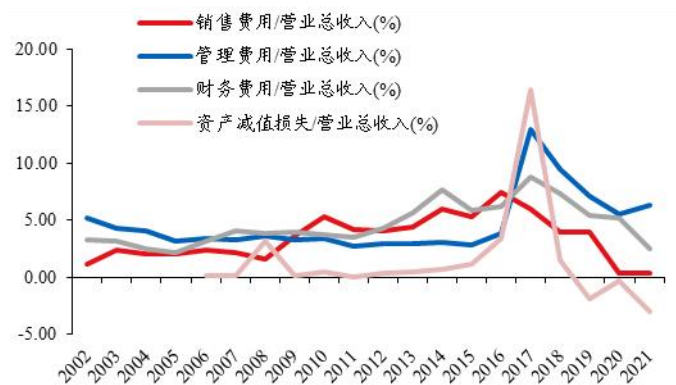
得益于政府部门的大力支持，公司在巨亏之下留得生机，自 2018 年开启改革新征程，内部治理效果显著。其一，公司的安全环保意识显著增强。自 2018 年以来，公司不断完善安全生产体系。截至 2021 年底，已有 9 家子公司取得二级安全生产标准化证书，生产事故频率降低明显的同时安全制度建设仍有完善空间。环保方面，相比 2008 年至 2017 年以来几乎为零的环保设施更新，公司体现出更为积极的态度，主动开展多项环保相关研发，同时投身到长江沿岸磷化工整治等工程中，2019 年公司全年环保投入约 1.03 亿元。

图表 7 公司现金流量净额变化（亿元）



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 8 公司费用率及减值损失率走势



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

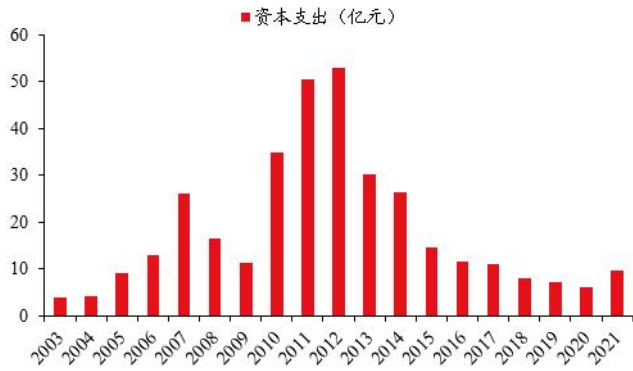
**图表 9 公司环保相关研发项目**

主要研发项目名称	项目进展(截至2021年底)	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
重点行业汞污染减排关键技术开发与应用项目	正在研发,尚未结束	年均可减少汞触媒用量约 40 吨,减少汞用量 16.2 吨/年,汞排放量 14.4 吨/年	节能降耗
电石法氯乙烯合成使用低汞触媒技术研发	完成	通过工艺改造、设备改型、工艺路线的探索改进、优化管理细节,在没有增加厂房、装置、设备数量的情况下,将高汞触媒分阶段逐步替换为低汞触媒,并能稳产。通过改造清浄工序流程,降低二塔出口有效氯含量在 0.2%以下、PH 值 6 以上,清浄后硫、磷含量合格率 99.999%;氯化氢干燥活化工艺投运后,触媒活性大大提高,触媒转化率提高 4%-6%;触媒翻倒工艺由两段改为三段后,触媒使用寿命增加 1500 小时;通过转化器改型,降低触媒使用温度 18℃,大大降低触媒升华流失,并有效延长触媒寿命约 800-1200 小时	本项目的研究提高了低汞触媒利用率,降低了企业的生产成本,而且能积极推进降汞减排工作
磷化工综合废水深度处理与回用关键技术研发	正在研发,尚未结束	通过本项目的研究实现磷资源、氟资源综合利用,回收率达到 85%,处理后的废水送到磷铵分厂作为生产用水循环使用,从而达到节能减排的目的,水资源回用率达到 80%,富余部分水资源经过污水处理站处理将废水中有害因子降到城市污水处理标准:PH: 7、氟含量≤9mg/L、总磷≤5mg/L、氯离子≤500mg/L、氨氮≤15mg/L	该项目开辟含酸性磷废水治理的新路线,节约资源,产生巨大的经济效益和社会效益,极大提升了磷化工企业的可持续清洁发展和新产品工艺开发,为国家磷化工产业的清洁环保发展提供技术支持
超低汞触媒研发项目	正在研发,尚未结束	项目经技术研发并应用于生产投产后吨 PVC 单质汞消耗可由现在的 39g 降低到 35g,减少汞单质 1.2 吨,折合氯化汞触媒约 38 吨,同时实现循环利用	解决公司环保问题
工业固体废弃物减量化技术研究与应用项目	正在研发,尚未结束	每年可节约一次水消耗 155294t,可综合利用结晶盐废固 3889t,每年产生元明粉 3508t	节能降耗
VCM 工段脱盐废水处理工艺技术研究与项目	正在研发,尚未结束	年可回收废水 96 万吨	节能降耗

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

其二,公司稳定发展节奏,主动剥离不良资产,降低资产负债率,进而持续优化财务费用支出。2018 年之后公司停止盲目扩张,保持稳定且较低水平的资产支出。据 wind 公开并购记录统计,公司 2018 年以来共计出售及交易相关子公司股权 11 次。2018 年公司投资活动产生的现金流量净额首次转正,2021 年正流入 10.61 亿元,创下 2003 年以来历史新高,当年收回投资取得的现金 17.76 亿。2022 年一季度公司资产负债率 78.51%,相较 2017 年最高点下降 16.67 个百分点;财务费用率为 1.41%,相比 2017 全年下降 7.40 个百分点,相比 2016 年下降 4.77 个百分点。

图表 10 公司资本支出变化情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 11 公司投资活动现金流量净额变化



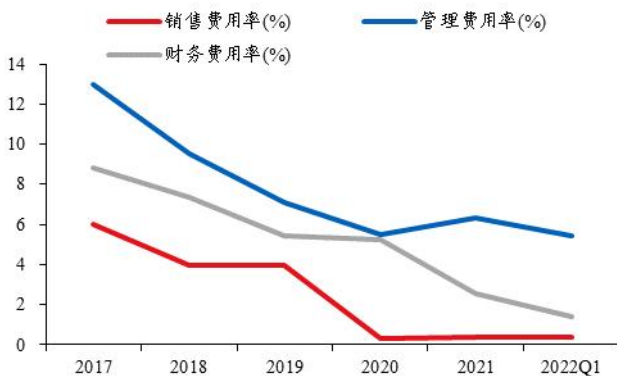
资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 12 湖北宜化出售/交易子公司股权统计 (2018 年至今)

最新披露日期	交易标的	交易买方	交易总价值 (亿元)
2022-05-24	香溪化工债权	待定	0.14
2022-05-24	松滋肥业 49%股权	史丹利	5.40
2022-03-16	华瑞矿业 18.5%股权	四川佰瑞德矿业有限责任公司	0.32
2021-08-21	湖南宜化 100%股权	宜化集团	关联方交易
2021-06-10	贵州金江化工 100%股权	贵州金沙窖酒酒业有限公司	0.16
2021-06-10	内蒙古宜化矿业投资开发 100%股权	党永刚, 王文利	0.42
2020-06-11	贵州宜化 100%股权	宜昌市京宜投资有限公司	0.75
2020-04-29	宜化肥业 32.43%股权	宜化新动能	3.00
2019-11-30	新宜矿业 60%股权	正佳能源	1.36
2019-04-04	宜昌嘉英 100%股权	宜昌中鑫	-
2018-06-16	新疆宜化 80.10%股权	宜昌新发产业投资有限公司	10.40

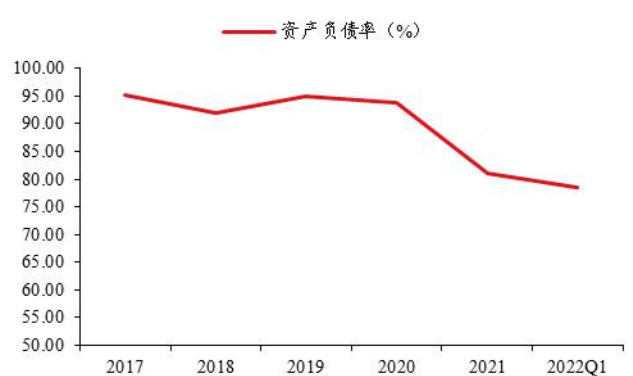
资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 13 公司期间费用率持续优化



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

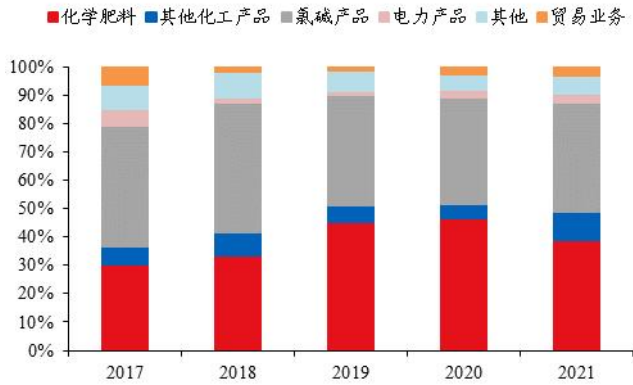
图表 14 公司资产负债率持续向好改善



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

公司在三大化工产业链布局的主营产品分别为尿素（煤化工），磷酸二铵（磷化工），PVC和烧碱（氯碱化工）。按营收划分，2021年度化学肥料（主要产品为尿素和磷铵）占总收入的40.15%，氯碱产品（主要产品为PVC和烧碱）占39.54%。按毛利划分，2021年度化学肥料占总毛利的50.88%，氯碱产品占32.17%，自2018年以来，三大化工产业链齐头并进，其中化学肥料产品是公司最为稳定和核心的利润来源。

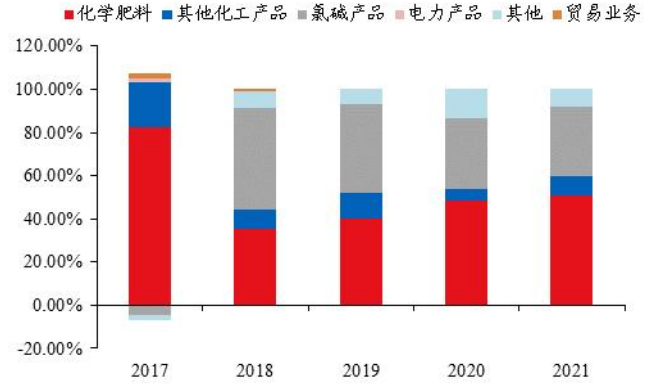
图表 15 公司年度营收拆分



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

注: 氯碱产品=报表口径中烧碱+聚氯乙烯+氯碱产品

图表 16 公司年度毛利润拆分



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

#### (四) 国资背景加持，核心管理层经验丰富

公司核心管理层深耕公司内部管理多年，核心管理层大多数具有湖北宜化集团工作经历，与集团共成长。现任董事长卞平官先生具有华中科技大学工商管理硕士学历，曾担任宜化集团内部多处要职。除强炜先生持有公司股份 5.37 万股外，公司核心管理层均不持有公司股份。公司实控人为宜昌国资委，持有公司大股东湖北宜化集团有限责任公司 100% 的股份。

图表 17 公司管理层简介

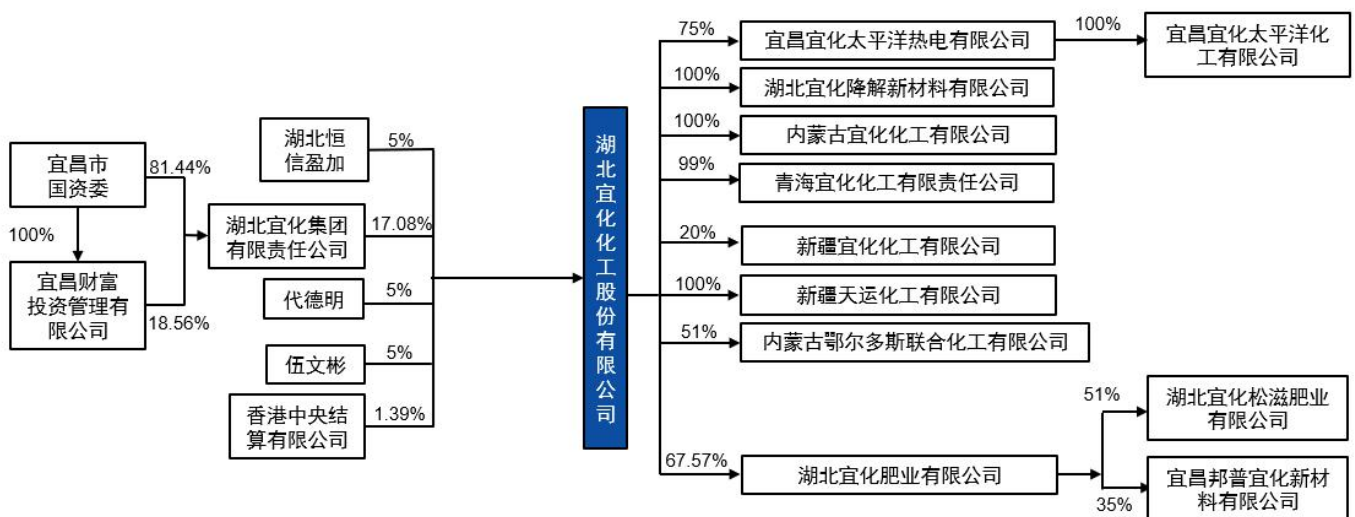
姓名	职务	学历	出生年份	工作经历
卞平官	董事长，董事	硕士	1971	曾任湖北宜化化工股份有限公司党委书记、总经理，湖北宜化集团有限责任公司党委委员，湖北宜化集团有限责任公司党委副书记；内蒙古宜化化工有限公司董事长，总经理。现任湖北宜化集团有限责任公司党委委员、副总经理，湖北宜化化工股份有限公司党委书记、董事长。
强炜	董事	本科	1966	曾任湖北宜化集团有限责任公司法律顾问处主任，集团办公室主任，总经理助理，湖北宜化化工股份有限公司董事会秘书。现任湖北宜化化工股份有限公司董事。
张忠华	董事	专科	1962	曾任湖北宜化化工股份有限公司党委书记，董事长。现任湖北宜化集团有限责任公司党委委员，职工董事，副总经理，湖北宜化化工股份有限公司董事。
郭锐	董事，总经理	本科	1980	化工中级工程师。曾任湖北宜化化工股份有限公司党委委员，保险粉分厂厂长，副总经理。现任湖北宜化化工股份有限公司党委副书记，董事，总经理。
陈腊春	董事	本科	1968	曾任湖北宜化集团有限责任公司总经理助理，安全环保监察部部长。现任湖北宜化集团有限责任公司安全总监，安全环保监察部部长。
黄志亮	董事	本科	1982	曾任湖北宜化集团有限责任公司生产服务部总经理。现任湖北宜化集团有限责任公司副总工程师，规划发展部部长。



揭江纯	董事	本科	1973	曾任湖北三环科技股份有限公司总经理助理。现任湖北宜化集团有限责任公司总经理助理。
廖辞云	财务总监	本科	1982	重庆工商大学金融学专业，本科学历，高级国际财务管理师，税务师，会计师。曾任重庆湘渝盐化股份有限公司党委委员，副总经理，湖北宜化集团财务部副部长。现任湖北宜化化工股份有限公司财务总监。
王凤琴	董事会秘书	硕士	1979	德国斯图加特公立大学企业管理学，国民经济学，语言学专业，曾任湖北三峡旅游集团股份有限公司办公室副主任，证券事务部部长兼证券事务代表。2011年12月取得深圳证券交易所董事会秘书资格证书。现任公司董事会秘书，兼任民革宜昌市委第八届委员会副主委，政协宜昌市第七届委员会常务委员。
朱月	总工程师	硕士	1984	浙江大学化学工程专业，研究生学历，一级消防工程师，中级工程师。曾任湖北宜化化工股份有限公司党委委员，技术总工程师。现任湖北宜化化工股份有限公司党委委员，公司总工程师。

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 18 公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

## 二、化肥行业景气高企，公司业绩弹性显著

当前粮价高位驱动化肥行业需求提升，同时短期地缘紧张态势叠加国内出口法检限制使得化肥供给趋紧，另有能源价格上涨催化化肥成本上行。而从长期看，国内化肥“零增长”及磷化工供给侧改革推进使得行业竞争格局持续向好。在供需双驱动下，我们判断此轮化肥景气周期有望维持1-2年。公司具备156万吨尿素和126万吨磷酸二铵产能。其中尿素产能地处新疆和内蒙，具备原料成本端优势；磷酸二铵产能地处湖北，靠近磷矿资源端的同时，交运优势显著。公司充足的化肥产能有望充分受益于此轮高景气周期。

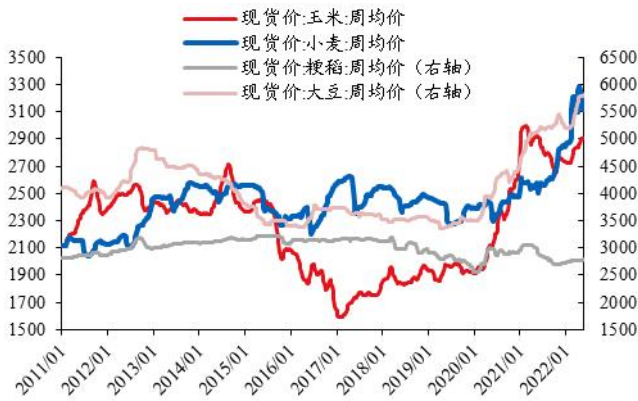
### （一）粮食价格上行拉动化肥需求提升

通胀压力叠加全球粮食供给紧张，全球粮价自2020年进入新一轮上行周期。当前国内农产品现货价格已触及十年来高位，而海外粮食及化肥价格指数已超过2008年高点。在粮



价上涨的背景下，农民对未来种植预期提高，同时手头周转现金增加，故种植积极性及农资使用意愿增强，进而拉动化肥需求增长。同时，当前国内外化肥库存低位，而海外施肥旺季及国内秋季备肥季即将到来，库存低位叠加农民需求提升，我们预期化肥行业高景气有望延续 1-2 年。

图表 19 农产品现货价格上涨至近 10 年高位（元/吨）



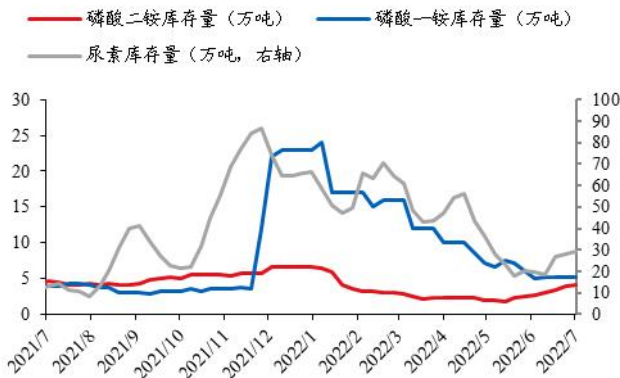
资料来源：Wind，华创证券

图表 20 全球粮食价格指数及北美化肥价格指数变化



资料来源：FAO，华创证券

图表 21 国内化肥库存处于低位



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 22 单质肥价格持续上涨



资料来源：百川盈孚，隆众化工，华创证券

## （二）短期俄乌冲突影响全球化肥供给，长期国内供给格局持续优化

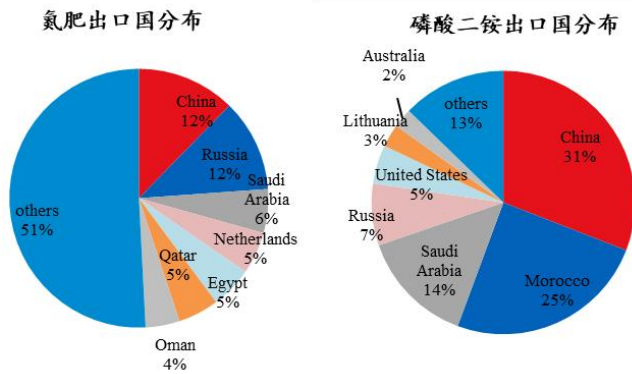
**俄乌局势加剧短期化肥供应紧张。**自 2022 年 3 月开始欧美对俄罗斯开启强硬制裁。3 月 2 日，欧盟宣布全面禁止进口白俄罗斯钾肥，此后针对俄罗斯主要化肥企业的制裁不断出台，其中包括俄罗斯磷肥、氮肥生产企业 Phosagro 和 Eurochem。在此影响下，氮磷钾三种化肥供应均受到不同程度的影响，其中钾肥受到影响最大，白俄罗斯及俄罗斯合计出口占全球贸易流通量的 40%。磷肥方面，据 IFA 统计，2019 年俄罗斯磷产品（以 P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> 计，包括磷矿石、磷肥、磷酸等）产量占全球总磷产品产量的 8%；据 UN comtrade 统计，2020 年俄罗斯的磷酸二铵出口金额约占全球 7%。氮肥方面，俄罗斯是世界第二大氮肥出口国，2020 年出口数量 1372.6 万吨，按出口金额约占全球的 12%。

**海外能源成本上行对化肥供应的影响同样值得重视。**2021 年以来通胀及海外能源的供应短缺持续推升电价，欧美主要经济体工业电价水平均大幅提高。当前欧洲工业电价约 2-3

元/度，而国内东部电价约 6-8 毛/度，西部电价更低仅约 2-3 毛/度。海外电价上涨使得高电耗的化工品成本拉升，而化肥产品中磷铵与氮肥均为高耗能产品，故海外化肥企业或受限于高能源成本而降低开工，进而加剧化肥供应紧张。从这一角度出发，我们认为化肥中短期既受限于地缘因素，也受限于能源因素，在此影响下未来 1-2 年全球化肥供给或仍将维持紧张态势。

长期来看，供给侧改革下国内化肥产能持续出清。2015 年国内化肥行业相关补贴如用电价格优惠、运输价格优惠、增值税价格优惠等纷纷取消，叠加行业景气低谷，化肥企业业绩承压，不少中小型企业面临巨额亏损后逐步退出化肥市场，化肥产能过剩的局面得到缓解。2021 年国内尿素、磷酸一铵、磷酸二铵产量分布为 5566.34 万吨、1242.7 万吨和 1354.4 万吨，较 2017 年分别-4.31%、-46.33%、-22.73%。同时，国内磷酸一铵行业集中度提升明显，CR3 自 2016 年的 16.4% 上升至 2021 年的 30.2%。磷酸二铵则由于投资成本较高，故产能主要集中在国企，2021 年行业 CR3 高达 55%。尿素集中度低但相对稳定，2021 年 CR5 仅为 18.6%。

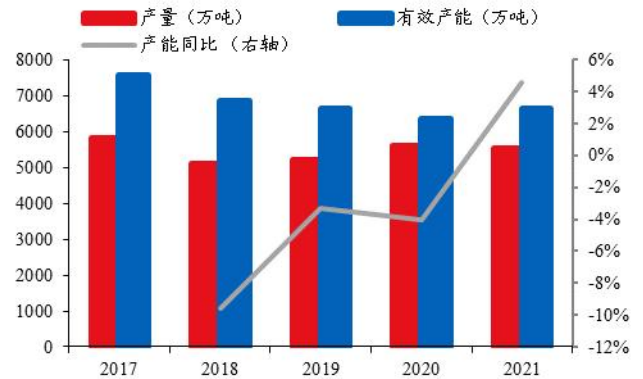
图表 23 全球磷酸二铵及氮肥出口量分布



资料来源：OEC、UN comtrade，华创证券

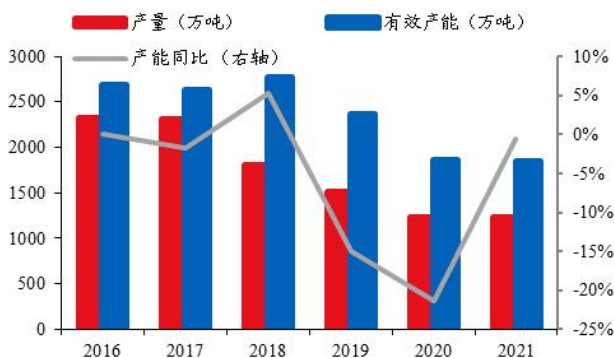
注：比例按金额计

图表 24 国内尿素产能和产量



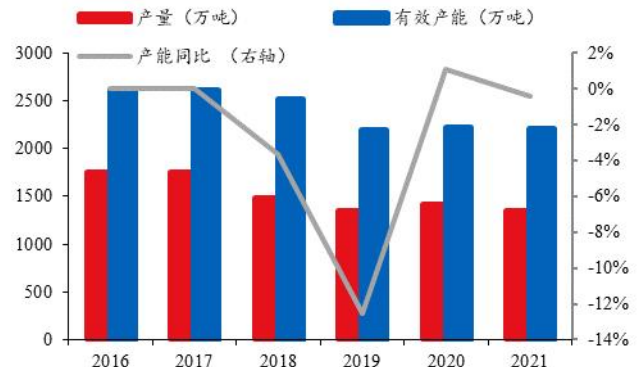
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 25 国内磷酸一铵产能和产量



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 26 国内磷酸二铵产能和产量



资料来源：百川盈孚，华创证券

（三）公司化肥盈利向好，磷铵出口利润空间大，法检则有望延长行业景气

现阶段公司具备 156 万吨尿素和 126 万吨的磷酸二铵产能，其中尿素产能分别地处新疆和内蒙，能源成本优势明显；而磷铵产品位于宜昌，在贴近磷矿资源的同时可以享受长江便捷的船运优势。公司化肥产品在此轮行业高景气周期下盈利水平较强，且仍有一定的上涨空间。同时，去年 10 月起出于保障国内化肥供应的目的，海关决定对磷铵、尿素等相关商品施行出口法检。在此背景下，从去年 10 月起磷肥、尿素出口量出现较大幅度下滑。今年 1-4 月国内磷酸二铵共出口 93.8 万吨，同比-31.7%；尿素共出口 45.24 万吨，同比-66.3%。在出口管控下，国内化肥价格上涨得到抑制的同时，海外由于供需进一步失衡，化肥价格继续冲高。当前国内外磷酸二铵价差维持在 2000 元/吨以上，未来随着国内保供压力的减轻，叠加海外地区迎来需求旺季，磷肥出口法检政策存在放松的可能，适时公司或将随着化肥的出口实现盈利水平的进一步提升。

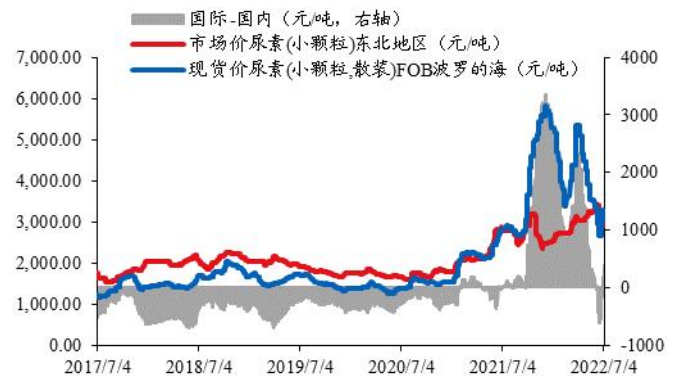
粮食危机呈灰犀牛局面下，法检有望延长行业景气度。在全球性粮食危机加剧的大背景下，国家提高对农化的重视程度，5 月 30 日的夏管肥检查标志着法检的趋严。夏管肥政策导致短期内磷肥出口低于预期。但我们认为化肥的出口利润在国内库存稳定后终究会兑现，而头部磷肥企业受益于国内价格上涨及一体化优势，在出口不畅的背景下依然能够实现较好盈利。反观一些中小企业，在出口受限的同时，其原材料采购成本快速上涨，叠加国内对于环保检查的日趋严格，盈利及生存空间受到极大挤占。因此我们认为，出口受限虽然约束了短期的利润弹性，但拉长了行业景气的持续性。

图表 27 磷酸二铵国内外价差位于高位



资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 28 尿素国内外价差波动较大



资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 29 国内磷酸二铵出口量变化



资料来源: Wind, 海关总署, 华创证券

图表 30 国内尿素出口量变化



资料来源: Wind, 海关总署, 华创证券



### 三、稳经济下氯碱行业复苏在即，公司产业链配套完善

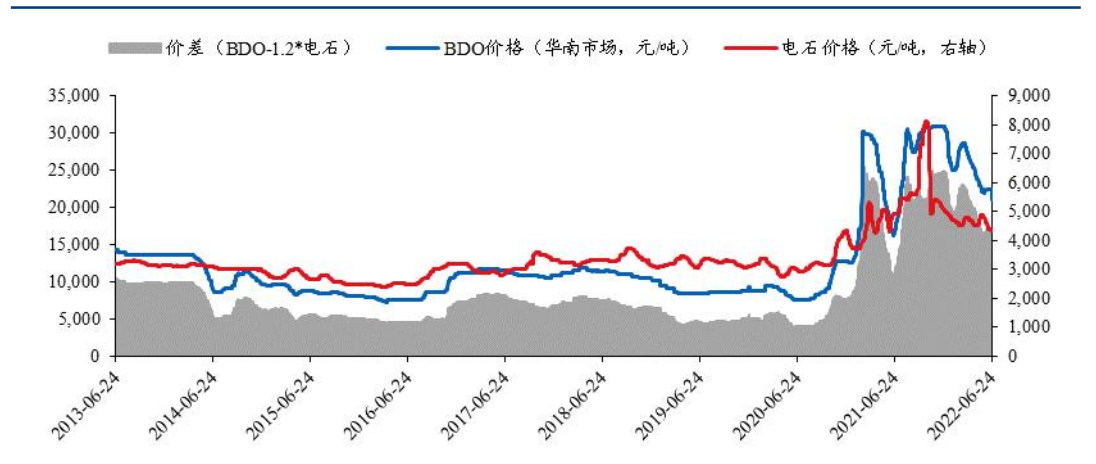
原料端，电石的资源化属性在国家节能降耗的背景下进一步加强，支撑 PVC 价格维持稳定。供给端，电石产能扩张被严格限制，未来烧碱及 PVC 产能释放节奏明显趋缓。需求端，PVC 下游房地产需求在稳经济背景下有望复苏，烧碱下游氧化铝需求提速、未来 2 年产能增速较大。我们判断中期维度上，氯碱行业供需格局持续向好，有望迎来景气的趋势向上。公司具备 84 万吨 PVC 和 64 万吨的烧碱产能，子公司内蒙宜化和青海宜化各具备 30 万吨电石产能，产业链配套完善的同时拥有地域性电力成本优势。在氯碱行业复苏的大环境下，恰逢出口套利良机，我们看好公司氯碱板块的盈利能力。

#### （一）电石资源化属性进一步加强，给予 PVC 强成本支撑

##### 1、限塑令颁布，BDO 在建产能众多，电石需求端出现新兴增长点

2020 年新版禁塑令掀起可降解塑料扩产潮，3 年内国内 PBAT 产能预计将新增 485 万吨，而远期产能规划超 800 万吨。PBAT 上游材料包括 BDO、PTA 和己二酸，由于 PBAT 的巨大需求增量，国内 BDO 在建产能同样众多。目前国内 BDO 产能有 243.4 万吨，其中 98% 产能工艺均为炔醛法（上游原料包括电石、甲醛和氢气）；在建产能约 200 万吨，其中 188 万吨为炔醛法生产。目前生产 1 吨 PBAT 的 BDO 单耗为 0.6 吨，生产 1 吨 BDO 的电石单耗为 1.2 吨，且新建 BDO 产能中炔醛法占 94%。结合以上数据，我们测算得出近 2-3 年投产的 485 万吨 PBAT 产能若全部释放将增加电石需求约 330 万吨，约为现有电石产能的 10%，在电石扩产被严格限制的背景下，预期会起到较强的需求拉动效应。

图表 31 国内 BDO 价格及价差走势



资料来源：Wind，中国氯碱网，天天化工网，华创证券

图表 32 近两年国内或将新增 485.2 万吨 PBAT 产能

企业	PBAT 在建产能 (万吨/年)	企业	PBAT 在建产能 (万吨/年)	企业	PBAT 在建产能 (万吨/年)
广安宏源科技	30	新疆望京龙新材料	120	河南恒泰源	3
重庆鸿庆达	20	金晖兆隆	12	江苏科奕莱	2.4
金发科技	18	新疆维格瑞	24	江苏和时利	1
彤程新材料	6	四川能投化学	12	宁波长鸿高分子	60
山东瑞丰	6	阳煤化工股份有限公司	50	甘肃莫高	5

山东睿安	6	内蒙古东源科技有限公司	10	浙江亿帆医药	2
万华化学（四川）	6	江苏华峰集团有限公司	30	湖北宜化	6
湖南宇新能源	6	河南鹤壁莱润有限公司	10	河南金丹科技	6
北京化工集团华腾沧州	4	新疆美克化工	6	中化学东华天业	10
浙江华峰新材料有限公司	3	广东巴斯夫有限公司	4.8		
				合计	485.2

资料来源：中国化工信息周刊，百川盈孚华创证券

## 2、政策保障地产稳定发展，提振 PVC 需求

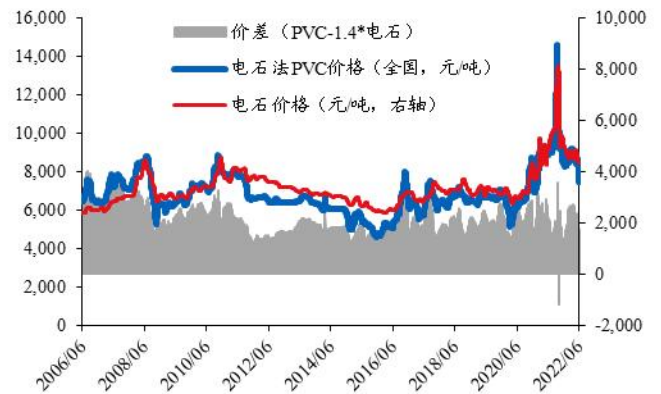
地产产业链内的建材是 PVC 最大的需求来源，故地产景气度直接决定了 PVC 下游需求强弱。2021 年，房地产新开工面积和竣工面积分别同比 2020 年下滑 11.38%，上升 11.18%。2022 年一季度，受疫情影响，房地产景气度受到较大冲击，新开工面积和竣工面积同比去年同期下降 17.49%和 11.47%。在此背景下，中央多次释放“稳增长”信号，各省也纷纷出台相关政策刺激房地产增长。据中原地产研究院统计数据显示，截止 4 月 25 日，年内已有超 80 城发布了相关政策。多个城市因城施策，发布包括公积金政策宽松、人才租房补贴等支持性政策。在政策推动下，我们预期 PVC 需求将逐步向好。此外，一些新兴应用领域如 PVC 地板、PVC 医用制品、PVC 车用制品等发展潜力同样巨大，对 PVC 需求的带动作用将逐步显现。

图表 33 房地产新开工和竣工面积均有所下滑



资料来源：Wind，国家统计局，华创证券

图表 34 PVC 价格及价差变化（元/吨）



资料来源：Wind，中国氯碱网，华创证券

图表 35 年内房地产相关刺激政策

公告日期	部门	相关政策内容
2022/5/15	央行	首套房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。以目前五年期以上 LPR 为 4.6%来计算，首套房最低利率下限为 4.4%
2022/4/29	中央政治局	有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022/4/24	住建部	要坚持底线思维，高度重视房地产领域风险，防范化解城乡建设领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线



2022/3/16	国务院金融委	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施，随后银保监会、央行、证监会和外汇局纷纷部署落实工作
2022/3/16	财政部	有关负责人就房地产税改革试点问题表示，综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
2022/3/5	两会工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022/3/4	银保监会，央行	满足新市民合理购房信贷需求，因城施策执行好信贷差别化政策

资料来源：政府官网，华创证券

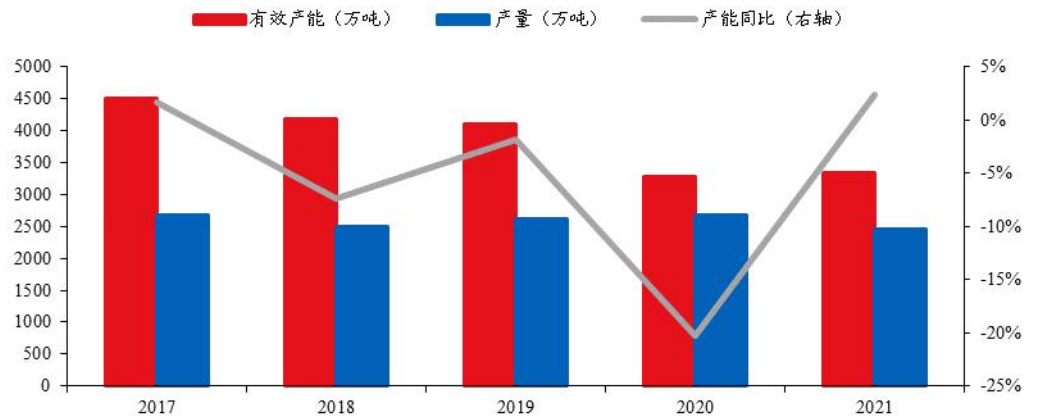
注：截至2022年5月，不完全统计

### 3、能耗双控背景下电石产能持续退出，公司电石配套完善，资源端优势明显

从供给端来看，电石作为高耗能、高排放产品，受环保限产等政策影响，产能快速下降。2016至2021年，国内电石有效产能从4429万吨下降至3348万吨。2021年，我国电石能耗控制进一步趋严，以内蒙古自治区为例，2021年2月自治区政府印发《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》，确定不再审批焦炭（兰炭）、电石、聚氯乙烯（PVC）等项目，确有必要建设的，须在区内实施产能置换和能耗减量。在行业整体有淘汰、有新增的背景下，虽近几年可能会出现新的电石装置，但均为早先批复产能，未来电石产能的增长将被严格控制，行业内部的变化主要在于PVC配套电石率的提升。

公司具备84万吨的PVC产能，其中子公司内蒙宜化、青海宜化电石产能及产业链配套完善，有电石配套的PVC产能占公司总产能的75%。从行业层面看，自备电石企业成本与外购电石企业成本差距明显，当前电石法PVC的大部分利润来源于电石端。我们认为中长期电石的产能指标将逐步演化为资源类属性，故公司的资源端优势将逐步显现。

图表 36 电石产能陆续退出



资料来源：百川盈孚，华创证券

## （二）烧碱：中期供需格局将呈现紧平衡状态

### 1、烧碱产能增长趋稳

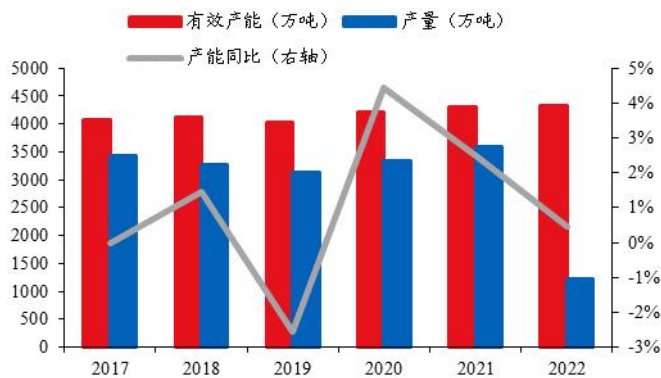
国内烧碱扩产节奏较慢且行业集中度有待提升。根据2007发改委发布的《氯碱行业准入条件》中对30万吨/年以下产能的进入限制，这部分企业应属于行业早期企业，其生产工艺和设备大概率较为老旧。在碳中和背景下，这部分高耗能、规模效益低的产能存在

进一步退出的可能。据百川盈孚统计，2022年烧碱有效产能为4328.7万吨，相比2017年的4072万吨，五年间年化增长仅为1.23%，而产量年化增长仅为1.13%。预计未来2年国内烧碱产能增速将维持在2%左右。

## 2、氧化铝未来2年扩产提速

自2015年行业供给侧改革以来，国家发布一系列电解铝、氧化铝行业的环保限产政策，严控电解铝产能增长，导致电解铝及氧化铝产能、产量增长均有所放缓，2015-2020年国内电解铝产能年化增长为5.0%，行业产能利用率维持85%左右。进入2021年，氧化铝受下游传统行业如房地产的景气提升拉动，叠加高端装备制造、航空航天等新兴产业对铝制品需求的提升，扩产呈明显加速趋势，全年新增产能约650万吨。预计2022年氧化铝行业将有约1000万吨产能投产，即使受全年疫情影响，假定此部分产能全部推迟至2023年投产，未来2年国内氧化铝产能增速也将达到5%以上。因此，未来2年国内氧化铝投产速度将领先于烧碱的扩产速度，考虑到当前烧碱开工已处高位，这将拉动烧碱供需格局进一步向好。

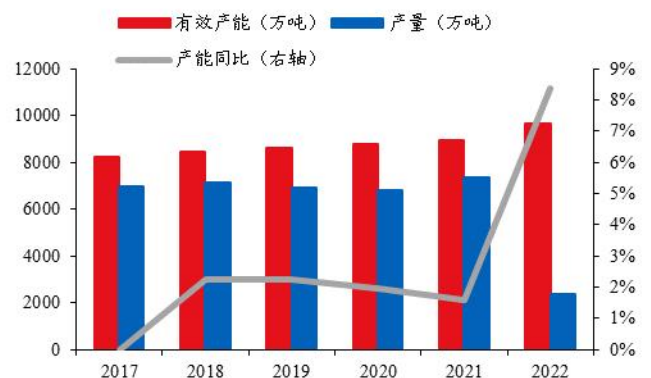
图表 37 国内烧碱产能及产量变化



资料来源：百川盈孚，华创证券

注：2022年产量为20221-4月的数据

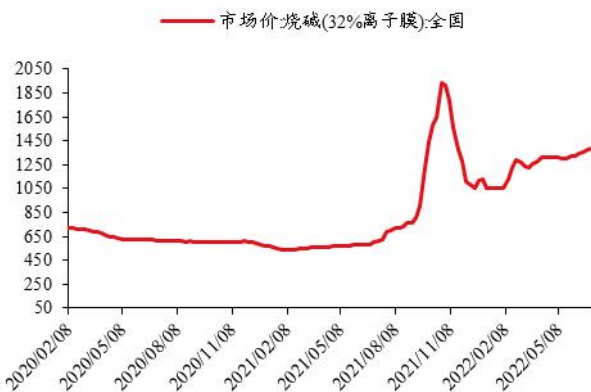
图表 38 国内氧化铝产能及产量变化



资料来源：百川盈孚，华创证券

注：2022年产量为20221-4月的数据

图表 39 烧碱价格变化



资料来源：Wind，中国氯碱网，华创证券

图表 40 国内烧碱开工率维持高位



资料来源：百川盈孚，华创证券

（三）氯碱行业国内外价差拉大，预期出口向好拉动景气向上

高电耗化工品有望享受西部地区 VS 东部地区、国内 VS 海外的电价套利。2021 年以来海外能源的供应短缺持续推升电价，全球主要国家和经济体工业电价水平均大幅提高。从欧洲各国电力交易情况来看，截至 2022 年 3 月 31 日，各主要国家拍卖电力现货均价约 307 欧元/MWh（对应国内 1.8 元/度以上），较 21 年 6 月同一时间段的日内价格 60 欧元/MWh，有超 380% 的涨幅，而瑞士、法国及比利时等国电价涨幅高达 440% 以上。在俄乌冲突后，欧洲能源供给危机更为明显，短期能源价格下行空间有限，未来两年电价或仍将维持高位。因此与海外相比，我国工业电价及发电成本具有显著优势。而从我国各省及自治区电价水平来看，西部地区资源禀赋显著，华北地区工业平均电价 0.65 元/KWh，东部地区 0.58 元/KWh，而以青海、内蒙古、云南为代表的西北及西南地区凭借低价煤炭自发电，平均工业电价保持 0.37 元/度以下，新疆电价低至约 0.31 元/度。故我们认为高耗能行业尤其是高电耗的资源化属性化工品，在当前能源价格高位震荡的背景下，有望充分享受西部地区的电价资源套利，其盈利中枢有望继续上行。

氯碱行业具备高耗电属性，国内外价差已逐步显现。电石法 PVC 单吨电耗约 7000 度，电石单吨电耗约 3500 度，烧碱单吨电耗约 2500 度，均属于“耗电大户”。当前烧碱、PVC 的中欧价差分别为 859.5 美元/吨、610.8 美元/吨，对比 2021 年 5 月分别+78%、+157%。

图表 41 当前国内外价差较大的化工品

单位：美元/吨	中国现价	欧洲现价	美国现价	中欧价差			
				现价	2022.1	2021.5	2019.5
环氧树脂(国)	3460.2	6220.3	8818.4	2760.1	2392.4	1907.1	117.7
己二酸	1752.9	4100.1	2039.3	2347.2	2703.2	134.2	528.0
己内酰胺	2184.4	3813.7	2255.0	1629.2	1680.0	259.1	121.6
PA66 (注塑)	4151.6	5751.0	4354.1	1599.4	1517.0	1260.2	308.7
PA6 (注塑)	2708.2	4235.0	4056.5	1526.8	1766.9	326.9	50.2
ABS	1954.0	3381.0	3967.2	1427.0	1367.6	110.7	
TDI	2683.0	3914.0	3968.3	1231.0	1599.5	599.7	61.2
醋酸	635.0	1796.8	1772.0	1161.8	1164.4	300.7	51.9
通用级PS	1445.0	2478.0	2510.0	1033.0	1222.5	1086.0	62.4
HIPS	1677.0	2585.0	2650.0	908.0	1399.5	774.0	93.4
PP	1146.0	2020.9	2353.6	874.9	1379.1	191.7	71.8
烧碱	686.1	1545.6	1323.3	859.5	1773.2	1183.0	115.5
LLDPE	1169.0	1967.0	1725.4	798.0	1173.7	164.1	85.9
HDPE	1093.0	1756.2	1594.6	663.2	1336.8	1061.2	45.0
PVC	1286.2	1897.0	1743.0	610.8	1246.1	237.6	48.2
PET	1287.0	1819.7	2105.4	532.7	1157.4	546.5	79.0
苯酚	1379.0	1908.0	1560.0	529.0	1327.0	716.0	91.0
LDPE	1463.0	1977.0	1749.6	514.0	1112.6	262.8	79.0

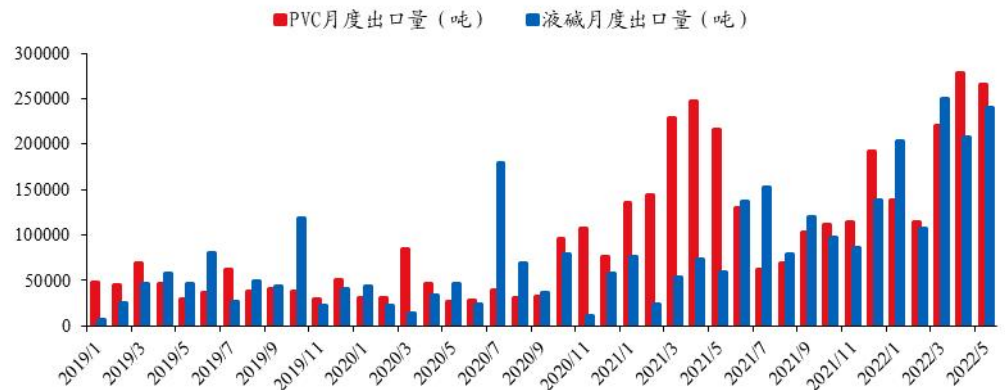
资料来源：Bloomberg，华创证券

注：现价对应 2022.5.30 日价格

出口向好有望拉动氯碱行业景气向上。5 月国内 PVC、液碱分别出口 26.60 万吨、24.05 万吨，出口呈向上趋势。我们认为在氯碱行业国内产能供给遭遇强力收缩背景下，需求端伴随国内疫情扰动后复苏及出口拉动持续向好，行业景气将持续提升。而诸如公司等西部地区布局领先、享受当地优质资源禀赋的企业，将逐步在国内其他地区或海外展现出更强的竞争优势，其盈利中枢将会在更长的时间维度内稳步上行。



图表 42 PVC 及烧碱出口量逐步提升



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

#### 四、立足宜昌，地理位置+政商环境优越，享受新能源发展红利

##### （一）宜昌具备优异的资源、地域、政商环境

公司总部宜昌是中国磷都之一，有望凭借政商环境、资源、地域等多项优势成为中国磷化工产业核心城市。1) 政府的全力支持。据《宜昌市化工产业绿色发展规划(2017~2025年)》，宜昌市化工产业2025年发展目标包括“以磷矿绿色开发产品为引领”、“形成姚家港化工园和宜都化工园为核心的绿色化工产业集群”等，依托磷化工发展新能源产业与宜昌市政府的战略利益高度相符。宜昌市政府将用最优的服务质效，换取最快的项目落地和建设速度，宁德时代邦普一体化招商项目从落户到开工仅用了52天便是优良政商环境的直接证明。2) 深厚的能源和工业基础。资源上，宜昌具备丰富的磷矿资源和磷化工基础。据百川盈孚数据，2021年全国磷矿石产量约为10271万吨，同时据宜昌市政府官网数据，宜昌约具备磷矿石年产能1000万吨，约占全国磷矿产量的10%。能源方面，宜昌背靠葛洲坝水利枢纽工程、三峡工程，被誉为水电之都，巨大的清洁能源产能可以保证其碳汇优势。3) 优越的地理位置。宜昌地处长江黄金水道中上游的分界点，原以内河航运和铁路为主，而当前正全力构建高效综合运输体系。宜昌的硫磺、镍铁矿进口极为便利，工业制成品的出口同样便利，可极大节省运输成本。宁德时代320亿的巨额投资是宜昌即将成为中国磷化工产业核心城市之一的重要信号。自2021年来，宁德时代以外的新能源玩家也纷纷在宜昌布局，各种配套产业如新能源电解液、三元前驱体、电池组装等应运而生。公司作为宜昌市工业长子，将充分受益于宜昌日益成熟的新能源产业链布局，未来可持续以“公司提供资源、合作方提供技术”的形式与下游厂家开展合作。依托磷化工发展新能源，在宜昌的产业布局有望开启公司的新一轮成长曲线。

**图表 43 宜昌市新能源项目统计**

公告时间	牵头单位/企业	新能源/外部企业	产品/项目	产能（万吨/年）	具体地址
2022-05-10	宜昌市政府	楚能新能源股份	锂电池产业园	总投资约 600 亿元	
2022-01-12		东阳光	高端电池铝箔项目	10	宜都市
2022-01-05	宜都市人民政府	新洋丰	磷酸铁锂	5	宜都化工园
2021-12-27	湖北宜化	史丹利	磷酸铁		
2021-12-16	宜昌高新管委会	贤丰控股	三元高镍前驱体	5	白洋工业园
2021-11-25	湖北宜化	宁德时代	磷酸铁	30	姚家港工业园
2021-11-08	兴发集团	华友钴业	磷酸铁锂	30	宜都市
2021-10-18	枝江市人民政府	海科集团	新能源电解液		姚家港工业园
2021-06-18	三宁化工	天赐材料	磷酸铁	30	姚家港工业园

资料来源：Wind，三峡日报，公司公告，华创证券

注：不完全统计

### （二）立足宜昌，公司充分布局新能源领域

自 2019 年以来，公司以宜昌基地为中心，在新能源方向布局频繁，凭借区位优势、资源禀赋、产能指标等优势成功与宁德时代，史丹利等达成相关合作。2021 年底，宁德时代发布公告，拟由控股子公司广东邦普及其控股子公司在湖北省宜昌市投资建设邦普一体化电池材料产业园项目，项目投资总金额不超过人民币 320 亿元。借此契机，公司成功打入宁德时代供应链，子公司宜化肥业与宁德时代子公司宁波邦普合资成立“邦普宜化”。其中宜化肥业持股比例 35%，共同负责一体化电池材料配套化工材料中的磷酸、硫酸等原料建设项目。2022 年 4 月，子公司宜化肥业以其持有的江家墩矿业 100% 股权，作价 3.97 亿对邦普宜化增资，5 月增资工作完成。公司与宁德时代的合作具有里程碑意义，一方面其证明了公司总部所在地宜昌市在发展磷化工上突出的综合实力；另一方面，它为公司提供了进军新能源产业的发展模板，是公司磷化工资源及技术实力的有力佐证。

**图表 44 公司新能源方向的合作布局**

公告时间	子公司	合作企业	内容
2022/6/29	松滋肥业	史丹利	宜化肥业和史丹利拟对松滋肥业增资共约 3.92 亿元，松滋肥业拟对史丹利宜化增资 6.993 亿元
2022/4/30	松滋肥业	史丹利	史丹利拟增资松滋肥业以持有 49% 松滋肥业股权
2022/4/21	宜化肥业	宁德时代	宜化肥业拟以其持有的江家墩矿业 100% 股权，作价 3.97 亿，对邦普宜化增资
2021/12/27	松滋肥业	史丹利	投资新建选矿、硫酸、磷酸、净化磷酸、磷酸铁、草余酸综合利用制新型肥料项目
2021/11/25	宜化肥业	宁德时代	成立邦普宜化，宜化肥业占股 35%，投资 30 万吨/年磷酸铁前驱体、20 万吨/年硫酸镍等项目

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

### （三）公司与宜昌共同成长，政府大力支持保障公司转型发展

公司大股东宜化集团是宜昌市国资委全资控股的市属重点企业。宜化集团作为宜昌市工业长子，与宜昌市共成长，是宜昌四十年来工业发展的一个缩影。四十年来宜昌市政府凝结各方资源帮助公司成长，化解公司风险，推动公司进行内部改革，宜化今日的成就离不开宜昌政府背后的大力支持。



从政府角度出发，2022年是决战决胜国企改革三年行动的收官之年，也是宜昌市化工产业绿色发展的承上启下之年，预期宜昌市政府将在持续监督公司治理改革的同时，不断推进公司与新能源企业之间的合作，加速公司绿色转型。从公司角度出发，在持续深化内部改革的同时，也切实挑起了“宜昌市工业长子”的担当。自2018年以来公司积极向下游精细化工拓展，多次开展新能源新材料方向产业投资，谋求业务转型。1)公司依托自身磷矿资源以及原有磷化工产业链与宁德时代、史丹利合作开展磷酸铁项目建设，其中与宁德时代合作的项目预计23年底投产。2)公司依托原用于PVC生产的电石产能，积极开展下游新材料投资，建设电石-BDO-PBAT产业链，自主建设6万吨/年生物可降解材料PBAT。3)公司从原有甲醇产能出发，形成甲醇-三羟甲基丙烷-光引发剂产业链，2万吨三羟甲基丙烷，1000吨光引发剂TPO先后于2021年2月、2022年1月投产。我们有理由期待公司在宜昌市政府的大力支持下，加速自身转型发展的同时和上下游形成密切绑定，未来有望成为宜昌新能源新材料产业的核心企业。

图表 45 公司未来主要产能增量集中在新能源新材料方向

	现有产能	延伸拓展产品	公告时间	合作企业	持股比例	产能(万吨/年)	公告/预计投产时间
盐化工	PVC84万吨, 烧碱64万吨	PBAT	2021/2/26	-	100%	6	2023年中
磷化工	磷酸二铵126万吨	磷酸铁	2021/10/22	宁德时代	35%	30	2023年底
		磷酸铁	2021/12/17	史丹利	65%	20	
		硫酸镍	2021/10/22	宁德时代	35%	20	2023年底
煤化工	尿素156万吨	三羟甲基丙烷	2018/11/10	-	100%	2	2021/2/18
		光引发剂TPO	2021/6/24	深圳有为	34%	0.1	2022/1/19

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

## 五、新疆宜化资源禀赋突出，公司潜在发展动力充足

宜化集团控股企业新疆宜化（上市公司参股20%）成本优势显著。1)新疆宜化两大主营产品PVC（年产能30万吨，配套电石产能60万吨）和尿素（年产能60万吨，配套合成氨产能40万吨）均具备完备的配套产能。2)丰富的矿产资源。据新疆宜化矿业（新疆宜化控股53%的子公司）官网披露，其在2013年后具备28.2亿吨露天煤炭储量，且是单一巨厚型煤层，煤质稳定，露天开采成本低，现已具备2000万吨/年原煤生产能力。3)地处西部，电力红利明显。得益于丰富的能源储备，新疆电力成本一直低于全国其他省份。同时，新疆地区充足的煤炭资源可支撑当地企业开发自备电厂，从源头解决供电紧张问题，当地自备电度电成本可低至2毛钱左右。新疆宜化现具有2×330MW自备热电厂，电力可基本实现自给。在全国供给侧改革以及能耗双控的大背景下，化工品利润持续向上游以及资源端转移，企业的一体化程度和资源禀赋的重要性日益凸显。新疆宜化紧握上游矿产资源、自备电力等核心竞争因素，盈利能力突出。

**图表 46 新疆宜化现有产能及相关配套情况**

产品	产能（万吨/年）	配套情况
PVC	30	自备电石，联产烧碱，配套电厂
烧碱	24	自备电石，联产 PVC，配套电厂
尿素	60	自备 40 万吨合成氨
三聚氰胺	8	
煤炭	2000	控股 53% 公司具备煤炭资源储量 28.2 亿吨，开采成本低

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

**上游资源转化在即，产业链布局进一步扩大。**煤炭是公司主要产品电石和尿素的核心原料，直接决定公司的盈利水平。单吨尿素生产约消耗 0.8 吨煤炭，单吨电石生产消耗 1 吨煤炭，新疆宜化矿业的资源储量和现有产能足以支撑起庞大的煤基产业链。依托丰富的资源储量，公司有望以极低成本大力发展煤化工和盐化工。据环球聚氨酯网 4 月 25 日讯，新疆宜化化工有限公司煤基化工新材料和精细化学品项目已通过备案。“十四五”期间，新疆宜化拟在新疆昌吉州准东经济技术开发区投资建设以煤制甲醇、煤制合成氨为基础，年产 5×8 万吨三聚氰胺、10 万吨 BDO 及下游 PBAT、10 万吨 DMC、20 万吨 DMF 等下游产业为核心的产业集群。项目总投资约 214.63 亿元，建设周期为 2022 年 4 月至 2025 年 12 月。随着后续新疆宜化向下游进一步延伸，其资源优势将逐步得到充分兑现，未来有望成为公司在西部地区煤化工和盐化工行业的发展核心。

## 六、盈利预测及估值

### （一）盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做出如下假设：

- 化肥板块：1）尿素：预期 2022-2024 年公司尿素销量为 148.96/148.96/148.96 万吨，单吨均价分别为 2676/2569/2523 元/吨，毛利率分别为 38.76%/36.20%/35.04%；2）磷酸二铵：预期 2022-2024 年公司磷酸二铵销量为 138.60/138.60/138.60 万吨，单吨均价分别为 4870/4472/4472 元/吨，毛利率分别为 33.23%/29.27%/28.50%。
- 氯碱板块：1）PVC：预期 2022-2024 年公司 PVC 销量为 75.59/75.59/75.59 万吨，单吨均价分别为 7599/7964/7964 元/吨，毛利率分别为 14.93%/19.98%/19.98%；2）烧碱：预期 2022-2024 年公司烧碱销量分别为 58.59/58.59/58.59 万吨，单吨均价分别为 3728/3539/3539 元/吨，毛利率分别为 37.78%/34.97%/34.97%。
- 在建项目：1）磷酸铁（与宁德时代合作）：预期 2023-2024 年销量分别为 10/30 万吨，单吨均价分别为 17000/15000 元/吨，毛利率分别为 40%/30%；2）硫酸镍：预期 2023-2024 年公司硫酸镍销量分别为 7/20 万吨，单吨均价分别为 50000/40000 元/吨，毛利率分别为 50%/45%；3）磷酸铁（与史丹利合作）：预期 2023-2024 年销量分别为 4/15 万吨，单吨均价分别为 17000/15000 元/吨，毛利率分别为 40%/30%；4）氨醇：预期 2024 年贡献毛利 2.7 个亿。
- 商贸物流业务：预期 2022-2024 年公司商贸物流业务分别实现营收 5.8/5.8/5.8 亿元，毛利率维持 13% 水平。
- 其他业务：预期 2022-2024 年公司其他业务分别实现营收 12.5/12.5/12.5 亿元，毛利率

维持 23%水平。

基于以上假设，我们预计公司 2022/2023/2024 年可分别实现营收 224.31/225.67/250.68 亿元，实现归母净利润 31.49/33.23/38.05 亿元。

图表 47 公司业绩拆分及预测

产品	项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
尿素	营业收入（百万元）	1,911	3,165	3,987	3,827	3,758
	销量（万吨/年）	148	149	149	149	149
	均价（元/吨）	2132	2629	2676	2569	2523
	毛利率	14.77%	34.91%	38.76%	36.20%	35.04%
磷酸二铵	营业收入（百万元）	4,705	4,281	6,750	6,199	6,199
	销量（万吨/年）	221	132	139	139	139
	均价（元/吨）	2129	3238	4870	4472	4472
	毛利率	9.26%	28.45%	33.23%	29.27%	28.50%
PVC	营业收入（百万元）	4,462	6,243	5,744	6,020	6,020
	销量（万吨/年）	79	80	76	76	76
	均价（万元/吨）	5671	7787	7599	7965	7965
	毛利率	8.96%	18.85%	14.93%	19.98%	19.98%
烧碱	营业收入（百万元）	838	1,089	2,184	2,074	2,074
	销量（万吨/年）	59	57	59	59	59
	均价（万元/吨）	1,423	1,897	3,728	3,540	3,540
	毛利率	9.55%	26.85%	37.78%	34.97%	34.97%
商贸物流	营业收入（百万元）	346	585	585	585	585
	毛利率	-	-	13.41%	13.41%	13.41%
其他业务	营业收入（百万元）	817	1,252	1,252	1,252	1,252
	毛利率	-	-	22.97%	22.97%	22.97%

资料来源：公司公告，华创证券

## （二）相对估值及目标价格

我们选取磷肥代表企业云天化（600096.SH）、兴发集团（600141.SH），尿素代表企业华鲁恒升（600426.SH）和氯碱行业企业氯碱化工（600618.SH）作为可比公司，给予公司相对估值。参考可比公司 2022 年市场一致预期，我们给予公司 2022 年 9 倍目标 PE，对应目标价 31.59 元。

图表 48 可比公司估值比较

代码	简称	净利润(亿)				P/E			
		TTM	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31	TTM	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31
均值		50.86	51.62	57.40	65.29	9.82	9.41	8.31	7.37
600096	云天化	47.12	53.21	56.12	61.75	14.04	12.44	11.79	10.72
600141	兴发集团	56.12	54.85	59.23	65.85	9.31	9.53	8.82	7.93
600426	华鲁恒升	81.07	77.97	83.88	98.38	7.69	8.00	7.44	6.34
600618	氯碱化工	19.12	20.47	30.39	35.19	8.23	7.68	5.18	4.47

资料来源：Wind，华创证券

注：截至 2022.7.5 收盘

### （三）投资建议

**公司三大主业并行发展，底部治理改善叠加行业景气向上。**公司氯碱化工、氮肥、磷肥三条主要产业链并行发展，同时构建了矿业、化工、化肥上下游完善的产业链体系，现有产能规模庞大。2017 年之后，公司深化内部治理和改革，伴随主营产品景气的周期向上，公司于 2021 年迎来业绩的爆发。

**预期化肥行业景气高企，氯碱行业供需向好，公司业绩弹性显著。**通胀压力叠加供给短缺推高农产品价格，进一步带动化肥行业景气上行。我们看好公司尿素和化肥的一体化优势在行业高景气下将为公司带来显著的业绩弹性。国内电石产能逐步退出，地产需求预期向好的同时 BDO 贡献新兴增长点，电石有望维持高景气，给予 PVC 成本支撑。此外，国内外、东西部电价成本分化为氯碱行业带来套利空间。公司氯碱产业地处西部，配套完善、成本优势明显，有望受益于氯碱行业的景气上行。

**左手资源，右手新能源，公司未来成长可期。**公司具备充足的磷矿、煤炭、电石等资源型化工品储备，同时立足区位优势继续向下游新能源、新材料产业链延伸。在西部，公司以极强的资源和成本优势构筑了氯碱化工产业链；在湖北宜昌，预计公司将持续打造磷氟精细化工产业链，持续向新能源产业切入转型。

**投资建议：**我们预计公司 2022/2023/2024 年可分别实现营收 224.31/225.67/250.68 亿元，实现归母净利润 31.49/33.23/38.05 亿元，对应 EPS 分别为 3.51/3.70/4.24 元，对应当前 PE 分别为 6.6x/6.3x/5.5x。参考可比公司估值，同时考虑到公司远期成长性及向下游新兴领域切入的潜力，给予公司 2022 年 9 倍目标 PE，对应目标价 31.59 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

### 七、风险提示

项目进展不及预期；国际油价大幅波动；全球疫情防控不及预期；安全环保政策变化；中美贸易争端加剧等。



**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,844	8,145	11,635	15,000
应收票据	439	390	407	492
应收账款	173	287	295	350
预付账款	221	480	437	436
存货	1,578	1,873	1,788	1,998
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	971	1,571	1,718	1,862
流动资产合计	7,226	12,746	16,280	20,138
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	109	109	576	1,486
固定资产	8,522	8,189	7,799	7,300
在建工程	903	1,003	1,128	1,228
无形资产	270	243	218	197
其他非流动资产	3,836	3,834	3,831	3,830
非流动资产合计	13,640	13,378	13,552	14,041
<b>资产合计</b>	<b>20,866</b>	<b>26,124</b>	<b>29,832</b>	<b>34,179</b>
短期借款	2,567	2,367	2,167	1,967
应付票据	1,491	2,552	2,502	2,529
应付账款	1,774	2,735	2,597	2,823
预收款项	0	0	0	0
合同负债	843	1,020	1,026	1,139
其他应付款	184	184	184	184
一年内到期的非流动负债	4,555	4,555	4,555	4,555
其他流动负债	427	728	1,409	1,612
流动负债合计	11,841	14,141	14,440	14,809
长期借款	4,554	4,054	3,554	3,054
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	502	502	502	502
非流动负债合计	5,056	4,556	4,056	3,556
<b>负债合计</b>	<b>16,897</b>	<b>18,697</b>	<b>18,496</b>	<b>18,365</b>
归属母公司所有者权益	2,408	5,079	8,402	12,208
少数股东权益	1,561	2,348	2,934	3,606
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,969</b>	<b>7,427</b>	<b>11,336</b>	<b>15,814</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,866</b>	<b>26,124</b>	<b>29,832</b>	<b>34,179</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,659</b>	<b>6,443</b>	<b>4,288</b>	<b>4,522</b>
现金收益	3,634	5,473	5,401	6,041
存货影响	-371	-295	85	-210
经营性应收影响	551	-23	298	111
经营性应付影响	-417	2,022	-188	253
其他影响	262	-733	-1,308	-1,673
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,061</b>	<b>-800</b>	<b>-1,192</b>	<b>-1,450</b>
资本支出	-108	-814	-740	-558
股权投资	44	0	-467	-910
其他长期资产变化	1,125	14	15	18
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,122</b>	<b>-1,342</b>	<b>394</b>	<b>293</b>
借款增加	-3,456	-700	-700	-700
股利及利息支付	-584	-500	-500	-616
股东融资	60	60	60	60
其他影响	-142	-202	1,534	1,549

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>18,544</b>	<b>22,431</b>	<b>22,567</b>	<b>25,068</b>
营业成本	13,978	16,209	16,415	18,359
税金及附加	113	157	158	175
销售费用	69	90	113	150
管理费用	465	561	621	752
研发费用	711	785	835	953
财务费用	472	463	462	585
信用减值损失	-80	-60	-50	-40
资产减值损失	-551	-300	-280	-250
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	103	413	931	1,429
其他收益	76	76	76	76
<b>营业利润</b>	<b>2,299</b>	<b>4,310</b>	<b>4,654</b>	<b>5,322</b>
营业外收入	80	80	80	80
营业外支出	135	135	135	135
<b>利润总额</b>	<b>2,244</b>	<b>4,255</b>	<b>4,599</b>	<b>5,267</b>
所得税	165	319	690	790
<b>净利润</b>	<b>2,079</b>	<b>3,936</b>	<b>3,909</b>	<b>4,477</b>
少数股东损益	510	787	586	672
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,569</b>	<b>3,149</b>	<b>3,323</b>	<b>3,805</b>
NOPLAT	2,517	4,364	4,302	4,974
EPS(摊薄) (元)	1.75	3.51	3.70	4.24

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	34.3%	21.0%	0.6%	11.1%
EBIT 增长率	181.6%	73.7%	7.3%	15.6%
归母净利润增长率	1,255.0%	100.7%	5.5%	14.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.6%	27.7%	27.3%	26.8%
净利率	11.2%	17.5%	17.3%	17.9%
ROE	39.5%	42.4%	29.3%	24.1%
ROIC	22.2%	31.6%	27.6%	27.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	81.0%	71.6%	62.0%	53.7%
债务权益比	306.9%	154.5%	95.1%	63.7%
流动比率	0.6	0.9	1.1	1.4
速动比率	0.5	0.8	1.0	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.7
应收账款周转天数	4	4	5	5
应付账款周转天数	48	50	58	53
存货周转天数	36	38	40	37
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.75	3.51	3.70	4.24
每股经营现金流	4.08	7.18	4.78	5.04
每股净资产	2.68	5.66	9.36	13.60
<b>估值比率</b>				
P/E	13	7	6	5
P/B	9	4	3	2
EV/EBITDA	43	28	27	24

## 能源化工团队介绍

### 组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

### 分析师：冯昱祺

伯明翰大学金融工程硕士，曾就职于神华集团，2020年加入华创证券研究所。

### 研究员：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

### 研究员：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

### 研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	包青青	高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	周玮	销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559
汪子阳		高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
江赛专		高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
汪戈		销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
宋丹琦		销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
王卓伟		销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522