

湖北宜化

# 老牌龙头迎化肥景气，新能源布局再助腾飞



**侯一林 联系人**  
化工  
SAC 执证编号: S0080122010004  
yilin.hou@cicc.com.cn



**贾雄伟 分析员**  
化工  
SAC 执证编号: S0080518090004  
SFC CE Ref: BRF843  
xiangwei.jia@cicc.com.cn

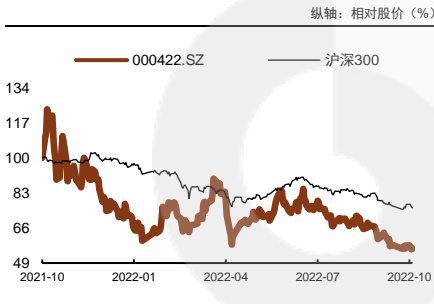


**钱孝锋 分析员**  
石油燃气化工  
SAC 执证编号: S0080521010004  
SFC CE Ref: BRE717  
xiaofeng.qian@cicc.com.cn

首次覆盖跑赢行业

股票代码 | 股票评级 | 目标价  
000422.SZ | \* 跑赢行业 | 人民币 19.80

股票代码	000422.SZ
最新收盘价	人民币 15.05
52 周最高价/最低价	人民币 35.00-14.85
总市值(亿)	人民币 135



(人民币 百万)	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	13,805	18,544	20,464	20,175
增速	-5.8%	34.3%	10.4%	-1.4%
归属母公司净利润	116	1,569	2,735	3,010
增速	-29.6%	N.M.	74.3%	10.0%
扣非后净利润	-327	1,355	2,735	3,010
增速	N.M.	N.M.	101.8%	10.0%
每股净利润	0.13	1.75	3.05	3.35
每股净资产	0.36	2.68	5.73	9.08
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.40	4.07	5.43	4.64
市盈率	116.7	8.6	4.9	4.5
市净率	41.4	5.6	2.6	1.7
EV/EBITDA	13.6	6.9	4.4	3.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	0.5%	7.3%	13.2%	13.9%
平均净资产收益率	47.0%	114.8%	72.4%	45.3%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖湖北宜化(000422)给予跑赢行业评级, 目标价 19.80 元, 对应 2022/23 年 6.5/5.9x 市盈率。理由如下:

- ▶ **公司是化肥、氯碱行业龙头之一, 积极谋求转型升级。**截至 1H22, 公司化肥拥有尿素 156 万吨、磷酸二铵 126 万吨产能, 化工板块拥有 PVC84 万吨、烧碱 68 万吨产能。2017 年子公司出现事故造成一次性重大亏损后, 公司逐步加大不良资产处置力度, 聚焦煤化工、磷化工、盐化工三大传统产业转型升级, 同时布局新材料、高端化学品等产业。
- ▶ **粮食价格处于高位, 化肥行业景气有望持续。**受长期全球通胀、能源价格高位及短期俄乌冲突影响, 粮食价格较高带动化肥需求旺盛, 供给端扩产有限, 化肥景气周期有望持续。公司磷酸二铵自备 30 万吨磷矿石配套、尿素自备合成氨配套且以气头路线为主, 成本优势有望凸显。
- ▶ **氯碱行业新进壁垒高筑, 公司一体化优势显著。**烧碱需求靠氧化铝以及长期新能源、新基建需求拉动, 我们预计未来将维持稳定增长。PVC 虽短期盈利承压, 但受限于核心原材料电石新进入壁垒高, 行业新增产能少, 我们认为随着下游地产需求逐步改善, PVC 盈利有望恢复。公司氯碱产能电石配套率高且主要基地位于西北地区, 有望依靠西部资源禀赋及产业链配套优势, 打造氯碱产品强竞争力。
- ▶ **强强联合布局新能源材料, 拓展公司成长空间。**公司与宁德时代子公司合资成立宜昌邦普宜化新材料, 规划 30 万吨磷酸铁和 20 万吨硫酸镍产能; 与史丹利拟在磷化工、新能源材料领域开展深度合作, 共同投建 20 万吨磷酸铁及配套产品, 有望拓展公司未来成长空间。

**我们与市场的最大不同?** 市场认为磷化工景气反转向下, 我们认为需求端粮食价格高位及供给端磷矿新增有限, 景气周期有望维持; 市场认为磷酸铁未来竞争激烈盈利承压, 我们认为公司具备磷矿配套优势以及提前绑定下游客户, 未来成长确定性强。

**潜在催化剂:** 化肥景气持续, 地产增速超预期, 磷酸铁、硫酸铁投产。

盈利预测与估值

我们预计公司 2022-23 年 EPS 分别为 3.05 元、3.35 元, CAGR 为 38.3%。目前公司股价对应 2022/23 年市盈率 4.9/4.5x。公司化肥、烧碱产品景气度高, 磷酸铁等新材料规划有望贡献长期成长性, 首次覆盖给予“跑赢行业”评级。采用相对估值法给予目标价 19.8 元, 对应 2022/23 年 6.5/5.9x 市盈率, 较目前有 32% 上涨空间。

风险

PVC、磷酸二铵、尿素价格不及预期, 磷矿石涨价, 磷酸铁进度不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	13,805	18,544	20,464	20,175	营业收入	-5.8%	34.3%	10.4%	-1.4%
营业成本	12,329	13,978	15,479	15,481	营业利润	268.5%	N.M.	45.9%	10.3%
税金及附加	79	113	125	123	EBITDA	-7.6%	69.1%	38.0%	5.1%
营业费用	46	69	76	75	净利润	-29.6%	N.M.	74.3%	10.0%
管理费用	432	465	513	505	扣非后净利润	N.M.	N.M.	101.8%	10.0%
财务费用	727	472	386	261	<b>盈利能力</b>				
其他	-79	-1,149	-531	-32	毛利率	10.1%	24.0%	23.7%	22.7%
营业利润	112	2,299	3,354	3,698	营业利润率	0.8%	12.4%	16.4%	18.3%
营业外收支	126	-55	-55	-55	EBITDA 利润率	14.1%	17.8%	22.2%	23.7%
利润总额	238	2,244	3,299	3,643	净利润率	0.8%	8.5%	13.4%	14.9%
所得税	24	165	330	364	扣非后净利润率	-2.4%	7.3%	13.4%	14.9%
少数股东损益	98	510	234	269	<b>偿债能力</b>				
归属母公司净利润	116	1,569	2,735	3,010	流动比率	0.56	0.61	0.69	0.89
扣非后净利润	-327	1,355	2,735	3,010	速动比率	0.45	0.48	0.51	0.71
EBITDA	1,950	3,297	4,550	4,781	现金比率	0.27	0.32	0.31	0.50
<b>资产负债表</b>					资产负债率	93.9%	81.0%	66.5%	54.8%
货币资金	3,226	3,844	2,966	4,661	净债务资本比率	246.4%	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	1,085	1,284	1,417	1,397	<b>回报率分析</b>				
预付款项	282	221	245	245	总资产收益率	0.5%	7.3%	13.2%	13.9%
存货	1,207	1,578	1,748	1,748	净资产收益率	47.0%	114.8%	72.4%	45.3%
其他流动资产	802	299	299	299	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	6,603	7,226	6,674	8,350	每股净利润 (元)	0.13	1.75	3.05	3.35
固定资产及在建工程	10,308	9,425	9,036	9,099	每股净资产 (元)	0.36	2.68	5.73	9.08
无形资产及其他长期资产	5,105	4,215	5,001	5,167	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	15,413	13,640	14,037	14,266	每股经营现金流 (元)	1.40	4.07	5.43	4.64
资产合计	22,016	20,866	20,711	22,616	<b>估值分析</b>				
短期借款	7,099	7,122	4,067	3,567	市盈率	116.7	8.6	4.9	4.5
应付账款及票据	4,286	4,108	5,026	5,014	市净率	41.4	5.6	2.6	1.7
其他流动负债	474	611	623	762	EV/EBITDA	13.6	6.9	4.4	3.6
流动负债合计	11,859	11,841	9,717	9,342	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款和应付债券	8,033	4,554	3,554	2,554					
其他非流动负债	780	503	503	503					
非流动负债合计	8,813	5,056	4,056	3,056					
负债合计	20,672	16,898	13,773	12,399					
归母所有者权益	326	2,408	5,143	8,153					
少数股东权益	1,017	1,561	1,795	2,064					
负债及股东权益合计	22,016	20,866	20,711	22,616					
<b>现金流量表</b>									
净利润	116	1,569	2,735	3,010					
折旧和摊销	1,084	1,091	1,099	1,146					
营运资本变动	-980	-520	597	146					
其他	1,041	1,518	443	-135					
经营活动现金流	1,261	3,659	4,873	4,167					
资本开支	-626	-969	-710	-1,210					
其他	575	2,031	-600	500					
投资活动现金流	-50	1,061	-1,310	-710					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-45	-3,456	-4,055	-1,500					
其他	-386	-665	-386	-261					
筹资活动现金流	-430	-4,122	-4,441	-1,761					
汇率变动对现金的影响	-1	-1	0	0					
现金净增加额	779	597	-878	1,695					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

## 公司简介

湖北宜化是国内领先的化肥、化工产品的生产与销售企业之一, 目前主要产品包括尿素、磷酸二铵等化肥产品, 聚氯乙烯 (PVC)、烧碱等氯碱化工产品。新材料方面与宁德时代子公司宜昌邦普、史丹利等合作共同建设磷酸铁、硫酸镍等产能。截至 1H22, 公司化肥板块拥有尿素 156 万吨、磷酸二铵 126 万吨产能; 化工板块拥有 PVC84 万吨、烧碱 68 万吨产能, 同时公司自备上游相关配套产能, 形成全产业链的成本优势。

## 目录

<b>湖北宜化：化肥、氯碱行业龙头，走出困境再出发</b> .....	<b>6</b>
公司是化肥、氯碱行业龙头之一.....	6
原材料配套率高，一体化优势明显.....	7
老牌国有企业，经营状况逐步改善.....	7
<b>粮食价格高位，化肥行业景气高企</b> .....	<b>11</b>
粮食价格预计仍将维持高位，全球化肥需求长期旺盛.....	11
磷酸二铵：供需紧张+成本推动，高景气有望维持.....	11
尿素：农业工业两端拉动需求，看好气头尿素成本优势.....	13
公司磷化工一体化优势有望加强，气头尿素成本优势显现.....	15
<b>受益稳增长，氯碱行业景气度有望维持</b> .....	<b>16</b>
氯碱行业主要产品为烧碱和 PVC，下游应用广泛.....	16
烧碱：供需偏紧，下游氧化铝扩产有望持续带动需求增加.....	17
PVC：短期盈利承压，看好电石配套一体化企业.....	19
聚焦公司：西部资源禀赋+产业链配套，构筑长期竞争力。.....	21
<b>强强联合布局新能源材料，拓展成长空间</b> .....	<b>22</b>
电池装机量提升带动正极材料需求.....	22
磷酸铁/硫酸镍供不应求，化工企业纷纷投建产能.....	24
资源型磷化工企业磷酸铁盈利能力有望全行业领先.....	26
携手宁德布局新能源产业，有望拓展公司成长空间.....	27
<b>首次覆盖，给予“跑赢行业评级”</b> .....	<b>28</b>
核心假设.....	28
投资建议.....	30
风险分析.....	31

## 图表

图表 1：湖北宜化发展历程.....	6
图表 2：公司主要产品产能及下游应用（截至 1H22）.....	6
图表 3：公司化肥板块一体化产业链（公司自备合成氨和磷矿产能）.....	7
图表 4：公司氯碱化工板块一体化产业链（公司自备电石产能）.....	7
图表 5：股权结构与重要子公司（截至 1H22）.....	8
图表 6：2017-1H22 公司营业收入及增速情况.....	8
图表 7：2017-1H22 公司归母净利润及增速情况.....	8
图表 8：2017-21 年公司营业收入结构.....	9
图表 9：2017-21 年公司各板块毛利率及总毛利情况.....	9
图表 10：2018-21 年公司出售子公司股权与重大股权投资情况.....	9
图表 11：2017-21 年公司“三费”与净利率变化情况.....	10
图表 12：2017-21 年公司资产负债率：显著下降趋势.....	10
图表 13：2017-21 年公司营运能力持续增强.....	10
图表 14：2017-21 年公司现金流状况显著好转.....	10

图表 15: 全球主要农产品价格 (CBOT 期货结算价)	11
图表 16: 粮食增产压力带动化肥单位消费量上升	11
图表 17: 全球磷酸二铵产量增长缓慢	12
图表 18: 国内磷酸二铵产能产量有所下降	12
图表 19: 2021 年国内磷酸二铵产能分布	12
图表 20: 国内磷酸二铵行业集中度(CR10)较高	12
图表 21: 磷酸二铵生产原料构成 (传统法)	12
图表 22: 主要原材料价格及价差情况	12
图表 23: 磷酸二铵国际-国内价差拉大	13
图表 24: 磷酸二铵出口量受政策限制明显	13
图表 25: 磷矿石 (兴发 28%) 价格	13
图表 26: 我国磷矿产量受政策限制收缩显著	13
图表 27: 尿素表观消费量长期稳定, 近年来持续增加	14
图表 28: 尿素非农业需求消费比重显著提升	14
图表 29: 尿素供给端持续收缩	14
图表 30: 2022-2023 新增尿素产能	14
图表 31: 国内尿素行业集中度较低 (截至 2021 年)	14
图表 32: 尿素产能地域分布较分散 (截至 2020 年)	14
图表 33: 尿素不同工艺原料构成	15
图表 34: 气头尿素成本优势凸显	15
图表 35: 磷酸二铵主要上市公司及其磷矿配套情况 (截至 1H22)	15
图表 36: 氯碱化工产业链	16
图表 37: 2021 年烧碱下游分布	16
图表 38: 2020 年 PVC 下游分布	16
图表 39: 拜耳法生产氧化铝工艺流程图	17
图表 40: 氧化铝价格与烧碱高度相关	17
图表 41: 2012-2021 氧化铝产能及产量持续增加	17
图表 42: 氧化铝库存: 处于历史低位	17
图表 43: 2019-22 年烧碱行业限制性政策文件	18
图表 44: 2017-2021 年烧碱产能产量稳缓慢上升	18
图表 45: 2017-2021 年烧碱表观消费量持续增长	18
图表 46: 2016-22 年烧碱(32%离子膜)价格变化	19
图表 47: 2017-21 烧碱装置开工负荷	19
图表 48: 房地产竣工面积和 PVC 价格呈正相关	19
图表 49: 2022 年地方楼市调控政策调性变化	19
图表 50: 2022 年中央层面房地产相关政策/会议文件内容 (截至 1H22)	20
图表 51: 2017-2021 年电石产能及开工率	20
图表 52: 目前电石在建产能 (截至 2022 年 8 月)	20
图表 53: 2017-22 年 PVC-电石价差变化	21
图表 54: 2017-2021 年 PVC 产能增长缓慢	21
图表 55: 2021-22 年 PVC 开工率	21
图表 56: 中国新能源车月度销量	22
图表 57: 全球新能源车销量预测	22
图表 58: 三元正极与磷酸铁锂正极性能对比	22
图表 59: 2021 年中国累计储能装机量分布	23

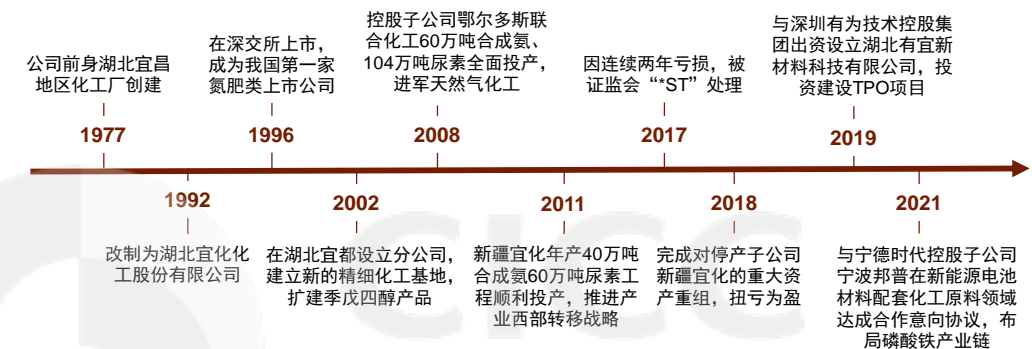
图表 60: 国内 5G 基站数量和占比持续提升 .....	23
图表 61: 不同正极材料的镍金属含量 .....	23
图表 62: 811 系列电池渗透率预计将持续提升 .....	23
图表 63: 磷酸铁锂/磷酸铁月度产量 .....	24
图表 64: 磷酸铁价格维持高位 .....	24
图表 65: 磷化工、钛白粉企业磷酸铁、磷酸铁锂局情况（截至 2022 年 8 月，不完全统计） .....	25
图表 66: 中国是全球硫酸镍的主要产地 .....	25
图表 67: 2021 年中国硫酸镍产量大幅增长 .....	25
图表 68: 铵法磷酸铁原材料和能源成本拆分（价格数据 2022 年 8 月） .....	26
图表 69: 不同程度上游原材料配套下原材料及能源成本对比（2022 年 8 月） .....	26
图表 70: 公司新能源材料合作及布局情况 .....	27
图表 71: 盈利预测核心假设 .....	28
图表 72: 湖北宜化主要财务指标预测 .....	29
图表 73: 可比公司估值表 .....	30
图表 74: 历史 P/E .....	30
图表 75: 历史 P/B .....	30
图表 76: 湖北宜化聚氯乙烯价格变化对盈利的影响 .....	31
图表 77: 湖北宜化尿素价格变化对盈利的影响 .....	31
图表 78: 湖北宜化磷酸二铵价格变化对盈利的影响 .....	32
图表 79: 湖北宜化磷矿石成本变化对盈利的影响 .....	32

## 湖北宜化：化肥、氯碱行业龙头，走出困境再出发

### 公司是化肥、氯碱行业龙头之一

湖北宜化前身湖北宜昌地区化工厂于 1977 年建厂，是湖北宜化集团的核心子公司。宜化集团是宜昌本地发展起来的化工龙头企业，被称为“宜昌工业长子”。湖北宜化于 1996 年深交所上市，目前主营业务为尿素、磷酸二铵等化肥产品，聚氯乙烯（PVC）、烧碱等氯碱化工产品的生产与销售。截至 1H22，公司化肥板块拥有尿素 156 万吨、磷酸二铵 126 万吨产能；化工板块拥有 PVC84 万吨、烧碱 68 万吨产能。

图表 1：湖北宜化发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

图表 2：公司主要产品产能及下游应用（截至 1H22）

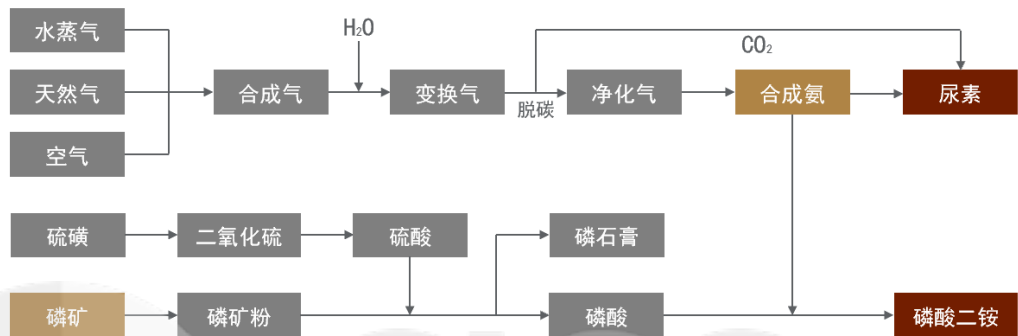
业务部	产品	产能（万吨）	2021 营收占比	下游应用
化肥	尿素	156	17.1%	尿素是目前含氮量最高的中性速效氮肥，适用于各种土壤和农作物生长。农用尿素可单一使用或与磷肥、钾肥等合并使用，可达到促进作物增产的作用。工业用尿素主要用于高聚合物合成材料，以及作为添加剂、软化剂用于药品和试剂生产过程中。
	磷酸二铵	126	23.1%	磷酸二铵是重要的高浓度氮磷复合肥料，可用作粮食作物、经济作物、蔬菜及果树的基肥，也可作为追肥，对粮食作物和其他经济作物有明显的增产作用。
氯碱化工	聚氯乙烯	84	33.7%	聚氯乙烯（PVC）是一种热塑性树脂，广泛用于工业、农业、建筑、电子电气以及人们生活中的各个领域。PVC 硬质制品可代替金属制成各种工业型材、门窗、管道、阀门、绝缘板及防腐材料等，还可作收音机、电话、蓄电池外壳及家具、玩具等。PVC 软质品可制成薄膜、雨披、台布、包装材料及农用薄膜，还可制成人造革、电缆的绝缘层。
	烧碱等	68	5.9%	氢氧化钠为常用的化学品之一。其应用广泛，为很多工业过程的必需品：常用于制造木浆纸张、纺织品、肥皂及其他清洁剂等，另也用于家用的水管疏通剂。
精细化工	季戊四醇	6		季戊四醇主要用在涂料工业中，可用于制造醇酸树脂涂料，能使涂料膜的硬度、光泽和耐久性得以改善。它也用作色漆、清漆和印刷油墨等所需的松香脂的原料，并可制干性油、阴燃性涂料和航空润滑油等。
	保险粉	10	10.4%	连二亚硫酸钠，俗称保险粉，是一种强还原剂。广泛用于纺织工业的还原性染色、还原清洗、印花和脱色及用作丝、毛、尼龙等织物的漂白；还可用于食品漂白，诸如明胶、蔗糖、蜜饯，及肥皂、动（植）物油、竹器、瓷土的漂白等。它还可应用于有机合成，如染料、药品的生产里作还原剂或漂白剂。
	三羟甲基丙烷	2		用于生产聚酯、聚氨酯泡沫塑料，以及生产醇酸涂料、增塑剂、合成润滑油、表面活性剂、炸药和松香酯等。也用作聚乙烯树脂的热稳定剂和纺织助剂。

资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

### 原材料配套率高，一体化优势明显

化肥板块配套合成氨、硫酸、磷矿石等自建产能。1) **合成氨**：公司新疆天运 52 万吨气头尿素产能及联化公司 104 万吨气头尿素产能分别配套 30 万吨和 60 万吨合成氨产能；宜昌姚家港化工园区计划新建 46 万吨煤头合成氨产能（替代旧产能），满足湖北磷铵生产自用原材料需求。2) **硫酸**：宜化肥业、松滋肥业合计拥有硫酸产能 200 万吨，供磷铵生产自用。3) **磷矿石**：湖北宜化江家墩矿业保有资源储量达 1.3 亿吨，目前具有 30 万吨/年磷矿开采能力，公司正建设 150 万吨/年产能的东部矿段，投产后我们认为公司磷矿自给率有望持续提升。

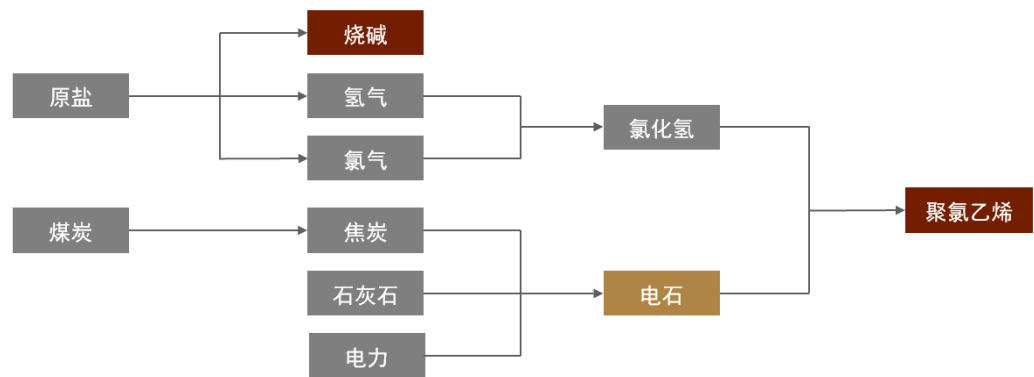
图表 3：公司化肥板块一体化产业链（公司自备合成氨和磷矿产能）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

氯碱板块配套电石自建产能，自给率较高。公司主要采取电石法生产 PVC，截至 1H22 电石产能共计 105 万吨，其中子公司内蒙宜化 11 台电石炉产能共计 60 万吨，子公司青海宜化 8 台电石炉产能共计 45 万吨，按单吨 PVC 消耗 1.5 吨电石测算，公司电石自给率超 80%。

图表 4：公司氯碱化工板块一体化产业链（公司自备电石产能）

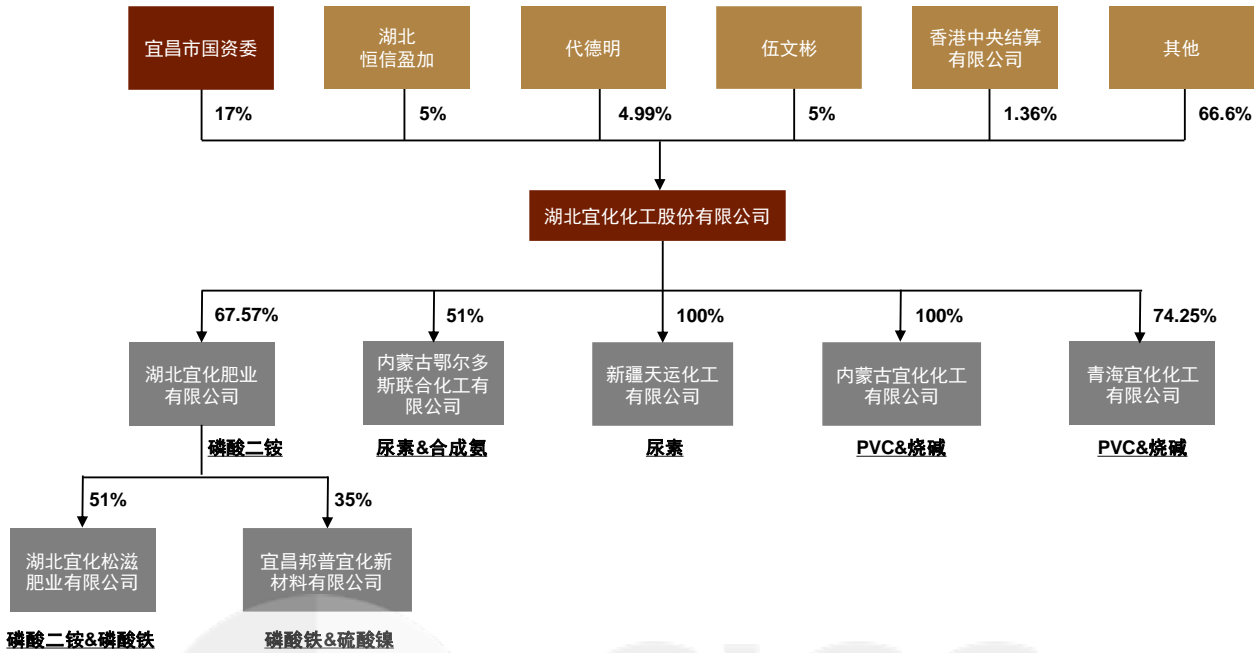


资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 老牌国有企业，经营状况逐步改善

第一大股东为湖北宜化集团，实际控制人是宜昌市国资委。截至 1H22，湖北宜化集团持股 17.08%，代德明和湖北恒信盈加为一致行动人，合计持股 10%。

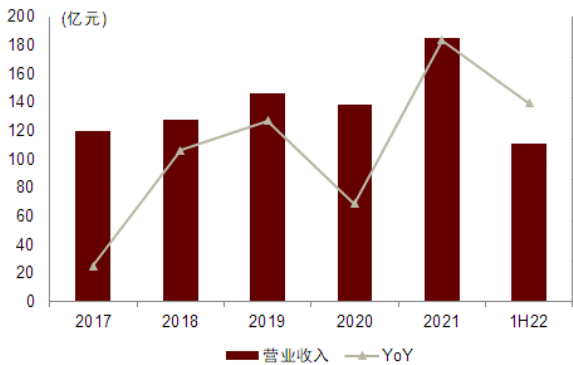
图表 5：股权结构与重要子公司（截至 1H22）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

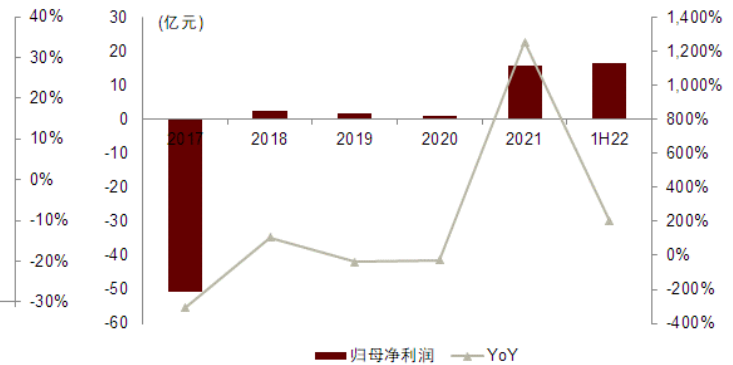
2020 年以来化工、化肥景气上行，驱动公司收入和净利润高速增长。2015-20 年期间全球粮食价格维持低价，农化产品需求较差，磷酸二铵、尿素等化肥价格长期处于低位；同时国家环保政策逐年趋严导致原材料价格较高，磷肥企业盈利状况较差。2020 年下半年粮食价格走高叠加疫情逐步恢复，PVC 及烧碱等化工产品、磷酸二铵及尿素等化肥产品价格上涨明显，同时公司也逐步从 2017 年发生安全事故造成的亏损中走出，营业收入和净利润快速增长：2021 年公司实现营业收入 185 亿元，同比+34.3%，归母净利润 15.7 亿元，同比+1,255%。

图表 6：2017-1H22 公司营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

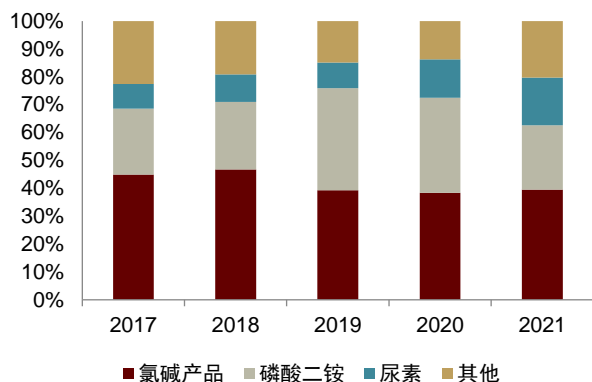
图表 7：2017-1H22 公司归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

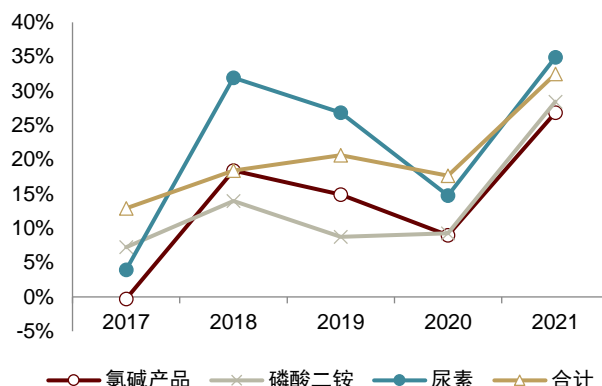


图表 8：2017-21 年公司营业收入结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 9：2017-21 年公司各板块毛利率及总毛利情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司近年来持续优化资产结构，回笼资金聚焦主业。2017 年子公司新疆宜化出现安全事故造成公司重大亏损后，2018 年起公司加大低效资产处置变现力度，同时积极寻找合作伙伴谋划公司资产重组，增强公司的盈利能力：1) 完成新疆宜化等资产剥离，回笼资金并减轻公司经营负担；2) 巩固主业同时积极拓展业务布局：收购新疆天运、宜昌江家墩磷矿少数股东股权，并积极布局 TPO、PBAT 等新材料项目，完善公司产业布局。

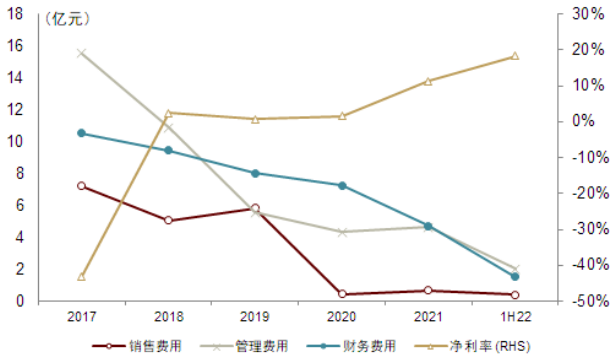
图表 10：2018-21 年公司出售子公司股权与重大股权投资情况

时间	公司	转让/购买股权	主营业务	处置/取得价款 (百万元)
2018	新疆宜化	转让80%股权	尿素	1,040
2018	宜昌嘉英科技	转让100%股权	化工技术服务	0.10
2018	宜昌三峡物流	转让100%股权	交通运输	0.82
2019	新宜矿业	转让60%股权	煤矿开采	136.49
2019	北京宜化	转让51%股权	化肥销售	16.92
2019	华瑞矿业	转让71.5%股权	磷矿开采	119.90
2019	新疆天运	购买100%股权	尿素	76.98
2020	贵州宜化	转让100%股权	尿素	21.36
2020	贵州金江	转让100%股权	季戊四醇	15.76
2020	内蒙古宜化矿业	转让100%股权	煤炭贸易	42.46
2020	晟科环保	购买51%股权	车用尿素溶液	15.52
2020	万山银河化工	购买100%股权	汞触媒	53.03
2021	湖南宜化	转让100%股权 (转让给宜化集团)	尿素	N.A

资料来源：公司公告，中金公司研究部

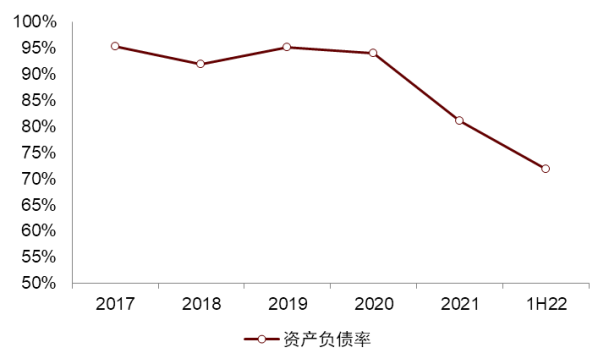
低效资产剥离使财务费用和资产负债率显著下降，净利率稳步上升。2017-1H22 公司销售费用、管理费用和财务费用均有明显下降，其中财务费用保持持续降低趋势，1H22 公司财务费用率下降至 1.37%；经过资产重组与业务优化，公司资产负债率从 2017 年的 95% 下降到 1H22 的 72%；净利率自 2018 年扭负为正之后稳步上升至 1H22 的 18.36%。

图表 11：2017-21 年公司“三费”与净利率变化情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

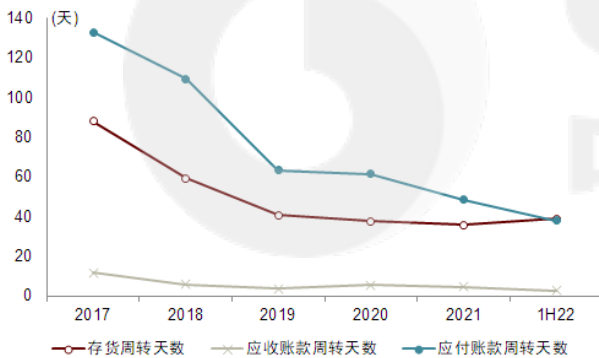
图表 12：2017-21 年公司资产负债率：显著下降趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

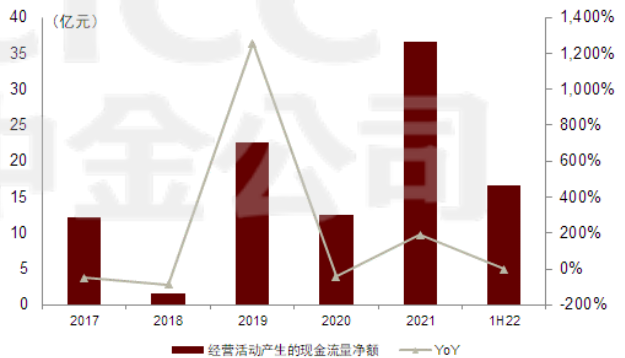
**营运能力不断提高，现金流量状况向好。**2017-1H22 公司营运能力持续提高，存货、应收账款和应付账款周转天数均呈下降趋势。经营现金流量净额在 2018 年达到 1.7 亿元的低谷之后有显著上升，之后趋于稳定；2020 年受疫情影响略有下降随后 2021-1H22 迅速回升。

图表 13：2017-21 年公司营运能力持续增强



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14：2017-21 年公司现金流状况显著好转



资料来源：公司公告，中金公司研究部

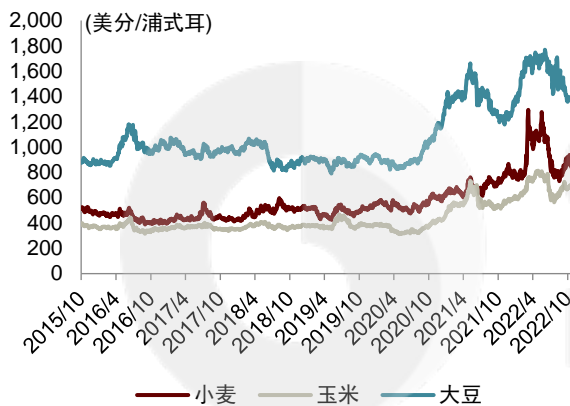
## 粮食价格高位，化肥行业景气高企

### 粮食价格预计仍将维持高位，全球化肥需求长期旺盛

短期看，我们认为全球粮价将维持高位，化肥需求将迎来利好。自 2020 年下半年以来，全球农产品需求强劲复苏，而 2021 年夏季北半球干旱导致供应减少以及主要出口国收紧，进一步推升农产品价格。俄乌冲突发生后，双方相继宣布禁止出口部分农产品，全球粮食供应短缺加剧。我们认为农产品价格维持高位将提升农户种植收益，进而拉动化肥消费需求。

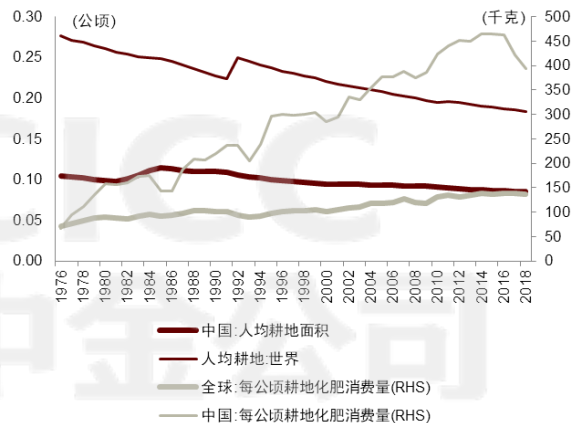
长期看，全球化肥需求较为刚性。1) 人口增长提升粮食需求。据联合国统计，全球人口在过去十多年内均保持每年 1% 以上的人口增长率，对粮食产量提出了更高的要求。2) 耕地面积提升有限，我们认为化肥单位消耗量有望逐步提升。

图表 15：全球主要农产品价格（CBOT 期货结算价）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 16：粮食增产压力带动化肥单位消费量上升

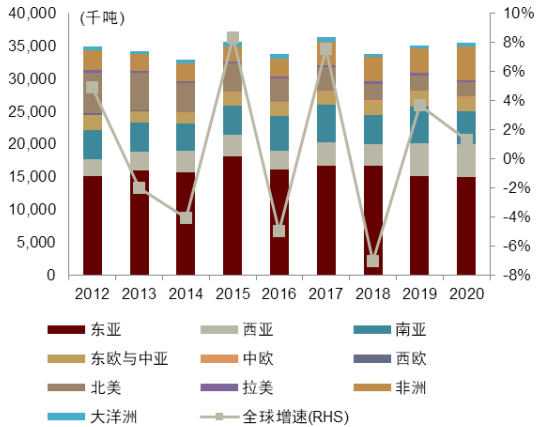


资料来源：国家统计局，联合国粮农组织，中金公司研究部

### 磷酸二铵：供需紧张+成本推动，高景气有望维持

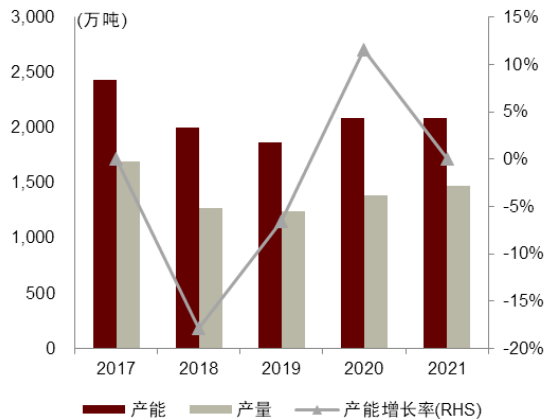
磷肥全球产量增长缓慢，国内产能扩张受限，价格上升趋势望持续。1) 从全球来看：根据 IFA 数据，过去 10 年全球磷酸二铵产量增长缓慢，平均增速仅为 1%；未来 5 年磷肥产能预计将增长 360 万吨，且大部分位于非洲和 EECA 地区，总体产能扩张趋缓。2) 从国内来看：根据卓创资讯，截至 2021 年我国磷酸二铵的有效产能为 1,470 万吨/年，较 2017 年下降 13.4%；磷酸二铵行业集中度(CR10)较高，过去 5 年 CR10 保持在 80% 以上，湖北宜化作为行业龙头以 9% 的产能占比位居国内第 4。

图表 17: 全球磷酸二铵产量增长缓慢



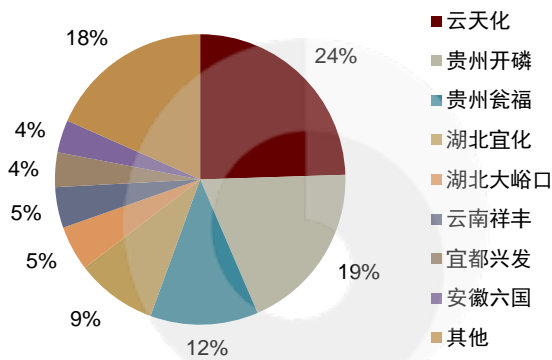
资料来源: IFA, 中金公司研究部

图表 18: 国内磷酸二铵产能产量有所下降



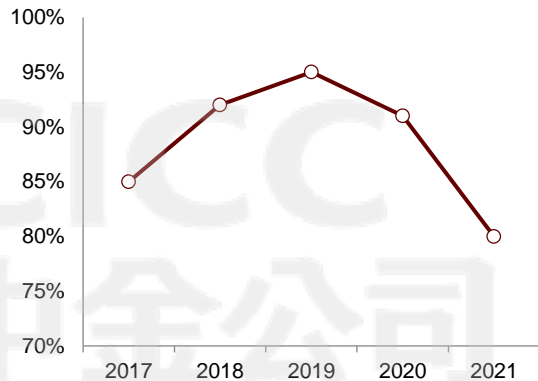
资料来源: 卓创资讯, 中金公司研究部

图表 19: 2021 年国内磷酸二铵产能分布



资料来源: 智研咨询, 中金公司研究部

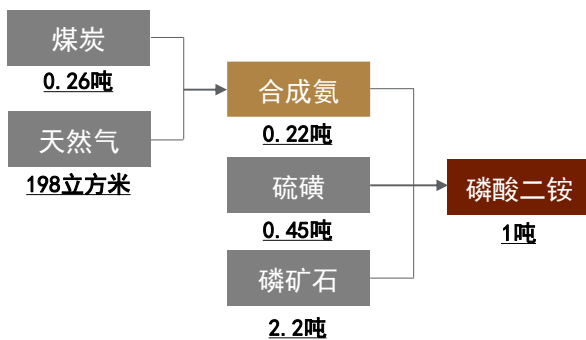
图表 20: 国内磷酸二铵行业集中度(CR10)较高



资料来源: 卓创资讯, 中金公司研究部

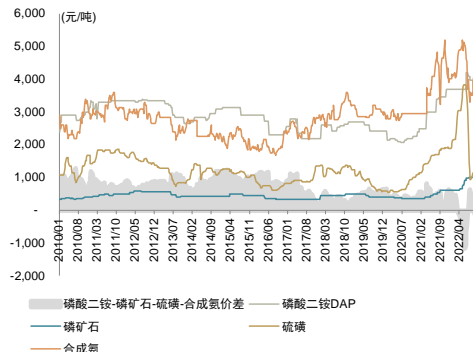
**原材料涨价推升成本, 支撑磷肥价格。**磷肥主要原料为磷矿石、硫磺及合成氨, 原材料成本占比较高。根据卓创资讯, 1 吨磷酸二铵需要 0.22 吨合成氨、0.45 吨硫磺和 2.2 吨磷矿石。自 2021 年下半年以来, 随着全球疫情好转、需求回暖、供应收紧及库存持续下降, 原材料价格一路上涨, 我们预计原材料价格高位运行将从成本端推升磷肥价格。

图表 21: 磷酸二铵生产原料构成 (传统法)



资料来源: 卓创资讯, 中金公司研究部

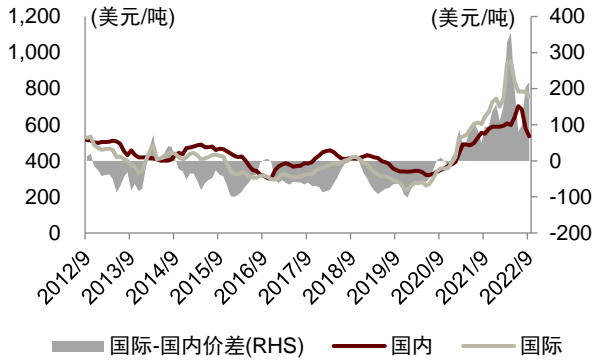
图表 22: 主要原材料价格及价差情况



资料来源: 百川资讯, Wind, 中金公司研究部

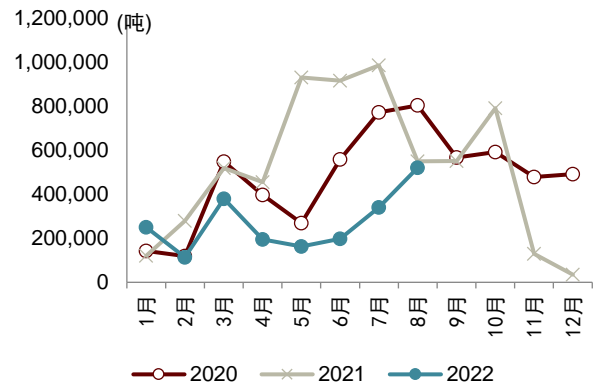
**国内外价差拉大利好出口。**国内化肥出口实施法检政策后，国内出口到海外的磷肥量同比下滑明显，叠加俄乌冲突影响全球化肥流通，海外磷肥价格大幅上涨，带动出口盈利大幅提升；随着国内用肥旺季逐步结束，我们预计下半年化肥出口环比有望改善，国内化肥企业出口将迎来利润增量机会。

**图表 23：磷酸二铵国际-国内价差拉大**



资料来源：Wind，中金公司研究部

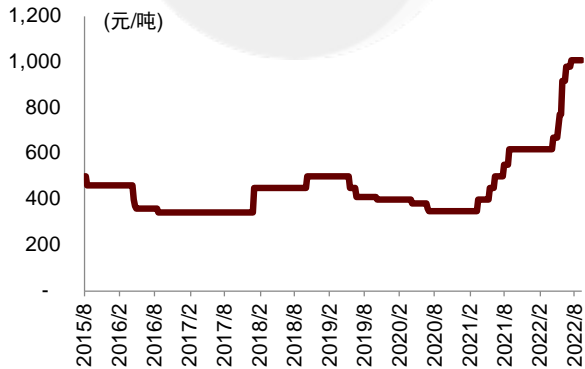
**图表 24：磷酸二铵出口量受政策限制明显**



资料来源：Wind，中金公司研究部

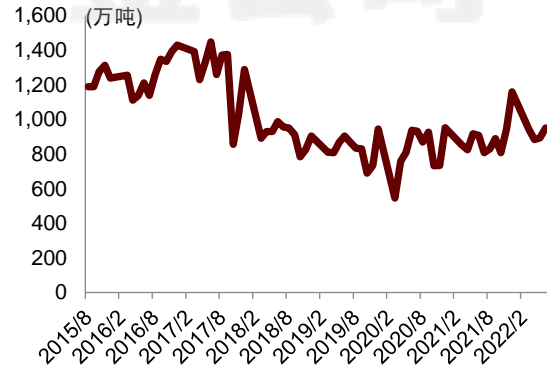
**磷矿石稀缺性凸显，利好有磷矿资源配套的企业。**磷矿作为一种稀缺矿产资源被国家列入战略保护矿产资源，国家对新增磷矿开发进行限定规划。随着产量的收缩及企业惜售，磷矿价格一路攀升，外购磷矿石的磷肥企业利润空间不断收缩，而配备磷矿资源的一体化企业有望受益。

**图表 25：磷矿石（兴发 28%）价格**



资料来源：Wind，中金公司研究部

**图表 26：我国磷矿产量受政策限制收缩显著**

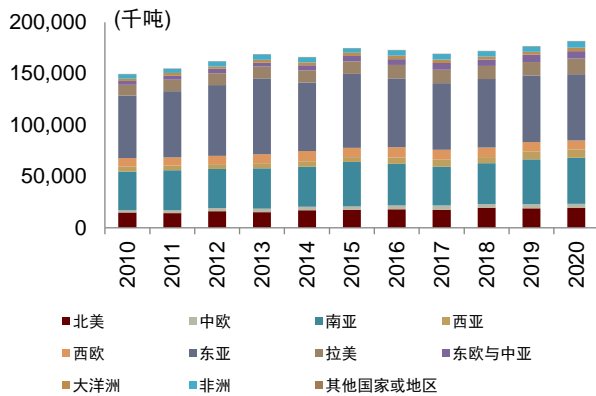


资料来源：Wind，中金公司研究部

## 尿素：农业工业两端拉动需求，看好气头尿素成本优势

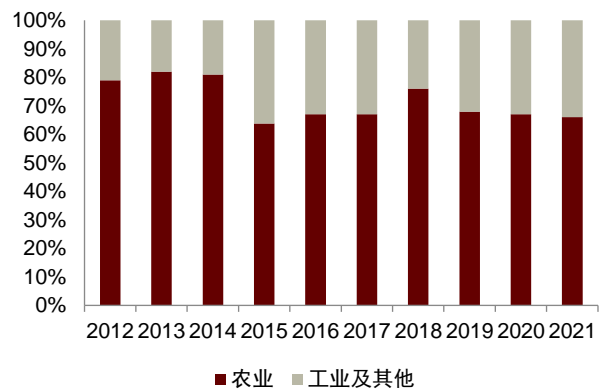
**农业端化肥整体需求增长，尿素高效廉价备受青睐。**根据卓创资讯，2021年尿素下游52%用于直接施肥，14%用于生产复合肥。在全球粮食价格上涨、化肥需求旺盛的背景下，尿素作为廉价高效的氮肥，需求持续增加。工业端人造板、三聚氰胺和车用尿素等工业领域拉动需求。

图表 27：尿素表观消费量长期稳定，近年来持续增加



资料来源：iFind，中金公司研究部

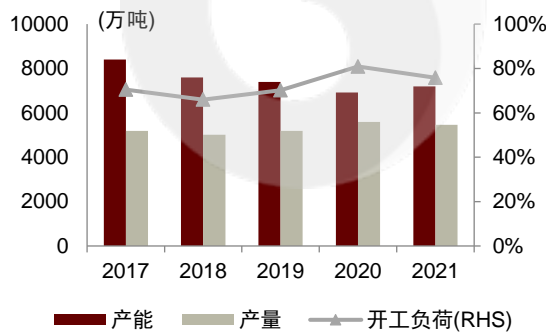
图表 28：尿素非农业需求消费比重显著提升



资料来源：IFA，中金公司研究部

**国内新增尿素产能受限，供应端持续收缩。**根据卓创资讯，尿素产能从 2017 年起呈现下滑趋势，2021 年国内产能为 7,193 万吨，相比 2017 年下降 14.4%；2022 年预计投产产能为 140 万吨，产能增加 1.8%；2023 年产能规划共 303 万吨，且多为产能置换。在国家能源管控及双碳政策下，小规模企业加速淘汰，我们预计行业供给有望保持稳定。从供应格局来看，目前尿素产能集中度低，2021 年 CR7 为 23%左右，我们认为去产能背景下供应格局有望逐步优化。

图表 29：尿素供给端持续收缩



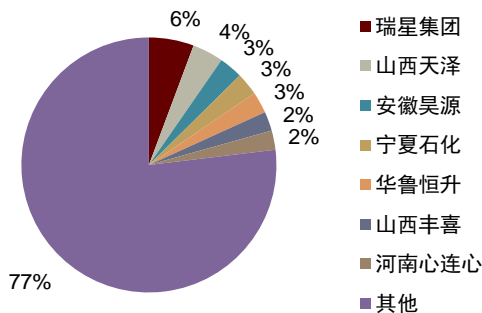
资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 30：2022-2023 新增尿素产能

预计投产时间	企业	工艺路线	产能 (万吨)
2022	建元煤焦化	焦炉煤气	40
2022	山东润银生物	煤头	100
2023	安徽盛泉	煤头	39
2023	阳煤沧州正元	煤头	52
2023	内蒙古伊利化学	煤头	52
2023	江苏晋煤恒盛	煤头	60
2023	华鲁恒升	煤头	100
合计			443

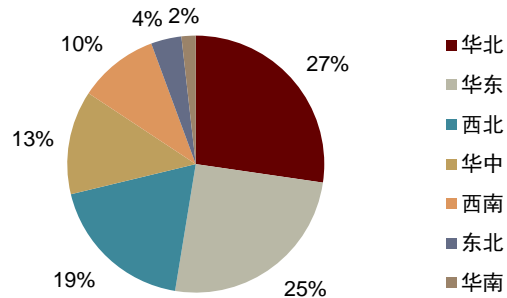
资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 31：国内尿素行业集中度较低（截至 2021 年）



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

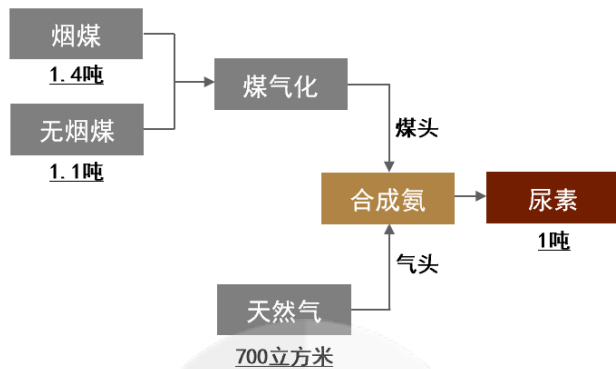
图表 32：尿素产能地域分布较分散（截至 2020 年）



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

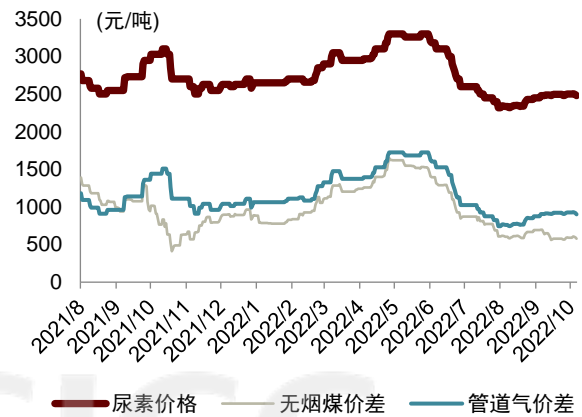
国内高煤价下，气头尿素更具成本优势。工业生产中主要以煤或天然气为上游原料（对应分为煤头尿素和气头尿素两种），通过制取合成氨后进一步制成尿素和其他氮肥。西方国家主要以天然气为原料生产合成氨和尿素，基于我国多煤贫油缺气的能源结构，我国煤头尿素产能占比达到70%以上（2019年），长期以来国内煤头天然气相较气头尿素具有成本优势。随着去年下半年能耗双控的推行，国内煤炭价格大幅攀升，推高煤头尿素原料成本。而国内天然气由于受控国家统一定价，价格保持稳定，气头尿素在煤炭价格高位震荡的情况下显现出成本优势。

图表 33：尿素不同工艺原料构成



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 34：气头尿素成本优势凸显



资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

### 公司磷化工一体化优势有望加强，气头尿素成本优势显现

磷矿稀缺推升价格，公司一体化优势有望加强。湖北宜化现有江家墩 1.3 亿吨磷矿储量与 180 万吨磷矿预期产能，在生产磷酸二铵主要上市公司中排名前列；此外公司控股股东宜化集团拥有磷矿产能 330 万吨/年，后续规划 290 万吨/年，我们认为公司原材料成本仍有下降空间。尿素产品方面，公司 156 万吨尿素产能均为气头路线，生产原料为内蒙、新疆两地的低价天然气，我们认为在煤炭价格较高的背景下，公司气头尿素有望迎来更大利润空间。

图表 35：磷酸二铵主要上市公司及其磷矿配套情况（截至 1H22）

公司	资源储量	磷矿产能（万吨/年）	DAP 产能（万吨/年）	自给情况
云天化	近8亿吨	1,450	445	可完全自给，择机外购少量高品位磷矿进行配矿
中毅达（瓮福集团）	3.6亿吨	750	262	目前可实现完全自给
湖北宜化	1.3亿吨	30+150（办理采矿许可中）	126	部分自给，需要外采
兴发集团	超8亿吨	415+200（建设中）	80	目前可实现完全自给
六国化工	-	-	60	全部外采
鲁北化工	-	-	13	全部外采

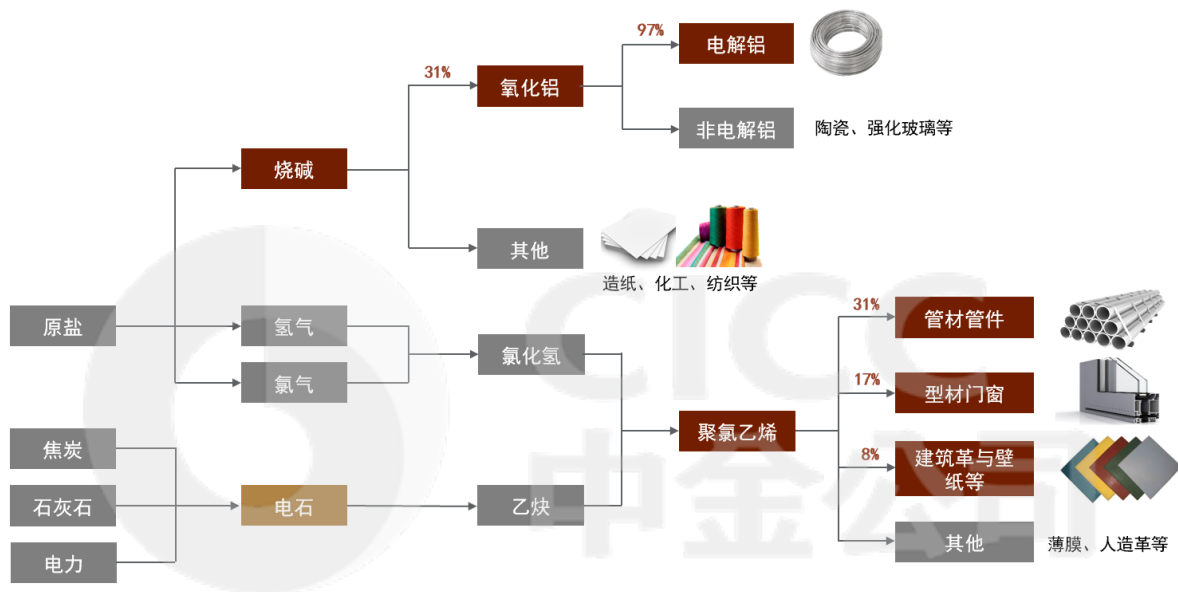
资料来源：公司公告，卓创资讯，中金公司研究部

## 受益稳增长，氯碱行业景气度有望维持

### 氯碱行业主要产品为烧碱和 PVC，下游应用广泛

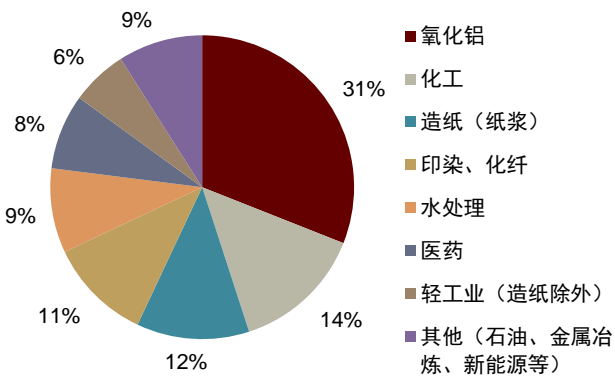
氯碱是重要的化工子行业之一，烧碱和 PVC 是氯碱化工产业链中两个关键产品。烧碱主要应用于氧化铝、化工、纺织、造纸等行业，其中 2021 年氧化铝占比 31%，下游主要用作电解铝原料；PVC 下游主要管材管件、型材门窗、壁纸、人造革等领域，其中有三大重要应用场景为地产建筑相关，2020 年合计占比 56%。

图表 36：氯碱化工产业链



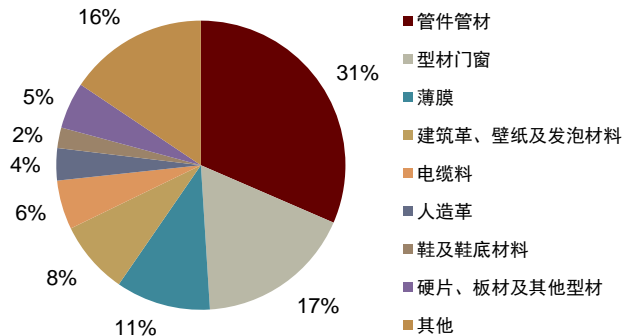
资料来源：百川盈孚，中国氯碱工业协会，公司公告，中金公司研究部

图表 37：2021 年烧碱下游分布



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 38：2020 年 PVC 下游分布



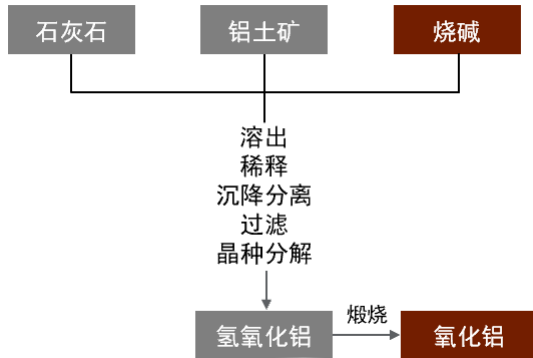
资料来源：中国氯碱工业协会，中金公司研究部



## 烧碱：供需偏紧，下游氧化铝扩产有望持续带动需求增加

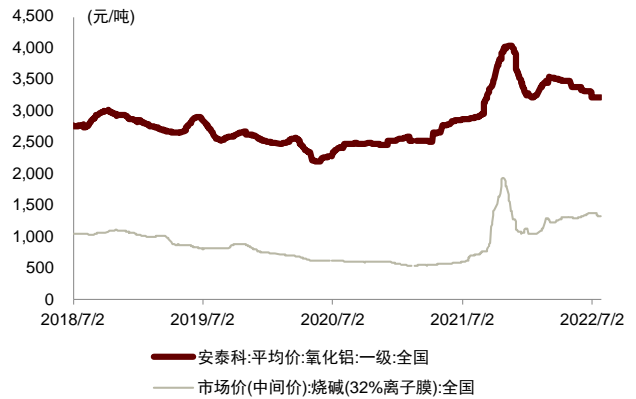
氧化铝是烧碱下游主要应用场景之一。目前全球氧化铝项目多采用拜耳法，在高温高压下利用氢氧化钠溶液溶出铝土矿中的铝，随后降温并添加氢氧化铝晶种使铝析出并得到烧碱溶液，浓缩后回用。烧碱在氧化铝生产成本中占比超 15%，两者价格高度相关。

图表 39：拜耳法生产氧化铝工艺流程图



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

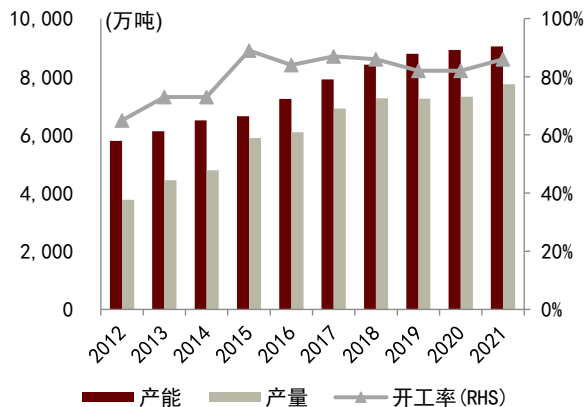
图表 40：氧化铝价格与烧碱高度相关



资料来源：Wind，中金公司研究部

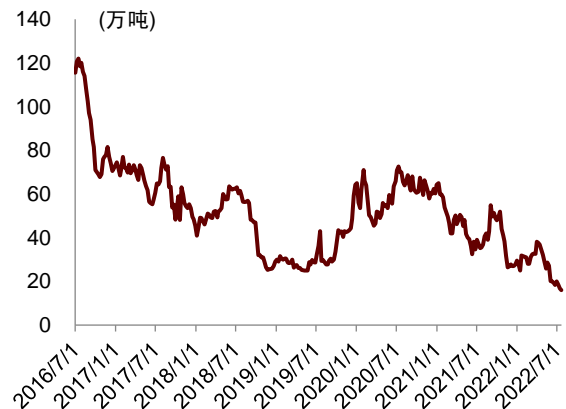
**氧化铝扩产有望持续带动烧碱需求增加。**根据中国氯碱工业协会，2018-21 年氧化铝产能增速虽有所放缓，但开工率逐步升高：2021 年国内氧化铝产能 9,045 万吨，实际产量 7,748 万吨，同比增长 5%，开工率达到 86%；2022 年计划新增产能 860 万吨，同比增长 9.5%。氧化铝下游主要用于电解铝生产，我们认为目前欧洲能源成本处于高位叠加氧化铝库存低位，长期看下游新能源、新基建拉动电解铝需求稳定增长，电解铝企业高盈利状态有望维持，进而拉动上游氧化铝、烧碱维持景气。

图表 41：2012-2021 氧化铝产能及产量持续增加



资料来源：中国氯碱工业协会，中金公司研究部

图表 42：氧化铝库存：处于历史低位



资料来源：Wind，中金公司研究部

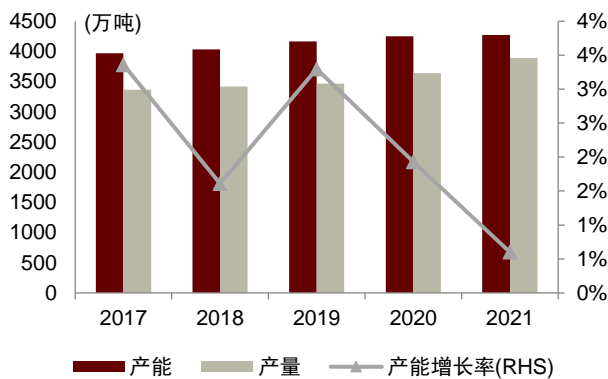
**供给端政策逐年收紧，烧碱产能增速放缓。**2019年发改委发布的《产业结构调整指导目录》将烧碱列为限制类产业。2020年提出碳中和目标以来，国家针对烧碱行业出台了一系列的相关政策。我们认为一方面政策提高了烧碱行业的准入门槛新增产能受限；另一方面增加了淘汰机制，行业集中度有望提升。根据中国氯碱工业协会，2021年我国液碱产能为4,563万吨，同比去年仅增长1.4%，为近5年新低。向前看，根据百川盈孚统计，2022年有13家企业规划液碱产能，单家企业最高新增60万吨，行业共计新增产能244万吨，同比增加5.35%。考虑到扩产计划并不能全部兑现，在40%完成率假设下，我们预计2022年国内液碱新增产能97.6万吨，较2021年总产能仅提升2.1%。

**图表 43：2019-22 年烧碱行业限制性政策文件**

时间	部门	文件名称	主要内容
2019年7月	生态环境部	《工业炉窑大气污染综合治理方案》	推进包括烧碱在内的涉工业炉窑行业达标排放，加大落后产能和不达标工业炉窑淘汰力度
2019年10月	发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	将烧碱（废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外）列为限制类
2021年11月	发改委	《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》	规定烧碱制造单位产品综合能耗的基准水平和标杆水平
2022年2月	发改委	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》	确立烧碱改造升级目标：2025年烧碱领域能效标杆水平以上产能比例达到40%，能效基准水平以下产能基本清零
2022年3月	工信部	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	严控部分石化化工行业新增产能，禁止新建用汞的（聚）氯乙烯产能，加快低效落后产能退出

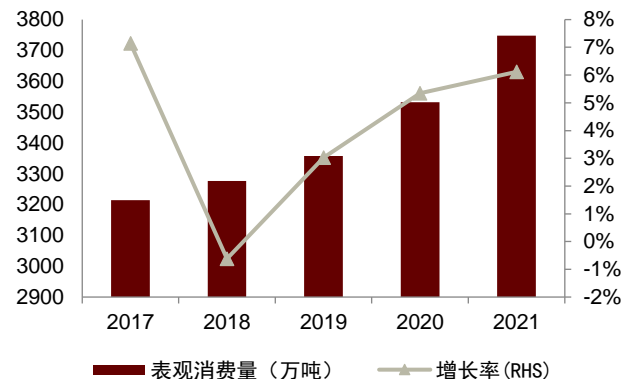
资料来源：中国政府网，中金公司研究部

**图表 44：2017-2021 年烧碱产能产量稳缓慢上升**



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

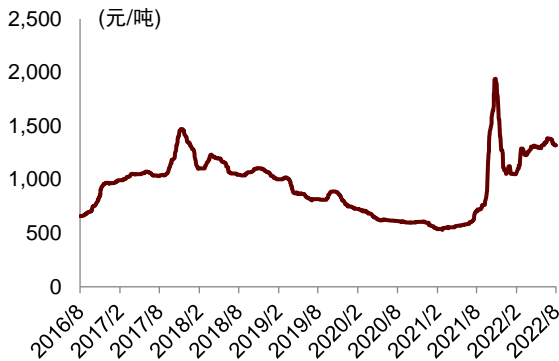
**图表 45：2017-2021 年烧碱表观消费量持续增长**



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

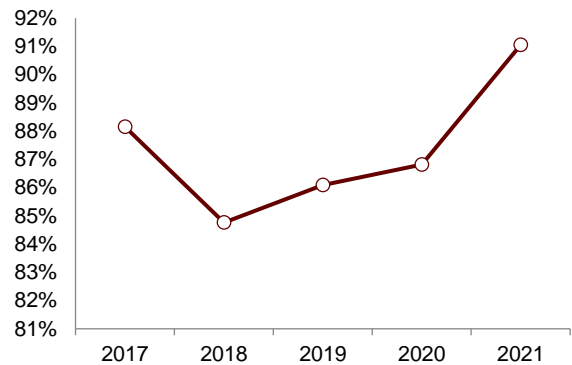
**供需偏紧状态有望持续，推动烧碱景气向上。**需求端靠氧化铝以及长期新能源、新基建需求拉动，我们预计未来将维持稳定增长。根据中国氯碱工业协会的预测，2022年烧碱表观消费量预计为3,770万吨。而供给端受政策限制新增产能有限，同时目前开工率已处于较高位置，产量贡献空间有限，在85%开工率假设下2022年烧碱预计产量3,961万吨，我们预计未来烧碱供需将持续偏紧，同时有望向龙头企业进一步集中。

图表 46：2016-22 年烧碱(32%离子膜)价格变化



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 47：2017-21 烧碱装置开工负荷

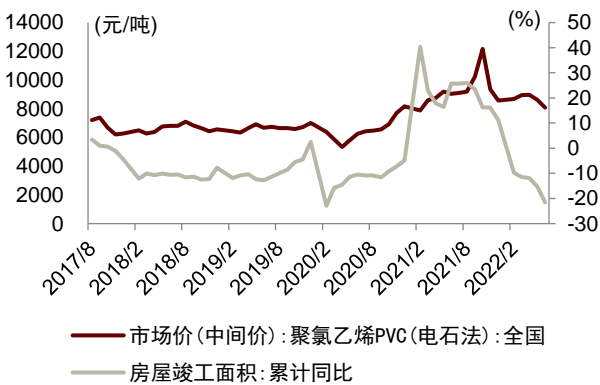


资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

### PVC：短期盈利承压，看好电石配套一体化企业

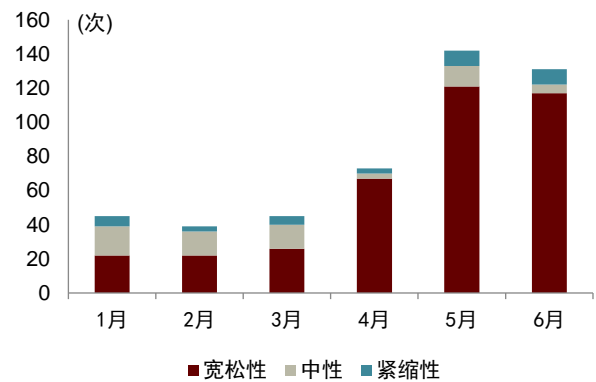
**PVC 需求与房地产高度相关。** PVC 下游消费主要集中在与房地产高度相关的建材领域，PVC 价格与房地产核心指标具有高度正相关性。2022 年以来，房地产行业呈现全链条整体低迷的行情，导致 PVC 价格持续走低。但在“稳增长”的基调下，今年 3 月以来政策端不断释放积极信号：中央多部委密集表态稳地产，金融委强调防范化解房企债务风险，财政部明确暂缓房地产税改革试点；70 城市政策松绑，南京、苏州等强二线城市跟进放松限购。因此，我们预计如果房地产行情迎来转折，PVC 需求有望得到提振。此外，PVC 地板以及 PVC 管道、成套塑料异型材门窗系统在公租房等项目的广泛应用有望开辟未来 PVC 需求的新增长点。

图表 48：房地产竣工面积和 PVC 价格呈正相关



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 49：2022 年地方楼市调控政策调性变化



资料来源：中房研协，中金公司研究部

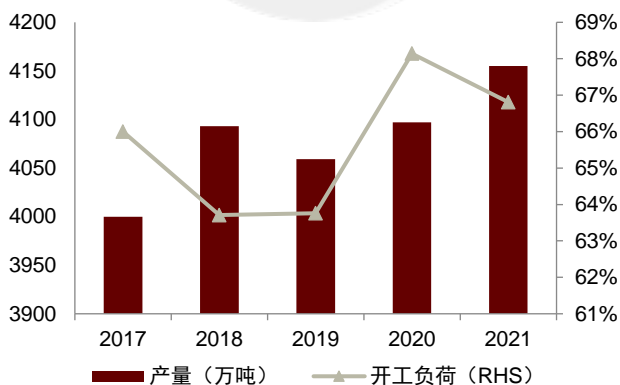
**图表 50：2022 年中央层面房地产相关政策/会议文件内容（截至 1H22）**

日期	部门	文件内容
2022-03-04	央行	因城施策执行好差异化住房信贷政策，对符合购房政策要求且具备购房能力、收入相对稳定的新市民，合理满足其购房信贷需求。
2022-03-05	国务院	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，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环。
2022-03-16	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。
2022-04-29	政治局	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。
2022-05-15	央行、银保监会	全国首套房贷利率下限调整为相应期限LPR减20个基点，二套房贷利率仍保持相应期限LPR加60个基点不变。

资料来源：中国人民银行，国务院，中央政治局，中国银行保险监督管理委员会，中金公司研究部

**电石是 PVC 核心原材料之一，我们预测供需偏紧状态仍将持续。**PVC 生产工艺主要为“电石法”和“乙烯法”，其原材料分别为煤炭和原油。我国 PVC 生产工艺以电石法为主，电石占 PVC 成本的 65-70%，因此 PVC 价格和电石价格紧密相关。从政策端来看，2021 年是国家“双碳”政策执行的第一年，内蒙古、宁夏、甘肃、陕西等电石主要产地陆续落实政策，对新建高耗能项目的审批更加严格。从产能数据来看，2021 年国内新增电石产能 75 万吨左右，退出产能约 245 万吨，行业总产能净减少 170 万吨。在国家日趋严格的能耗控制政策背景下，我们预计电石行业供应偏紧的情况将成为常态。

**图表 51：2017-2021 年电石产能及开工率**



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

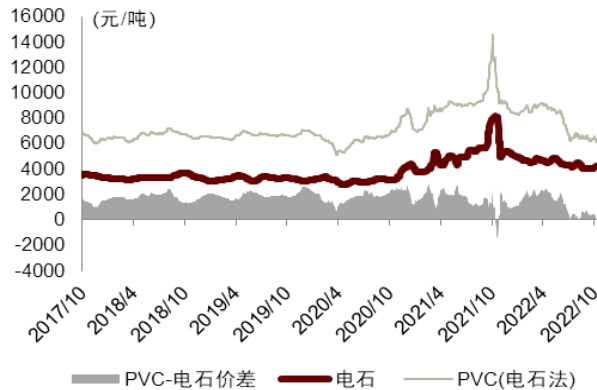
**图表 52：目前电石在建产能（截至 2022 年 8 月）**

企业	预计投产时间	产能 (万吨/年)
陕西金泰	2022年底	90
新元洁能	2022年底	20
乌海中联化工	2022年底	16
总计		126

资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

**电石配套一体化企业成本优势有望得以强化。**2021 年多地执行能耗双控政策，电石供应短缺，价格一路攀升。PVC 主要原料电石的地域性分布明显，西北地区产量约占全国总产量的 90%，东部电石法企业大部分通过外购电石的方式进行生产。电石价格较高时以外购电石为主的企业（集中在华北、华中和东北）成本压力骤升，甚至亏损；而自配套完善的 PVC 企业（集中在内蒙、宁夏和陕西）受到阶段性电石供应紧张制约较少，利润情况较好。我们预计未来在电石供需趋紧的背景下，电石配套一体化企业的成本优势将更为突出。

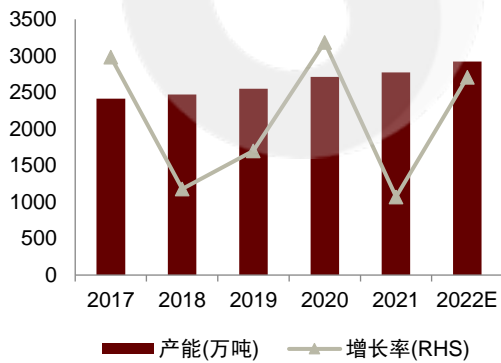
图表 53：2017-22 年 PVC-电石价差变化



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

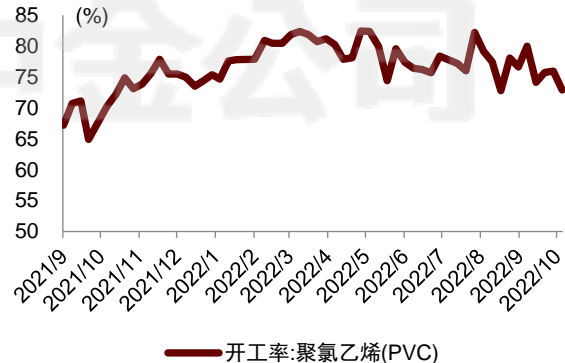
**政策高筑 PVC 和电石进入壁垒，静待下游需求回暖改善 PVC 盈利能力。**近年来 PVC 和电石产业限制性政策不断：2021 年生态环境部要求“禁止新建用汞的电石法（聚）氯乙烯生产工艺<sup>1</sup>”；内蒙古规定“十四五时期，自治区不再审批焦炭（兰炭）、电石、聚氯乙烯（PVC）、烧碱等新增产能项目，并将电石产能控制在 1,400 万吨左右，PVC 产能控制在 500 万吨左右<sup>2</sup>”。从产能看，2017 年以来中国 PVC 行业年均增速仅 5%左右维持在较低水平。在开工率已位于高位、未来供给缺乏扩张空间的背景下，随着下游需求逐步回暖，PVC 景气复苏可待。

图表 54：2017-2021 年 PVC 产能增长缓慢



资料来源：中国氯碱工业协会，中金公司研究部

图表 55：2021-22 年 PVC 开工率



资料来源：Wind，中金公司研究部

### 聚焦公司：西部资源禀赋+产业链配套，构筑长期竞争力。

**公司依靠西部资源禀赋加自身产业链配套优势，打造氯碱产品强竞争力。**1) 公司氯碱产能主要集中在西北地区（包括子公司内蒙宜化 30 万吨 PVC、青海宜化 30 万吨 PVC、太平洋化工和太平洋热电各 12 万吨 PVC，以及联营企业新疆宜化的 30 万吨 PVC）。氯碱工业作为高耗电工业，能够充分受益于西部低电价红利；且公司西部产能多自备电厂，有望节约电力开支。2) 公司近 80%PVC 产能均配套电石产能，电石自给程度显著高于行业平均。

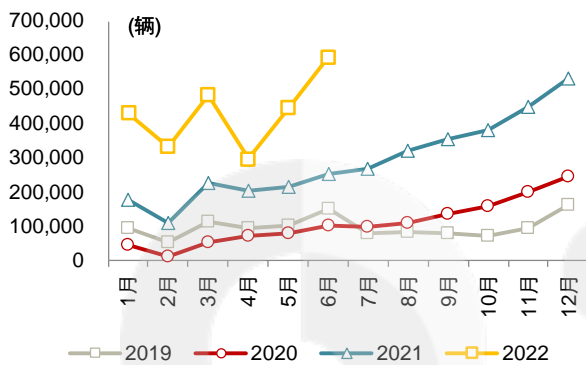
<sup>1</sup> [https://www.mee.gov.cn/xxgk2018/xxgk/xxgk03/202203/t20220315\\_971552.html](https://www.mee.gov.cn/xxgk2018/xxgk/xxgk03/202203/t20220315_971552.html)  
<sup>2</sup> [http://fgw.nmg.gov.cn/ywzj/jndt/202111/t20211117\\_1953435.html](http://fgw.nmg.gov.cn/ywzj/jndt/202111/t20211117_1953435.html)

## 强强联合布局新能源材料，拓展成长空间

### 电池装机量提升带动正极材料需求

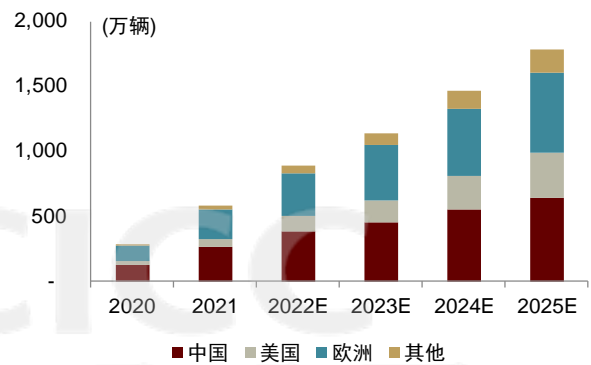
全球新能源车销量高速增长，拉动动力电池需求。根据中国汽车工业协会，2022年6月新能源车月度销量59.6万辆，同比增长1.3倍；根据Marklines，2021年欧洲新能源车销量227万辆，同比增长89%。中金汽车组预测2025年全球新能源汽车的销量有望达到2,000万辆左右，2020-25年复合增长率接近48%。新能源车销量持续提升有望拉动上游动力电池需求量快速增长。

图表 56：中国新能源车月度销量



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

图表 57：全球新能源车销量预测



资料来源：中国汽车工业协会，Marklines，中金公司研究部

磷酸铁锂和三元材料在动力电池领域各有优势，齐头并进。具体来看：1) **磷酸铁锂**：核心优势是性价比高和循环性能好，广泛应用于中低端电动车或储能领域，但存在理论容量较低以及低温性能较差的问题。2) **三元材料**：能量密度高是最主要特点同时低温性能好，但正极材料价格较高同时电池安全性能一般是主要短板，主要应用与中高端电动车。

图表 58：三元正极与磷酸铁锂正极性能对比

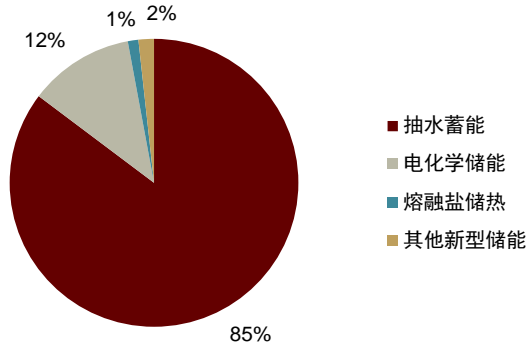
	三元正极	磷酸铁锂正极
价格 (万元/吨)	38.1	15.5
正极比容量 (mAh/g)	150-220	130-150
理论容量 (mAh/g)	270	170
能量密度 (Wh/kg)	245	200
循环性能 (次)	2000	4000
安全性能	一般	好
低温性能 (-20°C)	>80%	60-70%

资料来源：高工锂电，各公司公告，中金公司研究部；注：价格数据为2022年8月10日

磷酸铁锂电池在动力和储能领域应用渗透率持续提升。动力电池方面，随着国家对动力电池补贴力度逐步减小，磷酸铁锂电池凭借相较三元更低的成本渗透率开始快速提升。根据高工锂电，1H22 我国磷酸铁锂动力电池出货量超过 110GWh，占比超过 55%，对应磷酸铁锂 41 万吨。我们认为磷酸铁锂在动力电池领域渗透率有望持续提升，尤其是注重成本的中低端车型。

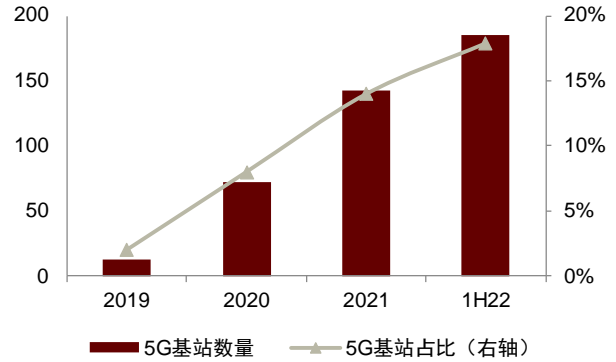
**储能领域**，磷酸铁锂电池有望成为电化学储能领域最佳解决方案。根据 CNESA，截至 2021 年，中国已投入运行的储能项目累计装机容量为 43.4GW，其中新型储能（主要为电化学储能）占比 12%。

图表 59：2021 年中国累计储能装机量分布



资料来源：CNESA，中金公司研究部

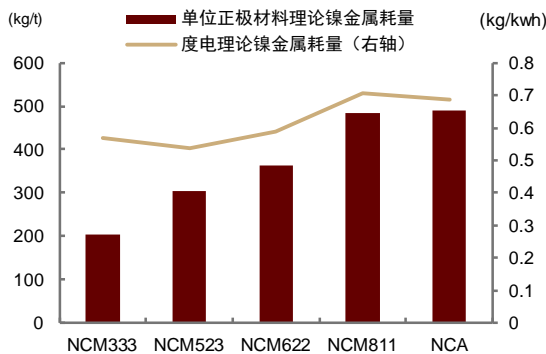
图表 60：国内 5G 基站数量和占比持续提升



资料来源：工业和信息化部，中金公司研究部

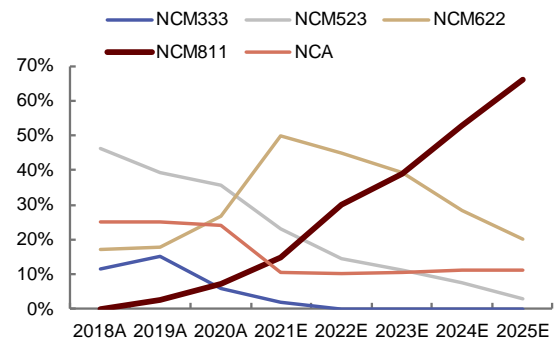
**动力电池需求景气叠加三元高镍化趋势，拉动电池用镍需求增长。**如前所述，虽然磷酸铁锂出货量增速较快，但三元材料竞争力依旧强劲：1) 海外动力电池市场三元材料占比较高，海外企业 LGC、AESC、SKI 等日韩动力电池企业已为大众、奥迪、日产、现代等车企的多款主流车型配备三元软包电池，我们认为海外动力电池市场中三元电池渗透率有望维持稳定；2) 从性能来看，三元锂电池的能量密度和低温充放电性能仍显著强于磷酸铁锂电池，部分应用场景仍有较大竞争优势。此外，高镍化的发展趋势亦将拉动电池用镍需求增长。高镍电池在能量密度上存在优势，随着技术成熟我们认为渗透率仍有提升空间。根据中金有色组数据，811 相较于 523/622 系列电池单位用镍量上涨 31%/20%。中金有色组预测 2021/25 年全球动力电池镍需求量为 19.4/86.8 万金属吨，2021-25 年复合增速 45.5%。

图表 61：不同正极材料的镍金属含量



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 62：811 系列电池渗透率预计将持续提升

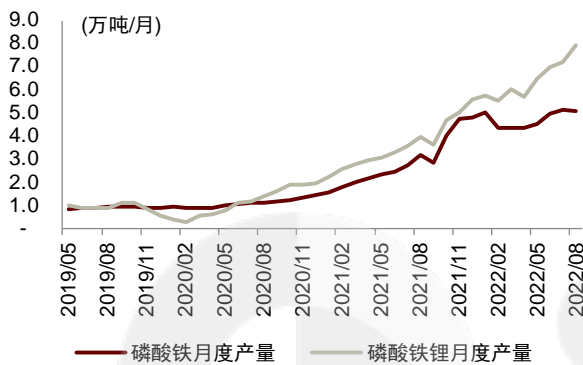


资料来源：中国汽车工业协会，EV-sales，中金公司研究部

## 磷酸铁/硫酸镍供不应求，化工企业纷纷投建产能

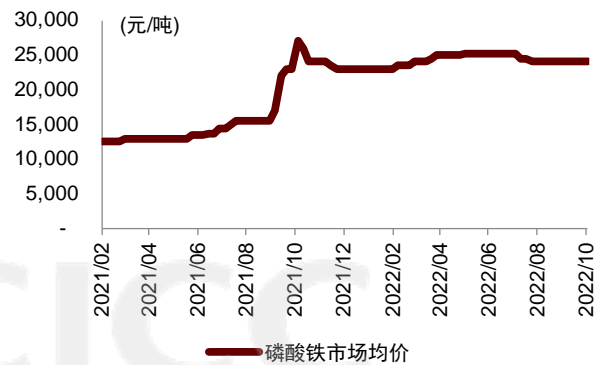
磷酸铁是磷酸铁锂主要原材料，目前供需偏紧价格维持高位。在现有的磷酸铁锂合成工艺中，以磷酸铁和碳酸锂为前驱体的固相法较为主流，下游磷酸铁锂需求旺盛背景下磷酸铁供不应求。根据百川资讯，从磷酸铁锂和磷酸铁月度产量数据来看，2022年8月磷酸铁锂7.89万吨，而磷酸铁产量仅5.08万吨，如果按单吨磷酸铁锂对于磷酸铁的单耗在1吨左右测算，当月仍存在36%的产量缺口；从价格数据看，紧缺的磷酸铁供求关系推升磷酸铁价格，我们认为或将持续维持2.3-2.4万元/吨。我们认为短期内受供求关系及上游原材料成本影响，较高的磷酸铁价格有望维持。

图表 63：磷酸铁锂/磷酸铁月度产量



资料来源：百川资讯，中金公司研究部

图表 64：磷酸铁价格维持高位



资料来源：百川资讯，中金公司研究部

传统钛白粉、磷化工企业积极布局磷酸铁及磷酸铁锂。面对下游磷酸铁锂材料旺盛需求，钛白粉、磷化工分别具有硫酸亚铁、磷酸等重要原材料配套，纷纷开始规划磷酸铁和磷酸铁锂产能。根据我们不完全统计，目前磷化工、钛白粉企业磷酸铁产能规划超600万吨，磷酸铁锂规划160万吨。部分企业采用与下游客户合资的方式一方面引进电极材料的生产技术，另一方面提前锁定下游客户增强确定性。截至2022年8月，磷化工企业贵州磷化、新洋丰、川金诺已有磷酸铁产能建成投产，钛白粉企业安纳达、龙佰集团已有磷酸铁产能建成投产。从规划产能来看，化工企业对于磷酸铁的布局预计将改变磷酸铁行业的供需格局，我们认为未来竞争或将逐步变激烈，看好有客户资源绑定和较快完成建设投产具有先发优势的公司。



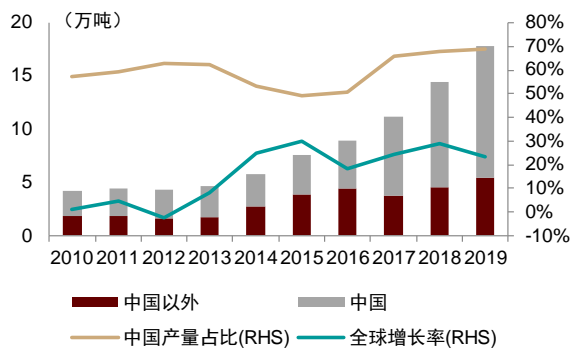
图表 65：磷化工、钛白粉企业磷酸铁、磷酸铁锂局情况（截至 2022 年 8 月，不完全统计）

公司	资源禀赋	投产进度	磷酸铁规划 (万吨/年)	磷酸铁锂规划 (万吨/年)	合作方
贵州磷化	磷矿1700万吨/年	福泉4万吨、息烽3万吨分别于2022年5月、7月投产；规划20万吨磷酸铁+10万吨磷酸铁已于2022年5月开工建设	27	10	
川恒股份	磷矿300万吨/年	10万吨/年磷酸铁项目目前处于建设尾期；恒轩新能源拟建的另一10万吨/年磷酸铁项目已完成立项备案，正在开展施工前相关工作	160		国轩高科
新洋丰	磷矿270万吨/年	一期5万吨磷酸铁于22年6月投产；宜都10万吨预计4Q22试生产；与格林美合作的15万吨预计1Q23投产	30	15	常州锂源、格林美
湖北宜化	磷矿30万吨/年	计划于2023年年底投产	50		宁德时代、史丹利
川发龙蟒	磷矿365万吨/年	德阳项目一期2024年12月建成投产，二期2026年12月建成投产；攀枝花项目一期2024年9月前投产，二期2026年12月前竣工投产；南漳5万吨磷酸铁规划中	45	40	宁德时代
云天化	磷矿1450万吨/年	公司一期10万吨/年磷酸铁预计将于2022年6月底建成，8月底投产；同时推进二期20万吨/年磷酸铁加快审批，提前投建；三期20万吨/年磷酸铁预计2023年底建成	50		
云图控股	磷矿储量1.81亿吨	荆州基地35万吨磷酸铁及配套项目目前已开始开工建设，预计一期10万吨磷酸铁项目将于2023年3月建成投产，二期25万吨磷酸铁及相关配套项目将于2023年12月建成投产；宣城10万吨磷酸铁项目规划中	45		
兴发集团	磷矿615万吨/年	在建一期20万吨磷酸铁项目，建设周期24个月	30		华友钴业
司尔特	磷矿380万吨/年	-	10	5	融捷
川金诺		5000吨/年的磷酸铁生产装置已经投产；5万吨磷酸铁2022年底投产，10万吨预计2023年底投产	15.5		
安纳达	硫酸亚铁超30万吨/年	在产5万吨/年，新建5万吨磷酸铁项目预计2022年四季度建成投产	10		国轩高科
龙佰集团	硫酸亚铁100万吨/年	5万吨磷酸铁已投产，襄阳南漳15万吨磷酸铁锂预计2023年6月建成；焦作20万吨磷酸铁20万吨磷酸铁锂计划2023年建成	25	40	
中核钛白	硫酸亚铁100万吨/年	一期10万吨磷酸铁正在土建，预计2022年底前试生产	50	50	
鲁北化工	硫酸亚铁60-70万吨/年	一期10万吨磷酸铁在推进	66		

资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：新洋丰、川发龙蟒、兴发集团、司尔特含在建产能

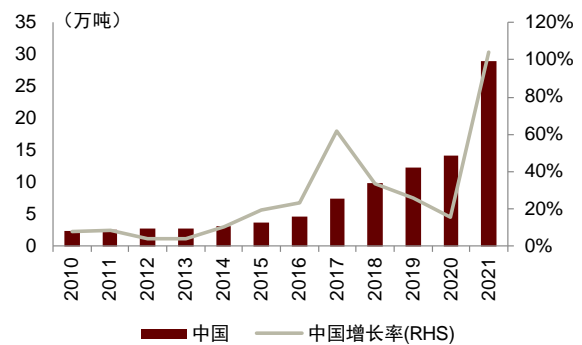
中国是硫酸镍的主要产地之一，2021年起供给开始放量。根据安泰科、SMM 和中金有色组，2019 年全球硫酸镍产量 18.1 万金属吨，其中中国 12.5 万金属吨，占全球产量的 69%。2010-19 年全球硫酸镍产量稳步增长，2010-19 年 CAGR 为 17%，同期中国 CAGR 为 20%。2020 年我国硫酸镍产量 14.4 万金属吨，2021 年同比增长 100%至 28.7 万金属吨。我们认为受下游新能源车景气度提升影响，需求向原材料端快速传导。

图表 66：中国是全球硫酸镍的主要产地



资料来源：安泰科，中金公司研究部

图表 67：2021 年中国硫酸镍产量大幅增长



资料来源：安泰科，SMM，中金公司研究部

## 资源型磷化工企业磷酸铁盈利能力有望全行业领先

磷资源成本在主流磷酸铁生产工艺中占比较高。以工业磷酸一铵为原材料的铵法和以净化磷酸加烧碱为原料的钠法是生产磷酸铁的两种主流方法，两种方法成本随着磷酸、工业一铵的相对价格变动略有差异，但共同点是磷资源占据原材料成本中较大比例。根据磷酸铁项目环评报告以及卓创资讯，我们测算了铵法磷酸铁原材料和能源成本：单吨磷酸铁原材料和能源成本合计 9,568 元，其中磷资源（磷酸、磷酸一铵）成本合计为 5,272 元，占比 55%。

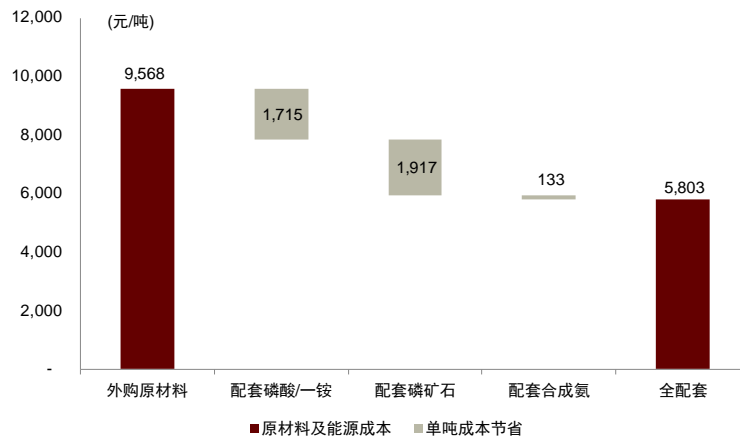
图表 68：铵法磷酸铁原材料和能源成本拆分（价格数据 2022 年 8 月）

	单耗	单位	单价	成本
硫酸亚铁	2.05	吨/吨	370	671
磷酸一铵	0.777	吨/吨	6,650	4,573
双氧水（27.5%）	0.55	吨/吨	858	418
磷酸（85%）	0.104	吨/吨	7,600	699
硫酸（98%）	0.13	吨/吨	323	37
氨水（25%）	0.624	吨/吨	675	373
<b>原材料合计</b>				<b>6,771</b>
水	5.98	吨/吨	3	18
电	1611	kWh/吨	1	967
蒸汽	5	吨/吨	300	1,500
天然气	104.3	方/吨	3	313
<b>能源合计</b>				<b>2,797</b>
<b>原材料和能源合计</b>				<b>9,568</b>

资料来源：天赐高新材料 30 万吨/年磷酸铁环评报告书（2021 年），卓创资讯，百川资讯，中金公司研究部

配套磷矿、工业一铵及磷酸的磷酸铁产能成本优势明显。基于磷酸铁成本拆分，我们测算了在不同原材料配套程度下的单吨成本情况：1）配套磷酸及工业一铵产能将带来 1,715 元/吨的磷酸铁成本节省；2）目前磷矿价格持续维持高位，配套磷矿石产能（按 150 元/吨开采成本测算）将带来 1,917 元/吨的磷酸铁成本节省；3）工业一铵合成需合成氨，若自建配套将降低磷酸铁成本 133 元/吨。对于以上原材料均配套的企业，我们测算相较于无配套的企业将存在 3,765 元/吨的成本节省，按单吨磷酸铁 24,000 元含税售价计算，意味着将产生 18ppt 的毛利率空间。

图表 69：不同程度上游原材料配套下原材料及能源成本对比（2022 年 8 月）



资料来源：卓创资讯，百川资讯，中金公司研究部

## 携手宁德布局新能源产业，有望拓展公司成长空间

受益于主营业务景气周期，公司加快调动资源布局新能源产业。2021年10月，公司发布公告与宁德时代控股子公司宁波邦普时代能源有限公司达成合作意向协议，双方将成立合资公司宜昌邦普宜化新材料，投建30万吨磷酸铁和20万吨硫酸镍以及配套选矿、硫酸、精制磷酸项目。合资公司由宁波邦普控股，公司股权比例为35%，公司同意将江家墩矿业100%股权入股合资公司。2021年12月，公司与史丹利农业集团股份有限公司签署合作意向书，拟共同在磷化工、新能源材料领域开展深度合作，共同投资建设新能源材料前驱体磷酸铁及配套设施、萃余酸综合利用、新型肥料以及净化石膏综合利用项目。

图表 70：公司新能源材料合作及布局情况

执行主体	股权结构	主要产品	投资额	预计投产时间	备注
宜昌邦普宜化新材料	宜化肥业35% 宜昌邦普65%	30万吨磷酸铁、20万吨硫酸镍、150万吨选矿、2x80万吨硫酸、30万吨湿法磷酸、16.2万吨(P2O5)精制磷酸、配套磷石膏暂存场及综合利用	95.1亿元	2023年底	宜昌邦普为宁德时代控股子公司宁波邦普时代95%控股子公司，宁波邦普负责宁德时代战略资源(NiCoLiP)的布局落地和电池材料技术开发与产业化；宜化肥业以江家墩矿业（1.2亿吨，现有30万吨产能，150万吨办理中）100%股权入股。
松滋史丹利宜化新材料	宜化松滋肥业35% 松滋史丹利65%	20万吨磷酸铁、10万吨消防阻燃材料、5万吨磷酸二氢钾、60万吨新型肥、180万吨选矿、30万吨湿法磷酸、20万吨精制磷酸、配套磷石膏综合利用	44.7亿元	2024年	松滋肥业为湖北宜化肥业(51%)和史丹利(49%)合资公司

资料来源：公司公告，中金公司研究部

**依托磷化工产业链及客户优势，公司未来成长性可期。**1) 磷化工产业链优势：根据我们测算，磷源在磷酸铁的原材料和能源成本中占比约55%，磷矿资源型企业在材料成本端具有较大优势。公司作为老牌磷化工企业，上游配套丰富磷矿资源（江家墩矿业现有30万吨产能，另有150万吨产能办理中）、中游配套磷酸（30万吨，产品磷酸二铵的中间产物）及合成氨（46万吨在建）产能。2) 客户优势：一方面公司通过合资方式提前绑定下游客户，另一方面公司地处邦普一体化电池材料产业园，充分整合“磷矿—原料—前驱体—正极材料—电池循环利用”等环节业务，业绩确定性以及产业链一体化优势有望得到强化。

## 首次覆盖，给予“跑赢行业评级”

### 核心假设

**1、化肥产品：**1) **尿素：**随着上游原材料价格支撑减弱，我们预计 2022-23 年公司尿素产品均价分别为 2,250 元/吨、2,150 元/吨，销量分别为 150 万吨、152 万吨，毛利率分别为 32%、24.9%；2) **磷酸二铵：**我们预计 2022-23 年公司磷酸二铵产品均价分别为 4,000 元/吨、3,700 元/吨，销量分别为 132 万吨、135 万吨，毛利率分别为 16.2%、18.7%。

**2、化工产品：**1) **PVC：**考虑到下游房地产需求减弱趋势，我们预计 2022-23 年公司 PVC 产品均价分别为 7,800 元/吨、7,600 元/吨，销量为 80 万吨、82 万吨，毛利率分别为 18.4%、16.3%；2) **烧碱：**我们预计 2022-23 年公司烧碱产品均价分别为 3,700 元/吨、3,700 元/吨，销量分别为 61 万吨、62 万吨，毛利率分别为 64.9%、64.9%；3) **精细化工产品：**我们预计 2022-23 年均价维持 5,783 元/吨的水平，销量分别为 34 万吨、35 万吨，毛利率将下降至 15.0%。

图表 71：盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>营业收入 (百万元)</b>				
<b>化肥产品</b>	<b>6,616</b>	<b>7,445</b>	<b>8,664</b>	<b>8,263</b>
尿素	1,911	3,165	3,375	3,268
磷酸二铵	4,705	4,281	5,289	4,995
<b>化工产品</b>	<b>6,025</b>	<b>9,261</b>	<b>10,485</b>	<b>10,531</b>
聚氯乙烯	4,462	6,243	6,253	6,215
烧碱	838	1,089	2,264	2,310
精细化工产品	725	1,929	1,967	2,007
<b>销量 (万吨)</b>				
<b>化肥产品</b>				
尿素	133	148	150	152
磷酸二铵	221	132	132	135
<b>化工产品</b>				
聚氯乙烯	79	80	80	82
烧碱	-	61	61	62
精细化工产品	-	33	34	35
<b>单价 (元/吨)</b>				
尿素	1,432	2,132	2,250	2,150
磷酸二铵	2,129	3,238	4,000	3,700
聚氯乙烯	5,671	7,787	7,800	7,600
烧碱	-	1,779	3,700	3,700
精细化工产品	-	5,783	5,783	5,783
<b>毛利率</b>				
尿素	14.8%	34.9%	32.0%	24.9%
磷酸二铵	9.3%	28.4%	16.2%	18.7%
聚氯乙烯	9.0%	18.9%	18.4%	16.3%
烧碱	9.6%	26.9%	64.9%	64.9%
精细化工产品	10.9%	20.8%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 72：湖北宜化主要财务指标预测

单位（人民币百万）	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>损益表</b>				
营业收入	13,805	18,544	20,464	20,175
营业成本	-12,329	-13,978	-15,479	-15,481
毛利	1,475	4,566	4,984	4,694
税金及附加	-79	-113	-125	-123
营业费用	-46	-69	-76	-75
管理费用	-432	-465	-513	-505
研发费用	-326	-711	-784	-773
财务费用	-727	-472	-386	-261
资产减值损失	-47	-551	-4	0
信用减值损失	-64	-80	-3	1
投资收益	263	103	186	665
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	6	14	0	0
其他收益	88	76	76	76
营业利润	112	2,299	3,354	3,698
营业外收入	194	80	80	80
营业外支出	-69	-135	-135	-135
税前利润	238	2,244	3,299	3,643
所得税	-24	-165	-330	-364
少数股东损益	-98	-510	-234	-269
净利润	116	1,569	2,735	3,010
<b>现金流量表</b>				
净利润	116	1,569	2,735	3,010
折旧和摊销	1,084	1,091	1,099	1,146
营运资本的增加	-980	-520	597	146
经营活动现金流净额	1,261	3,659	4,873	4,167
资本开支	-626	-969	-710	-1,210
投资活动现金流净额	-50	1,061	-1,310	-710
股权融资	0	0	0	0
借款变动	-45	-3,456	-4,055	-1,500
净利息支出	-707	-457	-386	-261
股利支出	0	0	0	0
融资活动现金流净额	-430	-4,122	-4,441	-1,761
现金及现金等价物增加额	779	597	-878	1,695
现金及现金等价物期初余额	1,961	2,740	3,337	2,459
现金及现金等价物期末余额	2,740	3,337	2,459	4,154
<b>资产负债表</b>				
货币资金	3,226	3,844	2,966	4,661
应收票据	267	439	485	478
应收账款	284	173	191	188
应收账款融资	0	0	0	0
存货	1,207	1,578	1,748	1,748
流动资产合计	6,603	7,226	6,674	8,350
长期投资	4,295	3,527	4,313	4,478
固定资产	10,308	9,425	9,036	9,099
无形资产及其他资产	809	687	689	689
非流动资产合计	15,413	13,640	14,037	14,266
总资产	22,016	20,866	20,711	22,616
短期借款	3,592	2,567	2,067	1,567
应付票据	1,657	1,491	1,866	1,866
应付账款	1,988	1,774	2,230	2,231
应交税费	123	300	243	382
流动负债合计	11,859	11,841	9,717	9,342
长期借款	7,596	4,554	3,554	2,554
非流动负债合计	8,813	5,056	4,056	3,056
股东权益	326	2,408	5,143	8,153
负债和权益合计	22,016	20,866	20,711	22,616

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 投资建议

湖北宜化是以化肥、化工为支柱产业的多元化发展的老牌化工企业，主要产品包含尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯等。公司积极谋求煤化工、磷化工、盐化工三大传统产业转型升级，重点发展化工新材料、高端专用化学品等新兴产业。我们预计 2022-23 年 EPS 分别为 3.05 元、3.35 元。目前公司股价对应 2022/23 年市盈率 4.9/4.5x。公司是全国最大的化肥生产企业之一，化肥价格有望持续维持景气，同时积极布局磷酸铁等新能源材料有望拓展成长空间，首次覆盖给予“跑赢行业”评级。

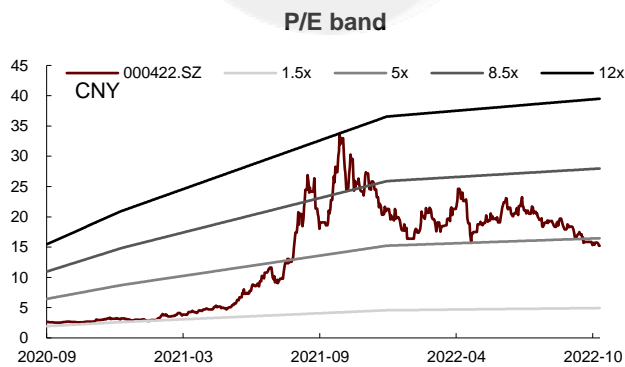
我们采用相对估值法对湖北宜化进行估值，选取云天化、司尔特、兴发集团、云图控股作为可比公司，我们预计 2022/23 年公司净利润 27.3/30.1 亿元，参考可比公司 2022 年估值水平 6.7x，我们给予湖北宜化 2022 年 6.5x 市盈率，对应 177 亿元市值，对应股价 19.8 元/股，相较目前股价有 32% 的上涨空间。

图表 73：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	评级	收盘价 10-21	市值 (百万 元)	每股收益 (财报货币)			市盈率			净资产收益率 (%)		
						2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600096.SH	云天化*	CNY	中性	21.43	39,343	1.98	3.35	2.73	10.8	6.4	7.8	43.8	46.3	26.6
002538.SZ	司尔特*	CNY	跑赢行业	8.18	6,982	0.53	0.98	0.83	15.3	8.4	9.8	10.0	15.6	12.2
600141.SH	兴发集团*	CNY	跑赢行业	30.86	34,308	3.82	6.42	6.88	8.1	4.8	4.5	36.5	41.7	32.2
002539.SZ	云图控股	CNY	n.a.	12.61	12,709	1.23	1.70	1.99	7.0	7.4	6.3	41.3	29.1	26.8
<b>平均值</b>					<b>23,336</b>	<b>1.89</b>	<b>3.11</b>	<b>3.11</b>	<b>10.3</b>	<b>6.7</b>	<b>7.1</b>	<b>32.9</b>	<b>33.2</b>	<b>24.4</b>
000422.SZ	湖北宜化*	CNY	跑赢行业	15.05	13,513	1.75	3.05	3.35	8.6	4.9	4.5	114.8	72.4	45.3

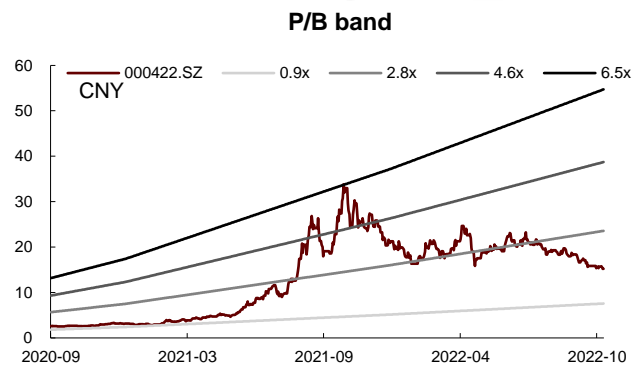
注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期  
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 74：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 75：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

## 风险分析

**PVC 价格低于预期。**聚氯乙烯产品目前为公司营收贡献超 30%，其价格对公司整体盈利有重要影响。我们预计随着政策助推房地产回暖，2023 年聚氯乙烯价格将有小幅下降但总体稳定。但如果政策效果不及预期，下游需求持续低迷，聚氯乙烯价格可能进一步走低，从而降低公司氯碱业务盈利水平。

**尿素价格低于预期。**我们预计随着农业端需求的回落，尿素价格在 2023 年会有一定程度的下跌；但与此同时工业端需求将维持稳定并略有增长，因此我们预计总体降幅较小。但根据同花顺财经，目前中国尿素市场 70% 以上是煤头尿素，如果国内煤炭价格下跌，那么尿素价格预计将持续走低，这将对公司的气头尿素盈利水平造成负面影响。

**磷酸二铵价格低于预期。**公司磷酸二铵产品是化肥业务的重要组成部分。考虑到上游原材料支撑作用减弱，我们预计 2022-23 磷酸二铵价格会降低至 3,700 元/吨。而如果农业需求不及预期或上游磷矿等原材料价格剧烈波动，将导致公司磷酸二铵业务收入受到影响。据我们测算，若磷酸二铵价格变动 20%，对公司 EPS 的影响为 6 个百分点左右。

**磷矿石成本大幅上升。**湖北宜化具备磷矿产能配套，但目前仍然未实现完全自给。如果江家墩东部矿段 150 万吨/年产能的建设不及预期，而市场磷矿石价格大幅上涨，会导致磷肥成本显著增加，影响公司盈利水平。

图表 76：湖北宜化聚氯乙烯价格变化对盈利的影响

聚氯乙烯价格 (元/吨)	产品价格变动	2022年EPS (元/股)	盈利变动	聚氯乙烯价格 (元/吨)	产品价格变动	2023年EPS (元/股)	盈利变动
6600	-15%	2.89	-5%	6400	-16%	3.18	-5%
6900	-12%	2.93	-4%	6700	-12%	3.22	-4%
7200	-8%	2.97	-3%	7000	-8%	3.27	-3%
7500	-4%	3.01	-1%	7300	-4%	3.31	-1%
<b>7800</b>	<b>0%</b>	<b>3.05</b>	<b>0%</b>	<b>7600</b>	<b>0%</b>	<b>3.35</b>	<b>0%</b>
8100	4%	3.09	1%	7900	4%	3.40	1%
8400	8%	3.12	3%	8200	8%	3.44	3%
8700	12%	3.16	4%	8500	12%	3.49	4%
9000	15%	3.20	5%	8800	16%	3.53	5%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 77：湖北宜化尿素价格变化对盈利的影响

尿素价格 (元/吨)	产品价格变动	2022年EPS (元/股)	盈利变动	尿素价格 (元/吨)	产品价格变动	2023年EPS (元/股)	盈利变动
1650	-27%	2.90	-5%	1550	-28%	3.19	-5%
1800	-20%	2.94	-4%	1700	-21%	3.23	-4%
1950	-13%	2.97	-2%	1850	-14%	3.27	-2%
2100	-7%	3.01	-1%	2000	-7%	3.31	-1%
<b>2250</b>	<b>0%</b>	<b>3.05</b>	<b>0%</b>	<b>2150</b>	<b>0%</b>	<b>3.35</b>	<b>0%</b>
2400	7%	3.08	1%	2300	7%	3.40	1%
2550	13%	3.12	2%	2450	14%	3.44	2%
2700	20%	3.16	4%	2600	21%	3.48	4%
2850	27%	3.19	5%	2750	28%	3.52	5%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 78：湖北宜化磷酸二铵价格变化对盈利的影响

磷酸二铵价格（元/吨）	产品价格变动	2022年EPS（元/股）	盈利变动	磷酸二铵价格（元/吨）	产品价格变动	2023年EPS（元/股）	盈利变动
3200	-20%	2.88	-6%	2900	-22%	3.16	-6%
3400	-15%	2.92	-4%	3100	-16%	3.21	-4%
3600	-10%	2.96	-3%	3300	-11%	3.26	-3%
3800	-5%	3.00	-1%	3500	-5%	3.31	-1%
<b>4000</b>	<b>0%</b>	<b>3.05</b>	<b>0%</b>	<b>3700</b>	<b>0%</b>	<b>3.35</b>	<b>0%</b>
4200	5%	3.09	1%	3900	5%	3.40	1%
4400	10%	3.13	3%	4100	11%	3.45	3%
4600	15%	3.18	4%	4300	16%	3.50	4%
4800	20%	3.22	6%	4500	22%	3.55	6%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 79：湖北宜化磷矿石成本变化对盈利的影响

磷矿石成本（元/吨）	原料价格变动	2022年EPS（元/股）	盈利变动	磷矿石成本（元/吨）	原料价格变动	2023年EPS（元/股）	盈利变动
567	-26%	3.13	3%	567	-26%	3.45	3%
617	-20%	3.11	2%	617	-20%	3.43	2%
667	-13%	3.09	1%	667	-13%	3.40	1%
717	-7%	3.07	1%	717	-7%	3.38	1%
<b>767</b>	<b>0%</b>	<b>3.05</b>	<b>0%</b>	<b>767</b>	<b>0%</b>	<b>3.35</b>	<b>0%</b>
817	7%	3.03	-1%	817	7%	3.33	-1%
867	13%	3.01	-1%	867	13%	3.31	-1%
917	20%	2.98	-2%	917	20%	3.28	-2%
967	26%	2.96	-3%	967	26%	3.26	-3%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

**磷酸铁投产进度不及预期。**公司与宁德时代合作建设的 30 万吨/年磷酸铁产能目前预计将在 2023 年投产，基于对湖北宜化相关配套与下游客户绑定的优势，我们预计这一项目将为公司未来盈利带来重要增量。如果这一项目由于技术或环保原因未能如期投产，将对公司收入增长带来一定影响。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624  
编辑：赵静



### 北京

中国国际金融股份有限公司  
中国北京建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505 1166  
传真: (86-10) 6505 1156

### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

### 东京

中国国际金融日本株式会社  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号  
丸の内二重橋ビル21階  
Tel: (+813) 3201 6388  
Fax: (+813) 3201 6389

### 纽约

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

### 伦敦

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25th Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44-20) 7367 5718  
Fax: (+44-20) 7367 5719

### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

### 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch  
Office  
One Embarcadero Center, Suite 2350,  
San Francisco, CA 94111, USA  
Tel: (+1) 415 493 4120  
Fax: (+1) 628 203 8514

### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

### 法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)  
GmbH  
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311  
Frankfurt a.M, Germany  
Tel: (+49-69) 24437 3560