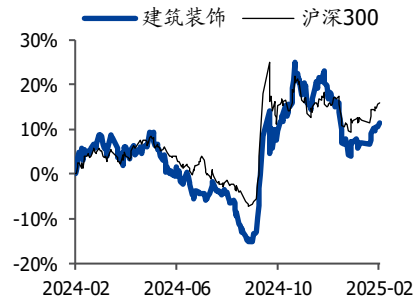


建筑装饰

新疆煤化工蓬勃起势，重视产业链龙头投资机会

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

研究助理 张天祚

执业证书编号: S0680123060030

邮箱: zhangtianyu@gszq.com

相关研究

- 《建筑装饰：两会有哪些积极政策可以期待？》 2025-02-16
- 《建筑装饰：节后复工力度怎么看？》 2025-02-09
- 《建筑装饰：美加征关税促扩内需再加码，重视新疆煤化工投资加速》 2025-02-03

煤化工发展助力能源自给率提升，战略意义重于经济性考量。中国具有“富煤、贫油、少气”资源特性，当前石油、天然气进口依存度较高（2024年分别为72%/43%），伴随国内能源需求持续上行，发展煤化工提高能源自给率重要性进一步凸显。截至2023年底，我国煤化工主要产品煤制气/油/烯烃/乙二醇年产能分别占国内总产能的3%/2%/18%/33%，根据行业“十四五”产能规划，煤制油、煤制气仍有较大缺口。煤化工产品竞争力受国际油价影响，但当前我国煤化工产业发展核心驱动力为能源保障战略需求，经济性并非第一考量要素，政策支持下行业投资加码确定性较强。

天然产业优势+政策大力支持，新疆煤化工产业迎发展机遇。2024年新疆原煤/原油/天然气产量占全国比重分别为11%/15%/17%，肩负我国能源安全保障重任。“十四五”规划明确将新疆建设成为国家大型煤炭供应保障基地，同时统筹发展煤化工、煤电及新能源等产业。疆煤储量丰富（预测资源储量占全国40%）、煤质优异（热值高），为煤化工提供充足优质资源保障，同时新疆煤价、电价低廉，具备明显生产成本优势。近年来，伴随新疆交通网络与水利工程建设持续完善，产品外运成本高、水煤资源区域错配等产业限制因素逐步化解，新疆煤化工发展条件持续优化。

大型项目陆续启动，投资建设高峰将至。根据公开信息统计，新疆在建及拟建煤化工项目投资规模超7000亿元，其中已开工项目计划投资总额近1600亿，占比约23%，另有多个项目前期筹备工作稳步推进，年内有望正式启动，预计订单将加速放量。从项目执行进度看，我们测算2025-2026年每年投资完成额为1177/2104亿元，2025年开始项目建设显著提速，2026年有望步入执行高峰，工程企业收入、利润有望加速转化。煤化工EPC技术、资质壁垒较高，过往业绩与业主认可度为核心竞争要素，国内大型煤化工工程公司各具所长，有望共享行业发展红利。

疆煤开采提振爆破服务与产品需求，新疆民爆景气度有望持续上行。疆煤外运、疆电外送量大幅增长以及煤化工产业发展拓宽疆煤消纳渠道，新疆煤炭产能加速释放提振爆破服务与产品需求，新疆民爆市场景气持续上行。2024年新疆民爆生产总值/销售总值、工业炸药产量/销量增速均在规模前十省份中位列第一，显著高于全国总体水平。我们测算2024-2030年疆煤产量CAGR有望达8.5%，为区内民爆市场提供较强需求支撑。受经济性及安全性限制，行业具有明显区域特性，新疆民爆龙头有望核心受益。

投资建议：新疆煤化工产业发展关乎国家能源安全保障，战略意义重大，政策支持下行业投资加码，步入景气上行周期。1) 2025年起新疆煤化工投资预计加速落地，订单有望加速放量、项目建设逐渐步入高峰。重点推荐煤化工工程龙头中国化学，重点关注东华科技、三维化学、航天工程、中石化炼化工程、中油工程等。2) 新疆煤化工产业发展促进煤炭产能释放，带动爆破产品及服务需求大幅增加，民爆景气度有望持续上行，重点关注新疆民爆龙头雪峰科技、广东宏大、江南化工、易普力等。

风险提示：新疆煤化工投资规模不及预期风险，项目开工及建设进度不及预期风险，国际油价大幅波动风险等。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601117.SH	中国化学	买入	0.89	0.93	1.03	1.17	9.20	7.95	7.13	6.27

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

1. 煤化工：能源安全保障需求驱动产业发展，战略意义重大	4
2. 新疆煤化工：景气上行周期开启，投资建设高峰将至	11
2.1. 新疆资源禀赋得天独厚，政策发力促煤化工产业发展	11
2.2. 基础设施建设持续完善，运输及水资源等产业限制逐步破除	13
2.3. 大型项目陆续启动，2025年起有望迎建设高峰	15
3. 竞争格局：大型煤化工工程公司各具所长，共享行业发展红利	19
4. 新疆民爆：煤化工发展加速疆煤产能释放，民爆市场有望持续扩容	24
5. 投资建议	29
风险提示	30

图表目录

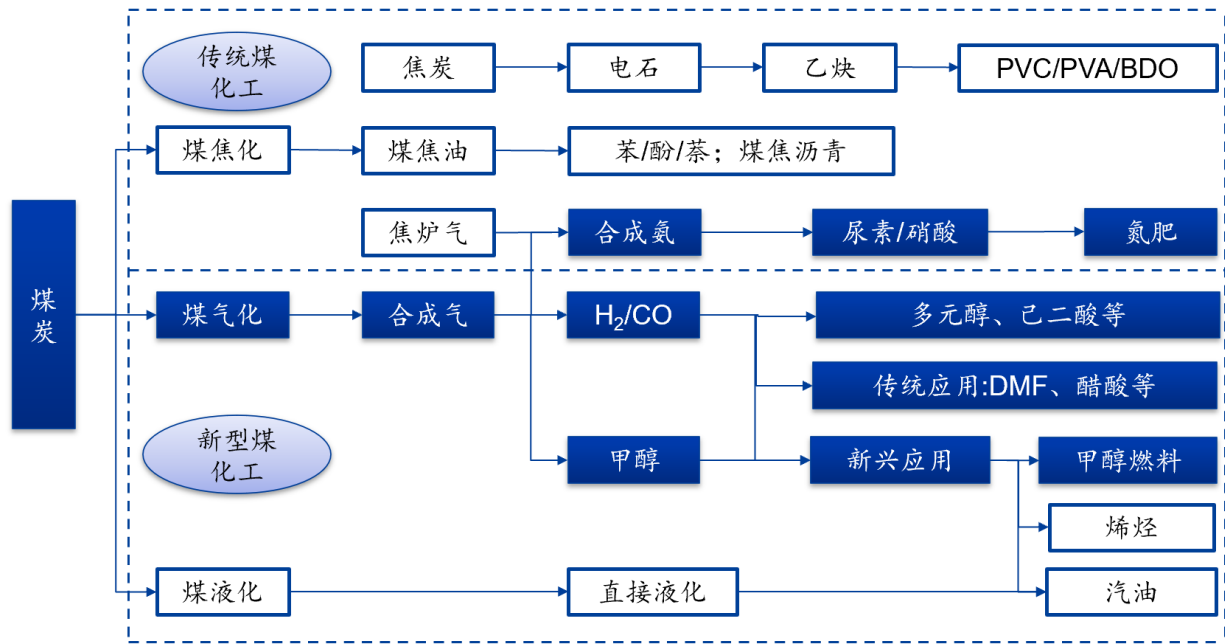
图表 1: 煤化工产业链	4
图表 2: 煤化工主要技术路径及代表企业	4
图表 3: 煤价与油价走势	5
图表 4: 不同工艺煤制气项目原材料及燃料成本占比	5
图表 5: 原油价格与进口天然气价格走势	6
图表 6: 不同煤炭价格下煤制天然气生产成本	6
图表 7: 煤制烯烃成本构成	7
图表 8: 煤制乙二醇成本结构	7
图表 9: 煤炭、原油、天然气进口依赖度	8
图表 10: 国内主要煤化工基地“十四五”产业规划	9
图表 11: 2020-2023年国内煤化工产能&十四五目标	10
图表 12: 2021-2023年煤化工产能利用率	10
图表 13: 煤化工主要产品十四五产能规划及投资额测算	10
图表 14: 新疆原煤产量及占比	11
图表 15: 新疆原油产量及占比	11
图表 16: 新疆天然气产量及占比	11
图表 17: 支持新疆能源保障基地建设重要政策	12
图表 18: 新疆四大煤田预测储量及开发定位(2023年)	12
图表 19: 新疆煤炭种类结构	12
图表 20: 2024年原煤产量前10省份	12
图表 21: 动力煤价格对比(2025年1月)	13
图表 22: 煤化工重点省份商业代理购电价格对比	13
图表 23: 疆煤外运量及增速	13
图表 24: 2024年新疆铁路网建设重要进展	14
图表 25: 新疆铁路网示意图	14
图表 26: 铁路疆煤外运量	14
图表 27: 各区域跨省天然气管道运输价格	15
图表 28: 新疆煤化工百亿规模以上在建及拟建项目梳理	17
图表 29: 已开工项目/未开工项目投资额占比	18
图表 30: 新疆煤化工项目投资完成额预测	18
图表 31: 原化工部九大设计院业务梳理	19
图表 32: 煤化工项目投资结构	20
图表 33: 煤化工设备投资结构	20
图表 34: 2010-2021年中国化学新签煤化工订单规模及增速	20
图表 35: 中国化学近期新疆煤化工项目梳理	21
图表 36: 东华科技新签订单及在手订单情况(单位:亿元)	21
图表 37: 三维化学重点煤化工项目梳理	22
图表 38: 航天工程主营业务收入结构	22

图表 39:	航天工程整体&设备销售毛利率.....	22
图表 40:	中石化炼化工程新型煤化工新签订单金额及增速.....	23
图表 41:	中油工程重点煤化工相关项目梳理.....	23
图表 42:	新疆煤炭资源外运与转化利用情况.....	24
图表 43:	2020-2024 年新疆民爆生产/销售总值及增速.....	25
图表 44:	2020-2024 年新疆工业炸药产量/销量及增速.....	25
图表 45:	2023&2024 年新疆批复核准煤矿项目梳理.....	25
图表 46:	新疆主要民爆企业业务梳理.....	25
图表 47:	2024H1 江南化工主营业务收入结构.....	26
图表 48:	新疆天河化工营收及净利润.....	26
图表 49:	江南化工新疆地区 2024 年新签或开始执行的亿元以上重大项目.....	26
图表 50:	2024H1 雪峰科技主营业务收入结构.....	27
图表 51:	雪峰科技爆破服务及民爆产品收入.....	27
图表 52:	2024H1 广东宏大主营业务收入结构.....	27
图表 53:	2020-2024Q3 广东宏大营收及归母净利润.....	27
图表 54:	2024H1 易普力主营业务收入结构.....	28
图表 55:	重点公司估值表.....	29

1. 煤化工：能源安全保障需求驱动产业发展，战略意义重大

煤化工是以煤为原料，经过化学加工使煤转化为气体、液体、固体燃料以及化学品的过程。煤化工可分为传统煤化工和现代煤化工，传统煤化工主要包括煤制化肥、合成氨和焦炭，现代煤化工主要是新型煤基能源和新型煤基材料。根据前端化学反应生产的基础层级化学品来分类，目前煤化工主要有煤制气、煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制芳烃等主要路径。

图表1：煤化工产业链



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

图表2：煤化工主要技术路径及代表企业

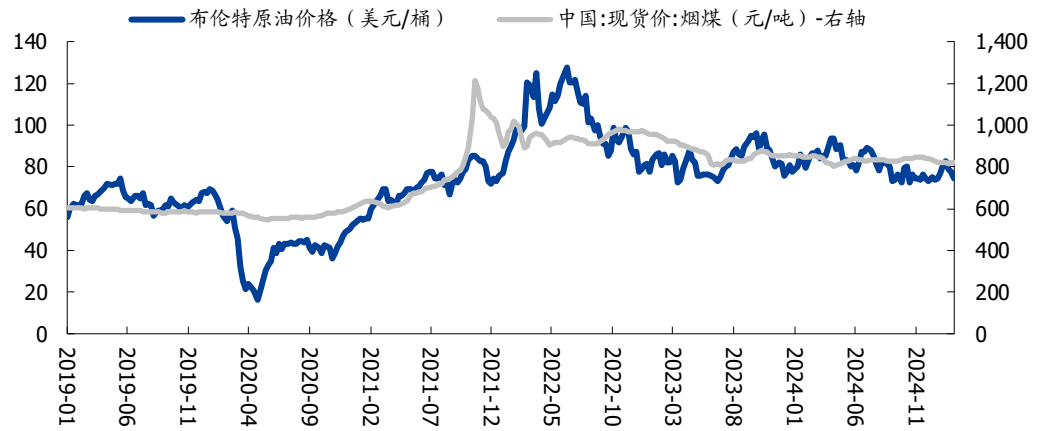
分类	技术路径	代表企业
煤制气	煤经过气化产生合成气，再经过甲烷化处理，生产代用天然气	大唐国际能源化工公司、内蒙古汇能煤化工公司、新疆庆华能源集团、伊犁新天煤化工公司等
煤制油	以煤炭为原料，通过气化、合成、液化、热解等化学加工过程生产油品和大宗化工产品，如合成气、柴油、汽油、液化石油气、聚乙烯、聚丙烯、二甲醚等	国家能源集团、内蒙古伊泰集团、山西潞安集团、兖州煤业、延长石油、阳煤集团、陕西晋煤集团、安徽淮化集团等
煤制烯烃	分为两类：一是煤基甲醇制烯烃，即煤基甲醇制烯烃（乙烯、丙烯），是指以煤为原料合成甲醇后再通过甲醇制取烯烃；二是煤基费托合成烯烃，即煤经气化得到合成气，直接在催化剂作用下合成烯烃	国家能源集团、中煤集团、中国石化、宁夏宝丰能源集团等
煤制乙二醇	主要有直接合成法和间接合成法。直接合成法是通过煤经合成气直接得到乙二醇。间接合成法主要是合成气先得到甲醇、甲醛等中间反应物，再进一步转化得到乙二醇	陕煤集团榆林化学有限责任公司、榆能集团化学材料公司，国家能源集团榆林化工和中化学（内蒙古）新材料公司等

资料来源：嘉肯咨询，国盛证券研究所

煤化工经济性受油价影响，煤价相对稳定减弱成本波动。煤化工行业和石油化工行业的部分产品重叠，原油价格传导至终端产品价格，进而影响煤化工企业利润空间，因此煤

化工经济性与原油价格呈明显负相关，原油价格高时，煤化工产业竞争力相对提升。煤价在一定程度上受原油价格影响，但在我国煤炭保供政策调控下，煤炭价格基本保持合理水平，与原油价格相比波动幅度较小，有利于降低煤化工产品成本波动。

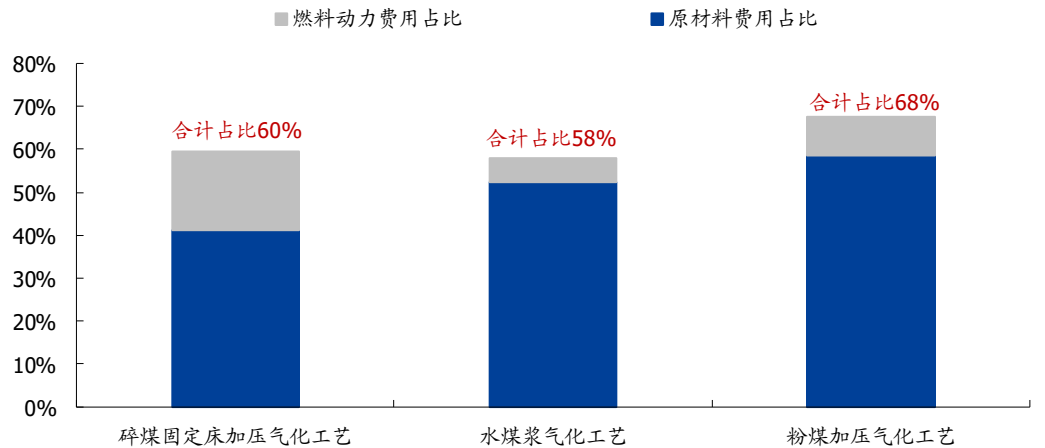
图表3: 煤价与油价走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

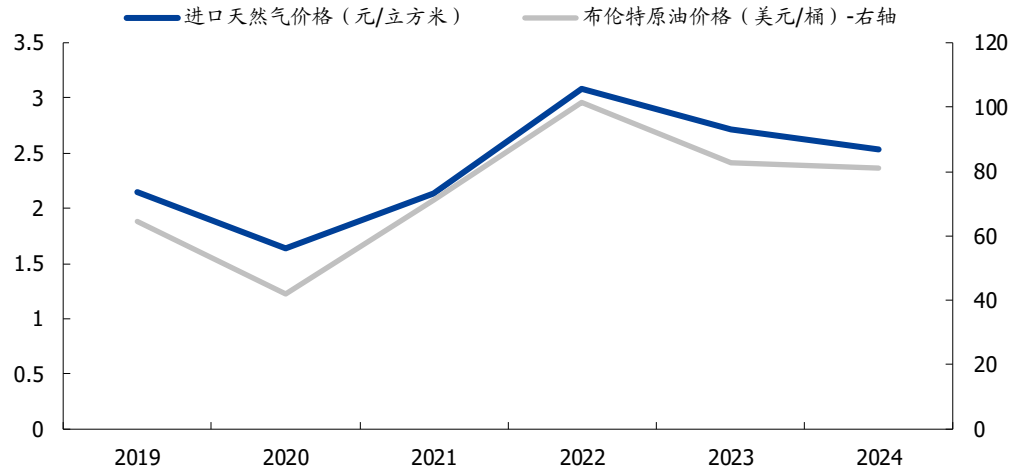
- **煤制油:** 煤制油产品主要为柴油和石脑油组分，现阶段我国市场上的油品主要来源于石油炼制路线，煤制油市场份额较小，油品定价由石油化工企业主导。截至2022年年底，我国煤制油投产项目累计完成投资约1280亿元，煤制油年总产能823万吨，单位投资额约1.6万元/吨。煤制油项目盈利情况受煤价、油价及税收政策等多方因素影响，据中国石油和化学工业联合会煤化工专委会，在煤价区间约500-600元/吨、国际油价60-70美元/桶的情况下，煤制油项目可达到盈亏平衡点。
- **煤制气:** 根据国内已投产项目投资额及产能测算，煤制天然气项目平均单位投资额约为6-8元/立方米。从生产成本来看，不同工艺下，原材料+燃料动力费占比约60%-70%。以总投资220亿元、年产能40亿立方米的煤制天然气项目为例，在现有技术条件下，1吨原料煤可以生产约300立方米煤制气，煤炭价格在100-500元/吨范围内时，对应煤制气完全成本约为1.1-3.1元/立方米。当原油价格在70-80美元/桶时，进口天然气价格约为2.1-2.5元/立方米，与煤炭价格300-400元/吨对应的煤制气成本基本持平。

图表4: 不同工艺煤制气项目原材料及燃料成本占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表5: 原油价格与进口天然气价格走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

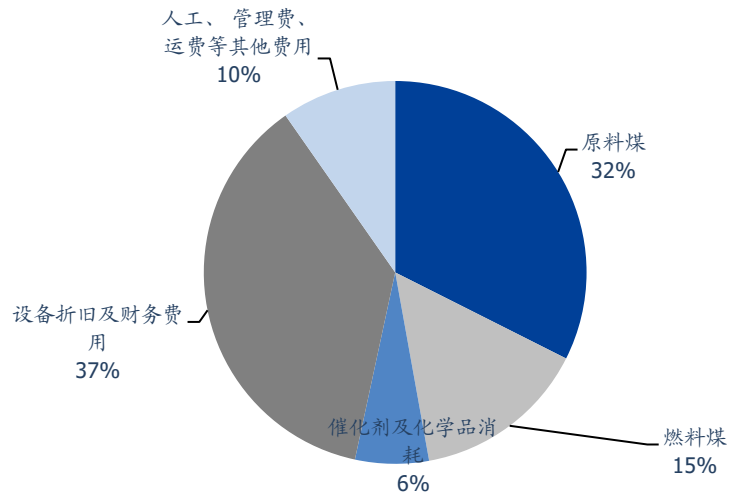
图表6: 不同煤炭价格下煤制天然气生产成本

煤炭价格 (元/吨)	煤制天然气生产成本 (元/立方米)
100	1.066
150	1.323
200	1.58
250	1.812
300	2.094
350	2.351
400	2.608
450	2.865
500	3.122

资料来源: 能源情报, 国盛证券研究所

- **煤制烯烃:** 乙烯生产工艺主要包括石油裂解制乙烯、煤制乙烯和轻烃制乙烯, 占比分别为 73%/21%/7%, 煤制乙烯已具备一定规模性。参考国内已建成煤制乙烯项目的投资规模及产能, 单位投资额约 2.1 万元/吨。从成本结构看, 原油制烯烃中原料(石脑油)成本占 75%, 煤制烯烃中原料煤/燃料煤成本占比分别为 32%/15%, 合计约 47%, 原材料等可变成本占比相对较低。

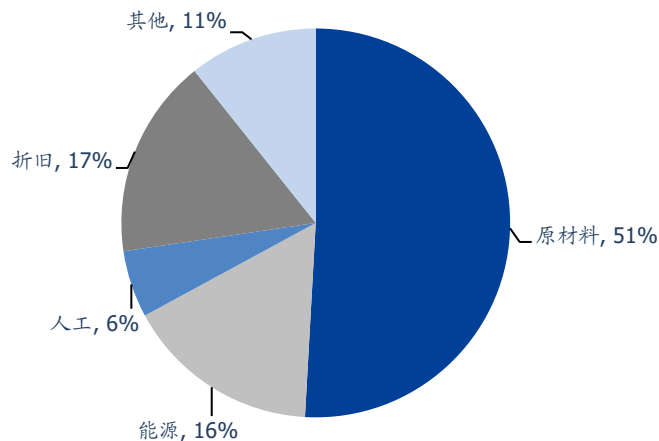
图表7: 煤制烯烃成本构成



资料来源:《我国煤制烯烃技术发展现状与趋势分析》(黄格省), Wind, 国盛证券研究所

- **煤制乙二醇:** 从成本结构看, 参考上市公司披露项目数据, 煤制乙二醇成本中原材料/能源/人工/折旧/其他成本占比分别为 51%/16%/6%/17%/11%。在环保要求趋严和盈利能力承压的双重影响下, 近几年国内煤制乙二醇行业开工负荷处于 50% 以下的较低水平。

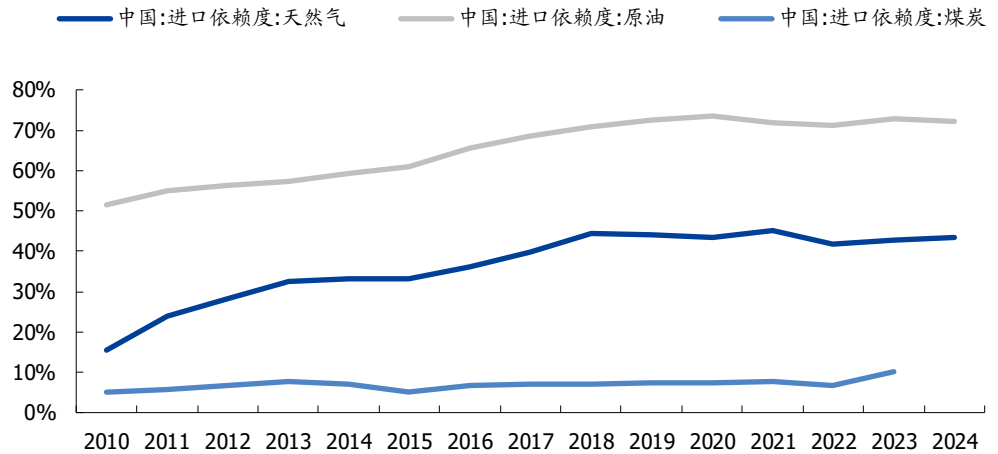
图表8: 煤制乙二醇成本结构



资料来源: 丹化科技公司公告, 国盛证券研究所

发展煤化工助力能源自给率提升, 战略意义显著。 中国具有“富煤、贫油、少气”的资源特性, 当前石油、天然气进口依存度较高, 2024 年我国原油、天然气对外依赖度分别达到 72%/43%。伴随国内能源需求持续提高, 发展煤化工提高能源自给率重要性进一步凸显。通过煤制油、煤制气等现代煤化工技术, 能够有效降低对进口石油和天然气的依赖, 增强能源供应的自主可控性, 为国家能源安全构筑坚实屏障。现阶段我国煤化工产业发展的核心驱动力为能源保障战略需求, 经济性并非第一考量要素, 政策支持下行业投资加码的确定性较强。

图表9: 煤炭、原油、天然气进口依赖度



资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

双碳背景下煤化工新增产能短暂受限，政策调整后产业提速重启。在“碳中和、碳达峰”的背景下，2021年部分省份化工产业审批呈现明显收紧态势，国内多个煤化工项目叫停或延期。2021年12月，中央经济工作会议中提及新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，新政实施后，行业新增原料用能项目不再受“能源消耗总量”考核指标的限制，增量项目获批可能性大幅提升。国家发改委等六部门联合发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》，提出要加强煤炭清洁高效利用，推动现代煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展。“十四五”期间，适度发展煤化工成为国家和各地区共识，我国煤化工产业提速重启。

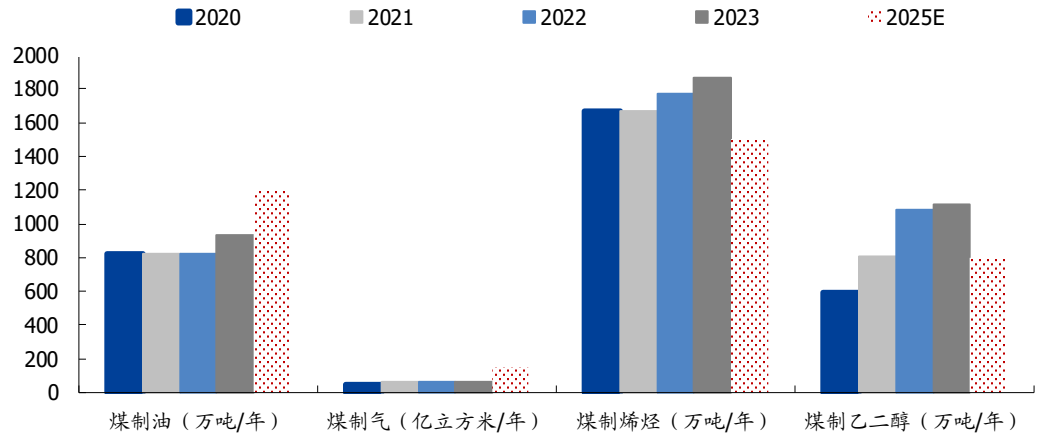
图表10: 国内主要煤化工基地“十四五”产业规划

地区	文件	主要内容
山西	《推进煤炭和煤化工一体化发展的指导意见》	到 2025 年, 全省现代煤化工示范基地初具规模, 上下游一体化产业链初步形成; 到 2030 年, 全省煤化工产业发展规范有序, 煤转化关键核心技术取得新突破, 煤炭清洁高效利用能力稳步提高, 煤炭与煤化工产业协同联动, 转型创新取得重大进展, 煤化工对能源革命综合改革试点目标的支撑作用进一步彰显, 建成国内重要的现代煤化工示范基地。
内蒙古	《新型化工产业发展实施方案》	到 2025 年, 现代煤化工产值力争突破 1000 亿元。加快推进鄂尔多斯现代煤化工产业示范区建设, 推动煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制芳烃等领域百万吨级项目工业化示范, 重点推进新一代甲醇制烯烃、合成气一步法制烯烃等煤制烯烃技术示范升级。培育壮大现代煤化工产业集群。到“十四五”末, 新增煤制烯烃产能 415 万吨, 总产能达到 781 万吨, 产值力争突破 700 亿元。加快推进一批煤制乙二醇项目建设, 重点发展聚乙二醇酸 (PGA)、聚萘二甲酸乙二醇酯 (PEN) 聚酯等产品, 新增产能 240 万吨, 总产能达到 354 万吨, 产值力争突破 200 亿元。
陕西	《陕西省人民政府办公厅关于印发“十四五”制造业高质量发展规划的通知》	充分发挥陕北煤炭资源优势, 围绕煤制烯烃 (芳烃) 深加工产业链转型升级, 合理发展以煤炭分质利用、煤制烯烃、煤制油、煤制芳烃、煤制化学品等为重点的现代煤化工产业, 探索形成全省现代煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展新路径。推动榆林现代煤化工、石油化工和精细化工行业高端化发展, 重点打造陕北绿色石化和现代煤化工产业示范区, 提升渭南现代煤化工发展能级。
新疆	《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	建设国家大型煤炭煤电煤化工基地。以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进新疆大型煤炭基地建设, 实施“疆电外送”“疆煤外送”、现代煤化工等重大工程。依托准东、哈密等大型煤炭基地一体化建设, 稳妥推进煤制油气战略基地建设。有序发展现代煤化工产业。
宁夏	《宁夏回族自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	建设现代煤化工产业示范区。推动宁东能源化工基地与吴忠太阳山开发区一体化发展, 打造千亿级煤化工产业集群, 高水平建设国家现代煤化工产业示范区。实施煤制油质量效益提升工程, 加快高碳醇、费托蜡、润滑油等下游产品和技术开发。高水平建设煤制乙二醇、氨纶芳纶等项目, 推进多牌号煤基烯烃开发, 延伸高性能工程塑料及树脂、特种橡胶、特种合成纤维和新型化工材料等高端产业链, 构建高效率、低排放、清洁加工转化利用的现代煤化工产业体系。到 2025 年, 全区现代煤化工产能超过 1500 万吨。

资料来源: 国际煤炭网、中国电石工业协会、陕西政府网、新疆政府网、中国煤炭网、国盛证券研究所

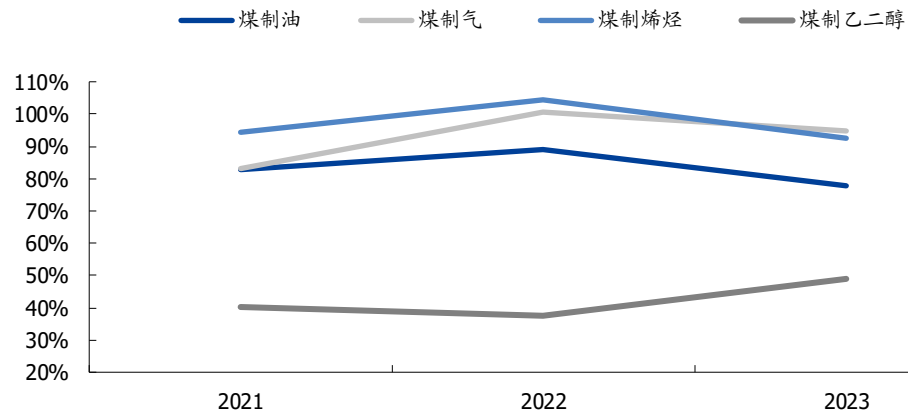
十四五煤制烯烃、煤制乙二醇产能快速提升, 煤制油、煤制气产能具备提升潜力。现代煤化工的主要方向中, 除煤制芳烃尚处于产业化起步阶段外, 煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制乙醇都已成功实现产业化。根据煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见, 到“十四五”末计划建成煤制气产能 150 亿立方米、煤制油产能 1200 万吨、煤制烯烃产能 1500 万吨、煤制乙二醇产能 800 万吨, 我们测算增量产能对应投资额约 1600 亿元。截至 2023 年底, 煤制气、煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇年产能分别为 67 亿立方米、931 万吨、1865 万吨、1118 万吨, 占国内总产能的 3%/2%/18%/33%, 产能利用率分别为 95%/78%/92%/49%, 煤制油、煤制气仍有较大缺口, 在提升能源自给率, 降低石油、天然气进口依存度以保障能源安全的战略目标下, 煤制油、煤制天然气产能建设有望提速。

图表11: 2020-2023年国内煤化工产能&十四五目标



资料来源: 中国石油和化学工业联合会、中国石化报、中国煤炭工业协会、建筑涂料分会、国盛证券研究所

图表12: 2021-2023年煤化工产能利用率



资料来源: 中国石油和化学工业联合会、中国石化报、中国煤炭工业协会、建筑涂料分会、国盛证券研究所

图表13: 煤化工主要产品十四五产能规划及投资额测算

	煤制油	煤制天然气	煤制烯烃	煤制乙二醇
产能	万吨/年	亿 m ³ /年	万吨/年	万吨/年
十三五末	823	51.05	1672	597
2023年末	931	67	1865	1118
十四五末	1200	150	1500	800
十四五计划增量	377	98.95	--	203
较十三五末增幅	45.8%	193.8%	--	34.0%
单位投资额	1.6 万元/吨	6-8 元/立方米	2.1 万元/吨	1.5 万元/吨
十四五规划投资额 (亿元)	603	693	--	305
合计金额 (亿元)			1600	

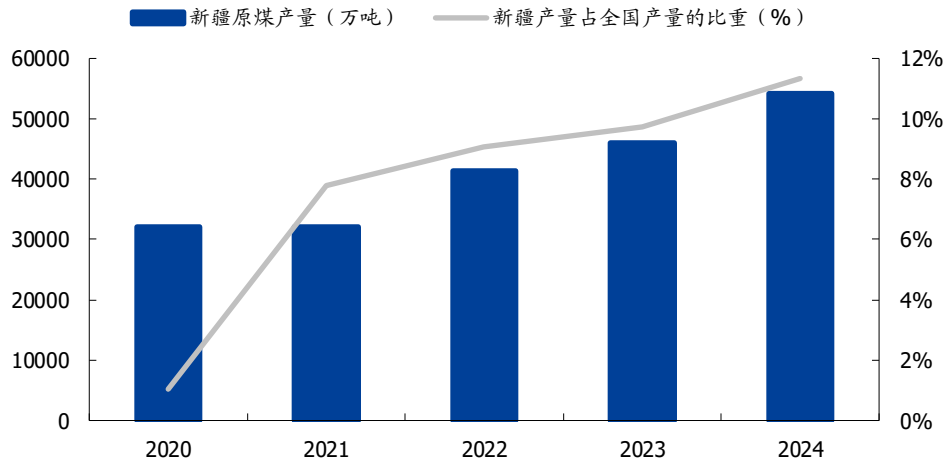
资料来源: 中国石油石化、中国石油和化学工业联合会、中国煤炭工业协会、中研网、观研天下、前瞻产业研究院、流程工业网、国盛证券研究所

2. 新疆煤化工：景气上行周期开启，投资建设高峰将至

2.1. 新疆资源禀赋得天独厚，政策发力促煤化工产业发展

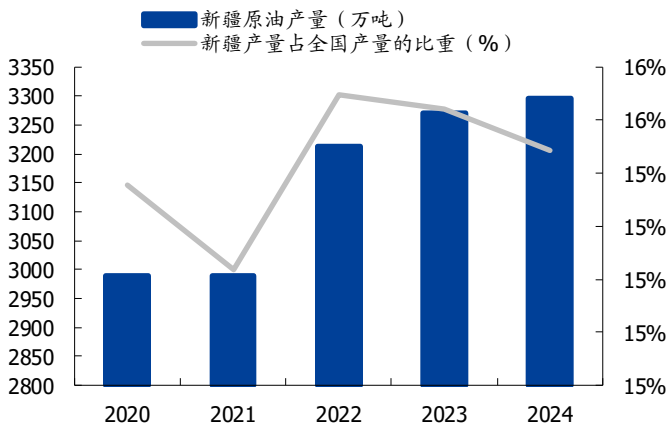
新疆为我国能源安全保供核心，政策大力推进区内煤化工产业发展。能源安全是关系国家经济社会发展全局性、战略性问题，我国围绕构建现代能源体系、提升重要功能性区域能源保障能力、实施能源资源安全战略等做出系列重要部署。2024年新疆原煤/原油/天然气产量占全国比重分别为11%/15%/17%，肩负我国能源安全保障重任，是能源安全保供核心。当前政策大力推进新疆煤化工发展，“十四五”规划明确将新疆建设成为国家大型煤炭供应保障基地，同时统筹发展煤化工、煤电及新能源等产业。

图表14: 新疆原煤产量及占比



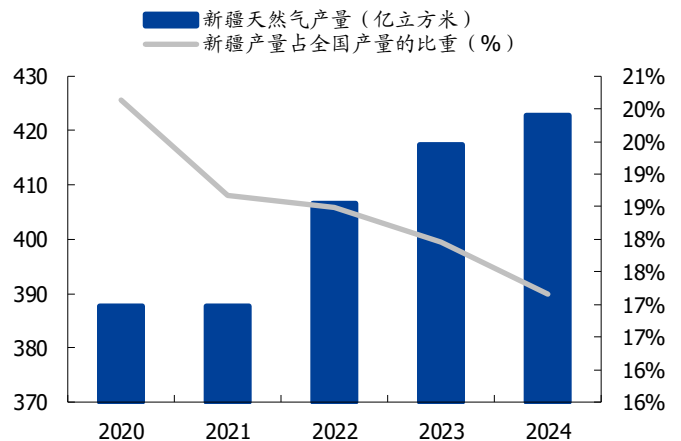
资料来源：国家统计局、新疆维吾尔自治区人民政府、中国能源报，国盛证券研究所

图表15: 新疆原油产量及占比



资料来源：国家统计局、新疆维吾尔自治区人民政府、北极星能源网，国盛证券研究所

图表16: 新疆天然气产量及占比



资料来源：国家统计局、新疆维吾尔自治区人民政府、北极星能源网，国盛证券研究所

图表17: 支持新疆能源保障基地建设重要政策

时间	政策	发布机构	主要内容
2022/3	《“十四五”现代能源体系规划》	国家发改委、国家能源局	优化煤炭产能布局，建设山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆五大煤炭供应保障基地；研究推进内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、山西晋北、新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设
2022/5	《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》	新疆维吾尔自治区人民政府	充分发挥煤炭兜底保障作用，高标准规划建设一批大型现代化煤矿，有效支撑“疆电外送”“疆煤外运”、煤制油气战略基地等重大战略实施，服务和保障国家发展大局

资料来源: 国家发改委、新疆维吾尔自治区人民政府、国盛证券研究所

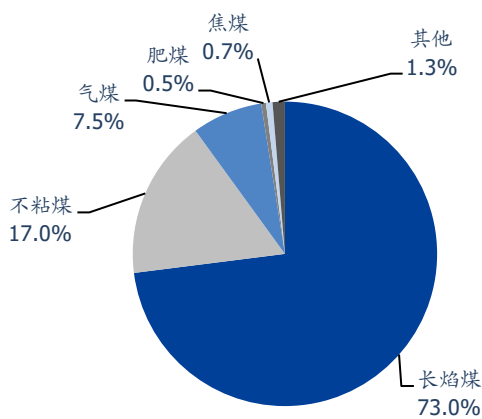
新疆煤炭资源储量丰富，优质产能持续释放。新疆煤炭资源预测储量高达 2.2 万亿吨，约占全国煤炭资源总量的 40%，当前已建成准东、伊犁、吐哈、库拜四大煤炭产业基地。疆煤变异程度相对较高、发热量高，属于优质动力煤、煤化工煤制油用煤。自 2022 年以来，国家发展改革委加快新疆露天煤矿产能核增许可，煤矿智能化改造加速推进，促进新疆煤炭优质先进产能快速释放，为煤炭供应增强保障。2023 年新疆地区新增煤炭产能 6257 万吨，2024 年产量达 5.4 亿吨，同比增长 17.5%，产量增速连续四年居全国首位。

图表18: 新疆四大煤田预测储量及开发定位 (2023 年)

基地	预测储量 (亿吨)	开发定位
吐哈基地	5708	煤炭 (西煤东运)、煤电
准东基地	3900	煤电 (西煤东运)、煤化工
伊犁基地	3009	煤电、煤化工
库拜基地	1370	煤炭 (南疆)、煤电、煤焦化

资料来源: 国际煤炭网、国盛证券研究所

图表19: 新疆煤炭种类结构



资料来源: 中国煤炭经济网、国盛证券研究所

图表20: 2024 年原煤产量前 10 省份

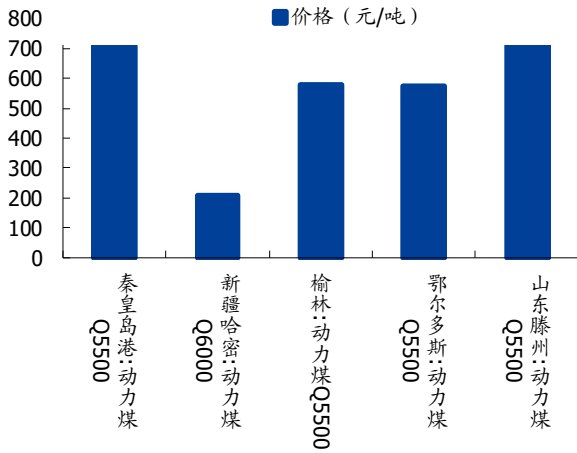
排名	地区	产量 (万吨)	同比
1	内蒙古	129687	5.4%
2	山西	126874	-6.9%
3	陕西	78004	2.0%
4	新疆	54077	17.5%
5	贵州	14497	7.9%
6	安徽	10560	-5.8%
7	河南	10429	1.4%
8	宁夏	10396	5.1%
9	山东	8670	-0.4%
10	甘肃	6641	9.3%

资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

新疆煤炭、电力价格低廉，构建生产成本优势。新疆煤炭资源具有埋藏浅、开采条件简单等特点，煤层埋藏深度平均不足 200 米，1000 米以下浅储量占比约 52.8%，特厚/巨厚煤层在新疆各煤田中广泛存在，因此煤炭开采成本较低，坑口价明显低于国内其他主产区。以动力煤坑口价为例，2025 年 1 月新疆哈密均价为 210 元/吨，榆林、鄂尔多

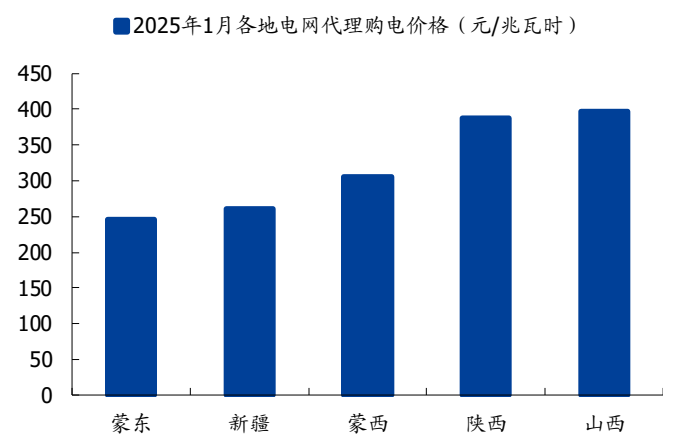
斯等地均在 500 元/吨以上。此外，新疆电价在煤化工重点省份中处于较低水平，进一步增强了煤化工产品生产成本低优势。

图表21: 动力煤价格对比 (2025年1月)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表22: 煤化工重点省份商业代理购电价格对比

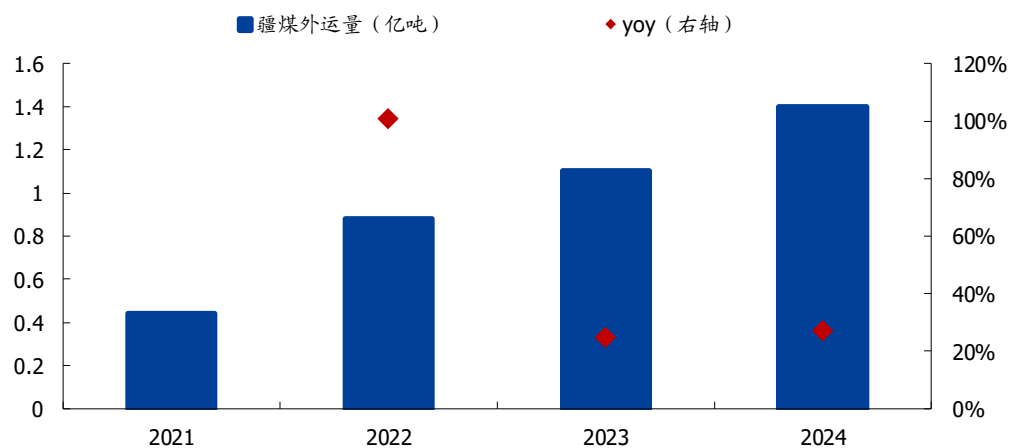


资料来源: 北极星售电网, 国盛证券研究所

2.2. 基础设施建设持续完善，运输及水资源等产业限制逐步破除

运输通道持续完善，助力煤化工产品运输效率提升及成本优化。新疆地处偏远，此前交通基础设施建设相对薄弱，导致运输成本较高，在一定程度上制约了煤化工产业发展。近年来，一方面，疆内煤化工产品消费市场逐步增加，部分产品在新疆就地消化，剩余再运输到内地。另一方面，出疆铁路、公路等基础设施不断完善，运输能力大幅提升，2024年“疆煤外运”达到 1.4 亿吨，2021-2024 年 CAGR 为 47%，为煤化工产品运输效率提升及运输费用优化提供基础。

图表23: 疆煤外运量及增速



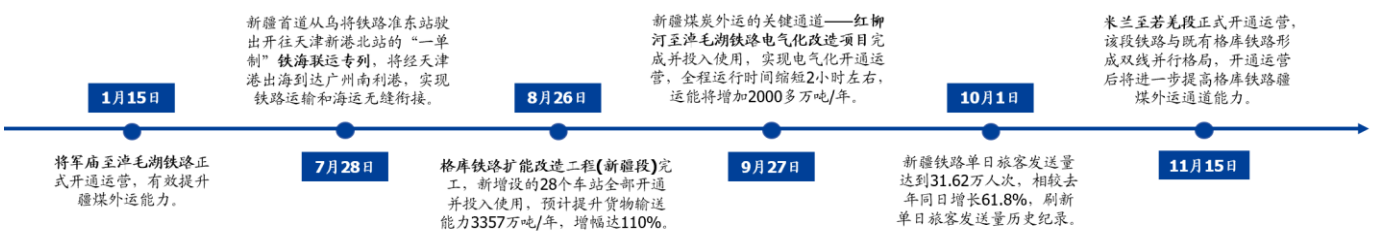
资料来源: 天山网、维吾尔自治区交通运输厅、今日智库, 国盛证券研究所

铁路: 近年来，新疆不断加大铁路项目建设力度，形成了以兰新铁路和兰新高铁为主通道、临哈铁路为北通道、格库铁路为南通道的“一主两翼”交通格局，目的地从甘肃、四川、云南、青海、宁夏等地，拓展到湖北、湖南、河北等全国 10 多个省市。2024 年

1月将淖铁路开通运营，与乌将铁路、红淖铁路、兰新铁路共同形成东疆铁路环线，准东矿区煤炭出疆运距缩短28%、运输时间缩短30%，成为疆煤外运重要通道及煤化工产品外运的重要线路；9月，红淖铁路完成电气化改造，运能从4000万吨/年提升至6000万吨/年，重载列车爬坡速度可提升17%以上，运行时间将缩短3小时左右，运输能力和效率明显提升。2024年铁路疆煤外运量达9061万吨，同比增长50.2%，创历史新高。

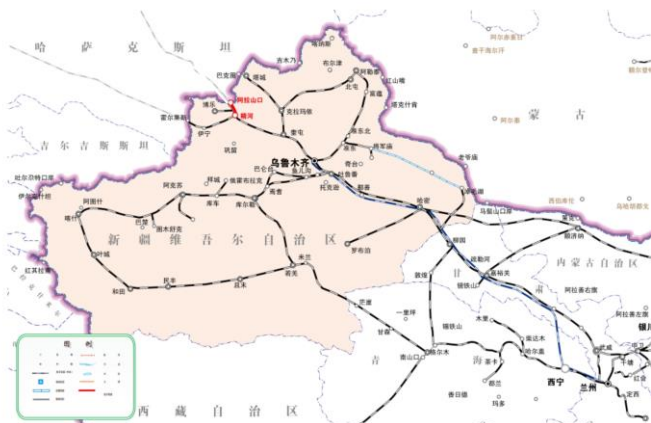
现有铁路扩能叠加新建铁路补充，进出疆通道承载能力有望进一步提升。2024年多个重大交通网络项目建设持续推进，格库铁路改扩建工程、罗若铁路加快建设，阿拉山口站扩能改造工程顺利推进，梧桐水至淖毛湖、伊宁至阿克苏、精伊霍铁路增建二线等铁路项目积极开展前期工作。此外，当前还有多条扩建及新建铁路处于规划筹备阶段，建设启动后有望进一步提升新疆煤化工产品外运能力：1) 临哈线：2024年11月通过扩能可研审查，工程总投资约199.8亿元，建设工期30个月。2) 鄯善-敦煌铁路：2024年8月吐鲁番市人民政府与陕西建工集团举行项目合作签约仪式，项目总投资198.8亿元。3) 疆煤入宁新通道：自治区发展改革委多次对接国家发展改革委、国铁集团，争取将临哈铁路经查干德尔斯、巴彦浩特至大坝铁路（巴彦浩特至大坝段）纳入《中长期铁路网规划》规划，国家发展改革委、国铁集团均表示将统筹考虑，争取纳规。

图表24: 2024年新疆铁路网建设重要进展



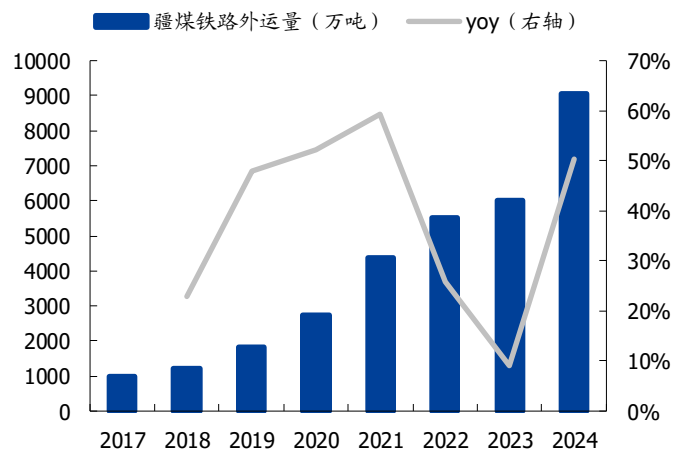
资料来源: 天山网, 国盛证券研究所

图表25: 新疆铁路网示意图



资料来源: 天山网, 国盛证券研究所

图表26: 铁路疆煤外运量

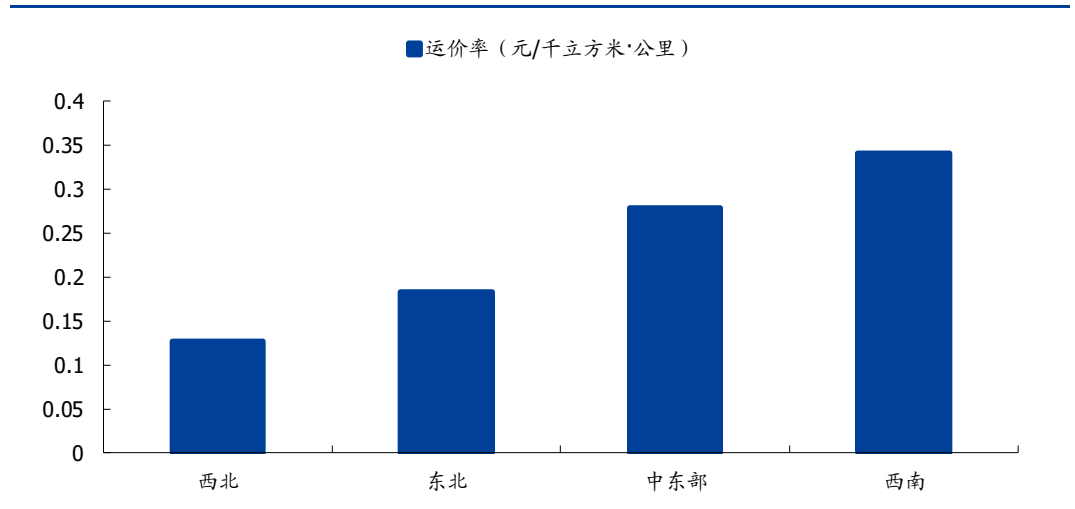


资料来源: 天山网, 中国煤炭工业协会, 国盛证券研究所

公路运输:新疆主要有北中南三个方向的出疆公路通道，北通道为北京至乌鲁木齐的G7京新高速，中通道为新疆至上海的国道312线、连云港至霍尔果斯的G30连霍高速，南通道为新疆至青海的国道315线和G0612线西宁至和田高速。2025年新疆进一步加大公路建设力度，计划完成公路交通投资800亿元、同比增长13.5%。

管道运输: 1) 天然气:《新疆维吾尔自治区综合立体交通网规划(2021-2050年)》中提出要新建成新疆煤制气外输管道、适时配套煤制油项目外输管道。2023年11月,国家发展改革委印发《关于核定跨省天然气管道运输价格的通知》,首次分区域核定跨省天然气管道运输价格,西北价区运价率为0.1262元/千立方米·公里,低于东北、中东部、西南地区,较此前平均降低约0.01元/千立方米·公里,降幅约7%。新疆发改委预计2030年新疆煤制天然气外送气量100亿立方米,区域内管输费用每年降低约2.5亿元,有利于进一步拓宽煤制天然气外送市场,促进煤制天然气等产业加快发展。2) 甲醇:国内目前甲醇贸易以火车、汽车等陆路运输方式为主,水路为辅,总体运输成本较高,约占市场价格的15%至30%。现阶段已有企业进行管输甲醇模式探索,成本约为传统运输方式的1/3-1/2,并且管输甲醇在运输过程中的损耗更低、节能效果显著、稳定性更高。

图表27: 各区域跨省天然气管道运输价格



资料来源: 国家发改委, 国盛证券研究所

新疆水、煤资源区域错配, 水利建设、节水技术发展破解水资源限制。煤化工耗水量、排水量大, 水资源是煤化工发展的重要制约因素, 将直接影响项目经济性。新疆水资源与煤炭资源呈现逆向分布, 问题核心在于区域错配而非总量短缺, 可通过开源节流、调配和水权置换等方式解决。如在准东能源基地通过加强水利工程建设实施“引额济克”、“引额济乌”工程, 调水规模可达到12亿m³; 在哈密和昌吉等地通过修建高效农田和退耕低端农田可有效减少农业用水。2022-2024年新疆水利固定资产投资年均增速在16%以上, 后续将进一步加快重大蓄水调水工程建设, 有望强化对煤化工产业用水支撑。同时, 煤化工企业通过多种技术手段化解水资源问题: 1) 空冷技术: 广汇能源项目采用间接空冷系统, 节水率超70%; 2) 矿井水回用: 新业能化将煤矿疏干水处理后用于化工生产, 替代60%新鲜水; 3) 光伏绿氢耦合: 中石化项目用绿氢替代煤制氢, 每吨烯烃节水5吨。伴随区域内水利水资源科学调配和高效利用能力提升以及企业节水技术发展, 新疆煤化工产业水资源限制有望逐步化解。

2.3. 大型项目陆续启动, 2025年起有望迎建设高峰

产业兴疆推进会签约金额近万亿, 煤化工为重要领域之一。2024年7月, 中央企业产业兴疆推进会在喀什召开, 强调立足新疆资源禀赋, 全面推进油气、煤炭等能源资源的勘探开发, 积极推动新能源基地建设, 着力提升能源保障能力和产业竞争力, 有望进一步推动新疆地区煤化工发展提速。喀什产业兴疆会议中, 新疆维吾尔自治区与25家中央企业签约共183个项目, 预计2028年底前完成产业投资9396亿元, 其中国家能源投资集团有限

责任公司计划投资项目 23 个，涉及煤制油、煤制气、新增新能源大基地建设等，投资超 2000 亿元。

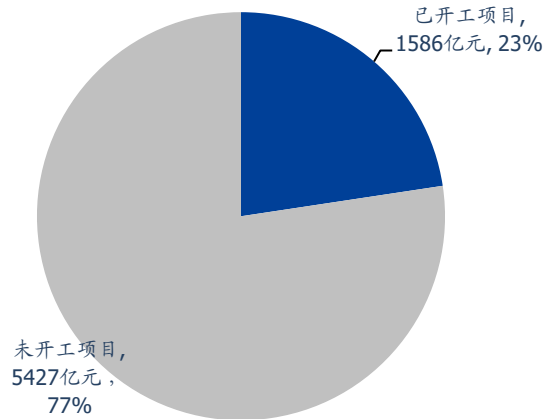
新疆在建及拟建煤化工项目投资规模超 7000 亿，多个重大项目蓄势待发。据我们不完全统计，当前已披露新疆煤化工在建及拟建项目总投资金额超 7000 亿（为“十四五”全国煤化工规划新增产能对应投资额的 4 倍以上），其中已开工项目计划投资总额近 1600 亿，占比约 23%。多个百亿级项目于 2024 年下半年开始启动，预计 2025 年逐步进入建设高峰，2026-2027 年建成投产：国能哈密能源基地项目 2024 年 10 月正式开工建设，项目一阶段投资 900 亿元（规划总投资 1700 亿），计划 2027 年底建成投产。新疆其亚年产 60 亿立方米煤制天然气项目 2024 年 6 月正式开工，总投资 287 亿元，计划 2026 年底投产。新疆东明塑胶有限公司年产 80 万吨煤制烯烃项目 2024 年 12 月 26 日开工，总投资 190 亿元，计划 2026 年 4 月建成。此外，多个项目前期筹备工作稳步推进，处于可研、环评、招标阶段，2025 年起有望陆续正式启动：国能新疆 40 亿立方米/年煤制天然气示范项目各项准备工作已全部就绪，拟春季上马。伊吾广汇 1500 万吨/年煤炭分质分级利用示范项目 2025 年 1 月召开总体工程设计开工会，力争 6 月底正式开工建设，2027 年三季度建成投产。

图表28: 新疆煤化工百亿规模以上在建及拟建项目梳理

项目名称	项目内容	投资规模	项目最新进展及进度规划	项目状态
国家能源集团哈密能源集成创新基地项目（一阶段煤制油工程）	煤直接液化二代技术：一期将建设煤矿、煤制油项目、风光发电项目；二期将联合产出PX（对二甲苯）、PGA（聚乙交酯）等化工产品	1700亿（一期900亿）	2024年10月开工，计划2027年底投产。2025年1月20日多项基础设计和技术服务招标结果已公布。	已开工
新疆其亚600万吨/年煤基甲醇项目	建设内容包括空分、气化、净化、甲醇、硫回收、电解水制氢装置及配套工程	287亿	2024年6月正式开工，11月施工现场强夯工作已基本完成，计划2026年年底投产	已开工
新疆东明塑胶有限公司年产80万吨煤制烯烃项目	主体工程包括220万吨/年煤基合成气制甲醇装置，80万吨/年甲醇制烯烃装置，40万吨/年聚乙烯（HDPE）装置和50万吨/年聚丙烯（PP）装置、2万吨/年电解水制氢装置和处理空量为96万Nm ³ /h的空分装置	190亿	2024年12月26日开工，计划2026年4月建成	已开工
新疆中新建煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	建设150万吨/年煤制烯烃和40亿立方米/年煤制天然气项目，包含煤气化、甲醇合成、烯烃和天然气生产装置，以及电解水制氢和CCUS装置	670亿	2024年8月环评公示，计划建设周期为2024-2027年	待建
陕西黑猫新疆库车年产640万吨焦化及下游粗苯加氢、焦油加工、LNG等项目	新建年640万吨焦化及下游粗苯加氢、焦油加工、LNG等煤化工循环经济产业及配套附属设施设备工程以及煤矿开采项目	396亿	2023年4月签订投资框架协议。项目拟分四期建设，建设周期计划为10年	待建
新疆燃焱能源产业年转化原料2000万吨富燃煤炭分级分质清洁高效综合利用项目	项目采用先进的现代煤炭分级分质清洁高效利用技术，对煤炭资源进行提质，将煤热解成气、液、固三相物质，根据各类热解产物物理化学性质进行梯级利用，促进煤炭资源清洁高效利用，无废水、废气、废液、固废产生。分两期建成投产	389亿	2024年7月签约	待建
新疆其亚年产60亿立方米煤制天然气项目	项目位于新疆准东开发区将军庙，煤制天然气一期工程年产天然气20亿立方米	359亿（一期160亿）	2024年1月与主要合作方开展合作议程和技术谈判，计划2027年建成投产	待建
新疆心连心化学工业有限公司化工新材料一期项目	生产装置包括：原料储运、空分、合成氨装置、三聚氰胺装置、聚甲醛装置、双氧水装置、己内酰胺装置、尼龙6装置、复合肥装置、硫磺制硫酸装置、配套公用工程及辅助生产设施	331亿	2024年11月发布招标公告	待建
中煤集团新疆能源有限公司条湖40亿方/年煤制天然气项目	依托中煤条湖一号井工矿，经气化、净化后生产合成气，再经甲烷合成装置产出天然气后通过管网外送	320亿	2024年1月社会稳定风险分析评估和水资源论证报告编制服务采购公示	待建
中国华能集团公司新疆准东公司40亿Nm ³ /a（一期20亿Nm ³ /a）煤制天然气项目	按照“20+20”模式分期建设，优先实施一期20亿Nm ³ /a煤制天然气项目，择机实施二期目标项目	260亿	2024年9月公布可行性研究报告编制及评审服务中标情况	待建
国家能源集团新疆能源有限责任公司40亿立方米/年煤制天然气示范项目	年就地转化原煤量1612万吨/年，项目关键工段均采用国内工艺及装置，建成国内成套煤制天然气技术装置示范项目	250亿	建设周期2024-2026年，2024年1月开展环评，2025年1月一期（20亿立方米/年）准备工作就绪，拟春季项目上马	待建
新疆天池能源准东20亿立方米/年煤制天然气项目	选择碎煤熔渣气化工工艺，生产粗煤气，粗煤气经耐硫变换、低温甲醇洗净化制得合成气，合成气经甲烷化制取天然气产品	230亿	2024年7月通过预审	待建
新疆山能化工有限公司准东五彩湾80万吨/年煤制烯烃项目	主体工程包括空分、气化、变换、低温甲醇洗、硫回收、甲醇合成、甲醇制烯烃、烯烃分离、蒸汽裂解、1-丁烯、聚乙烯、聚丙烯和电解水装置等13套生产装置	209亿	2025年1月设计中标结果公告	待建
新疆庆华能源集团有限公司55亿m ³ /a煤制天然气示范项目二期工程	在现有一期工程的基础上续建，二期年产40亿m ³ ，分成A、B 2个系列，各20亿m ³	194亿		待建
哈密新能煤化工有限责任公司煤基新材料项目	项目以三塘湖石头梅露天煤矿原煤为原料，建设规模为年产120万吨/年甲醇、40万吨/年MMA/PMMA，以及联产醋酸、聚甲醛等产品	171亿	2024年12月进行环评公示、发布招标公告，1月项目总体设计方案通过评审	待建
伊吾广汇1500万吨/年煤炭分质分级利用示范项目	总规模为年处理1500万吨入炉煤，采用单炉50万吨/年内热式直立炉热解工艺，生产提质煤714万吨/年、煤焦油150万吨/年	165亿	2025年1月召开总体工程设计开工会，力争6月底正式开工建设，2027年三季度建成投产	待建
新疆新业集团准东20亿立方米/年煤制天然气项目	采用碎煤加压气化工工艺，年产合成天然气20.08亿立方米，副产焦油、中油、石脑油等产品	155亿	2024年11月通过初步设计专家审查会	待建
新疆天业新建乙醇制乙烯法PVC项目	项目规划建设35万吨/年离子膜烧碱装置、50万吨/年聚氯乙烯（PVC）树脂装置	140亿	2024年8月环评获批	待建
新疆泰亨能源化工有限责任公司1000万吨低阶煤分质分级清洁高效综合利用项目	项目将年产1000万吨提质煤和多种化工产品，旨在实现低阶煤的清洁高效利用	101亿	2024年5月发布设计招标，建设周期预计36个月	待建
合计投资规模（含100亿以下项目）		7013亿		

资料来源：煤炭深加工现代煤化工、中国化工信息网、新疆石油及化工工业博览会、兰炭分会、煤化工信息网、巴里坤县人民政府、新疆阳光采购服务平台、中国拟在建项目网、准东开发区零距离公众号、准东开发区零距离公众号、千里马招标网、中国化工报、国际氢能网、中国新闻网、兵团第十三师、寻标宝、中化新网、现代煤化工、其亚集团官网、中国化工信息周刊、山西黑猫公告、新疆维吾尔自治区生态环境厅、比地招标网、煤化工网、氮肥与甲醇技术网、氯碱网、化工聚才网、丙烯酸及酯、国际燃气网、化工在线、国盛证券研究所

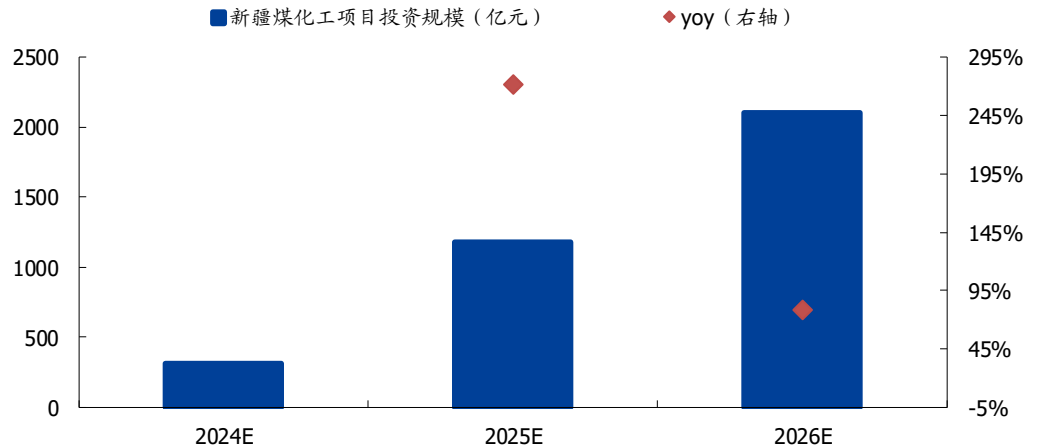
图表29: 已开工项目/未开工项目投资额占比



资料来源: 煤炭深加工现代煤化工、中国化工信息网、新疆石油及化工工业博览会、兰炭分会、煤化工信息网、巴里坤县人民政府、新疆阳光采购服务平台、中国拟在建项目网、准东开发区零距离公众号、准东开发区零距离公众号、千里马招标网、中国化工报、国际氢能网、中国新闻网、兵团第十三师、寻标宝、中化新网、现代煤化工、其亚集团官网、中国化工信息周刊、山西黑猫公告、新疆维吾尔自治区生态环境厅、比地招标、煤化工网、氮肥与甲醇技术网、氯碱网、化工聚才网、丙烯酸及酯、国际燃气网、化工在线、国盛证券研究所

预计 2025 年订单加速释放, 2026 年有望步入执行高峰。 **投资规模:** 当前已披露项目投资规模超 7000 亿, 且仍有尚未披露的潜在项目释放可能, 实际投资总额预计更高, 保守按照 7000 亿投资额估算。 **项目启动节奏:** 2024 年新开工项目投资总额约 1586 亿元, 假设剩余 5400 亿在筹备项目于 25-26 年正式启动, 平均每年新开工项目计划投资总额约 2700 亿, 2025 年起预计将有大规模订单释放。 **项目执行进度:** 根据上述部分项目披露的建设时间规划, 预计新疆煤化工项目平均建设周期在 3-4 年, 假设每年完成工程量占比为 20%/40%/30%/10%, 则 2025-2026 年每年完成额分别为 1177/2104 亿元, 2025 年开始项目建设显著提速, 2026 年步入执行高峰。

图表30: 新疆煤化工项目投资完成额预测



资料来源: 煤炭深加工现代煤化工、中国化工信息网、新疆石油及化工工业博览会、兰炭分会、煤化工信息网、巴里坤县人民政府、新疆阳光采购服务平台、中国拟在建项目网、准东开发区零距离公众号、准东开发区零距离公众号、千里马招标网、中国化工报、国际氢能网、中国新闻网、兵团第十三师、寻标宝、中化新网、现代煤化工、其亚集团官网、中国化工信息周刊、山西黑猫公告、新疆维吾尔自治区生态环境厅、比地招标、煤化工网、氮肥与甲醇技术网、氯碱网、化工聚才网、丙烯酸及酯、国际燃气网、化工在线、国盛证券研究所

3. 竞争格局：大型煤化工工程公司各具所长，共享行业发展红利

煤化工 EPC 资质、技术、资金壁垒较高，过往业绩与业主认可度为核心竞争要素。煤化工项目勘察设计咨询和工程总承包业务对企业的技术实力、专业资质有较高要求，同时工程实绩与过往合作基础也是业主关键考量因素。原化工部下属九大设计院在化工部撤销后陆续剥离，重组为工程公司，其中 6 家隶属于中国化学（中国天辰、赛鼎工程、东华科技（上市）、中国五环、华陆工程、中国成达）、2 家隶属于中国石化下属上市公司中石化炼化工程（中石化宁波工程、中石化南京工程）、1 家隶属于中国石油下属上市公司中油工程（中国石油集团东北炼化工程有限公司吉林设计院），各家公司各具业务专长，且在煤化工领域均具备较多业务经验，均有望受益于新疆煤化工产业发展提速，重点推荐中国化学（煤化工 EPC 龙头，承担国内 95% 以上煤化工工程设计施工任务），关注东华科技（掌握煤制乙二醇核心技术，市占率 70% 以上）、中石化炼化工程（新型煤化工技术积累丰富，24Q1-3 新签合同额同比大幅增长 20 倍）、中油工程（中石油下属工程建设核心平台，煤化工工程实绩丰富）。

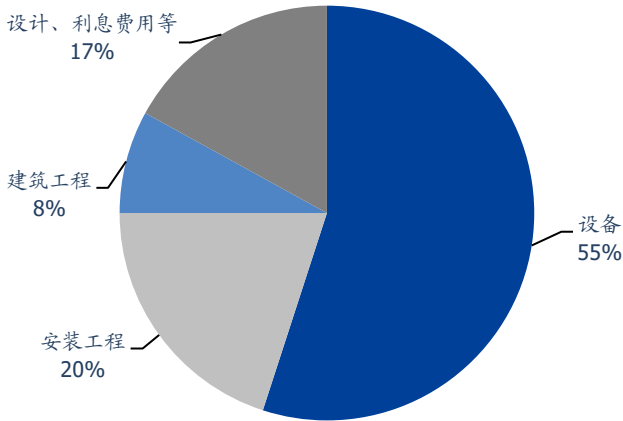
图表31：原化工部九大设计院业务梳理

所属上市公司	工程公司	优势领域
中国化学	中国天辰工程有限公司	集工程、产业、研发于一身的综合型工程公司，境外业务达业务总量的 50%。公司是 煤化工 行业的领导者，累计执行超过 100 个项目，完成超过 100 台气化炉的设计和建设，在煤制油、煤制天然气、煤制烯烃等各方向领域具备丰富经验
中国化学	赛鼎工程有限公司	以工程设计与工程总承包为主业的大型综合性工程公司。在有机化工、石油化工、 煤化工 等领域具有专业特长及技术优势，在化肥、焦化工程、煤气化等方面具有丰富设计经验
东华科技（中国化学）	东华工程科技股份有限公司	在化工勘察设计企业中名列前茅，公司和日本高化学合作开发的合成气制乙二醇技术荣获全国质量创新大奖，在中国国内市场占有率超过 70%。同时，在甲醇、合成氨、尿素等 大型煤化工装置 的设计和建设市场长期处于领先地位。
中国化学	中国五环工程有限公司	在 煤化工 、碳一化工、化肥、磷化工和新型合成材料等工程科技领域始终占据行业发展战略制高点，处于市场主导和技术领先地位
中国化学	华陆工程科技有限责任公司	专注服务于石油和天然气化工、 煤化工 、精细化工、材料能源、基础设施等业务领域
中国化学	中国成达工程有限公司	以设计为主体实行工程总承包的国际型工程公司，先后承担过国内纯碱、氯碱、合成氨、尿素、炭黑、甲醇、聚苯乙烯、丁苯胶乳等项目的工程总承包
中石化炼化工程	中国石化集团宁波工程有限公司	在天然气化工、石油化工、 煤化工 以及合成气化工等领域的设计在全国处于领先地位；具备以煤制氢、煤制甲醇、煤制合成天然气为代表的 新型煤化工技术 等九大技术优势
中石化炼化工程	中石化南京工程有限公司	专业领域涉及 现代煤化工 、天然气化工、煤电一体化、碳一化工及延伸产品、石油化工、环境工程、清洁能源硫磷和催化剂等无机化工、工业民用建筑等，在我国石油化工、精细化工、无机化工和基础化工领域具有重要的地位。
中油工程	中国石油集团东北炼化工程有限公司吉林设计院	以设计为主体实行工程总承包的大型工程公司，产品链包括石油化工、化工与精细化工、合成橡胶与合成树脂、炼油工程、 煤化工 、环境工程、生物能源等，优势项目有丙烯酸及酯、高密度乙烯、环氧乙烷、乙丙橡胶、丁苯橡胶、ABS、MTBE 等

资料来源：中国化工报、东华科技官网、中国天辰官网、中石化南京工程官网、Wind、国盛证券研究所

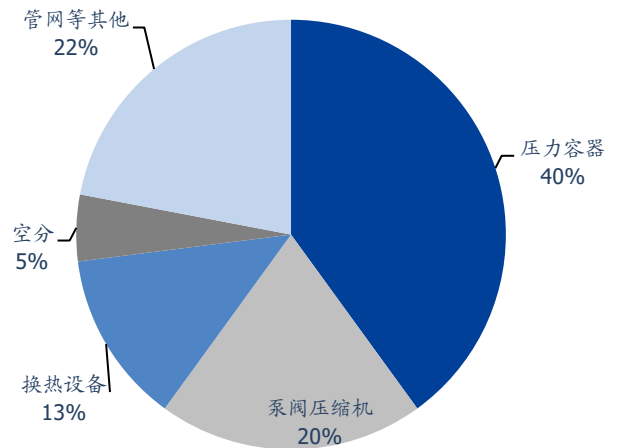
设备价值量占比超 50%，掌握核心装置技术优势的细分领域龙头有望受益。从投资结构看，设备/安装工程/建筑工程/设计、建设期利息费用等占比分别约为 55%/20%/8%/17%，设备占据核心价值量，其中压力容器占比最高，为 40%，泵阀压缩机/换热设备/空分/管网等其他设备占比分别约为 20%/13%/5%/22%。大型煤化工项目通常拆分为多个装置及标段进行招标，掌握关键装置核心技术优势的细分领域龙头有望受益，重点关注**三维化学**（硫磺回收装置龙头，市场份额与技术实力领先）、**航天工程**（掌握粉煤加压气化核心技术，气化炉市占率 50% 以上）。

图表32: 煤化工项目投资结构



资料来源: 国家煤化工网, 国盛证券研究所

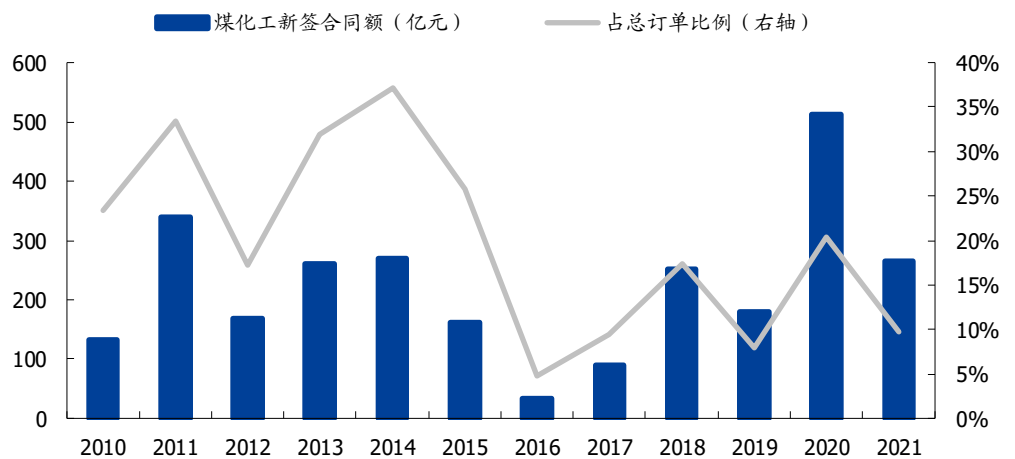
图表33: 煤化工设备投资结构



资料来源: 国家煤化工网, 国盛证券研究所

中国化学: 煤化工 EPC 龙头综合实力强劲, 占据主要市场份额。公司掌握国际最先进的煤化工技术, 如多喷嘴对置式水煤浆气化、大规模碎煤加压气化、干粉煤气化(五环炉、神宁炉)、流化床甲醇制丙烯(FMTP)、一步法甲醇制汽油(MTG)、合成气制乙二醇、合成气制乙醇等。根据中国化学 2021 年披露数据, 公司占据了国内煤化工工程绝大部分市场份额, 承担了我国 95% 以上的煤化工设计施工任务, 承建了国内绝大部分大型现代煤化工项目, 包括煤制甲醇、煤制烯烃、煤制油、煤制天然气、煤制乙二醇、低阶煤分级分质利用等。公司工程业绩丰富, 成功完成多个国家级示范项目, 2024 年公司承建的全球最大的煤制乙醇项目——碳鑫科技甲醇综合利用项目全面建成投产、内蒙新材 30 万吨/年煤制乙二醇项目一次性打通全流程。在新疆煤化工领域, 2024 年以来公司下属企业已成功获取多个重点项目的可研、设计订单, 后续有望借助参与前端环节的先发优势获取重要 EPC 项目。

图表34: 2010-2021 年中国化学新签煤化工订单规模及增速



资料来源: 中国化学公告, 国盛证券研究所 注: 2022 年起订单分类调整, 未披露煤化工项目金额

图表35: 中国化学近期新疆煤化工项目梳理

下属公司	项目名称	参与环节
华陆工程	新疆能源集团哈密新能煤化工煤基新材料项目	项目总体设计、总体及公辅工程基础设计和项目拿总技术服务
中国天辰	新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目	总体院、拿总管理、技术服务、基础设计及部分详细设计
中化六建	新疆慧能煤清洁高效利用有限公司 1500 万吨/年煤炭清洁高效利用项目	承建除尘器、热风炉、筒仓、仓库土建工程
赛鼎工程	中国华能集团公司新疆准东公司 40 亿 Nm ³ /a（一期 20 亿 Nm ³ /a）煤制天然气项目	可行性研究报告编制及评审服务

资料来源: 兰炭分会、现代煤化工、氮肥与甲醇技术网、新疆石油及化工工业博览会, 国盛证券研究所

东华科技: 乙二醇等煤化工细分领域 EPC 龙头, 股东业务协同有望赋能。 1) **煤化工细分领域市场份额领先:** 公司在乙二醇生产技术上具有专利优势, 国内市占率超过 70%, 承建装置产能累计达 1000 万吨/年, 在甲醇、合成氨、尿素等大型煤化工装置的设计和建设市场长期处于领先地位。2) **长期重点拓展新疆市场, 密切跟踪多个新疆煤化工项目:** 公司先后承建了新疆天利甲乙酮、天盈乙二醇、天业乙二醇等多个工程总承包项目, 联合新疆天业、绿原等兵团所属企业开展投资业务。目前在新疆有 2 个正在执行的大型总承包项目, 合计金额约 60 亿元。公司在煤化工气化、空分、净化以及公辅工程等标段具有丰富的工程业绩和较强的竞争优势, 正密切跟踪上述项目进展情况, 依托工程技术、项目管理等优势, 积极参与项目建设。3) **股东业务协同赋能:** 公司第二大股东陕煤集团是陕西省国有特大型能源化工骨干企业, 投资运营煤化工项目众多。新疆煤化一体化项目是陕煤集团“十四五”谋划的千亿级项目之一, 与东华科技新疆煤化工业务具备协同效应。4) **24Q4 新签订单提速增长, 在手项目储备充裕:** 2024 年公司新签合同额 223 亿元, 同比增长 24%, Q4 单季新签 125 亿元, 同比增长 48%, 显著提速。截止 2024 年底, 公司在手订单 498 亿元, 为 2023 年营收的 6.6 倍, 订单储备充裕。

图表36: 东华科技新签订单及在手订单情况 (单位: 亿元)

时间	单季新签订单额	单季同比	其中: (单季)		累计新签订单额	累计同比	在手订单	其中:	
			设计业务	工程EPC				设计业务	工程EPC
2021Q1	4.65	-79%	1.01	3.64	4.65	-79%	165.1	11.2	153.9
2021Q2	23.89	-46%	0.88	23.01	28.54	-57%	173.5	11.3	162.2
2021Q3	76.72	4643%	0.63	76.09	105.26	55%	232.2	11.7	220.5
2021Q4	14.73	-31%	0.41	14.32	119.98	35%	221.6	11.7	209.9
2022Q1	33.45	619%	0.64	32.81	33.45	619%	241.7	11.7	230.0
2022Q2	50.83	113%	2.18	48.65	84.28	195%	255.8	12.2	243.6
2022Q3	12.17	-84%	1.04	11.14	96.45	-8%	249.2	12.4	236.8
2022Q4	69.07	369%	0.45	68.62	165.52	38%	290.8	12.4	278.4
2023Q1	17.25	-48%	3.99	13.26	17.25	-48%	298.8	15.7	283.1
2023Q2	41.92	-18%	1.02	40.90	59.16	-30%	313.5	16.6	296.9
2023Q3	35.98	196%	1.17	34.81	95.14	-1%	316.7	17.2	299.5
2023Q4	84.50	22%	0.46	84.50	179.64	9%	382.6	16.6	365.9
2024Q1	21.25	23%	0.37	13.26	21.25	23%	384.6	16.4	368.2
2024Q2	41.61	-1%	0.67	40.94	62.86	6%	398.8	16.8	382.0
2024Q3	34.56	-4%	0.54	34.02	97.42	2%	397.8	16.5	381.4
2024Q4	125.43	48%	0.67	124.76	222.85	24%	498.2	16.8	481.3

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三维化学: “硫磺回收专家”, 技术实力与市场份额占据领先地位。 公司主要业务包括工程、化工、催化剂等, 其中工程业务主要服务化工石化行业, 为客户提供工程咨询、工程设计、工程总承包、项目开车、后期维护等一站式、全生命周期的工程技术服务。截至 2024H1 累计完成各类硫磺回收装置设计、总承包合计 237 套, 装置总规模 1255 万吨/年, 是国内设计、总承包硫磺回收装置最多的公司。在新疆煤化工市场, 公司近期中

标了国家能源集团准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目部分装置设计和采购服务、国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司哈密能源集成创新基地项目（一阶段煤制油工程）硫磺回收装置技术许可和设计服务等重要项目。

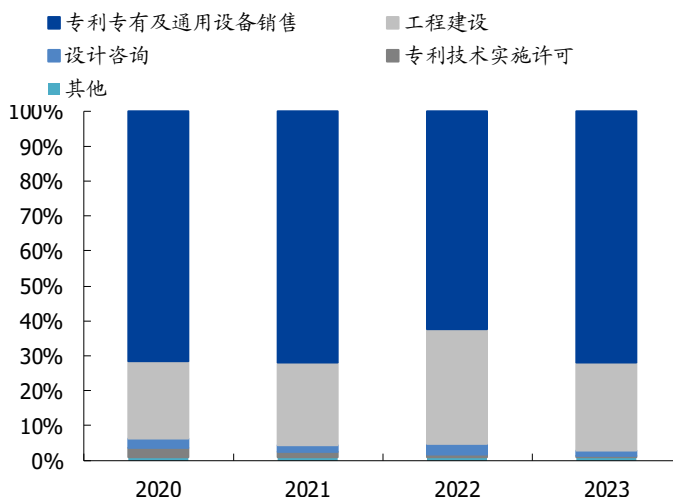
图表37: 三维化学重点煤化工项目梳理

项目名称	项目类型	服务内容
神华榆林循环经济煤炭综合利用项目	煤炭综合利用	硫磺回收装置基础设计和技术服务
宁夏宝丰能源集团股份有限公司第二套 50 万吨/年煤制烯烃项目配套甲醇工程	煤制烯烃配套甲醇	硫回收装置工艺包及设计
陕煤榆林化学有限责任公司硫回收装置专利技术许可及技术服务项目	--	硫回收装置专利技术许可及技术服务
国能集团准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目	煤制天然气	部分装置设计和采购服务
国能集团新疆哈密能源化工有限公司哈密能源集成创新基地项目（一阶段煤制油工程）	煤制油	硫磺回收装置技术许可和设计服务
国能集团神华包头煤制烯烃升级示范项目	煤制烯烃	硫回收装置 EPC 总承包

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

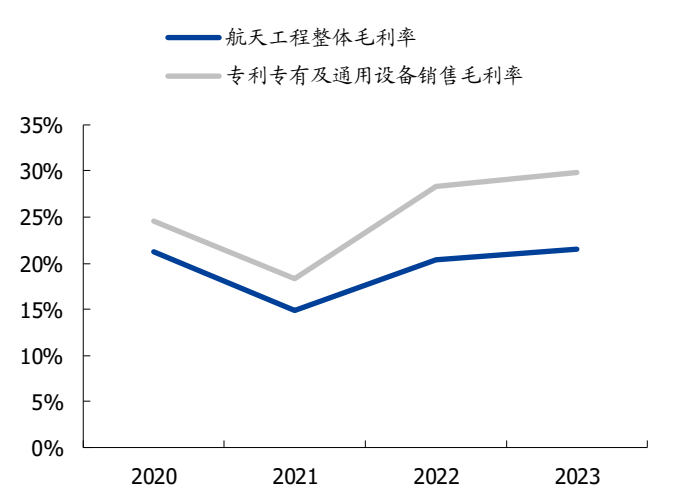
航天工程: 核心装备气化炉市场份额领先, 新疆煤化工大单顺利推进。公司主营业务为是航天粉煤加压气化技术为核心, 专业从事煤气化技术及关键设备的研发、工程设计、技术服务、设备成套供应及工程总承包。航天粉煤加压气化技术具有自主知识产权, 经中国石油和化学工业协会鉴定达到国际领先水平, 能够实现煤炭的清洁、高效利用, 可广泛应用于煤制合成氨、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制天然气、煤制油、煤制氢、IGCC 发电等领域。2023 年设备销售/工程建设收入占比分别为 72%/25%, 设备销售毛利率约 30%, 盈利能力高于整体水平, 为核心利润来源。截止 2020 年 9 月, 公司共签订了 51 个项目, 有 117 台气化炉正在或即将投入运行, 国内市场占有率 52%, 2021 年以来共完成 28 台气化炉开车。2024 年 3 月, 公司签署《新疆中能绿源化工有限公司资源清洁高效综合利用一体化项目气体装置总承包合同》, 合同金额 16 亿元, 占公司 2023 年营收的 57%。2024 年 10 月, 项目 6.0Mpa 气化炉已吊装成功, 进展顺利。

图表38: 航天工程主营业务收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 航天工程整体&设备销售毛利率

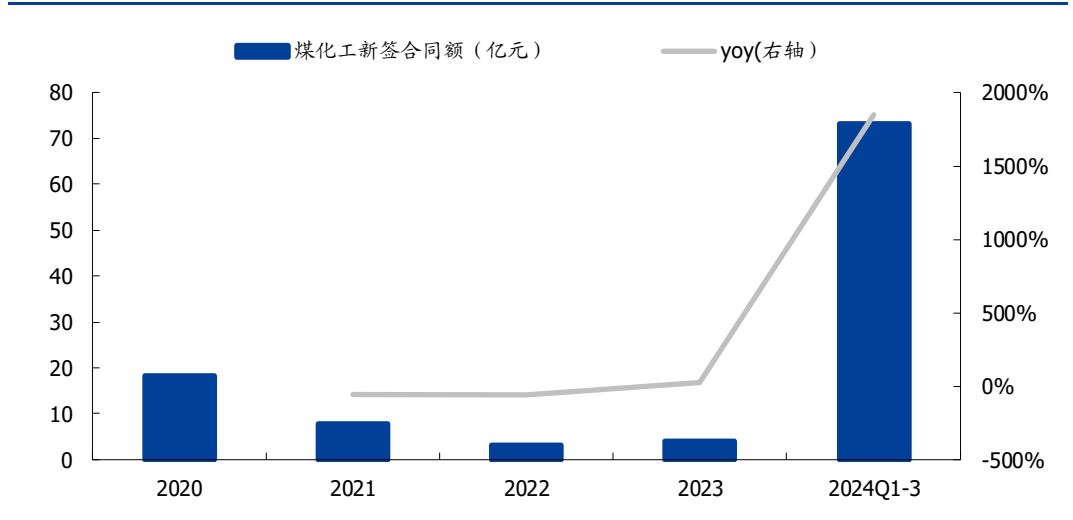


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中石化炼化工程: 煤化工领域技术成熟, 新签合同额增速亮眼。公司在煤化工领域深耕多年, 拥有多项成熟技术, 相继开发了煤气化、合成气净化、合成气制甲醇、合成气制乙二醇等技术并实现工业应用, “煤制油品/烯烃大型现代煤化工成套技术开发及应用”

获得国家科技进步一等奖。2024Q1-3，公司新型煤化工新签合同额 73 亿元，为上年同期的近 20 倍，占总订单比例提升至 10%，业绩贡献有望显著提升。

图表40: 中石化炼化工程新型煤化工新签订单金额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中油工程: 中石油下属工程建设核心平台, 煤化工领域工程实绩丰富。公司为中石油集团旗下工程建设业务核心平台, 下属寰球工程在世界级规模的新型煤化工等工程领域具备较强总承包能力并拥有丰富业绩。煤化工领域代表性项目包括宁煤 MTP 项目、宁煤 400 万吨/年煤制油项目及副产品深加工综合利用项目、神华新疆 68 万吨/年煤制烯烃项目 MTO 等多套主体装置、神华榆林 MTO 项目、陕煤煤炭分质利用制化工新材料示范项目一期 180 万吨/年乙二醇工程等。在近期的新疆煤化工项目中, 寰球工程完成了新疆创悦煤化工有限公司 200 万吨/年煤基烯烃项目环评工作, 中标国能哈密能源集成创新基地二阶段化工工程可行性研究报告编制及相关技术咨询服务、哈密新能煤基新材料项目环境影响评价报告书编制等项目前期工作。

图表41: 中油工程重点煤化工相关项目梳理

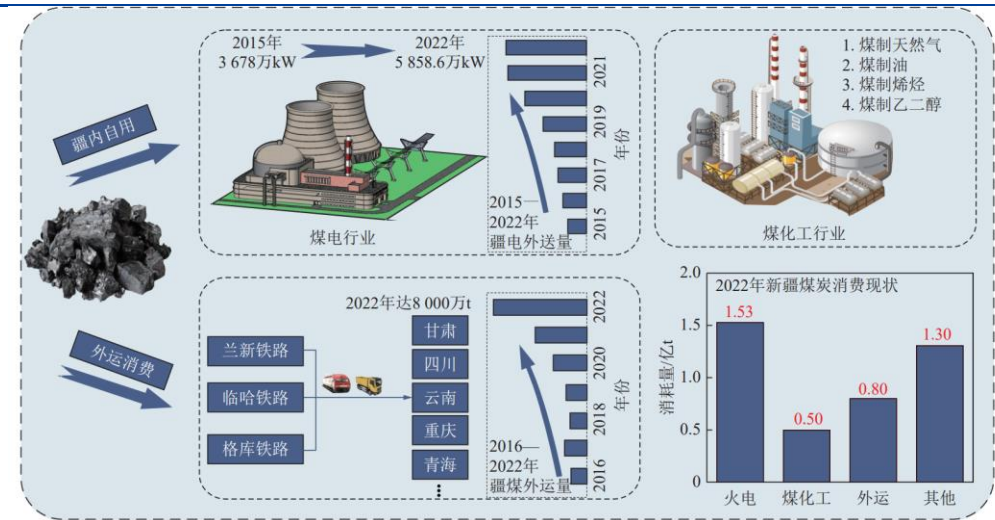
项目名称	项目类型	服务内容
神华宁煤 50 万吨甲醇制烯烃 MTP 装置	煤制烯烃	设计和采购
神华宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化项目气化装置	煤制油	煤气化装置和合成气净化装置 EP
宁煤 400 万吨/年煤制油项目及副产品深加工综合利用项目	煤制油	乙烯装置 EP
神华新疆 68 万吨/年煤制烯烃项目 MTO 等多套主体装置	煤制烯烃	MTO 装置工艺包开发
神华榆林循环经济煤炭综合利用项目	煤炭综合利用	苯酚丙酮(含异丙苯)装置基础工程设计和技术服务
陕煤煤炭分质利用制化工新材料示范项目一期 180 万吨/年乙二醇工程	煤制乙二醇	详细设计、数字化交付、采购、施工及技术服务总承包
新疆创悦煤化工有限公司 200 万吨/年煤基烯烃项目	煤制烯烃	环评
国能哈密能源集成创新基地二阶段化工工程	一阶段煤制油配套工程	可研及技术咨询
哈密新能煤基新材料项目	煤制甲醇	环评

资料来源: 公司公告、中国石油和化工勘察设计协会、寰球工程官网、国家煤化工网、中国甲醇网、其亚集团官网、新疆石油及化工工业博览会、金诺化工、流程工业网、国盛证券研究所

4. 新疆民爆：煤化工发展加速疆煤产能释放，民爆市场有望持续扩容

疆煤外运、疆电外送以及煤化工产业发展提速，驱动新疆煤炭产能加速释放。近年来，国家不断推进新疆大型煤炭供应保障基地建设，加快释放煤炭先进优质产能，在规划布局、项目审批、资金安排、新增产能等方面给予新疆大力支持和特殊帮助，批复了淖毛湖、三塘湖等煤炭矿区总体规划。煤矿核准量取决于下游市场需求，在能源资源战略保障基地定位下，疆煤外运、疆电外送以及煤化工产业发展为疆煤消纳提供充足场景，支撑后续优质产能持续释放。新疆目标在“十五五”期间煤炭产量超过陕西省，以此目标作为参考：陕西省2024年煤炭产量为7.8亿吨，同比增长2%，2025年目标为8亿吨，假设“十五五”期间保持年复合增速为2%的稳健增长，对应2030年产量为8.8亿吨。新疆2024年原煤产量为5.4亿吨，若2030年产量与陕西相同，对应2024-2030年CAGR为8.5%。

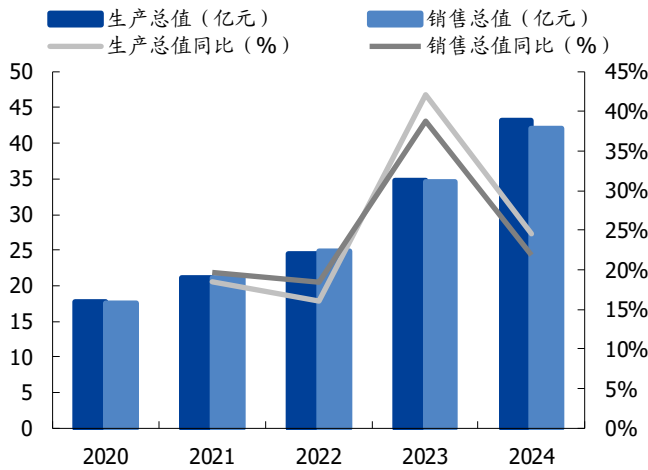
图表42：新疆煤炭资源外运与转化利用情况



资料来源：《新疆煤炭资源开发潜力与开发策略》（卞正富），国盛证券研究所

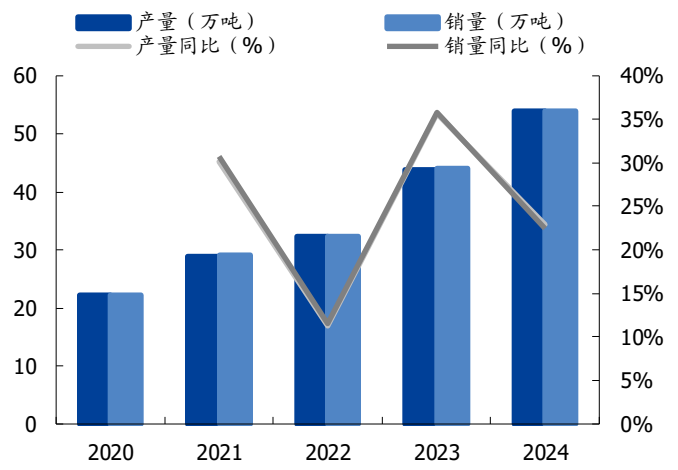
煤炭产能释放带动民爆需求增长，行业有望持续扩容。民爆需求主要来自矿山开采、基础设施建设、能源勘探等领域，煤炭开采为重要环节之一。在新疆煤炭产能快速释放的驱动下，民爆物品与爆破服务需求量同步增长。2024年新疆民爆行业生产/销售总值分别为43/42亿元，规模为全国第一；增速分别为24.6%/21.8%，在规模前十省份中位列第一，显著高于全国总体水平。2024年工业炸药产/销量分别为53.9/53.8万吨，增速分别为23%/22.5%，在规模前十省份中位列第一。2023年以来多个新疆煤炭项目获得核准批复，伴随新增产能陆续建设投产，新疆民爆行业景气度有望持续上行。

图表43: 2020-2024年新疆民爆生产/销售总值及增速



资料来源: 中国民爆信息, 国盛证券研究所

图表44: 2020-2024年新疆工业炸药产量/销量及增速



资料来源: 中国民爆信息, 国盛证券研究所

图表45: 2023&2024年新疆批复核准煤矿项目梳理

批复时间	批复核准煤矿项目	新增产能 (万吨)	投资额 (亿元)
2024年	巴州轮台阳霞矿区塔里克二号改扩建煤矿项目	180	23
	巴州轮台阳霞矿区塔里克一号煤矿	120	15.8
	哈密淖毛湖矿区马郎一号煤矿	1000	42
2023年	克布尔碱矿区十二号煤矿	150	17.8
	新疆维吾尔自治区阳霞矿区卡达希区一号煤矿	120	18.3
	新疆究矿其能煤业有限公司准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程及选煤厂1000万吨/年项目	1000	55

资料来源: 新疆维吾尔自治区发展和改革委员会、吐鲁番市人民政府办公室、中国改革报、中国日报网、国家能源局, 国盛证券研究所

新疆民爆市场竞争格局较为集中, 区域龙头有望核心受益。受经济性及安全性限制, 民爆行业区域性较强, 民爆器材购销一般遵循“就近就地”原则。疆内民爆产能主要来自江南化工(截止2024年11月, 新疆区域工业炸药产能20.75万吨)、雪峰科技(截止2023年底, 新疆区域工业炸药许可产能11.75万吨)、易普力(截止2024H1, 新疆区域工业炸药许可产能10.6万吨)、广东宏大(2023年新疆产能3.6万吨)等, 市场份额较为集中。

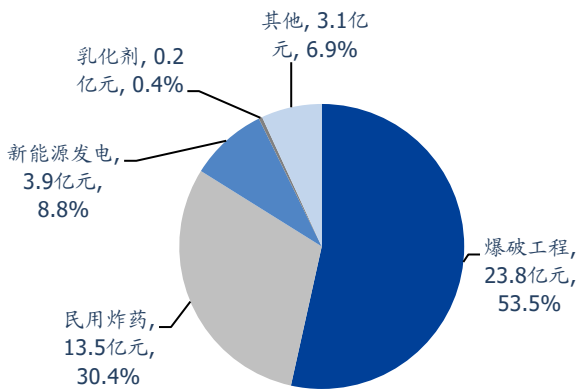
图表46: 新疆主要民爆企业业务梳理

新疆产能 (万吨)	新疆业务占比	新疆民爆市场份额	2023年营收及业绩
江南化工 20.75	新疆子公司利润占比近40%; 2024年新签或开始执行的亿元以上重大项目中新疆项目占比23%	工业炸药产能规模领先, 占据较高份额	2023年营收/归母净利润 89/7.7亿元, 同增14%/61%
雪峰科技 11.75	新疆地区收入占比约80%	民爆产品(含外购)市占率约33%	2023年营收/归母净利润 70/8.5亿元, 同增2%/28%
广东宏大 3.6 (不含雪峰科技)	现有产能中新疆产能占比较低, 收购雪峰科技后新疆业务规模有望显著提升		2023年营收/归母净利润 115/7.2亿元, 同增14%/28%
易普力 10.6	新疆地区产能占公司总产能20%	市占率约30%	2023年营收/归母净利润 84/6.3亿元, 同比+53%/-0.2%

资料来源: Wind、各公司公告, 国盛证券研究所

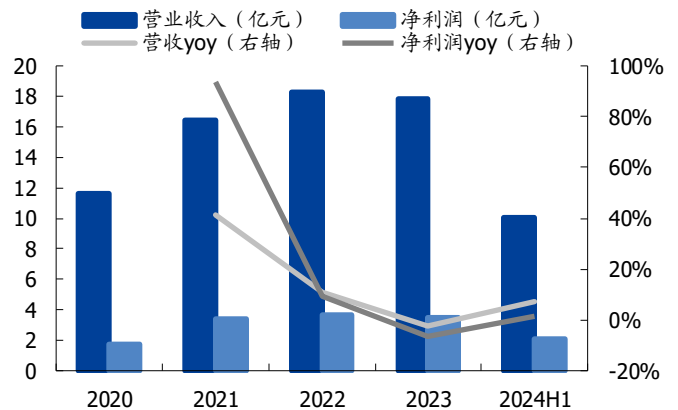
江南化工：新疆工业炸药产能之首，新签/启动多个亿元以上重大项目。截至2024年6月末公司工业炸药及制品许可产能为65.45万吨，收购红旗民爆后合计为76.85万吨。公司在新疆地区重点布局，下属新疆天河化工有限公司已成为新疆自治区民爆行业生产、销售、配送、武装押运、工程爆破服务一体化的企业，全资子公司北方爆破在新疆区域设有混装地面站。2024H1新疆天河化工收入占比为23%，利润占比近40%。产能方面，截至2024年11月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力20.75万吨（含新收购的陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆区域拥有的2万吨），为新疆区域工业炸药产能之首。未来公司将发挥区域布局优势，根据项目获取情况安排产能动态调整，持续加大重要民爆市场区域的资源投入。**爆破工程方面，2024年公司新签或开始执行的亿元以上爆破服务工程金额合计87亿元，其中新疆地区项目金额20亿元，占比23%。**

图表47: 2024H1 江南化工主营业务收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表48: 新疆天河化工营收及净利润



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

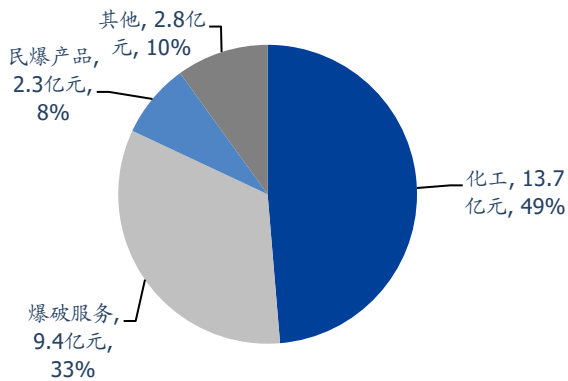
图表49: 江南化工新疆地区 2024年新签或开始执行的亿元以上重大项目

合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额
新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	三塘湖矿区条湖三号井田火烧区治理工程钻爆施工	3.8
新疆天河爆破工程有限公司	齐克勒克煤矿火区灭火项目的工程施工爆破工程施工	1.7
新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	科尔克煤矿火区灭火工程剥离工程(一标段)	1.4
新疆天河爆破工程有限公司	温宿县博峰煤业有限公司博孜墩煤矿东井隐蔽致灾因素治理项目爆破工程施工	2.6
新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	火烧云铅锌矿采矿工程爆破工程	1.7
新疆天河爆破工程有限公司	新疆克州乌恰县乌拉根铅锌矿区露天爆破项目	1.4
新疆天河爆破工程有限公司	新疆拜城县阿尔格敏露天煤矿钻爆工程项目	3.3
新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	伊吾广汇矿业白石湖露天煤矿爆破项目	3.1
新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	疆纳兴盛露天煤矿爆破项目	1.1
新疆亿元以上项目合计		20.0
亿元以上项目总额		86.8
新疆项目占比		23%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

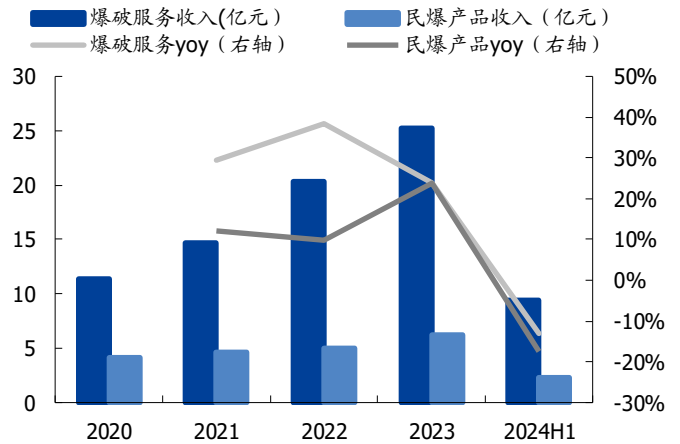
雪峰科技：新疆本地民爆龙头，广东宏大入主打破产能瓶颈。公司主要业务包括化工、民爆等板块，2024H1 爆破服务/民爆产品收入占比分别为 33%/8%，公司近年来民爆业务增长主要来自爆破服务，民爆产品收入受制于产能瓶颈。公司当前工业炸药产能 11.75 万吨/年，2023 年公司民爆产品（含外购）在疆市场占有率约为 33%，电子雷管市占率 90%。2024 年 12 月控股股东新疆农牧投与广东宏大签署《股份转让协议》，本次转让后，广东宏大将成为公司控股股东，持股比例 21%，并承诺将转移或注入炸药产能不低于 15 万吨至雪峰科技，公司产能扩张得到强力支持。此外，公司为新疆唯一硝酸铵（炸药主要原材料，占比约 80%）生产企业，年产能 66 万吨，2023 年自用量约 10 万吨，其余销售到疆内其他的民爆企业和青海、西藏等地，销量约 33 万吨，2024 年市场占有率有望提升到 85%左右。

图表50: 2024H1 雪峰科技主营业务收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

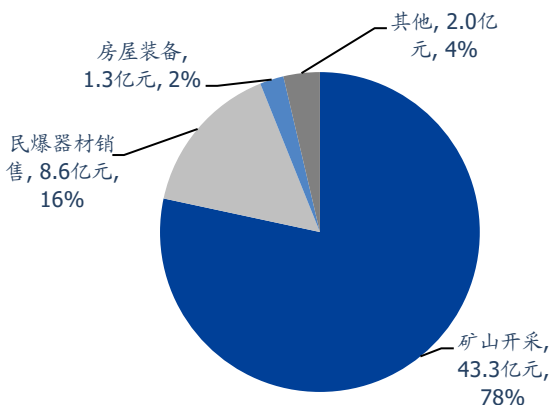
图表51: 雪峰科技爆破服务及民爆产品收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

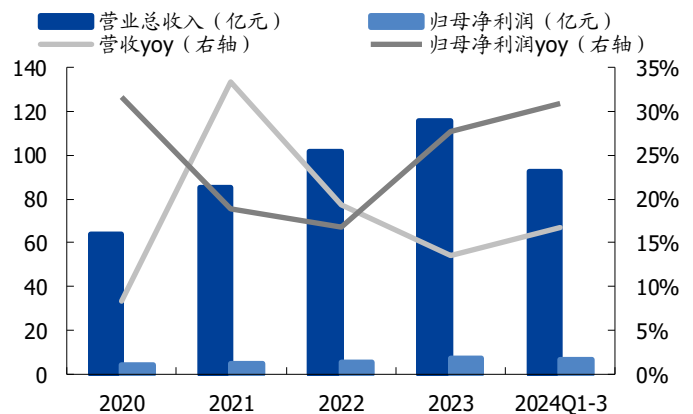
广东宏大：全国性大型民爆龙头，大力推进新疆业务布局。公司是国内爆破技术先进、采剥能力强、矿山工程服务项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一。据中爆协，2024 年公司爆破服务/工业炸药产量/生产总值分别位列全国第 1/3/3 位，近 5 年营收业绩高速增长。爆破服务方面，公司矿服在手订单充足，新签订单稳中有增，新疆区域收入规模持续高增，2023/2024H1 同比增长 177%/48%。产能方面，公司积极谋划富矿带地区民爆企业并购，同时优化民爆产能布局，将富余产能向需求旺盛地区转移，截至 2024 年 9 月，公司工业炸药许可产能达 58 万吨，其中新疆地区产能 3.6 万吨，收购雪峰科技后新疆地区生产能力、业务规模将进一步提升。

图表52: 2024H1 广东宏大主营业务收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

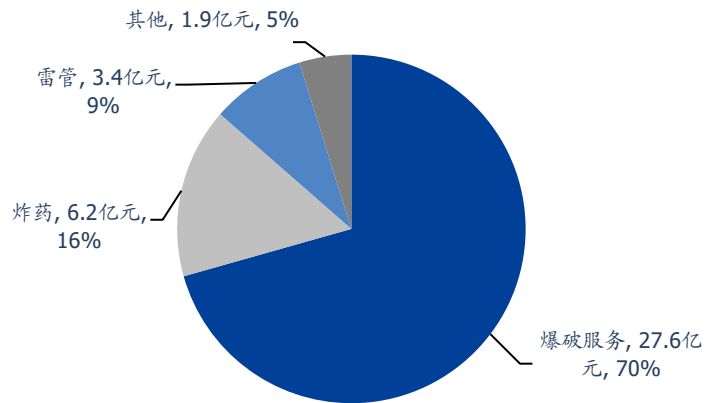
图表53: 2020-2024Q3 广东宏大营收及归母净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

易普力：新疆业务规模大幅增长，区域市占率稳步提升。新疆区域煤炭产能大幅增长，公司在新疆承接的众多优质矿山工程项目调增年度采剥施工计划，带动公司工程服务业务同比大幅增长，矿山工程项目获取数量和年度开采工程量均有较大提升，自有工程项目的民爆物品需求带动区域市占率稳步增长。新疆市场为公司重要收入与利润来源，2024H1 子公司葛洲坝易普力新疆爆破工程实现营业收入 17.4 亿元，占公司总营收的 45%；实现净利润 2.55 亿元，占公司净利润 69%，盈利能力高于公司整体水平。2024H1 公司工业炸药产能 52.15 万吨、其中新疆区域产能 10.6 万吨（含在建），区域市占率达 30%以上。

图表54: 2024H1 易普力主营业务收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 投资建议

新疆煤化工产业发展关乎国家能源安全保障,战略意义重大,政策支持下行业投资加码,步入景气上行周期。1)当前新疆在建及拟建煤化工项目投资规模超 7000 亿元,2024 年起多个大型项目陆续启动,2025 年投资预计加速,煤化工工程订单有望快速放量,项目建设逐步进入高峰期,重点推荐煤化工工程龙头**中国化学**,重点关注**东华科技、三维化学、航天工程、中石化炼化工程、中油工程**等。2)新疆煤化工产业发展促进煤炭产能释放,带动爆破产品及服务需求大幅增加,民爆景气度有望持续上行,重点关注新疆民爆龙头**雪峰科技、广东宏大、江南化工、易普力**等。

图表55: 重点公司估值表

股票简称	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE				PB-LF
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
中国化学	450	0.89	0.93	1.03	1.17	8.3	7.9	7.1	6.3	0.74
东华科技	67	0.49	0.56	0.63	0.73	19.4	17.0	14.9	12.9	1.57
三维化学	50	0.43	0.42	0.56	0.72	17.6	18.4	13.7	10.7	1.90
航天工程	88	0.35	0.46	0.53	0.62	46.9	35.9	30.8	26.4	2.62
中石化炼化工程	247	0.53	0.60	0.67	0.74	11.5	10.1	9.1	8.3	0.80
中油工程	191	0.13	0.15	0.18	0.20	25.6	22.3	19.2	17.0	0.72
雪峰科技	88	0.80	0.74	0.85	0.94	10.3	11.0	9.7	8.7	1.81
广东宏大	192	0.94	1.13	1.33	1.55	26.8	22.3	19.0	16.3	3.03
江南化工	146	0.29	0.34	0.40	0.47	18.9	16.1	13.7	11.7	1.57
易普力	132	0.51	0.60	0.72	0.83	20.8	17.7	14.8	12.8	1.81

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 数据截至 2025/2/17, 其中中国化学 2024-2026 年 EPS 为国盛建筑预测值, 其他数据均取自 Wind 一致预期

风险提示

新疆煤化工投资规模不及预期风险，项目开工及建设进度不及预期风险，国际油价大幅波动风险等。

新疆煤化工投资规模不及预期风险：新疆煤化工项目投资进度受政策、经济效益等多因素影响，实际投资进度可能不及预期。

项目开工及建设进度不及预期风险：大型项目前期筹备及建设周期较长，实际推进节奏可能不及预期，影响企业收入及业绩转化。

国际油价大幅波动风险：煤化工经济性与国际油价密切相关，若油价大幅波动可能影响后续项目投资及建设节奏。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com