

非金融公司 | 公司深度 | 湖北宜化 (000422)

扎根化肥主业，矿业焕发新机



| 报告要点

依托资源禀赋，公司在磷肥、氮肥、氯碱化工三大板块具有较强成本优势。2018 年以来，公司通过剥离不良资产、项目升级改造、向下游延伸产业链，持续优化资产质量。随着优质资产注入，公司产业链将进一步完善，盈利水平有望迈上新台阶。

| 分析师及联系人



张玮航



许隽逸

SAC: S0590524090003 SAC: S0590524060003

湖北宜化(000422)

扎根化肥主业，矿业焕发新机

行业：基础化工/农化制品
投资评级：买入（首次）
当前价格：11.71元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,083/1,058
流通A股市值(百万元) 12,387.04
每股净资产(元) 6.84
资产负债率(%) 64.60
一年内最高/最低(元) 15.81/8.51

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

三大产业基础坚实，资源业务焕发新机

公司作为国内老牌化工龙头企业，经过多年发展，逐步形成氮肥、磷肥、氯碱化工三条主要产业链。2024年公司已具备156万吨尿素、126万吨磷酸二铵、84万吨PVC产能，三大业务协同发展，持续构建完善的上下游产业链体系。近年来，公司开启内部改革，逐步剥离不良资产，同时推进多个升级改造项目，持续优化资产结构。未来公司将新增煤炭业务板块，完善产业链的同时有望进一步提升盈利能力。

新疆煤炭前景广阔，煤炭资产注入未来可期

大力开展新疆煤化工是保障国家能源安全的重要抓手，新疆煤炭资源总量占全国总预测储量的40%以上，而2024年产量仅占全国总产量的11%，开发仍有较大提升空间。此外，新疆煤化工、煤电快速发展带动疆煤需求，据我们不完全统计，目前新疆在建及规划的煤化工项目合计超6000亿元。新疆宜化具备年产3000万吨煤炭产能，具有煤质量稳定、开采成本低等特点，具备长期发展价值。我们预计，收购完成后公司年化归母净利润中枢预计将增长近5亿元。

化肥：依托资源禀赋享成本优势

全球粮食供应形势改善，预计全球化肥需求缓慢增长。未来在国家严控磷铵产能和需求稳增长背景下，国内磷肥行业景气仍有望维持。磷矿石稀缺性持续凸显，磷矿及磷肥产业链景气度维持相对高位，公司磷酸二铵产能规模位居国内第四，且集团和参股公司均配套磷矿资源，具有资源优势。公司尿素产能集中在新疆、内蒙等西部地区，具有丰富煤炭和天然气资源，低成本有望助力公司穿越行业低谷。

氯碱：烧碱或迎供需错配，PVC静待景气改善

房地产支持政策频出，PVC内需有望企稳，海外发展中国家支撑出口需求。能耗双控致PVC及电石产能增速放缓，未配套电石的企业长期竞争力不足。目前公司100%的PVC产能配套电石资源，成本优势显著。2025年烧碱新增产能落地情况或低于预期，同期下游氧化铝计划新增产能投产较多，烧碱有望迎阶段性供需错配行情。

盈利能力稳步提升，首次覆盖给予“买入”评级

由于收购宜昌新发投资项目批准时间尚存不确定性，出于谨慎考虑，我们预计公司2024-2026年营收分别为173/176/192亿元，同比增速分别为+1%/+2%/+9%；归母净利润分别为9.2/11.5/13.8亿元，同比增速分别为+103%/+25%/+20%；EPS分别为0.85/1.06/1.28元/股，三年CAGR为45%。2025年可比公司PE平均值为7.7X。鉴于公司主营业务优势显著，且持续优化资产结构，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：主要原材料价格波动风险；下游需求不及预期风险；安全生产风险；环保风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20713	17042	17255	17623	19177
增长率(%)	11.69%	-17.72%	1.25%	2.14%	8.82%
EBITDA(百万元)	4318	2236	2584	2989	3400
归母净利润(百万元)	2164	453	919	1149	1384
增长率(%)	37.94%	-79.06%	102.85%	25.04%	20.43%
EPS(元/股)	2.00	0.42	0.85	1.06	1.28
市盈率(P/E)	5.9	28.4	14.0	11.2	9.3
市净率(P/B)	2.8	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	4.8	7.3	6.8	5.4	4.3

数据来源：公司公告、iFIND，国联民生证券研究所预测；股价为2025年02月18日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

1、公司低成本优势突出，抗周期能力强：磷肥方面，公司磷酸二铵产能规模位居国内第四，且具有丰富的磷矿石资源，宜化集团现有 330 万吨/年的磷矿产能，参股的江家墩矿业现有 30 万吨/年磷矿产能，未来有望具备 180 万吨/年磷矿产能，磷矿石价格中长期高位运行的预期下，公司资源优势显著。**尿素方面**，受国内保供影响，尿素供给趋松，后续需关注出口政策变化。公司尿素产能集中在新疆、内蒙等西部地区，具有丰富煤炭和天然气资源，低成本有望助力公司穿越行业低谷。**PVC 方面**，能耗双控致 PVC 及电石产能增速放缓，未配套电石的企业长期竞争力不足。截至 2025 年 1 月初，宜昌厂区 24 万吨 PVC 已关停，目前公司 100%PVC 产能配套电石资源，成本优势显著。

2、优化资产结构，提升盈利能力：2017 年安全事故后，公司开启内部改革，逐步剥离不良资产，同时在“长江大保护”政策引导下，推进多个升级改造项目，优化资产结构。未来，公司或将推进更多优质资产注入项目，进一步提升盈利能力。

核心假设

- **磷酸二铵**：公司现有磷酸二铵产能 126 万吨/年，假设 2024-2026 年磷酸二铵销量为 124/125/125 万吨，均价为 3900/3950/3950 元/吨。随着年产 55 万吨氨醇搬迁技改项目落地，生产成本将进一步降低，毛利率有望提升，2024-2026 年毛利率分别为 24%/24%/25%。
- **尿素**：公司现有尿素产能 156 万吨/年，假设 2024-2026 年尿素销量为 150/152/152 万吨，均价为 2100/2100/2100 元/吨，毛利率分别为 22%/22%/22.5%。
- **PVC**：公司现有 PVC 产能 84 万吨/年，受下游地产行业低迷及市场竞争加剧影响，预计公司将逐渐关停部分 PVC 产能。假设 2024-2026 年公司 PVC 销量为 83/60/55 万吨，均价为 5300/5300/5300 元/吨，毛利率为-5.0%/-4.0%/-3.0%。
- **烧碱**：公司现有烧碱产能 69 万吨/年，假设 2024-2026 年公司烧碱销量为 93/94/94 万吨（包含液碱和片碱），均价分别为 2000/2100/2100 元/吨，毛利率为 45.0%/44.5%/44.5%。
- **精细化工产品**：公司精细化工产品主要包括季戊四醇、保险粉、三聚氰胺、三羟甲基丙烷等。假设 2024-2026 年精细化工产品销量为 32/33/34 万吨，产品均价分别为 5100/5151/5151 元/吨，毛利率为 6.5%/7.5%/8.5%。
- **新能源产品**：公司新能源产品主要包括 30 万吨/年磷酸铁和 20 万吨/年硫酸镍，有望于 2025 年贡献销量。假设 2025-2026 年磷酸铁销量为 5/10 万吨，均价为 10000/10000 元/吨，毛利率为 5%/10%；硫酸镍销量为 3/8 万吨，均价为 25000/25000 元/吨，毛利率为 10%/15%。
- **其他业务**：假设 2024-2026 年其他业务收入维稳，毛利率稳定在 10%。
- **期间费用率**：假设 2024-2026 年销售费用率为 0.65%/0.63%/0.60%，管理费用率为 2.70%/2.50%/2.50%，研发费用率为 4.20%/4.20%/4.20%。

盈利预测、估值与评级

由于收购宜昌新发投项目能否获得批准及批准时间尚存不确定性，出于谨慎考虑，我们仍以当前新疆宜化股权比例计算投资收益。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 173/176/192 亿元，同比增速分别为 +1%/+2%/+9%；归母净利润分别为 9.2/11.5/13.8 亿元，同比增速分别为 +103%/+25%/+20%；EPS 分别为 0.85/1.06/1.28 元/股，3 年 CAGR 为 45%。鉴于公司资源优势较强，主营业务具有较强成本优势，且持续优化资产结构提升盈利能力，并参考可比公司估值，我们给予公司 2025 年 13 倍 PE，对应目标价 13.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

正文目录

1. 三大产业基础坚实，资源业务焕发新机	7
1.1 公司历史悠久，历经四阶段	7
1.2 国资背景加持，集团注入优质资产	11
1.3 公司产能布局完善，拓展高附加值产品	14
1.4 优化资产结构，业绩逐步改善	16
2. 新疆煤炭前景广阔，煤炭资产注入未来可期	18
2.1 新疆煤炭发展前景广阔	18
2.2 新疆宜化资产注入，完善产业链的同时提升盈利能力	26
3. 化肥：依托资源禀赋享成本优势	30
3.1 磷肥：行业格局向好，公司具备规模及成本优势	30
3.2 尿素：供给偏松，低成本抵御行业寒冬	36
4. 氯碱：烧碱或迎供需错配，PVC 静待景气改善	41
4.1 PVC：内需企稳+出口支撑下，景气度有望改善	41
4.2 烧碱：下游氧化铝投产或带来阶段性供需错配行情	45
5. 盈利预测、估值与投资建议	48
5.1 盈利预测	48
5.2 估值与投资建议	51
6. 风险提示	51

图表目录

图表 1：湖北宜化发展历程	8
图表 2：湖北宜化股价复盘	10
图表 3：湖北宜化部分搬迁改造项目	10
图表 4：公司股权结构图（截至 2024 年三季度）	12
图表 5：主要子公司业务经营数据（截至 2024 年中报）	13
图表 6：公司 2024 年限制性股票激励计划	13
图表 7：公司主要产品及产能汇总（截至 2025 年 1 月）	14
图表 8：公司营业收入及增速（亿元，%）	16
图表 9：公司归母净利润及增速（亿元）	16
图表 10：公司产品毛利结构（亿元）	17
图表 11：公司分产品毛利率	17
图表 12：湖北宜化 ROE、净利率变化情况	18
图表 13：湖北宜化各项期间费用变化情况	18
图表 14：2022 年我国煤炭储量分布情况（亿吨）	19
图表 15：2022 年不同省（区）煤炭储量分布情况（亿吨）	19
图表 16：新疆煤炭资源分布	20
图表 17：新疆主要煤炭基地及矿区	20
图表 18：全国原煤产量及增速	21
图表 19：新疆原煤产量及增速	21
图表 20：新疆原煤产量占比显著增长	21
图表 21：2022-2023 年原煤产量增量结构	21
图表 22：新疆煤炭资源外运与转化利用现状	22

图表 23:	新疆煤电装机容量及增速	22
图表 24:	新疆发电量和火力发电量	22
图表 25:	2023-2024 年新疆火电厂项目动态追踪 (不完全统计)	23
图表 26:	煤化工产业链 (左)、2023 年主要煤化工工艺产能及产量	24
图表 27:	新疆煤化工项目统计 (不完全统计)	24
图表 28:	新疆宜化发展历程及湖北宜化持股比例	27
图表 29:	宜化矿业股权结构图	27
图表 30:	新疆宜化生产主体区域布局及工艺布局	28
图表 31:	新疆宜化纳入合并报表后盈利测算	29
图表 32:	宜化集团的业绩承诺金额	29
图表 33:	新疆宜化分产品毛利率	29
图表 34:	新疆宜化毛利结构	29
图表 35:	各类磷肥分类及特征	31
图表 36:	磷酸铵为最主流磷肥	31
图表 37:	全球磷肥产能 (分地区)	32
图表 38:	2022 年全球磷肥产能结构	32
图表 39:	全球磷肥表观消费量	32
图表 40:	2022 年全球磷肥消费结构	32
图表 41:	2022 年全球主要磷肥出口国	33
图表 42:	2022 年全球主要磷肥进口国	33
图表 43:	磷肥价格与粮食价格高度相关	34
图表 44:	磷肥出口均价和国内市场价	34
图表 45:	国内磷酸一铵产量、产能利用率变化趋势	35
图表 46:	国内磷酸二铵产量、产能利用率变化趋势	35
图表 47:	磷肥年度出口量变化	35
图表 48:	磷酸一铵、磷酸二铵月度出口量	35
图表 49:	磷酸一铵价格价差	36
图表 50:	磷酸二铵价格价差	36
图表 51:	尿素产能及同比增速	37
图表 52:	尿素产量、消费量及产能利用率变动情况	37
图表 53:	尿素产业链图	38
图表 54:	我国尿素出口量大幅减少	39
图表 55:	2020-2024 年尿素库存	39
图表 56:	国内尿素价格及价差	39
图表 57:	美国-中国尿素价差	39
图表 58:	我国尿素产能投放表	40
图表 59:	内蒙古和新疆天然气价格较低	40
图表 60:	PVC 产业链图	42
图表 61:	中国 PVC 产能、产量及开工率	42
图表 62:	PVC 主要下游地产行业较疲软	42
图表 63:	PVC 价格、价差 (电石法)	43
图表 64:	PVC 价格、价差 (乙烯法)	43
图表 65:	2024 年以来金融支持房地产企业重点举措	43
图表 66:	PVC 出口数据	44
图表 67:	中国出口至印度的 PVC 数量 (万吨)	44
图表 68:	国内电石产能、产量及开工率	45
图表 69:	2025 年 PVC 新增产能大多为乙烯法	45
图表 70:	国内烧碱产能及增速	46

图表 71: 国内烧碱表观消费量及增长率.....	46
图表 72: 2025 年烧碱拟投产产能	46
图表 73: 2024 年烧碱下游消费分布	47
图表 74: 国内氧化铝产能、产量及开工率.....	47
图表 75: 2025 年氧化铝拟投产产能	47
图表 76: 烧碱价格复盘.....	48
图表 77: 公司营收测算汇总 (百万元)	50
图表 78: 可比公司估值表.....	51

1. 三大产业基础坚实，资源业务焕发新机

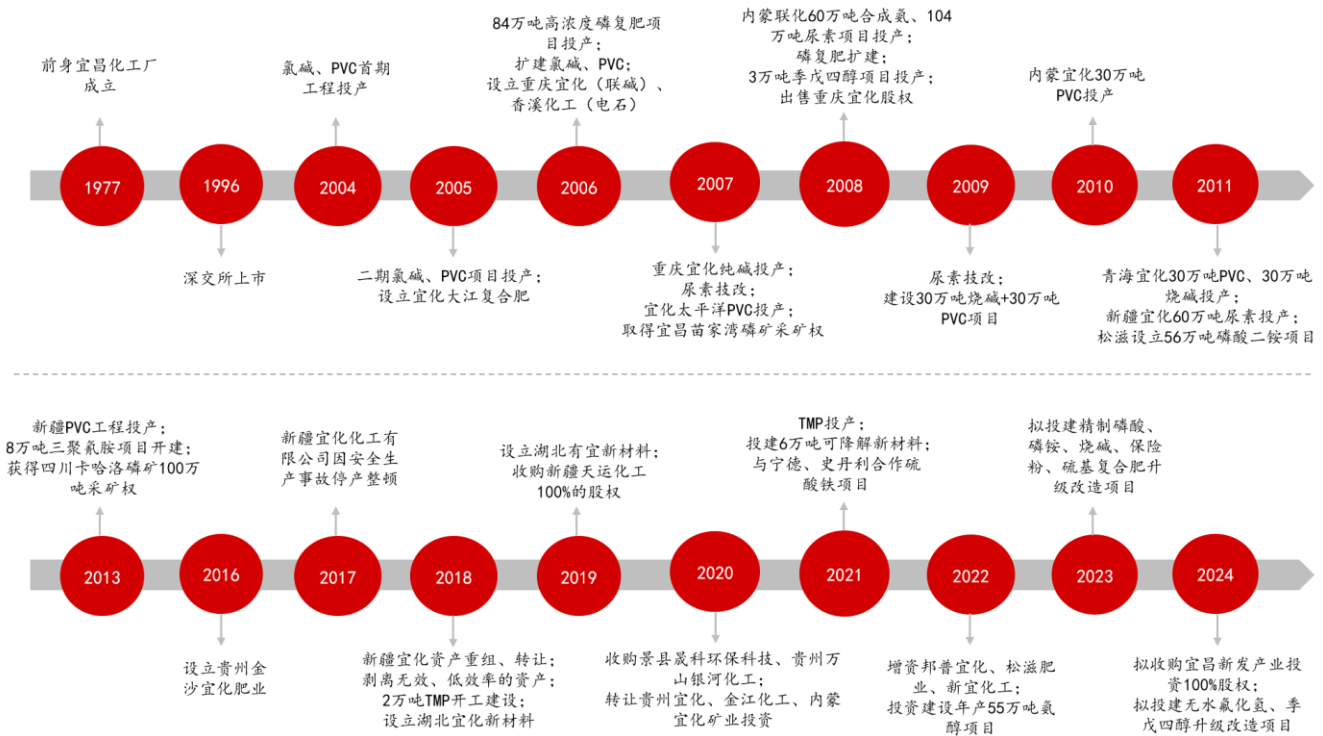
公司作为国内老牌化工龙头企业，经过近 50 年的发展，逐步形成氮肥、磷肥、氯碱化工三条主要产业链，2024 年主要具备 156 万吨尿素、126 万吨磷酸二铵、84 万吨 PVC 产能。在三大业务协同发展的同时，通过整合上游矿产资源、完善中游原材料配套和延伸下游精细化工产品，构建了完善的上下游产业链体系。2017 年后，公司开启内部改革，逐步剥离不良资产，同时推进多个升级改造项目，优化资产结构。2025 年新疆宜化将完成资产注入，届时公司将新增煤炭板块，完善产业链的同时有望进一步提升盈利能力。

1.1 公司历史悠久，历经四阶段

湖北宜化化工股份有限公司(简称“湖北宜化”)前身湖北宜昌化工厂始建于 1977 年，迄今已有近 50 年历史，为国有控股上市公司，是湖北宜化集团有限责任公司(简称“宜化集团”)的核心子公司。1992 年，公司改制为湖北宜化(集团)股份有限公司，1996 年登陆深交所上市，被誉为中国氮肥第一股。

公司主营业务涵盖煤化工、氯碱化工、磷氟化工、精细化工领域，在湖北、内蒙、青海、新疆等地建有 20 多个研发中心和生产基地，主导产品尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯(PVC)、季戊四醇产能规模位居国内前列。此外，宜化集团拥有煤矿、磷矿等矿产资源储量 27 亿吨，年开采能力达 4000 万吨，资源配套优势显著。

图表1：湖北宜化发展历程



资料来源：公司官网、公司招股说明书、公司公告，国联民生证券研究所

公司成立以来主要有四大发展阶段：

初创与突破期（1977-2000年）：湖北宜化前身湖北宜昌化工厂始建于1977年，原名宜昌地区化工厂。1981年6月该厂投产时，仅有年产1万吨合成氨设计产能。1987年起，宜昌地区化工厂推行以节能为中心的技术改造和技术应用，用4年时间将合成氨的年产能由1万吨提高至6万吨。1990年以后先后投资4万吨尿素、1万吨甲醇工程，并完成了扩建13万吨尿素的一期工程。截至1995年底，已形成年产合成氨8万吨、尿素6万吨、碳铵10万吨，甲醇3万吨的产能。

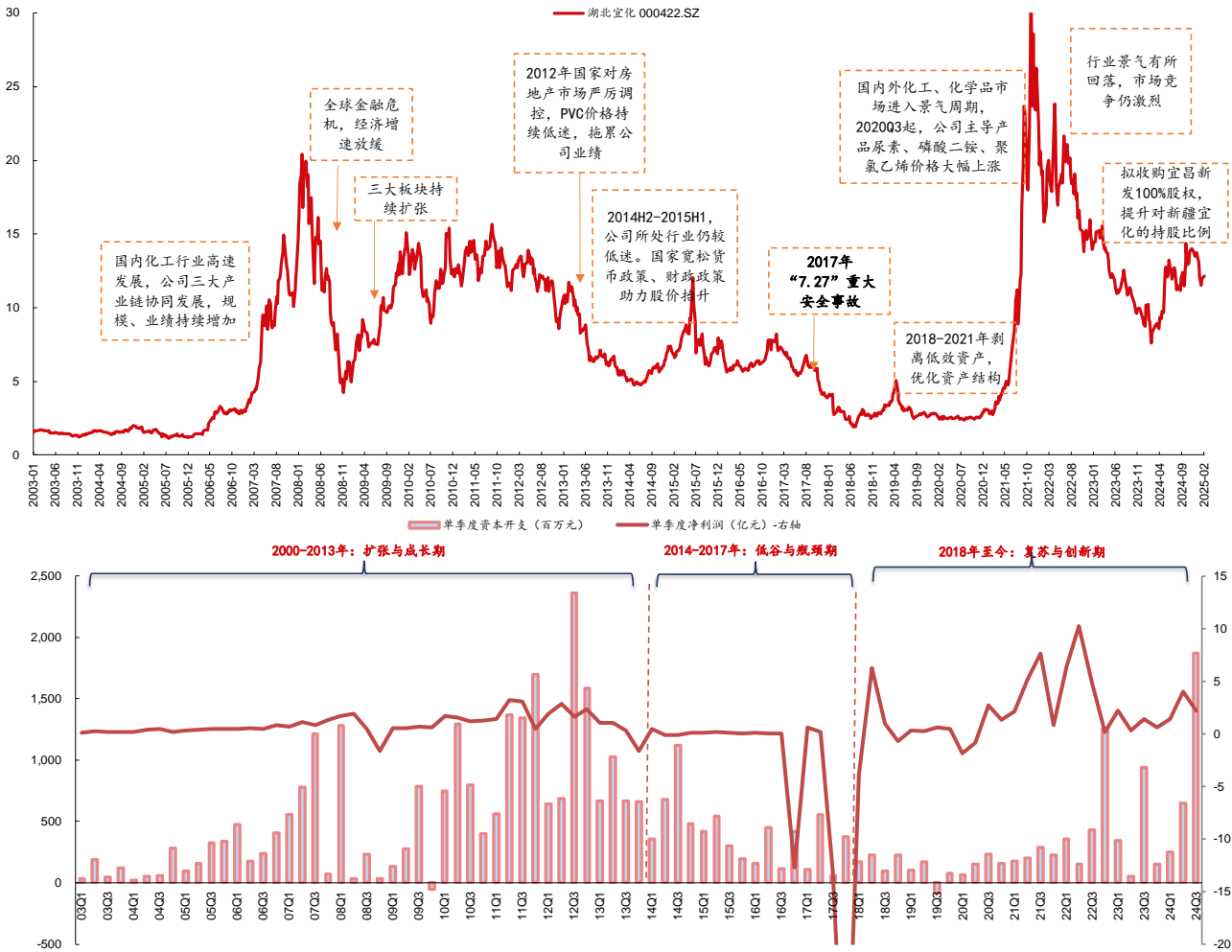
扩张与成长期（2001-2013年）：进入21世纪，湖北宜化开始实施大规模的扩张战略，通过并购和新建项目，逐步扩展了产品线，从单一的化肥生产扩展到磷化工、氯碱化工等多个领域。2004-2005年，公司氯碱、PVC一期+二期工程投产；2006年，公司磷复肥项目投产，逐渐构建起氮肥、氯碱、磷肥三大产业链的雏形。2007-2013年公司沿着三大产业链持续扩张，在西部扩张战略推动下内蒙、青海、新疆等项目投产，成本优势显著。2004-2013年公司营业收入复合增速达32%，同时大规模的资本开支致2013年资产负债率达79%。

低谷与瓶颈期（2014-2017年）：2014-2017年，公司经历了产能瓶颈期，同时在宏观经济环境增速放缓、行业竞争加剧、国家通过取消化肥行业优惠电价等措施倒逼化肥行业供给侧改革的影响下，公司业绩出现下滑。2017年，公司重要子公司新疆宜化因发生爆燃事故被责令停产并受到国家安监部分的严厉处罚，造成重大经营性亏损和资产减值损失。同时，湖南宜化、香溪化工因技术改造、环保等原因停产，联合化工、贵州宜化因原材料供应不足限产、停产而发生亏损。2017年公司归母净利润亏损50.95亿元。

复苏与创新期（2018-至今）：2018年以来公司迈入发展新阶段，通过整合上游矿产资源、完善中游原材料配套和延伸下游高附加值产品，逐步提升盈利水平。2018年，公司完成对停产子公司新疆宜化的重大资产重组并剥离了低效资产，改善了资产结构，为后续的发展奠定了基础。此外，公司投资新能源材料、新材料产业，扩充产品矩阵。新能源材料业务主要与宁德时代、史丹利合作推进磷酸铁项目；新材料业务主要涉及TMP、TPO等；磷氟材料主要与多氟多合作推进6万吨无水氟化氢项目。

2024年，湖北宜化继续推进产业链的完善和优质资产的注入。公司计划通过收购宜昌新发100%股权，进一步提升对新疆宜化的持股比例，增强在煤炭、PVC等领域的竞争力。同时投资建设多个升级改造项目，有望进一步提升产品盈利能力。未来公司将立足主业、立足资源优势，重点围绕“做大煤化工、做强磷氟化工、做优氯碱化工、做精精细化工”，加快推进产业转型升级。

图表2：湖北宜化股价复盘



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表3：湖北宜化部分搬迁改造项目

项目名称	实施主体	产品产能	投资金额 (亿元)
洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目	湖北新宜化工	46万吨/年液氨和9万吨/年甲醇，并副产约2.13万吨/年硫酸	35.68
硫磺渣综合利用8万吨/年保险粉升级改造项目	宜化精细化工	主要产品包括8万吨/年90%、88%、85%三种等级8万吨/年保险粉、液体二氧化硫，可生产焦亚硫酸钠，也可根据需求副产亚硫酸钠、工业硫酸	4.84
年产40万吨磷酸铵、20万吨硫基复合肥节能升级改造项目	楚星生态科技	一期主要产品包括40万吨/年磷酸二铵、20万吨/年硫基复合肥，并副产氟硅酸、盐酸等	30
20万吨/年烧碱搬迁节能改造项目	宜化新能源	一期主要产品包括10万吨/年烧碱、8万吨/年液氨、2万吨/年高纯盐酸、1MW氨能发电(1,000度/小时)，并副产次氯酸钠和芒硝等	15
20万吨/年精制磷酸、65万吨/年磷酸铵搬迁及配套装置升级	宜化磷化工	将原有66万吨/年磷铵产品产能调整为30万吨/年磷酸二铵、30万吨/年粉状磷酸一铵、5万吨/年工业磷酸一铵，同时生产高品质复合肥产品	52

改造项目

年产4万吨季戊四醇 升级改造项目	宜化精细化工	新建4万吨/年季戊四醇及配套12万吨/年铁钼法 甲醛装置	6.98
---------------------	--------	---------------------------------	------

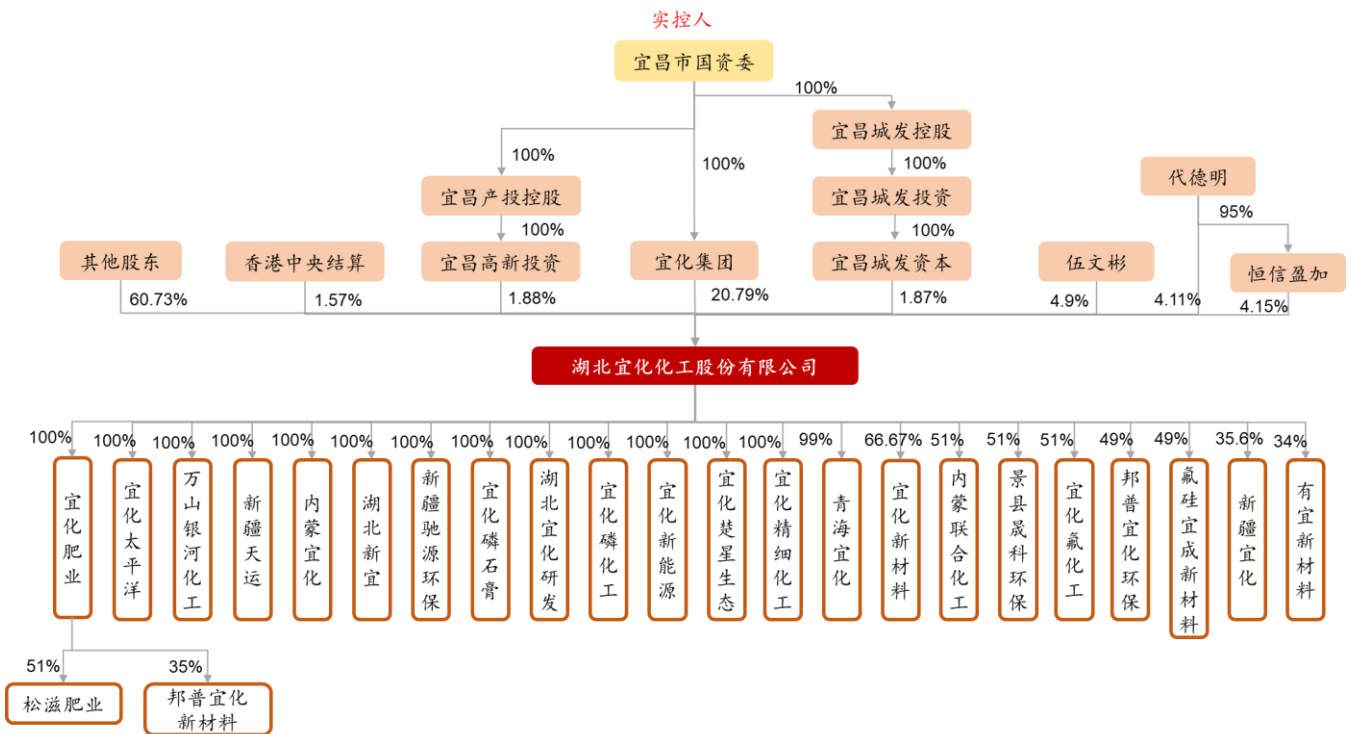
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

1.2 国资背景加持，集团注入优质资产

公司控股股东为宜化集团，实际控制人为宜昌市国资委。截至2024年三季度末，宜化集团直接持有公司20.79%的股份，宜昌市国资委通过宜化集团、宜昌产投控股、宜昌城发控股间接持有公司24.54%的股份，是公司实际控制人。宜化集团发源于1977年创建的宜昌地区化工厂，是宜昌市属重点国有企业，被誉为“宜昌工业长子”，宜化集团在湖北、新疆、内蒙、青海等地有30多家生产型子公司，除上市公司湖北宜化外，宜化集团还从事磷矿开采、工程机械、物流运输等业务，在化肥化工领域建立了上下游密切关联的产业链体系。

宜化集团为公司注入优质资产，提高公司资产质量和盈利能力。2024年12月11日，公司公告《重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》，公司拟以支付现金方式，受让宜化集团持有的宜昌新发投100%股权，本次交易完成后，宜昌新发投将成为上市公司全资子公司，届时公司持有新疆宜化股权比例将由35.6%上升至75.0%。后续随着相关股权及资产将逐步注入上市公司，我们认为不仅将有利于解决公司与新疆宜化的同业竞争，还将整合宜化集团的优质资产，增强上市公司的盈利能力、提升核心竞争力。

图表4：公司股权结构图（截至2024年三季度报）



资料来源：Wind，国联民生证券研究所
注：不包含贸易、物流类子公司

子公司均围绕化肥、氯碱等核心业务开展，具有较强产业链一体化优势。截至公司2024年半年报，公司拥有37家参控股公司，其中全资子公司19家，其中青海宜化、内蒙宜化主营PVC、烧碱，并自产电石，具有较强成本优势；内蒙联合化工、新疆天运主营尿素，并配套合成氨产能；宜化肥业、松滋肥业主营磷酸二铵的生产和销售；宜化新材料、宜化降解新材料、宜氟特环保、松滋史丹利宜化新材料、邦普宜化环保科技、邦普宜化新材料是公司新能源材料和新材料的业务主体，涉及多种电子材料、合成材料、生物基材料等研发、生产和销售。

图表5：主要子公司业务经营数据（截至2024年中报）

被参控公司	参控关系	直接/间接持 股比例	总资产 (亿元)	2023年营收 (亿元)	2023年净利 润(亿元)	2024H1营收 (亿元)	2024H1净利 润(亿元)
新疆宜化	联营企业	35.60%	243.13	91.38	22.40	44.45	9.04
内蒙宜化	全资子公司	100%	31.17	32.99	-1.93	-	-
宜化松滋肥业	间接控股子公司	51%	21.37	23.10	1.42	14.63	1.52
联合化工	控股子公司	51%	10.80	23.38	3.78	10.42	0.73
新疆天运	全资子公司	100%	9.09	10.18	1.69	5.53	0.87
宜化肥业	全资子公司	100%	27.09	23.98	2.24	13.26	3.23
宜化降解新材料	全资子公司	100%	5.64	0.91	-0.92	-	-
松滋史丹利宜化新材料	联营企业	35%	35.94	0.00	-0.40	0.99	-0.83
邦普宜化环保科技	联营企业	49%	13.68	0.00	-0.16	0.00	-0.08
邦普宜化新材料	联营企业	35%	67.11	12.32	0.51	5.82	-0.08

资料来源：Wind，国联民生证券研究所

股权激励计划彰显公司发展信心。2024年3月16日，公司公告2024年限制性股票激励计划（草案），2024年7月18日完成首次授予，向公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心业务骨干人员等587人授予2504.8万股限制性股票，占总股本比例2.37%，授予价格为4.22元/股。股权激励计划重点考核2024-2026年的ROE和归母净利润增长率（均以2023年业绩为基数），彰显公司对未来发展的信心，同时充分调动员工积极性，促进公司长期发展。

图表6：公司2024年限制性股票激励计划

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占 获授权益数量比例	主要业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予登记完成之日起24个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起36个月内的最后一个交易日当日止。	40%	2024年ROE不低于7%；以2023年业绩为基数，2024年归母净利润增长不低于20%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2024年主营业务收入占营业收入比重不低于95%。
第二个解除限售期	自授予登记完成之日起36个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起48个月内的最后一个交易日当日止。	30%	2024年和2025年ROE平均值不低于7.5%或2025年ROE不低于8%；以2023年业绩为基数，2024年和2025年归母净利润平均值较上述基数增长不低于30%或2025年归母净利润较上述基数增长不低于40%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2025年主营业务收入占营业收入比重不低于95%。
第三个解除限售期	自授予登记完成之日起48个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起60个月内的最后一个交易日当日止。	30%	2024年、2025年和2026年ROE平均值不低于8%或2026年ROE不低于9%；以2023年业绩为基数，2024年、2025年和2026年归母净利润平均值较上述基数增长不低于40%或2026年归母净利润较上述基数增长不低于60%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2026年主营业务收入占营业收入比重不低于95%。

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

1.3 公司产能布局完善，拓展高附加值产品

主业产业链配套完善。2024 年末三大业务板块主要产能包括:156 万吨/年尿素、126 万吨/年磷酸二铵、84 万吨/年 PVC。此外，公司还配套 105 万吨/年电石产能。**精细化工方面**，公司主要具备年产 6 万吨季戊四醇、10 万吨保险粉、8 万吨三聚氰胺、2 万吨 TMP、6 万吨 PBAT 等。**资源端**，公司参股公司新疆宜化具备 3000 万吨/年煤矿产能，宜化集团现有 330 万吨/年的磷矿产能，参股的江家墩矿业现有 30 万吨/年磷矿产能，未来有望具备 180 万吨/年磷矿产能。

布局高附加值产品，促进磷氟产业向新能源、新材料延链补链。为推进磷氟化工产业转型升级，促进磷氟资源梯级利用，公司与多氟多共同围绕氟、硅元素，延伸发展无水氟化氢，并规划 2×3 万吨/年无水氟化氢项目。该项目以湿法磷酸副产氟硅酸为原料加工成无水氟化氢，进一步开发生产新能源材料和电子化学品等产品。该项目采用氟硅酸浓缩分解法，工艺技术先进，原材料成本较低，项目投产后预计产品盈利能力较强，具备良好的市场发展空间。

充分利用各级产品，加强循环经济。具体来看，原煤加工得到液氨等中间产品，液氨、磷矿进一步生产得到磷酸二铵、复合肥，磷酸二铵生产过程中副产氟硅酸进一步生产得到氟化铝；磷酸、硫酸向产业链下游进一步延伸得到磷酸铁、硫酸镍；甲醇进一步生产得到季戊四醇，季戊四醇副产甲酸钠用于生成保险粉；湿法磷酸副产氟硅酸进一步生产得到无水氟化氢，各级产品均能得到充分利用，有效降低运输成本。此外，液氨、硫酸生产过程中副产蒸汽用于其它产品供热，有效节约能源。

图表7：公司主要产品及产能汇总（截至 2025 年 1 月）

产品	子公司	名义产能 (万吨)	权益	权益产能 (万吨)	备注
PVC	内蒙宜化	30	100%	30	自备电石
	青海宜化	30	100%	30	自备电石
	太平洋化工	12	100%	12	2025 年 1 月公告关停
	湖北宜化	12	100%	12	2025 年 1 月公告关停
	新疆宜化	40	35.6%	14.2	自备电石
	合计		100		74.2
电石	内蒙宜化	60	100%	60	PVC 原料
	青海宜化	45	100%	45	PVC 原料
	新疆宜化	60	35.6%	21.4	PVC 原料
	合计	165		126.4	
尿素	联合化工	104	51%	53	气头尿素

磷酸二铵	新疆天运	52	100%	52	气头尿素
	新疆宜化	60	35.6%	21.4	煤头工艺, 自有煤炭
	合计	216		126	
	宜化肥业	66	100%	66	搬迁中
	松滋肥业	60	51%	30.6	
磷酸二铵	楚星生态	40	100%	40	在建, 年产 40 万吨磷铵、20 万吨硫基复合肥节能升级改造项目
	合计	126		97	
烧碱	湖北宜化	20	100%	20	搬迁中
	内蒙宜化	28	100%	28	
	青海宜化	25	100%	25	
	新疆宜化	24	35.6%	9	搬迁节能改造
	合计	97		82	
季戊四醇	内蒙宜化	3	100%	3	淘汰原有 3 万吨季戊四醇配套银法甲醛装置
	湖北宜化	3	100%	3	投资建设年产 4 万吨季戊四醇升级改造项目
	合计	6		6	
焦亚硫酸钠	宜化精细化工	6	100%	6	其中 4 万吨作为保险粉装置原料使用, 剩余袋装外售
保险粉	宜化精细化工	10	100%	10	搬迁中
煤炭	新疆宜化	3000	35.6%	1068	
三聚氰胺	新疆宜化	8	35.6%	2.8	
磷矿	江家墩矿业	180	35%	63	其中 150 万吨产能于 2023 年底拿到采矿证, 建设中
TMP	有宜新材料	2	100%	2	
PBAT	宜化降解新材料	6	100%	6	
光引发剂 1206	有宜新材料	40	34%	13.6	
氟化铝	宜氟特环保	2	51%	1.02	
磷酸铁	邦普宜化	30	35%	10.5	与宁德时代子公司宁波邦普合资, 一期已取得试生产许可
硫酸镍	邦普宜化	20	35%	7	与宁德时代子公司宁波邦普合资, 一期已取得试生产许可
无水氟化氢	宜化氟化工	6	51%	3.06	一期 3 万吨, 与多氟多合作

资料来源: 公司公告, 国联民生证券研究所

1.4 优化资产结构，业绩逐步改善

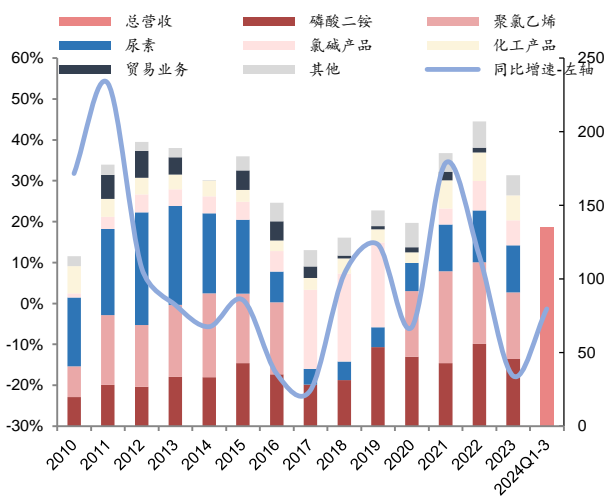
优化资产结构，升级改造项目，业绩逐步改善。2013年前，伴随三大业务板块快速发展，公司营业收入/归母净利润于2012年达到193.18/8.66亿元的阶段性高峰。随后由于国家通过取消化肥行业优惠电价等措施倒逼化肥行业供给侧改革，公司营收/归母净利润显著下滑至2016年的151.82/-12.50亿元。2017年重大安全事故导致重大经营亏损和资产减值损失，归母净利润跌至-50.95亿元。

2018年以来公司进行了资产重组，出售新疆宜化80%的股权，剥离低效能低业绩的子公司，财务状况逐渐改善。而后随着化肥行业供给侧出清，市场景气度有所回升，主营产品价格上涨，带动公司业绩持续改善，2018-2022年，公司营收由128亿元增长至207亿元，归母净利润由2.6亿元增长至21.6亿元。

2023年为响应国家长江大保护政策，落实沿江1公里化工企业“关改搬转”任务，公司启动若干搬迁项目。同时受主营产品价格显著下滑叠加市场需求较疲软影响，公司营收同比下滑18%至170.4亿元，归母净利润同比下滑79%至4.5亿元。

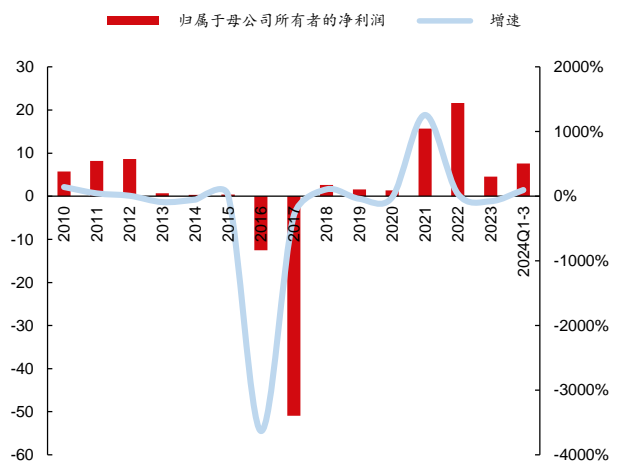
2024年，公司加速PBAT股权资产处置，存量产能利用率提升，产业升级改造项目如期推进，带动经营业绩稳步提升，2024年前三季度公司实现归母净利润7.6亿元，同比增长95%。未来随着搬迁改造项目逐步投产，叠加无水氟化氢等高附加值项目逐步落地，公司业绩有望进一步提升。

图表8：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表9：公司归母净利润及增速（亿元）

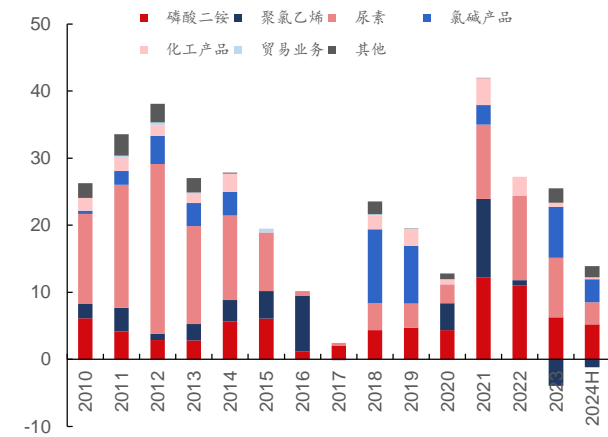


资料来源：Wind，国联民生证券研究所

毛利方面，尿素与磷酸二铵占据较大份额。得益于氮肥刚性的市场需求及公司较

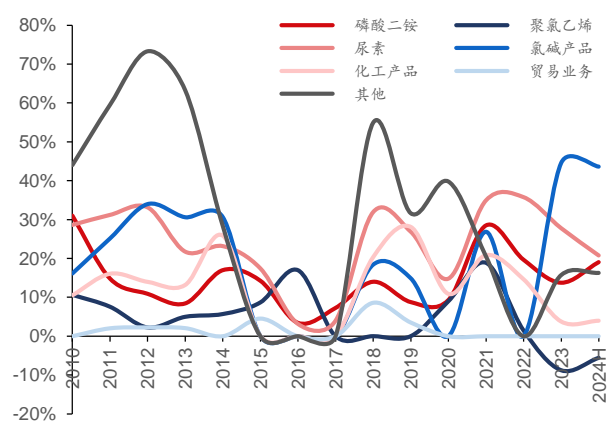
强的成本控制能力，尿素是公司稳定创收产品，毛利率长期稳定在 20% 以上，早期贡献大半毛利。近两年氯碱产品毛利稳定在 30% 甚至 40% 以上，而 PVC 毛利率在地产疲软下有所承压，伴随国家一揽子稳经济政策效应的逐步显现，房地产市场有望逐步修复，PVC 盈利能力有望修复。

图表10：公司产品毛利结构（亿元）



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表11：公司分产品毛利率

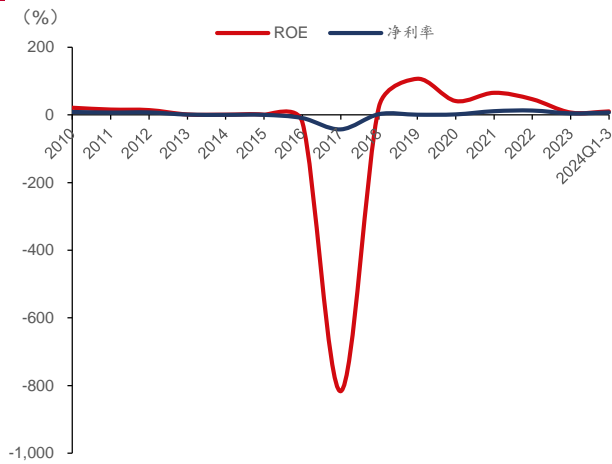


资料来源：Wind，国联民生证券研究所

ROE 与净利率受事故影响严重，近年来已缓慢修复。2012-2016 年，业内产能严重过剩，同时国家各项扶持政策逐步退出，公司 ROE 由 14.1% 下跌至 -21.5%，净利率由 7.63% 下跌至 -9.28%。2017 年由于事故影响降至最低处 -816.4%/-43.09%，此后 2018-2019 年震荡回升至 24.35%/2.39%，106.59%/0.69% 附近后，2020 年后由于疫情和原油价格影响而表现疲弱，多种化工原材料价格持续下跌，创下历史新低，盈利能力有一定程度下降，截至 2024 前三季度 ROE 为 10.24%，净利率为 7.42%，依旧在积极消化市场影响。

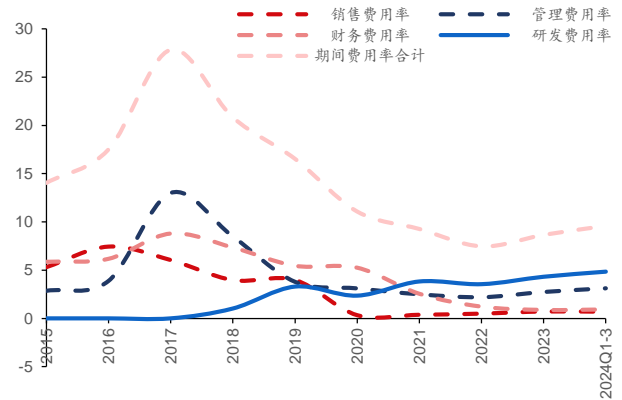
研发投入稳步上升。2017-2024 年前三季度虽整体期间费用率从 27.84% 下降至 9.59%，但研发费用投入比率却持续缓步上升，从 2018 年 1.02% 上升至 2024 年前三季度的 4.85%，约占期间费用的 50%，主要得益于 2023 年公司积极开发一系列“专精特新”产品，加大研发投入。随着新产品相继投入市场，我们看好公司未来盈利能力有望进一步提升。

图表12: 湖北宜化 ROE、净利率变化情况



资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

图表13: 湖北宜化各项期间费用变化情况



资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

2. 新疆煤炭前景广阔, 煤炭资产注入未来可期

大力开展新疆煤化工是保障国家能源安全的重要抓手, 新疆煤炭资源总量占全国总预测储量的 40%以上, 而 2024 年产量仅占全国总产量的 11%, 开发仍有较大提升空间。此外, 新疆煤炭需求旺盛, 据我们不完全统计, 目前新疆在建及规划的煤制气、煤制烯烃、煤制油、煤制乙二醇、传统煤化工+煤基精细化工投资额分别为 2018、990、1883、116、1094 亿元, 合计超过 6000 亿元。

公司拟以现金方式向宜化集团购买其持有的宜昌新发投 100%股权, 收购完成后公司持有新疆宜化股权比例将由 35.6%提升至 75%。新疆宜化具备 3000 万吨/年煤炭产能, 收购完成后, 公司将新增煤炭资源和煤化工业务, 进一步提升公司资产质量和盈利能力。同时公司年化归母净利润中枢预计将增长近 5 亿元。

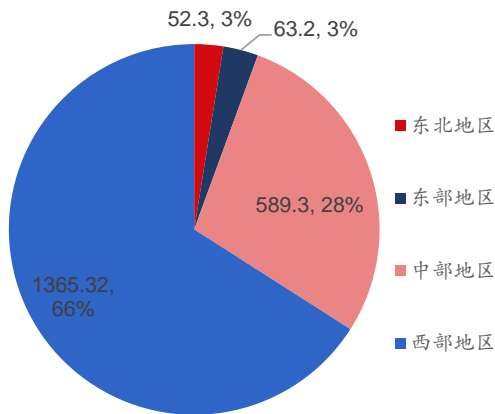
2.1 新疆煤炭发展前景广阔

煤炭在较长时期内或仍将保持基础能源的战略地位。煤炭是我国的主体能源, 煤炭产业是经济发展的重要支柱之一。我国煤炭资源禀赋存量、分布范围广、种类齐全, 在已探明的化石能源中, 煤炭占比达到 90%以上。近年来煤炭在能源消费结构中所占比例均在 55%以上, 我国“富煤、贫油、少气”的资源特点决定了煤炭的主体能源地位短期内难以改变。

新疆地区已勘储量位居全国第三。根据自然资源部《中国矿产资源报告(2023)》,

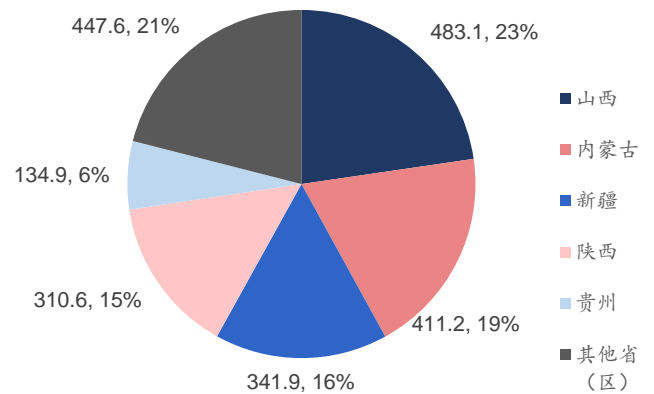
截至 2022 年底，我国煤炭证实储量与可信储量之和为 2070.12 亿吨，其中西部地区储量最高，达到 1365.32 亿吨，占全国煤炭总储量的 66%，中部地区次之，东部和东北地区储量较低，合计煤炭储量占比仅 5.6%。分省份统计，除港澳台地区以外，目前我国 36 个省级行政区中有 27 个保有煤炭资源，其中煤炭已勘储量最高的 5 个省（区）分别为山西、内蒙古、新疆、陕西、贵州，现有煤炭储量均达 100 亿吨以上。

图表14：2022 年我国煤炭储量分布情况（亿吨）



资料来源：《煤炭资源开发管理现状分析及对策建议》李军等，国联民生证券研究所

图表15：2022 年不同省（区）煤炭储量分布情况（亿吨）



资料来源：《煤炭资源开发管理现状分析及对策建议》李军等，国联民生证券研究所

新疆煤炭资源丰富，成本优势显著。2022 年新疆已勘储量为 341.9 亿吨，占全国总储量约 16.5%；全区预测煤炭资源量 2.19 万亿吨，占全国总预测储量的 40% 以上。新疆煤炭资源赋存条件好，普遍具有煤层厚度大、煤层多、埋藏浅、地质构造简单等特点，在开发过程中受瓦斯突出、水害、冲击地压等影响程度较小，开发条件好、开采成本低，比较适合建设大型、特大型现代化安全高效矿井。目前，新疆已经形成吐哈、准东、伊犁、库拜四大煤炭基地，这四大基地占新疆煤炭预测总储量的 64%。其中，新疆外运煤炭主要集中在吐哈基地（哈密地区），大部分供应甘肃省河西走廊一带。

图表16: 新疆煤炭资源分布



资料来源:《新疆煤炭资源开发潜力与开发策略》卞正富等, 国联民生证券研究所

图表17: 新疆主要煤炭基地及矿区

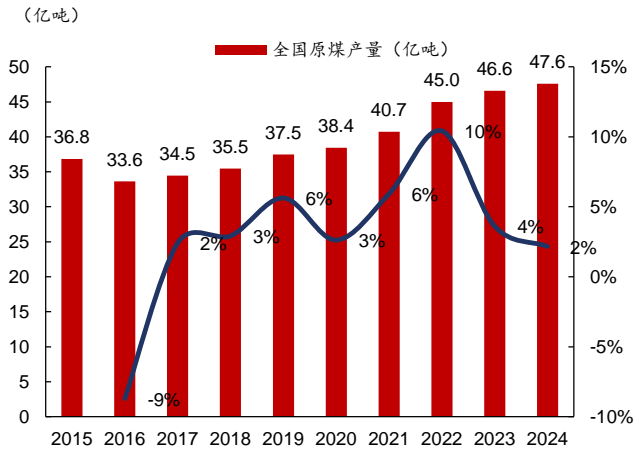
煤炭基地	矿区	应用领域
吐哈基地	大南湖、淖毛湖、黑山、克布、尔碱、三道岭、巴里坤、沙尔湖、三塘湖、艾丁湖等9个矿区	疆煤外运和疆电外送
准东基地	五彩湾 、大井、西黑山、硫磺沟、昌吉白杨河、塔城白杨河、和什托洛盖、阜康、艾维尔沟、四棵、沙湾、玛纳斯塔西河、将军庙、老君庙、喀木斯特等17个矿区	以开发煤电、煤化工等示范性项目为主, 合理优化布局大型工业园区, 同时参与疆煤外运和疆电外送项目
伊犁基地	伊宁、尼勒克、昭苏3个矿区, 重点开发伊宁矿区	开发煤化工示范项目、煤电为主, 实施煤炭就地转化
库拜基地	俄霍布拉克、阿艾、拜城、塔什店、布雅、阳霞、喀拉吐孜等7个矿区	以满足当地发电、城市供热、工业生产用煤和居民生活用煤为主

资料来源: 投资新疆, 国联民生证券研究所

新疆煤炭产业具有战略地位, 近年来产量增速全国领先。进入新时代, 国家服务新疆打造“三基地一通道”的重要战略定位, 即建设国家大型油气生产加工和储备基地、大型煤炭煤电煤化工基地、大型风电基地、国家能源资源陆上大通道, 煤炭煤电煤化工成为新疆努力打造的八大产业集群之一。2022年5月, 新疆维吾尔自治区印发《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》, 明确“十四五”时期, 全面加快推进国家给予新疆新增产能1.6亿吨/年煤矿项目建设, 力争“十四五”末煤矿产能达到4.6亿吨/年以上, 煤炭产量4亿吨以上。

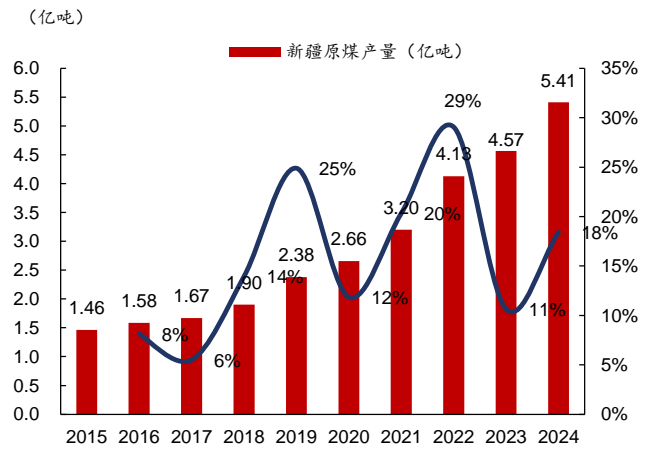
2015年以来, 全区煤炭产量持续增长, 新疆原煤产量由2015年的1.5亿吨增长至2024年的5.4亿吨, CAGR为15.6%, 远高于全国原煤产量2.9%的年复合增长率。新疆原煤产量占全国原煤产量比重由2015年的4.0%增长至2024年的11.4%, 新疆煤炭产业战略意义愈发凸显。

图表18: 全国原煤产量及增速



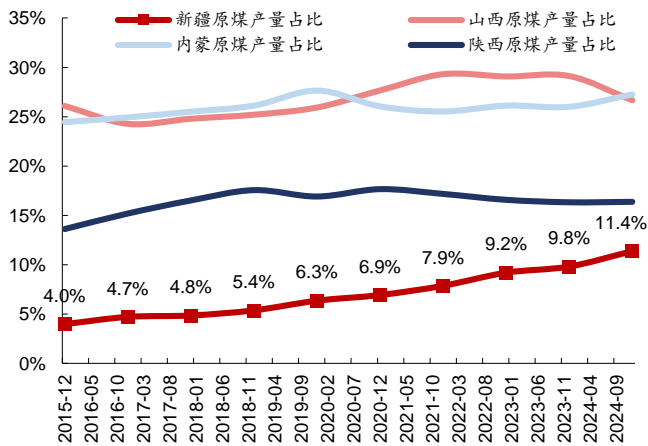
资料来源: 国家统计局, 国联民生证券研究所

图表19: 新疆原煤产量及增速



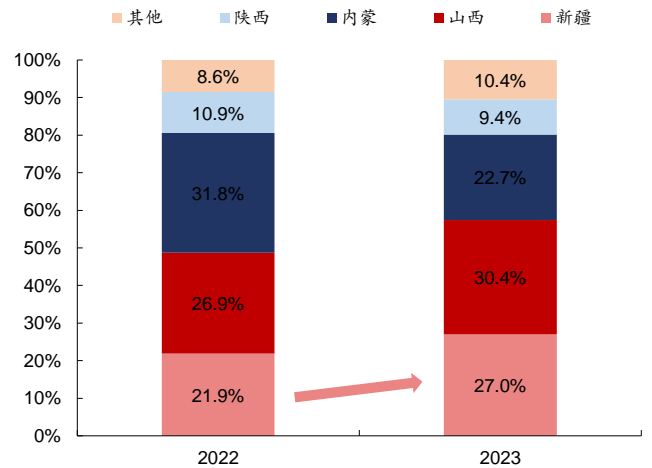
资料来源: 国家统计局, 国联民生证券研究所

图表20: 新疆原煤产量占比显著增长



资料来源: 国家统计局, 国联民生证券研究所

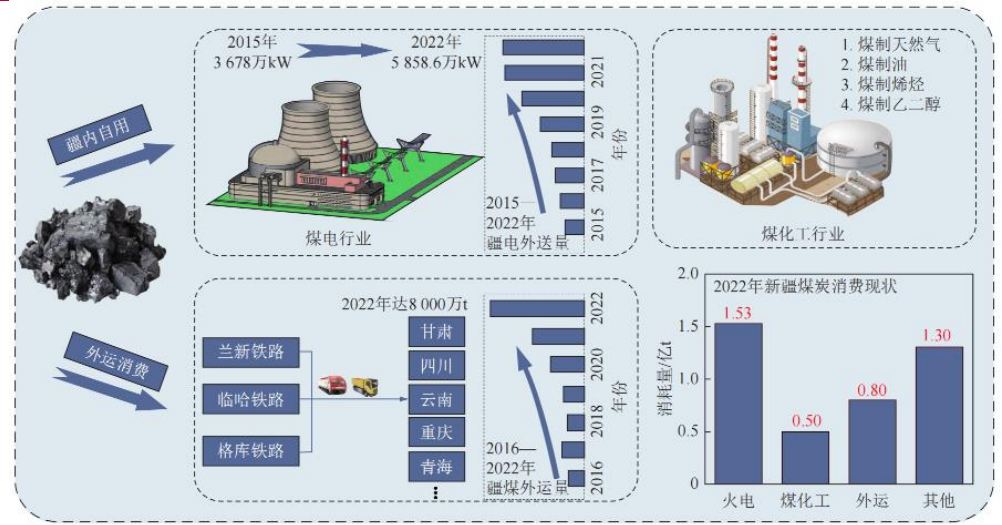
图表21: 2022-2023 年原煤产量增量结构



资料来源: 国家统计局, 国联民生证券研究所

新疆煤电、煤化工快速发展, 新疆煤炭需求旺盛。目前新疆煤炭消费仍然是以疆内自用为主, 2023 年新疆煤炭产量的 75% 用于疆内使用, 消费主要集中在煤电和煤化工领域, 约占煤炭消费量的 70%。

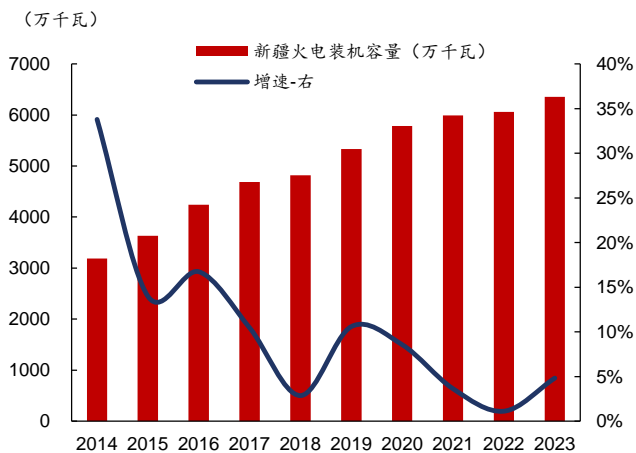
图表22: 新疆煤炭资源外运与转化利用现状



资料来源:《新疆煤炭资源开发潜力与开发策略》卞正富等, 国联民生证券研究所

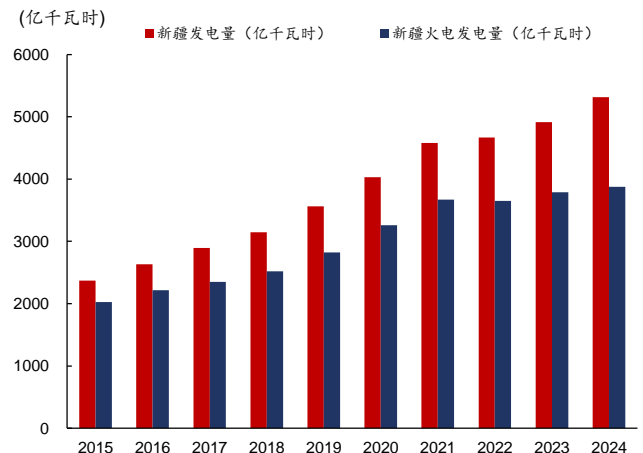
煤电: 已核准火电项目丰富, 贡献新增煤炭需求。新疆的煤电站主要分布在乌鲁木齐、五彩湾和哈密周边, 仅五彩湾附近的煤电装机容量就将近 2000MW, 约占新疆煤电总装机的 28.8%, 将近三成。新疆煤电主要是疆内自用和疆电外运, 近年来新疆火电装机容量和发电量显著增长, 2024 年新疆发电量为 5313 亿千瓦时, 同比增长 8%, 其中火力发电量约 3873 亿千瓦时, 占总发电量的 73%左右。2023 年新疆火电装机容量达 6352 万千瓦时, 同比增长 4.8%。据新疆煤炭交易中心, 截至 2024 年 8 月, 新疆总装机 1.6 亿千瓦, 其中火电 7227 万千瓦, 占比约 45%, 据电力信息共享平台, 新疆已核准火电项目丰富, 有望在 2025-2026 年贡献新增煤炭需求。

图表23: 新疆煤电装机容量及增速



资料来源: 国家统计局, 国联民生证券研究所

图表24: 新疆发电量和火力发电量



资料来源: 国家统计局, 国联民生证券研究所

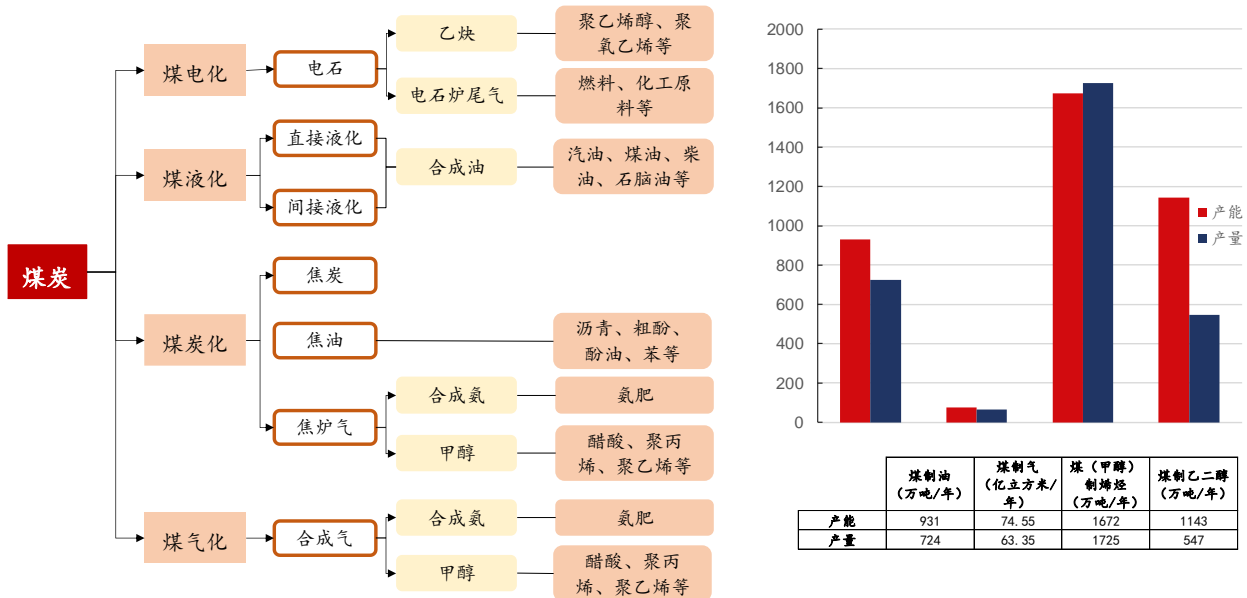
图表25：2023-2024 年新疆火电厂项目动态追踪（不完全统计）

项目名称	装机 (MW)	动态
国能博州“两个联营”综合能源示范项目	2x660	2023.1 开工
阿克苏地区新建 2x66 万千瓦超临界煤电机组	2x660	2023.2 签约
新疆重能 2x1000MW 煤电项目	2x1000	开工
新疆准东电厂	660	2023.5#2 投产
新疆华电哈密煤电项目	2x1000	2023.6 开工
新疆准东五彩湾 2x660MW 火电项目	2x660	2023.7 拟投建
塔城国家电投 2x66 万千瓦煤电一体化项目	2x660	2023.9 开工
潞安准东电厂	2x660	2023.9#1 投产
新疆皖能江布电厂	2x660	2023.9#1#2 投产
新疆其亚 2x66 万千瓦煤电项目	2x660	2023.8 核准
中国石油新疆油田分公司煤电+可再生能源+百万吨级 CCUS 一体化示范项目	2x660	2023.8 核准批复
国神公司博州 2x66 万千瓦煤电项目	2x660	2023.11 环评报告通过技术评审
新疆天富源网荷储一体化十户滩 4x660MW 深度调峰发电项目	4x660	2024.7 核准
博州国源电力 2x66 万千瓦煤电项目	2x660	2024.6 开工
喀什华电 2x66 万千瓦热电联产项目	2x660	2024.6 开工
中煤伊犁能源 2x660MW 超超临界煤电项目	2x660	2024.6 开工
第四师可克达拉 2x350MW 热电联产工程项目	2x350	2024.8 开工
新疆能源和田 2x350MW 热电联产项目	2x350	2024.10 投产
若羌 2x350MW 热电联产项目	2x350	2024.10#1 投产
昌吉英格玛煤电一体化坑口电厂一期 2x660MW 机组工程	2x660	2024.11 投产
若羌 2x350MW 热电联产项目	2x350	2024.11#2 投产

资料来源：北极星电力网、电力信息共享平台，国联民生证券研究所

煤化工：出于能源安全考虑，国家积极推动新疆煤化工产业的发展。煤化工技术是指以煤为原料生产各种能源或化工产品的工艺过程，一般包括煤炭转化和后续加工 2 个环节。煤炭转化是指煤炭经过化学反应过程得到气态、液态或固态产物的过程，主要有煤炭气化、煤炭直接液化、煤炭高温炼焦、煤炭中低温热解等工艺过程。我国能源呈现“富煤缺油少气”的现状，石油和天然气对外依存度仍较高，在国际局势紧张的情况下，新疆煤化工的发展对于国家能源安全具有重要意义。新疆作为四大现代化煤化工基地之一，煤化工用煤需求也在逐年增加，2023 年煤制油、煤制气、煤（甲醇）制烯烃、煤制乙二醇产能分别达到 931 万吨/年、74.55 亿立方米/年、1672 万吨/年、1143 万吨/年，产量分别为 724 万吨/年、63.35 亿立方米/年、1725 万吨/年、547 万吨/年。

图表26：煤化工产业链（左）、2023年主要煤化工工艺产能及产量



资料来源：中国煤炭工业协会，国联民生证券研究所

新疆煤化工成本优势显著，在建+规划项目投资超 6000 亿元。新疆丰富的煤炭储量、较低的煤炭价格、丰富的水资源、较低的运输价格共同使得新疆煤化工项目成本优势显著。未来，据我们的不完全统计，目前新疆在建及规划的煤制气、煤制烯烃、煤制油、煤制乙二醇、传统煤化工+煤基精细化工投资额分别为 2018、990、1883、116、1094 亿元，合计超 6000 亿元，实际新疆煤化工项目规划可能更高。

图表27：新疆煤化工项目统计（不完全统计）

项目类型	项目名称	公司	投资额 (亿元)	产能	所在区域	备注
煤制天然气	伊犁煤制气一期工程资源化高效利用项目	新疆庆华能源	125	13.75 亿 m ³	伊犁哈萨克自治州伊宁县	在建，一期项目自 2013 年底投产至今，已累计产气 107 亿立方米
	准东 20 亿 m ³ /年煤制天然气项目	新疆其亚化工	160	20 亿 m ³	准东经济技术开发区	总 60 亿立方米/年，计划 2024 年动工，2027 年建成投产
	准东 40 亿 m ³ /年煤制天然气项目	国家能源集团	250.37	40 亿 m ³	准东经济技术开发区	
	哈密 40 亿立方米/年煤制天然气项目	中煤集团	320	40 亿 m ³	哈密市巴里坤县三塘湖工业园	新建，预计 2027 年底建成投产
	伊犁 55 亿 m ³ /年煤制天然气项目二期工程	新疆庆华能源	194	40 亿 m ³	新疆伊犁州伊宁县	新建，已完成项目详细地质勘查任务
	准东 20 亿 m ³ /年煤制天然气项目	沃疆清洁能源	155	20 亿 m ³ /年	新疆准东经济技术开发区芨芨湖产业园	新建，节能评估报告和环评均已通过评审
	伊犁 20 亿 m ³ /年煤制天然气耦合加氢气化项目	伊泰伊犁能源	138.73	20 亿 m ³ /年	新疆维吾尔自治区伊犁哈萨克自治州察布查尔锡伯自治	新建，环评公示

					县	
	准东 20 亿 m ³ /年煤制天然气项目	新疆天池能源	230	20 亿 m ³ /年	昌吉回族自治州准东经济技术开发区将军庙园区	新建, 项目首次环评公示
	准东 40 亿 m ³ /年煤制天然气项目	华能新疆能源开发	260	40 亿 m ³ /年	新疆准东经济技术开发区	拟建, 可研完成
	伊犁 20 亿 m ³ /年煤制天然气项目	伊犁新天煤化工	185	20 亿 m ³ /年	新疆维吾尔自治区伊犁哈萨克自治州伊宁市巴彦岱镇	2018 年建成投产
	煤制天然气合计		2018.1			
煤制烯烃	新星市 150 万吨/年煤制烯烃项目	中新建煤炭	370	150 万吨/年	新星市淖毛湖经济技术开发区红山产业园	新建, 项目主要包括煤气化装置、净化装置、甲醇合成装置、MTO 装置、聚乙烯装置
	150 万吨/年煤制烯烃项目	新疆能源(集团)	200	150 万吨/年	新疆哈密市	新建, 计划 2027 年底建成投产
	准东 80 万吨/年煤制烯烃项目	新疆东明塑胶	211.45	80 万吨/年	准东经济技术开发区现代煤化工产业示范区	新建, 计划 2024 年 4 月开工, 2026 年 4 月建成
	准东 80 万吨/年煤制烯烃项目	新疆山能化工	208.58	聚乙烯 43.86 万吨、聚丙烯 43.22 万吨	新疆准东经济技术开发区现代煤化工产业示范区	新建, 项目环境影响报告书已获批复, 预计建设工期 48 个月
	煤制烯烃合计		990.0			
煤制油	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)	国家能源集团	1700	-	哈密市巴里坤县新兴产业园三塘湖岔哈泉区	全项目建设周期共 46 个月(可研批复起), 暂定中交日期为 2027 年 10 月 31 日
	伊泰伊犁能源有限公司 100 万吨/年煤制油示范项目	伊泰伊犁矿业	183	115.21 万吨/年(主要为柴油、汽油、乙醇)	新疆伊犁	煤制油项目正在深化设计工作, 计划在 2026 年 12 月全厂装置建设投产
	煤制油合计		1883.0			
煤制乙二醇	哈密 40 万吨/年煤制乙二醇项目	广汇环保科技	35.59	40 万吨/年	新疆哈密市伊吾县淖毛湖工业园区	投产, 该项目于 2022 年 3 月建成投产
	新疆其亚铝电有限公司年产 100 万吨煤制乙二醇项目	新疆其亚铝电	79.9	100 万吨/年	新疆昌吉回族自治州	一期 60 万吨 2020 年投产, 二期规划中
	煤制乙二醇合计		115.5			
传统煤化工+煤制精细化工	奇台县 110 万吨/年煤制甲醇及煤基新材料低碳产业园项目	蓝山屯河	74.59	110 万吨/年煤制甲醇	新疆昌吉州奇台县喇嘛湖梁工业园区化工集中产业园	新建, 项目于 2024 年 4 月签约启动, 目前正在进行环境影响评价技术服务公开招标
	铁门关 150 万吨/年新型水溶复合肥联产 30 万吨/年柴油机尾气处理剂循环经济联合化工项目	新冀能源化工	58.6	150 万吨/年新型水溶复合肥, 30 万吨/年柴油机尾气处理剂	新疆生产建设兵团第二师铁门关市双丰循环经济工业园	在建, 预计 2024 年 12 月试车投产
	托克逊 100 万吨/年资源化综合利用制甲醇升级示范项目	中泰新材料	59.91	100 万吨/年甲醇	吐鲁番市托克逊县	在建, 预计 2024 年底前建成投产
	哈密煤基新材料项目(MMA)	哈密新能煤化工	171.3	年产 120 万吨甲醇、40 万吨 MMA	哈密市巴里坤县三塘湖工业园区条湖区	新建, 已取得自治区发展改革委核准批复, 前期工作取得关键性进展
	新疆中和合众 100 万吨羧酸项目	中和合众新材料	50	年产 100 万吨醋酸, 15 万吨醋酐, 20 万吨无水乙醇	新疆哈密高新技术产业开发区南部循环经济产业园	设备安装进入收尾阶段, 预计 2025 年 4 月投产
	准东 20 万吨/年甲醇、20 万吨/年 BDO 项目等	国泰新华化工	113	20 万吨/年甲醇、20 万吨/年 BDO	准东经济技术开发区	一期项目于 2018 年 7 月 20 日转入试生产
	准东 150 万吨/年焦化配套 20 万吨/年甲醇联产 6 万吨/年合	灵泰汇创化工	22.94	150 万吨/年焦化、20 万吨/年甲醇、	新疆准东经济技术开发区	新建, 建设周期为 2023 年至 2024 年

成氨项目			6万吨/年合成氨		
哈密 15 万吨/年煤基环保炭材料项目	中煤华利新疆炭素	33.33	一期工程 5 万吨/年	新疆哈密市巴里坤县循环经济产业集聚园区	新建，一期工程于 2024 年 6 月 6 日开工建设，计划于 2026 年 3 月开始试生产
准东 600 万吨/年煤基甲醇项目	其亚新疆集团	超 300	600 万吨/年	新疆准东经济技术开发区将军庙产业园	新建，项目于 2024 年 6 月 16 日正式开工，预计 2027 年 10 月建成
鄯善 120 万吨/年煤制乙醇多联产项目、70 万吨/年醇基高端新材料项目	沃疆新材料	210	120 万吨/年煤制乙醇、70 万吨/年醇基高端新材料	新疆吐鲁番市鄯善县	新建，可研已通过专家审查，预计 2026Q4 投产
传统煤化工+煤制精细化工合计		1093.7			
总投资合计		6100.3			

资料来源：投资新疆、新疆石油化工联合会、吐鲁番市人民政府、北极星电力网，国联民生证券研究所

2.2 新疆宜化资产注入，完善产业链的同时提升盈利能力

公司持有新疆宜化股权比例将由 35.6% 提升至 75%。

新疆宜化成立于 2010 年 3 月，原为公司重要子公司，主要产品与公司相同或相似。2017 年 7 月，新疆宜化发生安全生产事故被责令停产，造成重大经营性亏损和资产减值损失。为减轻公司经营负担，公司于 2018 年 6 月将新疆宜化 80.1% 的股权转让给宜昌新发产业投资有限公司（以下简称“宜昌新发投”），保留 19.9% 的股权。此后新疆宜化加强了安全管理并进行了大幅整改，实现了全面复产，化解了金融风险，资产质量、盈利能力均实现大幅提升。2022 年 10 月公司通过债转股方式对新疆宜化进行增资入股，对新疆宜化的持股比例由 19.9% 提升至 35.597%，仍维持参股。2023 年 6 月，宜昌高控集团将其持有的宜昌新发投 100% 股权转让给大江集团。2024 年 1 月，大江集团将其持有的宜昌新发投 100% 股权转让给宜化集团。

2024 年 8 月 30 日，公司拟以现金方式向宜化集团购买其持有的宜昌新发投 100% 股权，宜昌新发投持有新疆宜化 39.4% 股权，收购完成后公司持有新疆宜化股权比例将由 35.6% 提升至 75%。据重大资产购买暨关联交易报告书，本次交易价格为 32.08 亿元。据资产评估报告，新疆宜化最终采用资产基础法进行评估，新疆宜化全部股权评估价格为 81.1 亿元。

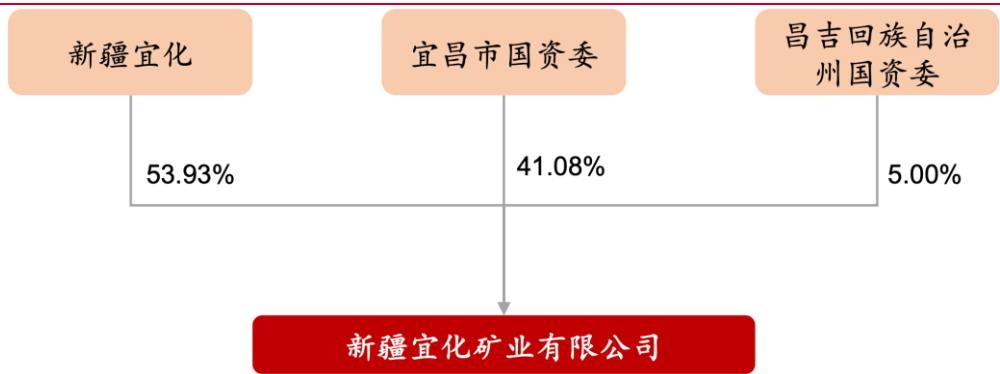
图表28：新疆宜化发展历程及湖北宜化持股比例



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

收购完成后，公司将新增煤炭资源和煤化工业务，进一步提升公司资产质量和盈利能力。截至2024年底，公司拥有尿素156万吨/年、PVC84万吨/年、磷酸二铵126万吨/年产能。收购完成后，公司将新增尿素60万吨/年、PVC30万吨/年、烧碱25万吨/年、煤炭3000万吨/年产能，新疆宜化重要控股子公司宜化矿业为煤炭业务主体。收购完成后，一方面公司主要产品尿素、PVC、其他氯碱产品产能大幅增加，规模优势、成本优势更为明显，同时可以更好实现区域联动；另一方面实现了产业链的进一步延伸，进一步完善产业链布局，收购完成后将新增煤炭开采业务，既可以为公司化肥化工生产提供原料、燃料，也可以借助“疆煤外运”扩大煤炭的疆外销售，形成更稳定的盈利模式。

图表29：宜化矿业股权结构图



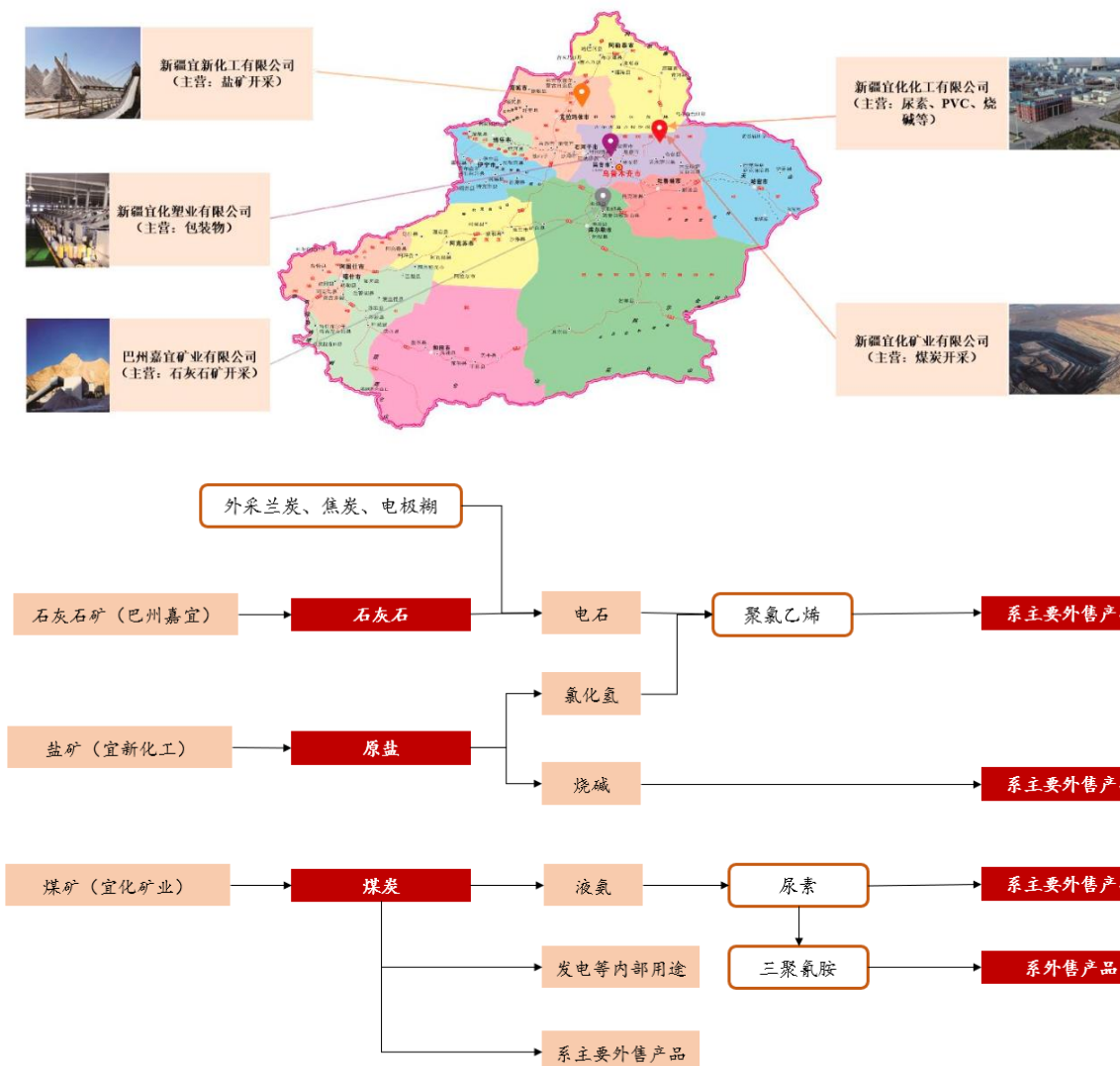
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

优质煤炭资源具备长期发展价值。宜化矿业五彩湾矿区一号露天煤矿位于新疆准东经济技术开发区，是国家确定的十四个大型煤炭基地的重要组成部分。该煤矿保有资源量为21.08亿吨，可采储量为13.2亿吨。

该煤矿具有几大明显优势：1) 开采成本优势。该煤矿具有煤炭埋藏浅、地质构造稳定、资源禀赋好、易于开采等特点，平均厚度68米，开采成本相对较低（2022-2024年煤炭单位成本分别为60.78元/吨、69.98元/吨、73.17元/吨）；2) 产品质

量优势。与周边煤矿项目，该煤矿开采出的煤炭产品热值的相对较高（热值区间介于4700-5100千卡/千克煤），同时磷氯钠钾铁等有害杂质含量低（灰分含量低于6%、硫含量低于0.8%、硫含量低于0.05%），因而在发电、热力等下游应用领域，产品竞争优势明显；3）区位及政策优势。该煤矿位于准东经济开发区，属于新疆推进“三基地一通道”国家战略落地的重要载体，区位及政策优势显著。预计后续随着新疆煤炭、煤化工项目持续落地，公司的优质煤炭资源或具备长期发展价值。

图表30：新疆宜化生产主体区域布局及工艺布局



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

资产注入后，我们预计公司年化归母净利润中枢将增长近5亿元。根据湖北宜化近两年的盈利情况测算，预计40%股权对应增厚归母净利润约4.8亿元。此外，宜

化集团对宜化矿业持有的露天煤矿采矿权、宜新化工持有的石盐矿矿业权、巴州嘉宜持有的石灰岩矿（水泥用）采矿权进行业绩承诺，承诺未来三年三者合计归母净利润不低于 30.58 亿元，若低于累计承诺净利润，则宜化集团应对公司进行现金补偿。

图表31：新疆宜化纳入合并报表后盈利测算

项目	本次交易前		本次交易后	
	2024年1-7月	2023年度	2024年1-7月	2023年度
营业总收入（亿元）	105.23	170.46	154.18	261.58
营业利润（亿元）	8.08	10.58	12.49	34.37
利润总额（亿元）	8.34	9.68	14.13	32.91
归母净利润（亿元）	5.73	4.53	7.54	9.33
每股收益（元）	0.5416	0.4688	0.7132	0.9669
毛利率	13.89%	12.66%	22.07%	23.69%

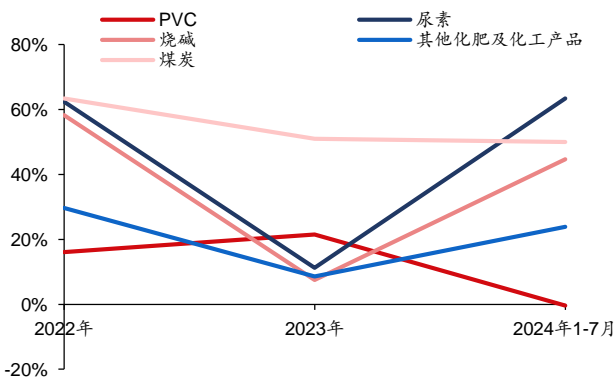
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图表32：宜化集团的业绩承诺金额

业绩承诺资产	2025年	2026年	2027年
露天煤矿采矿权	矿业权口径归母净利润累计不低于 30.12 亿元		
石盐矿矿业权	矿业权口径归母净利润累计不低于 0.27 亿元		
石灰岩矿（水泥用）采矿权	矿业权口径归母净利润累计不低于 0.19 亿元		
新疆宜化本部 28 项专利权	对应收入不低于 34.84 亿元	对应收入不低于 35.80 亿元	对应收入不低于 36.80 亿元

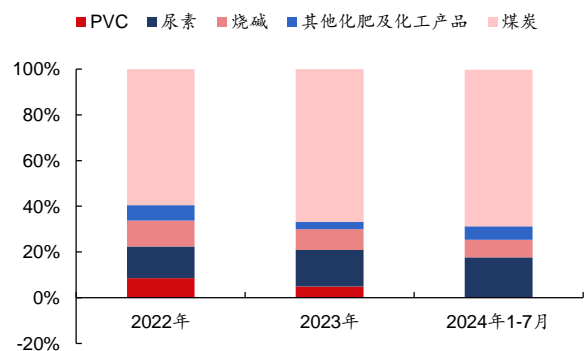
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图表33：新疆宜化分产品毛利率



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图表34：新疆宜化毛利结构



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

3. 化肥：依托资源禀赋享成本优势

全球粮食供应形势有所改善，全球化肥需求预计缓慢增长。国内磷肥产能出清已有成效，未来在国家严控磷铵产能和需求有望稳增长背景下，行业格局向好。磷矿石稀缺性持续凸显，在原材料成本支撑下，磷酸二铵价格有望维持高景气，公司磷酸二铵产能规模位居国内第四，且集团和参股公司江家墩磷矿均配套磷矿资源，公司具有资源优势。

受国内保供影响，国内尿素供给趋松，价格及价差亦承压，后续需关注出口政策变化。公司尿素产能集中在新疆、内蒙等西部地区，新疆宜化自有 3000 万吨煤炭资源，气头尿素所在地有丰富的天然气资源。低成本为支撑，有望助力公司穿越行业低谷。

3.1 磷肥：行业格局向好，公司具备规模及成本优势

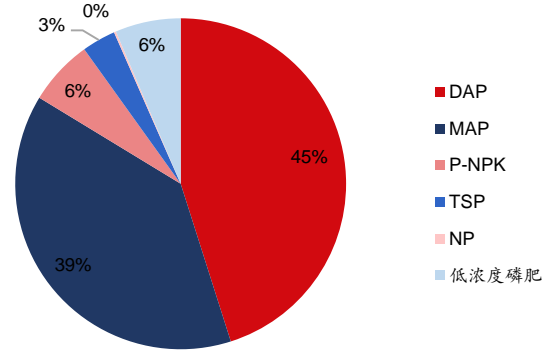
根据肥料所含营养元素（氮、磷、钾）的数量可以分为单质肥、二元复合肥和三元复合肥，常见磷肥有磷酸一铵（MAP）、磷酸二铵（DAP）、普钙（过磷酸钙）、重钙（重过磷酸钙）等。其中，磷酸铵为最主流磷肥。磷酸铵富含植物所需的氮、磷两种主要元素，具有营养元素含量高、物理性质优良等优点，是一种高浓度复合肥料，简称磷铵。磷铵既可直接施用，也能与重钙、硫铵、硝铵、尿素、钾肥等化肥混合制成复混肥料。在农业生产中作为肥料的通常是磷酸一铵和磷酸二铵的混和物。磷铵类肥料中，当磷酸一铵质量分率占 80% 以上时，称磷酸一铵（MAP）；当磷酸二铵质量分率占 80% 以上时，称磷酸二铵（DAP）。这两种磷酸盐都能溶于水，所以都是水溶性速效肥料。

图表35：各类磷肥分类及特征

分类	品种	特点	含量
水溶性磷肥	过磷酸钙	适用范围广、酸性、易吸收	14%-18%
	重过磷酸钙	酸性、稳定性较强、浓度高	42%-46%
	磷酸一铵	氮磷复合肥、浓度高	44%-52%
	磷酸二铵	氮磷复合肥、浓度高	42%-46%
枸溶性磷肥	钙镁磷肥	碱性、多元肥料	14%-19%
	钢渣磷肥	强碱性、物理性质好	7%-17%
	沉淀磷肥	含钙添加剂、可用作饲料	30%-42%
难溶性磷肥	磷矿粉	不溶于水、溶于强酸、肥效慢、时效长	/
	骨粉	不溶于水、溶于强酸、肥效慢、时效长	22%-33%

资料来源：前瞻产业研究院，国联民生证券研究所

图表36：磷酸铵为最主流磷肥



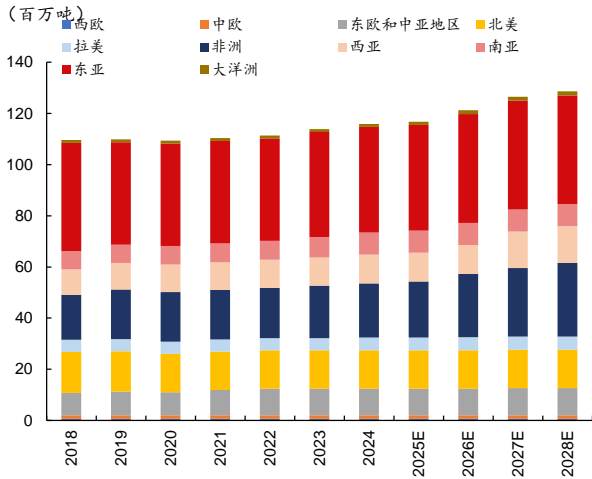
资料来源：中国磷复肥工业协会，国联民生证券研究所

近几年全球磷肥产能较稳定，未来五年缓慢增长。据 IFA 数据，全球磷肥产能由 2018 年的 109.7 百万吨增长至 2024 年的 115.8 百万吨，CAGR 为 0.9%，预计到 2028 年，全球磷肥产能将达到 128.6 百万吨，主要来自印度、巴西和摩洛哥等国家的新建产能投产。

近十年全球磷肥需求量稳中有增。据 IFA 统计，2023 年全球磷酸二铵（DAP）的表观消费量约为 3468 万吨，比前一年增长 3.6%；磷酸一铵（MAP）表观消费量为 2977 万吨，同比增长 2.08%；重过磷酸钙（TSP）表观消费量约为 459 万吨，同比增长 1.2%。2012-2023 年，磷酸一铵+磷酸二铵+重过磷酸钙合计表观消费量由 6633 万吨增长至 6905 万吨，期间不同年份的消费量波动较为明显，主要是磷肥需求集中在作物生长初期，与作物增产关联较大，且磷肥的“残留效应”使农民可以在价格高企时减少施用频率。此外，政策和区域差异也加剧了磷肥需求的波动，例如部分发达国家因土壤磷含量高或环保限制减少磷肥使用。总体而言，磷肥消费量受化肥价格、土壤特性和区域政策的影响较氮肥更大。

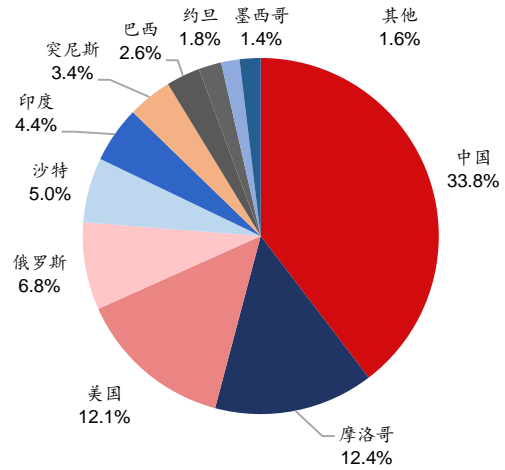
我国是全球磷肥生产和消费大国。全球磷肥市场的产能主要集中在中国、摩洛哥、美国、俄罗斯、沙特和印度等国家，2022 年全球 CR3 约 58%。其中，中国是世界上磷肥产能最大的国家，占全球总产能的约 34%。

图表37: 全球磷肥产能 (分地区)



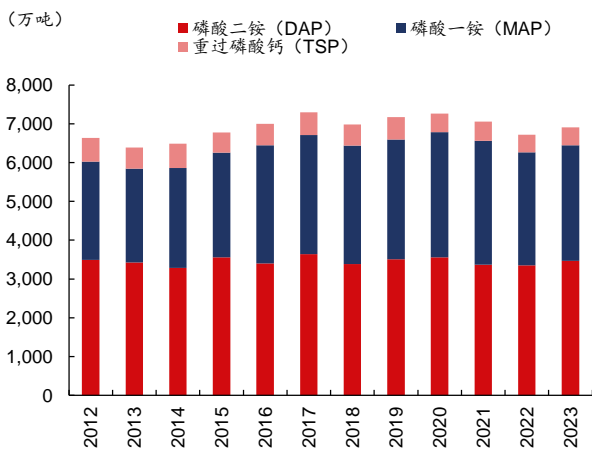
资料来源: IFA, 国联民生证券研究所

图表38: 2022 年全球磷肥产能结构



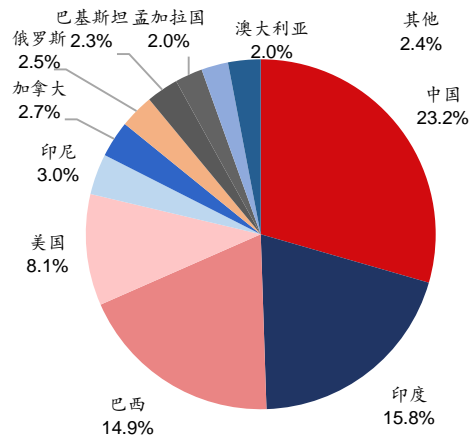
资料来源: Nutrien, 国联民生证券研究所

图表39: 全球磷肥表观消费量



资料来源: IFA, 国联民生证券研究所

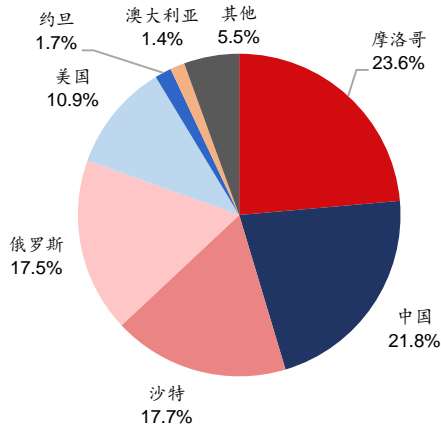
图表40: 2022 年全球磷肥消费结构



资料来源: Nutrien, 国联民生证券研究所

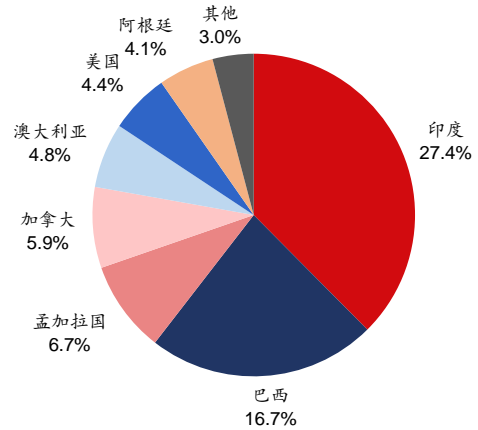
全球磷肥贸易呈现“资源集中、需求分散”的特点。摩洛哥、中国、沙特、俄罗斯等资源丰富的生产国主导出口市场，合计出口量占全球80%以上。磷肥进口国相对分散，印度、巴西、孟加拉国、加拿大是最大的进口国，合计约占全球进口量的57%。

图表41：2022年全球主要磷肥出口国



资料来源：Nutrien，国联民生证券研究所

图表42：2022年全球主要磷肥进口国

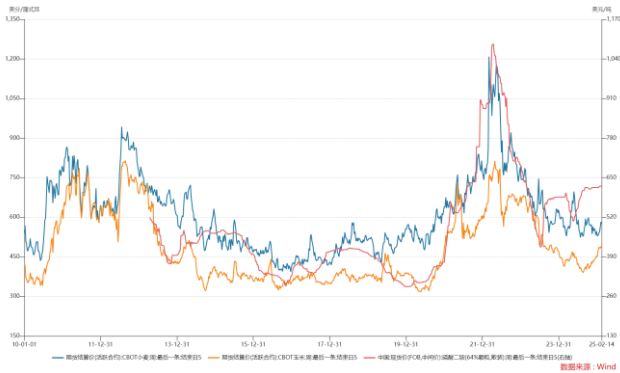


资料来源：Nutrien，国联民生证券研究所

磷肥价格和粮价高度相关，粮食安全或推动粮价中枢上行。作为农作物生产资料，化肥价格影响种植成本，历史上看，作物价格走势与磷肥价格走势具有显著趋同性，原因可能不仅来自于磷肥自身的供需平衡，更重要的是产业链上下游不对等的议价能力。2022年全球公共卫生事件叠加俄乌冲突，全球能源、粮食和化肥产业链、供应链受到冲击，欧美国家对俄全面制裁和部分国家限制肥料出口造成局部地区供需错配，推高全球磷肥价格。高粮价刺激农民的种植需求及对肥料的价格接受度，化肥供应商提价较为顺畅。当前粮价逐渐回归理性，磷肥价格亦随之下行。未来在粮食安全问题和极端天气影响下，全球粮食价格中枢有望上移。

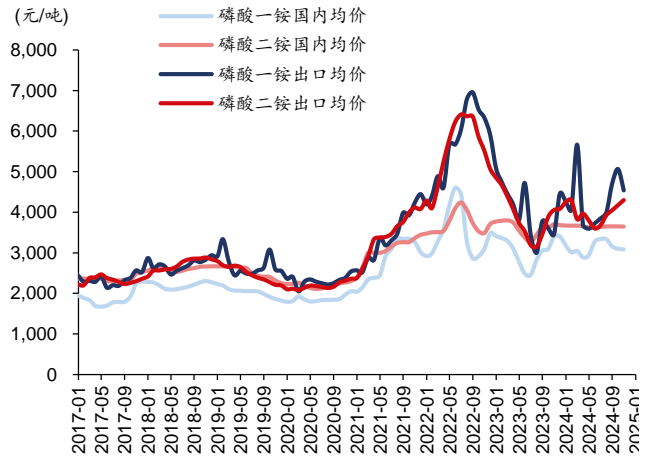
近2-3年来海外磷肥价格高于国内。在地缘冲突和能源价格高企的背景下，海外磷肥价格处于相对高位。我国作为全球人口大国、农业大国，将国家粮食安全放在首要位置，同时在保供稳价政策的引导下，近年来国内磷肥价格波动幅度小于国际，我国磷肥出口均价通常高出国内市场均价几百甚至上千元不等。因此，我国磷肥企业通过出口配额赚取超额利润，与此同时，国内外磷肥的价差也在潜移默化中稳定着国内磷肥价格。

图表43：磷肥价格与粮食价格高度相关



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

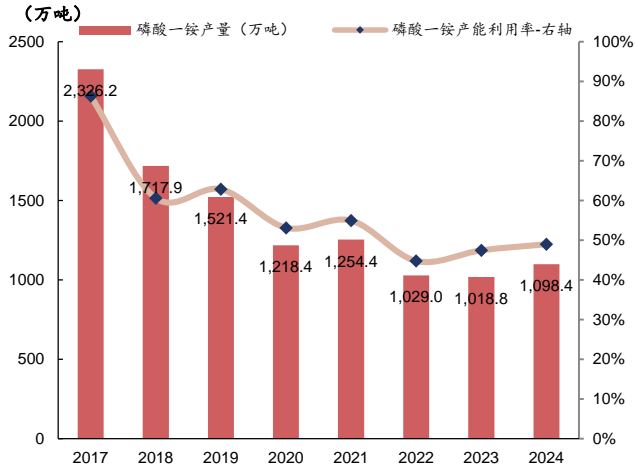
图表44：磷肥出口均价和国内市场价



资料来源：卓创资讯、百川盈孚，国联民生证券研究所

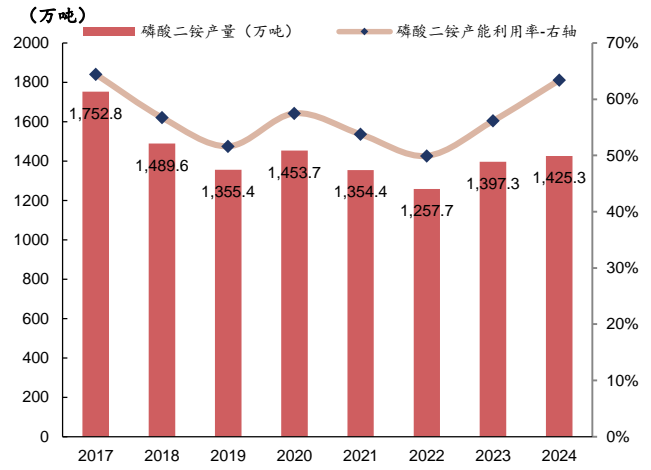
磷肥行业产能出清已有成效。2020年1月起以长江环保和“三磷”整治为核心的政策和实施方案相继出台，特别是长江经济带“三磷”专项排查结束后，湖北、贵州、云南、四川、湖南、重庆、江苏等7省市的多家磷肥企业存在生态环境问题，磷肥供给出现一定程度减少。2022年4月7日，工信部等六部门联合印发《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，意见继续指出要严控磷铵、黄磷等行业新增产能，加快低效落后产能退出。磷肥行业集中度和产能利用率已有所提升，尤其磷酸二铵产能利用率由2022年50%提升至2024年的63%。我们预计未来几年，部分环保不达标企业将继续停产、限产，市场集中度将更加明显，“转型升级”是未来化肥行业的主题，磷肥产能增长相对有限，而磷肥需求有望稳定增长。

图表45: 国内磷酸一铵产量、产能利用率变化趋势



资料来源: 百川盈孚, 国联民生证券研究所

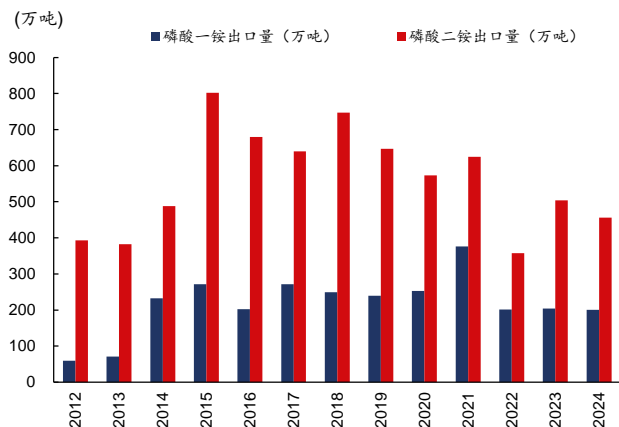
图表46: 国内磷酸二铵产量、产能利用率变化趋势



资料来源: 百川盈孚, 国联民生证券研究所

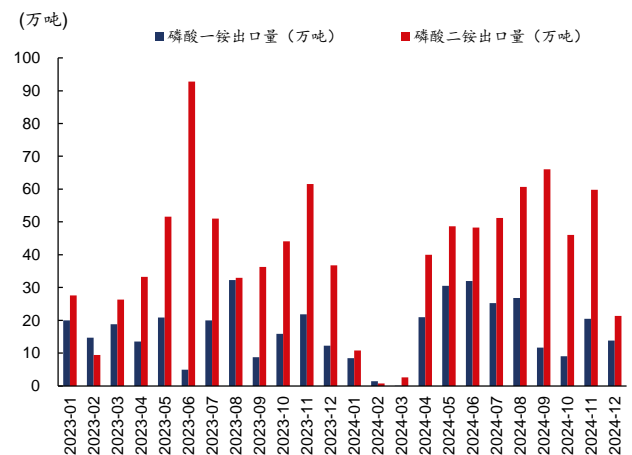
法检落地后, 国内磷肥出口量有所下滑。2021年, 全球供应链受阻下磷肥价格高企, 为优先保障国内供应, 自2021年10月开始, 我国海关对包括磷肥在内的多个化肥品种出口实施法检政策, 限制磷肥出口。因此, 2022年我国磷酸一铵、磷酸二铵出口量分别同比下滑47%、43%。2024年一季度, 由于春季正值国内需求旺季, 法检趋严, 导致磷肥出口量大幅下降。随着我国2024年新的磷肥出口配额的公布, 从2024年3月15日至2025年4月30日, 磷酸二铵(DAP)约为500万吨, 磷酸一铵(MAP)约为200万吨, 2024年4月磷肥出口量有所恢复。

图表47: 磷肥年度出口量变化



资料来源: 海关总署, 国联民生证券研究所

图表48: 磷酸一铵、磷酸二铵月度出口量

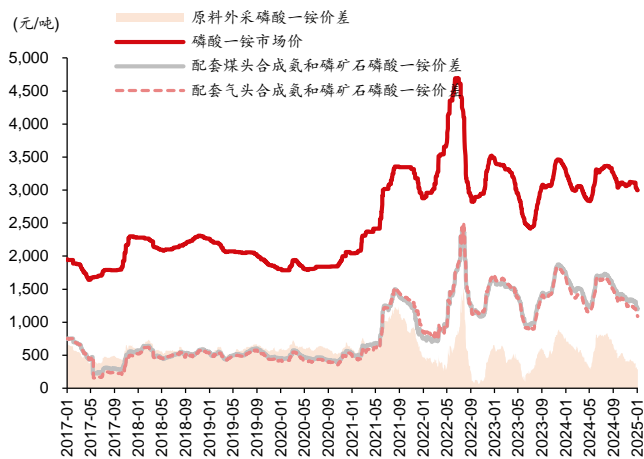


资料来源: 海关总署, 国联民生证券研究所

成本支撑下磷酸二铵价格有望维持高位, 公司具有规模和资源优势。中长期来

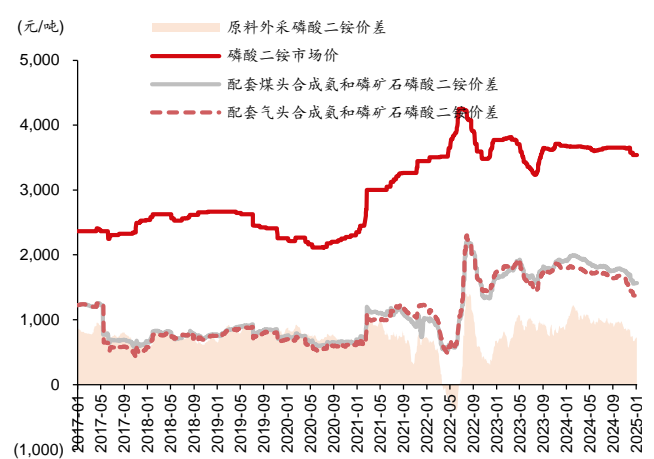
看，磷酸二铵供需格局较稳定，在成本端磷矿石价格高位的支撑下，磷酸二铵价格有望维持相对高位。从价差来看，配套磷矿石和合成氨的企业具有较强的成本优势。公司目前具有 126 万吨/年磷酸二铵产能，产能规模位居国内第四。此外，公司具有丰富的磷矿石资源，目前磷矿石主要从宜化集团和参股公司江家墩磷矿采购，小部分外采。宜化集团现有 330 万吨/年的磷矿产能，后续磷矿规划产能为 290 万吨。参股的江家墩磷矿具备 180 万吨/年的磷矿产能，东、西部矿段分别具有 150 万吨/年、30 万吨/年磷矿产能，东部矿段年产 150 万吨采矿证于 2023 年 11 月 27 日获批。我们看好，磷矿中长期维持高景气，公司具有较强原料采购优势。

图表49：磷酸一铵价格价差



资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

图表50：磷酸二铵价格价差



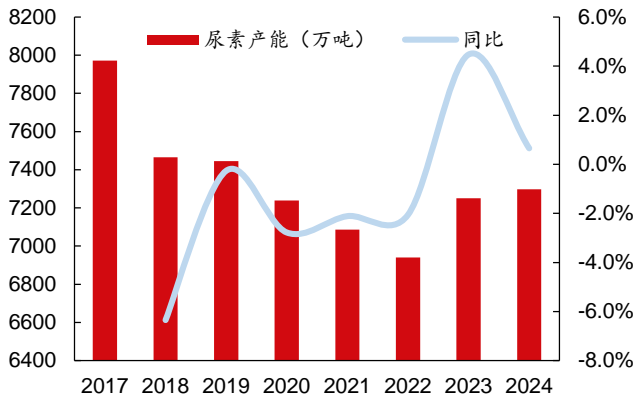
资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

3.2 尿素：供给偏松，低成本抵御行业寒冬

尿素行业经过多年去产能，行业稳定性有所增强。2016、2017 年以来，供给侧改革力度加大，化工行业安全、环保审核严格，尿素去产能效果显著。根据百川盈孚数据，2017-2022 年，中国尿素产能从 7972 万吨持续削减至 6940 万吨，产能去化非常明显，近两年尿素产能有所回升，2024 年为 7297 万吨。

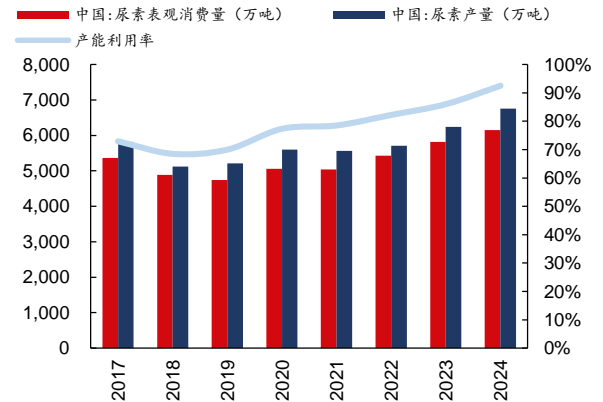
而尿素的产量和消费量的下滑相对收敛。受供给侧改革的影响，2016 年以来行业产量有所回落，2018 年我国尿素产量达到近几年的低点，为 5119 万吨。而后产量持续上行，至 2024 年恢复至 6754 万吨，产能利用率也从 2018 年低谷逐步提升至 2024 年的 93%。尿素消费量也从 2019 年谷底持续上行，至 2024 年恢复至 6155 万吨水平。

图表51: 尿素产能及同比增速



资料来源: 百川盈孚, 国联民生证券研究所

图表52: 尿素产量、消费量及产能利用率变动情况



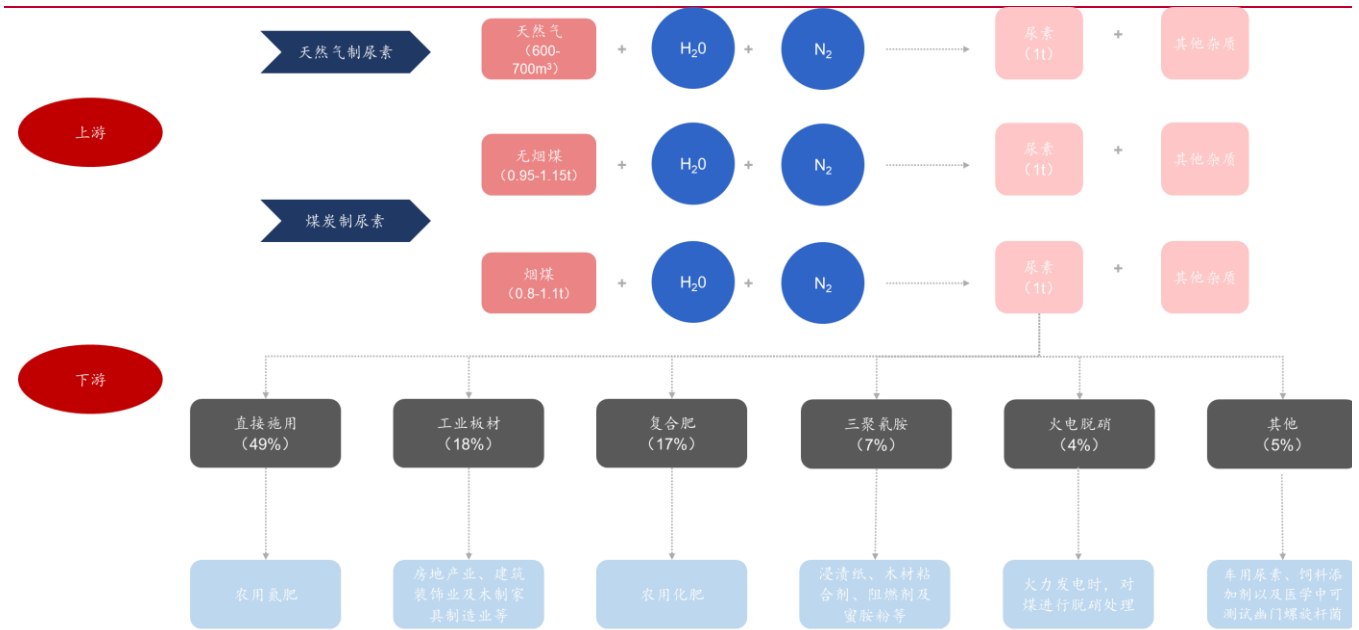
资料来源: 百川盈孚, 国联民生证券研究所

尿素原料主要为煤和天然气,我国以煤制尿素工艺为主。从原料角度看,尿素原料主要是天然气和煤,中东和俄罗斯等地依托优势天然气资源,主要以气头工艺为主,我国自然资源呈现“富煤贫油少气”特征,国家限制用天然气生产化工产品,工业用气价格较高,天然气优先用于城市燃料,因此我国发展煤头工艺是主流尿素生产路线。

结合生产工艺来看,煤头尿素主要有固定床工艺、气流床工艺和流化床工艺。流化床工艺在技术上具有一定的优势,但由于其技术的复杂性和工业化应用的难度,目前在全球范围内成功实施的案例相对较少。在我国,煤制尿素主要依赖于固定床和气流床两种工艺。固定床技术较为成熟,在我国早期煤气化技术中有较大比重,但其产气效率较低,原料为无烟煤,能耗大、成本高、污染大,已被国家列为淘汰技术,不再引进新炉。气流床工艺中,水煤浆技术因其高效和环境友好的特点而成为主流选择,水煤浆工艺原料范围宽,可适用泥碳、褐煤、烟煤等煤种,安全易控制,气化效率高,生产规模大、污染小,属于新兴洁净煤气化工艺。

展望未来,气头尿素、固定床尿素产能有望继续收缩。国内煤头尿素占比约76%,气头尿素占比有24%。气头尿素不具备原料成本优势,未来可能会进一步退出。固定床尿素在政策导向下,还将进一步被淘汰。因此,长期看,尿素的去产能仍将持续,行业格局会进一步转好,先进煤气化工艺和煤头尿素产能优势将持续显现。

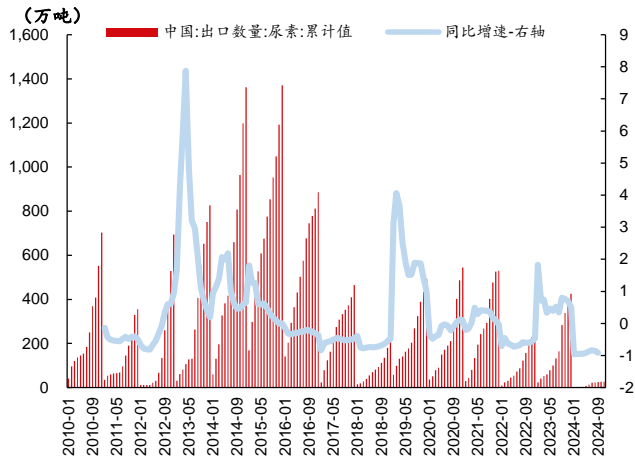
图表53：尿素产业链图



资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

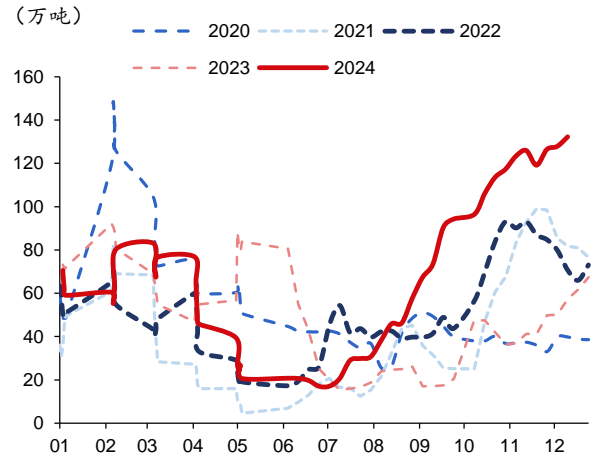
受国内保供影响，出口量创 20 年新低，国内尿素持续累库存，价格价差承压。2024 年，中国尿素保供力度加大，全年出口量仅 26 万吨，创 20 年以来新低。国内尿素市场供给宽松导致持续的库存压力，截至 2025 年 1 月 9 日，中国尿素企业库存为 156 万吨，处于近十年 99.4%分位。国内尿素价格和价差持续承压，截至 2025 年 2 月 12 日，国内尿素价格较 2024 年初下跌 28%，价差下跌 36%。同时，海外尿素市场相对紧平衡，国内外市场价格逐渐拉大。

图表54：我国尿素出口量大幅减少



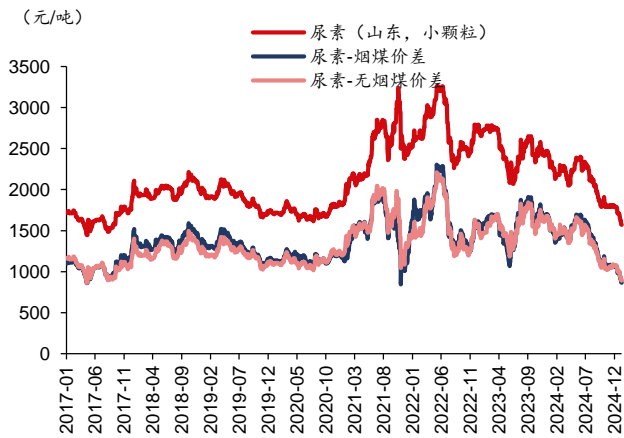
资料来源：海关总署，国联民生证券研究所

图表55：2020-2024年尿素库存



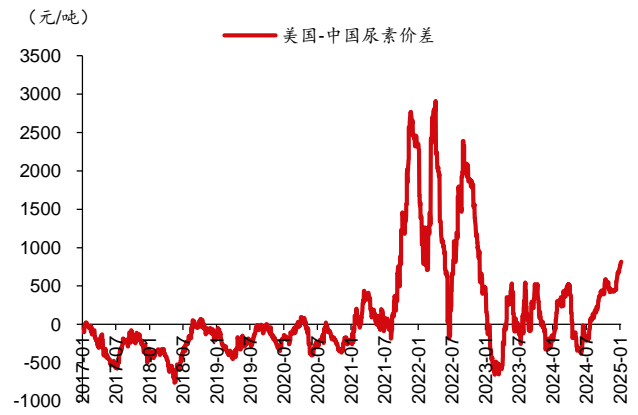
资料来源：卓创资讯，国联民生证券研究所

图表56：国内尿素价格及价差



资料来源：百川盈孚、隆众资讯，国联民生证券研究所

图表57：美国-中国尿素价差



资料来源：隆众资讯，国联民生证券研究所

国内尿素供应趋于宽松，后续关注政策变化。据百川盈孚统计，2025年，国内仍将有454万吨新增尿素产能释放，在国内需求难以大幅增加的情况下，供需矛盾可能会更加突出。当前国内尿素企业的盈利能力受到一定影响，市场对政策放松的预期逐步升温，后续需重点关注尿素出口限制的动态调整。

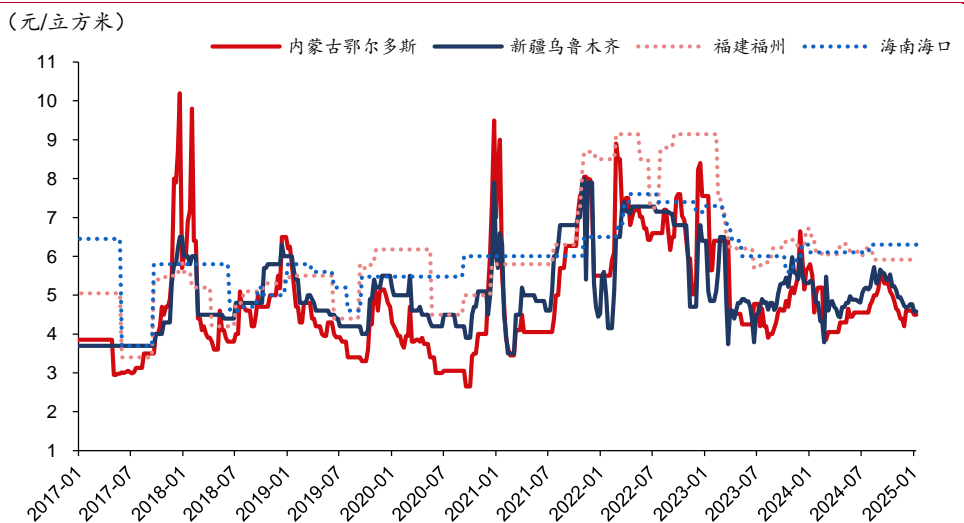
图表58：我国尿素产能投放表

企业	产能（万吨）	预计投产时间	备注
鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	52	2026-01	扩建
江苏双多化工有限公司	60	2026-01	改造投产
2026年合计		112	
河北正元氢能科技有限公司	52	2025-12	扩建
靖远煤业集团刘化化工有限公司	35	2025-11	产能置换
山东晋煤日月化工有限公司	15	2025-10	
安徽晋煤中能化工股份有限公司	40	2025-07	
江西心连心化学工业有限公司	70	2025-07	扩建
甘肃能化金昌能源化工开发有限公司	30	2025-05	
新疆新冀能源化工有限公司	80	2025-03	新投
新疆奥福化工有限公司	52	2025-03	新投
江苏晋煤恒盛化工股份有限公司	80	2025-01	改造投产
2025年合计		454	
合计		566	

资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

低成本为支撑，助力公司穿越行业低谷。目前公司共有三个子公司涉及尿素业务，内蒙联合化工及新疆天运为气头尿素，新疆宜化为煤头尿素。煤头尿素方面，新疆宜化具有年产3000万吨煤炭资源，具有煤质稳定，开采成本低的优势，可直接作为生产尿素原料。气头尿素方面，公司气头尿素主要在内蒙古鄂尔多斯、新疆巴音郭楞蒙古自治州等地，具有丰富的天然气资源，天然气、电力都具有较强成本优势。公司依托资源禀赋，低成本助力公司穿越行业低谷。

图表59：内蒙古和新疆天然气价格较低



资料来源：金联创，国联民生证券研究所

4. 氯碱：烧碱或迎供需错配，PVC 静待景气改善

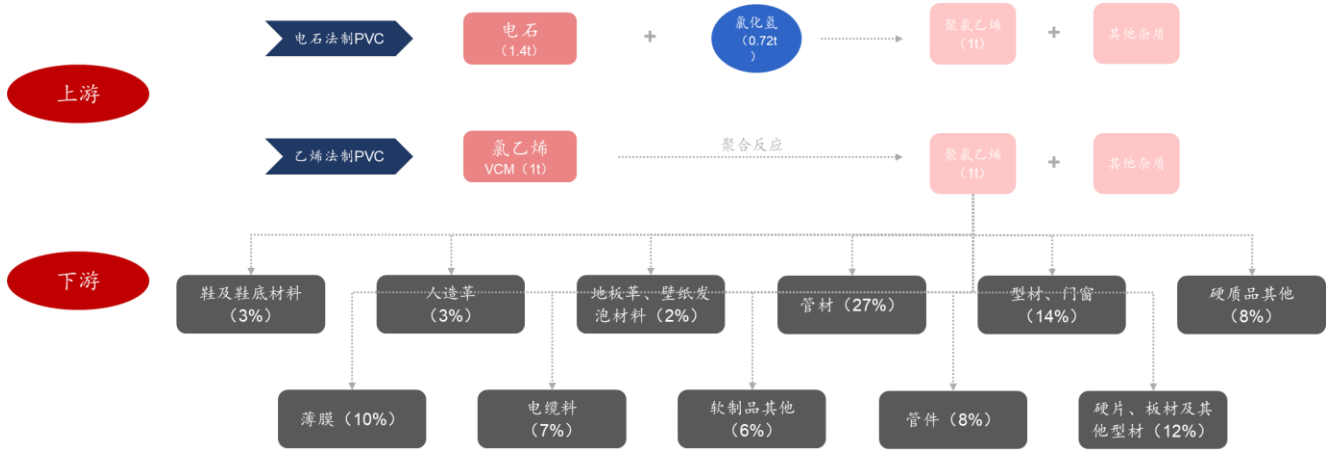
房地产支持政策频出，PVC 内需有望企稳，海外发展中国家加大基建投资支撑出口需求。供给端，能耗双控政策致 PVC 及电石产能增速放缓，未配套电石的企业长期竞争力不足。截至 2025 年 1 月初，宜昌厂区 24 万吨 PVC 已关停，目前公司 100%PVC 产能配套电石资源，成本优势显著。

2025 年烧碱计划新增投产 519 万吨，主要集中在四季度，且投产容易受到环保政策影响，产能落地情况或低于预期。同时，2025 年氧化铝计划新增产能投产较多，或将拉动烧碱需求，烧碱有望迎阶段性供需错配行情。

4.1 PVC：内需企稳+出口支撑下，景气度有望改善

聚氯乙烯（PVC）是全球仅次于聚乙烯的第二大塑料产品，以其出色的耐酸碱、耐磨损、阻燃和绝缘特性而被广泛使用。PVC 生产工艺主要有电石法和乙烯法。电石法工艺用电石与水反应生成乙炔，进而合成氯乙烯单体（VCM），最终聚合成 PVC，电石法目前是国内主流工艺，占比高达 76%。乙烯法则以石油为原料，通过裂解生成乙烯，进而制备 VCM，适用于生产高端 PVC 产品。由于我国“富煤贫油少气”的资源特点，电石法成为主要的生产方式，尤其在新疆、内蒙古、山东等地区电石法产能集中。电石法 PVC 因其氯乙烯残留较多，主要用于房地产相关的低端管材制造，而乙烯法 PVC 由于氯乙烯残留较低，被用于生产医用手套、食品包装等高端制品，两者在需求端存在一定的市场隔离，难以相互替代。

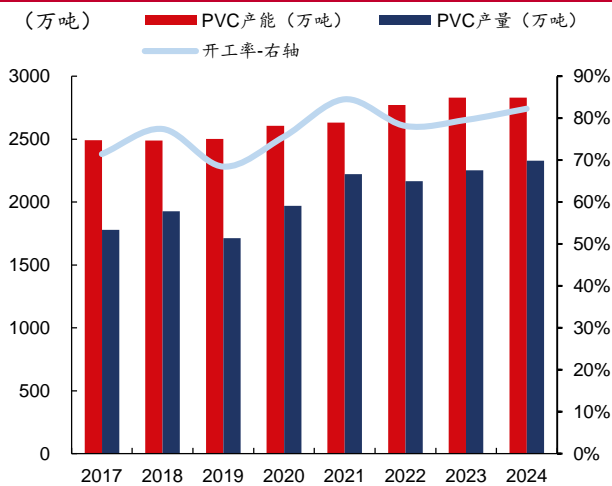
图表60: PVC 产业链图



资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

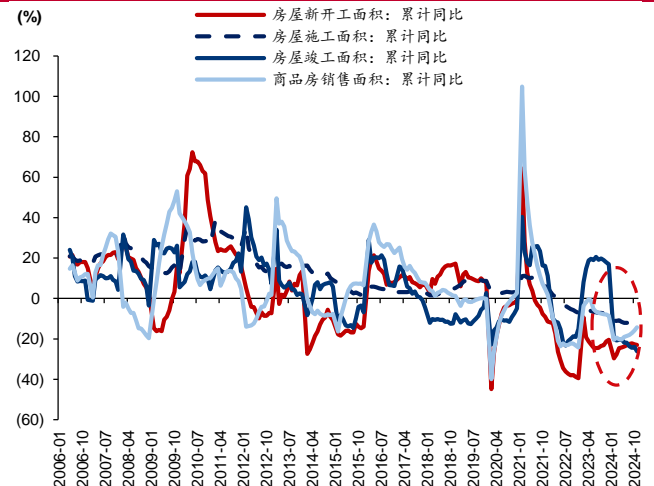
PVC 产能增速放缓，产能利用率整体上移。PVC 作为高耗能、高排放行业，在能耗双控的背景下近两年产能、产量增速均有所放缓。2022-2024 年，我国 PVC 产能由 2771 万吨增长至 2831 万吨，CAGR 仅为 1.1%，低于 2019-2021 年 2.6% 的 CAGR，产能利用率从 2022 年的 78% 增长至 2024 年的 82%。

图表61: 中国 PVC 产能、产量及开工率



资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

图表62: PVC 主要下游地产行业较疲软

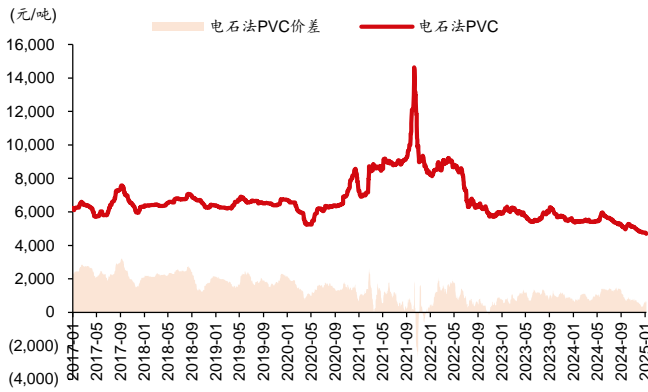


资料来源：国家统计局，国联民生证券研究所

当前 PVC 价格价差持续承压，稳地产政策频出，内需有望企稳。截至 2025 年 1 月 10 日，国内乙烯法 PVC、电石法 PVC 价格分别为 5306、4706 元/吨，分别处于 0.8%、0.0% 历史分位。2024 年，房地产支持政策频出，尤其下半年政策力度、频次均有所

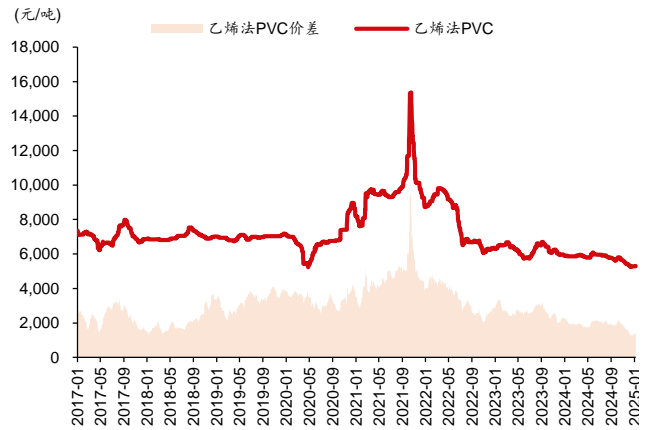
上升，“517新政”开启了政策转向的序幕，“926政策”成为行业的转折点，年末政治局会议及经济工作会议再次强调2025年房地产市场走向，政策基调转向化风险、稳主题、稳市场。在政策发力下，PVC需求端有望企稳。

图表63: PVC价格、价差(电石法)



资料来源:百川盈孚,国联民生证券研究所

图表64: PVC价格、价差(乙烯法)



资料来源:百川盈孚,国联民生证券研究所

图表65: 2024年以来金融支持房地产企业重点举措

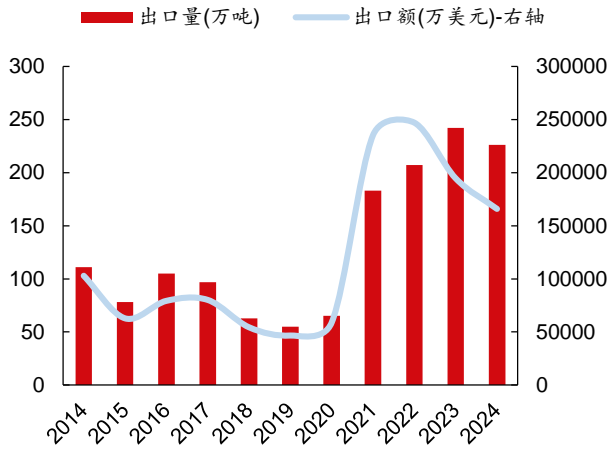
时间	部委	政策概要	具体措施/效果
1月12日	住建部、金监总局	建立融资白名单	推动建立房地产融资协调机制,地级以上市主导、建立“可以给于融资项目名单”报送金融机构,对名单内项目建立授信绿色通道,支持在建房地产项目融资和建设交付
2月6日	金监总局	融资需求“应满尽满”	2月20日,全国29个省份214个城市已建立融资协调机制,项目“白名单”共涉及5349个项目,57个城市162个项目获得银行融资共294.3亿元
5月17日	央行	设立保障性住房再贷款	央行设立3000亿元保障性住房再贷款,支持地方国企收储存量房。人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款,可带动银行贷款5000亿元
6月7日	住建部、金监总局	持续推动融资协调机制	指导各地完善城市房地产融资协调机制,将持续推动城市协调机制落地,全力支持房地产在建项目的融资和建设交付
6月12日	央行	再贷款工作推进会	央行召开保障性住房再贷款工作推进会,提出要加强统筹协调,建立工作专班,地方政府在权限内给予适当的政策支持,降低实施主体经营成本
9月27日	央行	保障性住房再贷款	优化保障性住房再贷款政策,此前创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100%
10月9日	住建部、金监总局	两项金融政策延期	延长两项房地产金融政策文件的期限从2024年12月31日延长到2026年的12月31日
		扩大白名单	进一步推动协调机制“扩围增效”,扩大“白名单”覆盖范围,确保合规房地产项目“应进尽进”。
11月27日	财政部	上调地方政府专项债务限额	全国各级人大常委会的委员批准增加6万亿元人民币地方政府债务限额后。同时,2024年末地方政府专项债务限额调整为35.5万亿元

资料来源:政府网站、CRIC,国联民生证券研究所

海外需求增长,PVC出口向好。2020-2023年我国PVC出口加速,出口量由65万吨增长至242万吨,其中2021年增长最为明显,一方面由于2021-2022年美国因恶

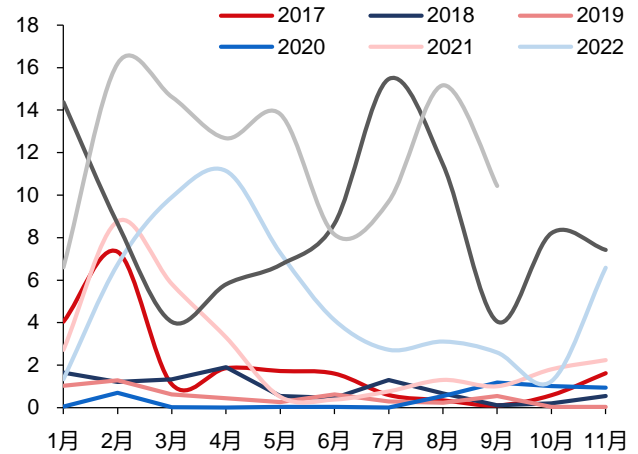
劣天气影响，PVC 粉装置遭遇几次不可抗力，供应量缩减。另一方面 2022 年 1 月，印度对中国 PVC 粉反倾销政策到期，对印度出口恢复。此外，海外发展中国家加大基础设施投入，支撑我国 PVC 出口。

图表66: PVC 出口数据



资料来源: 卓创资讯, 国联民生证券研究所

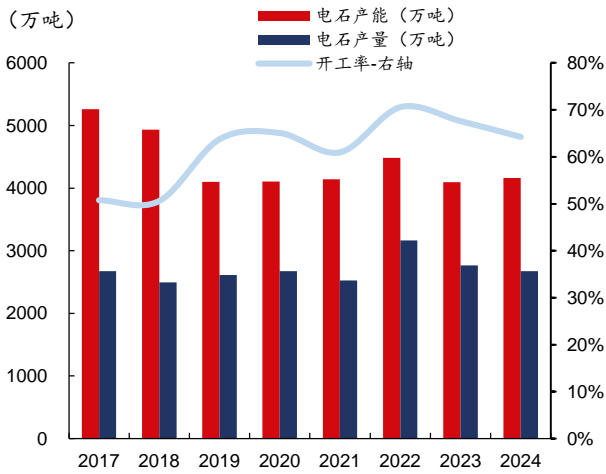
图表67: 中国出口至印度的 PVC 数量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 国联民生证券研究所

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。电石作为高耗能、高排放产品, 在环保限产政策影响下产能快速下降。2017-2024 年, 国内电石产能从 5263 万吨下降至 4162 万吨。2021 年, 我国电石能耗双控进一步趋严, 例如内蒙古自治区确定不再审批铁合金、电石、PVC、水泥熟料、石墨电极材料、兰炭等项目, 除国家布局的现代煤化工项目外, 内蒙古“十四五”原则上不再审批新的煤化工项目, 确有必要建设的, 须在区内实施产能置换和能耗减量。未来电石的产能增长将被严格控制, 2025 年 PVC 拟投产产能大多为乙烯法工艺。公司拥有 84 万吨/年 PVC 产能, 其中在内蒙古宜化、青海宜化拥有自备电石产能, 自备电石的 PVC 产能占公司总产能的 75%。自备电石企业成本与外购电石企业成本差距明显, 中长期电石的产能指标或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68：国内电石产能、产量及开工率



资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

图表69：2025年PVC新增产能大多为乙烯法

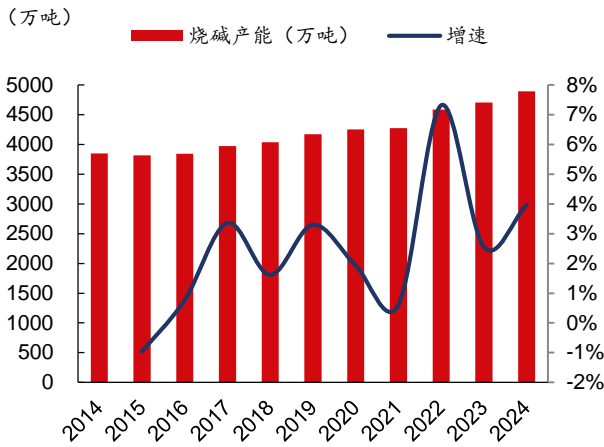
企业	生产工艺	产能 (万吨)	预计投产时间
天津渤化化工	乙烯法	40	2025-12
连云港石化	乙烯法	80	2025-12
新疆天业	乙烯法	100	2025-12
新疆金晖兆丰能源	电石法	100	2025-12
万华化学(福建)	乙烯法	60	2025-06
青岛海湾化学	乙烯法	20	2025-06
甘肃耀望化工	电石法	30	2025-06
嘉化能源	乙烯法	30	2025-04
新疆天业	乙烯法	50	2025-03
合计		510	

资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

4.2 烧碱：下游氧化铝投产或带来阶段性供需错配行情

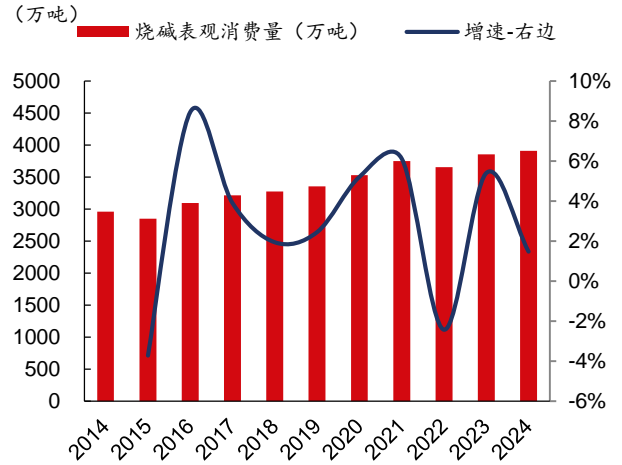
供应方面，氯碱平衡或抑制烧碱开工率，未来烧碱投产具有较大不确定性，产能增速或放缓。我国是全球最大的烧碱生产国，产能仍处于稳步扩张阶段，据卓创资讯，截至2024年底国内总产能约4890万吨。根据百川盈孚统计，2025年我国烧碱预计新增产能519万吨，主要集中在四季度投产。但烧碱作为典型的高耗能行业，在产能建设和投产过程中存在较多不确定因素，最终实际落地产能或低于预期。从现有产能和工艺的角度看，目前国内烧碱生产工艺以离子膜交换法为主，一般而言电解过程中生产1吨烧碱的同时会产生0.886吨氯气，液氯储运不便，必须在生产出之后短时间内消耗掉。液氯下游主要为PVC，与房地产行业高度相关，液氯需求端支撑不足，进而间接影响烧碱开工率。

图表70：国内烧碱产能及增速



资料来源：卓创资讯，国联民生证券研究所

图表71：国内烧碱表观消费量及增长率



资料来源：卓创资讯，国联民生证券研究所

图表72：2025年烧碱拟投产产能

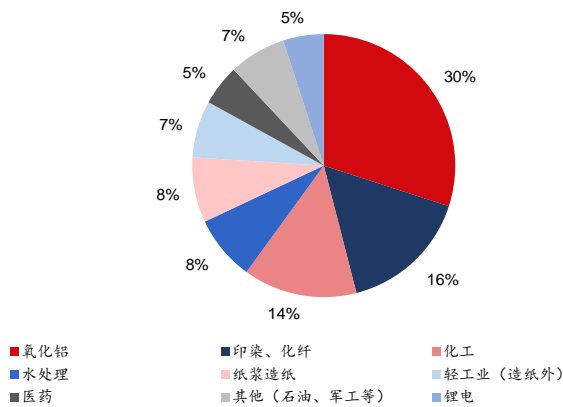
企业	项目	产能 (万吨)	工艺	预计投产时间
浙江嘉化集团股份有限公司	新增产能 11.5 万吨/年	11.5	离子膜	2025-04
河北吉诚新材料有限公司	新增离子膜烧碱 15 万吨/年	15	离子膜	2025-06
河北临港化工有限公司	新增 15 万吨烧碱产能	15	离子膜	2025-06
湖北葛化华祥化学有限公司	湖北葛化华祥化学有限公司扩产项目	20	离子膜	2025-06
贵州瓮福江山化工有限责任公司	新增 30 万吨氯碱装置	30	离子膜	2025-06
青岛海湾化学股份有限公司		30	离子膜	2025-06
2025H1 合计		121.5		
四川鑫盛源化工有限责任公司	新建 5 万吨/年离子膜烧碱项目	5	离子膜	2025-08
贵州金泊化学有限公司	新增 10 万吨氯碱装置	10	离子膜	2025-10
唐山三友精细化工有限公司	预计新增离子膜烧碱产能 9.8 万吨/年	30	离子膜	2025-12
河南金海新材料股份有限公司	新增氯碱装置共 60 万吨	60	离子膜	2025-12
浙江镇洋发展股份有限公司	含 10 万吨再生盐制烧碱项目	20	离子膜	2025-12
万华化学(宁波)氯碱有限公司		14	离子膜	2025-12
陕西北元化工集团股份有限公司		40	离子膜	2025-12
河南永银化工实业有限公司	新增烧碱产能 10 万吨	10	离子膜	2025-12
甘肃耀塑化工有限公司	新增 30 万吨氯碱装置	30	离子膜	2025-12
湖北润化新材料科技有限公司	新增 60 万吨氯碱装置	60	离子膜	2025-12
天津渤化化工发展有限公司	计划新增 30 万吨氯碱装置	30	离子膜	2025-12
湖北可赛化工有限公司	湖北可赛化工有限公司扩产项目	10	离子膜	2025-12
江西九二盐业有限责任公司	江西九二盐业有限责任公司 6 万吨/年氯碱项目	6	离子膜	2025-12
安徽华塑股份有限公司	新增 10 万吨/年片碱装置	10	熔盐法	2025-12
陕西北元化工集团股份有限公司	新增 40 万吨/年片碱装置	40	熔盐法	2025-12
包头海平面高分子工业有限公司	新增 15 万吨/年片碱装置	15	熔盐法	2025-12
宁夏华御化工有限公司	新增 7.5 万吨/年片碱装置	7.5	熔盐法	2025-12
2025H2 合计		397.5		
2025 年合计		519		

资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

2025 年氧化铝计划新增产能投产较多，或将拉动烧碱需求，烧碱有望迎阶段性供需错配行情。氧化铝是烧碱下游最大的应用场景，约占其总需求的 30%，印染、化纤、化工、水处理次之。2025 年是全球氧化铝的投产大年，其中国内氧化铝规划新

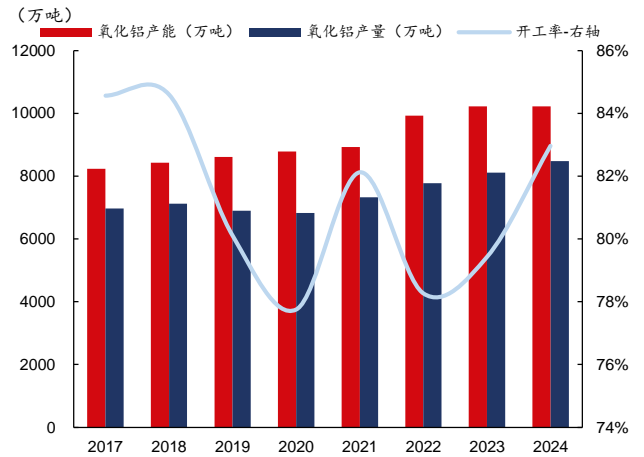
增产能 1030 万吨，主要集中在上半年，2025Q1-Q4 预计分别有 200、480、100、250 万吨投产，有望在装置投产前的备碱和投产后的耗碱两阶段大幅提振烧碱需求。按照生产 1 吨氧化铝消耗 0.15 吨烧碱测算，预计上半年国内氧化铝新增投产将带动 102 万吨烧碱需求增量。考虑到同期烧碱新增装置有限，我们看好供需错配下的烧碱的阶段性行情。

图表73：2024年烧碱下游消费分布



资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

图表74：国内氧化铝产能、产量及开工率



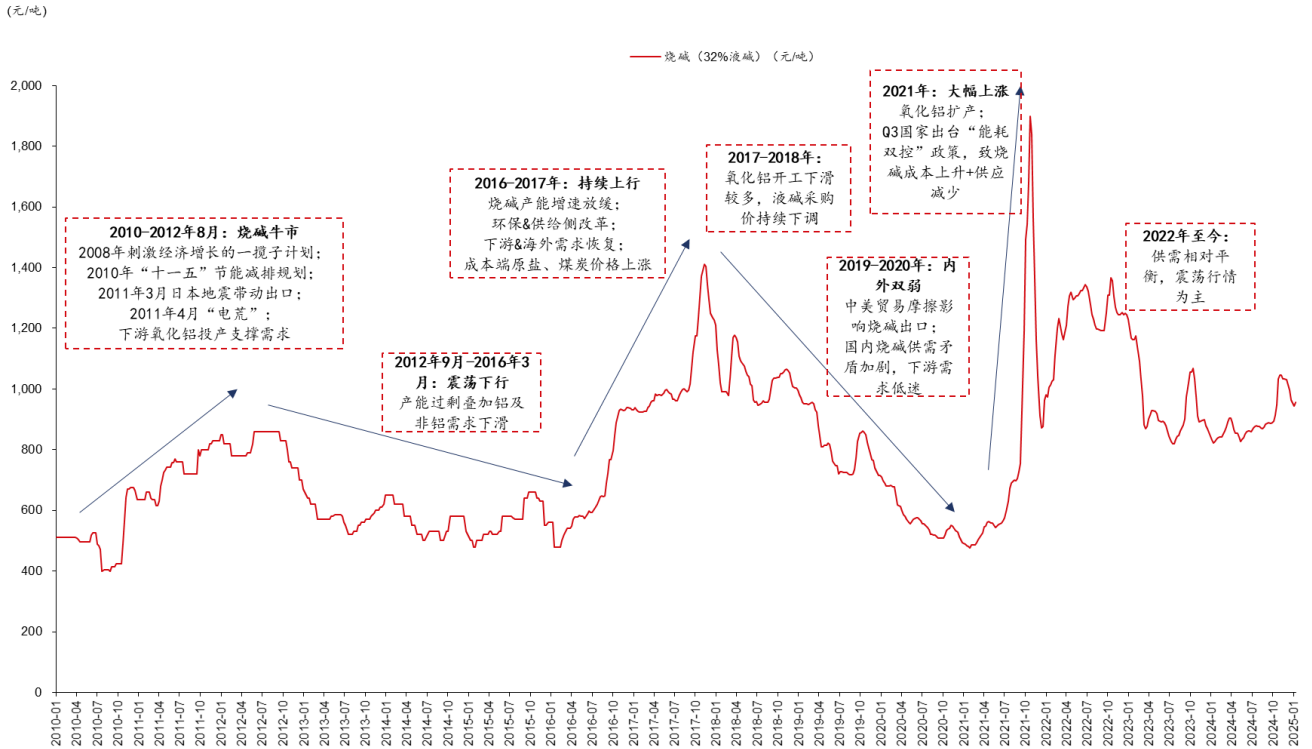
资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

图表75：2025年氧化铝拟投产产能

企业	省份	产能 (万吨)	预计投产时间
山东创源新材料科技有限公司	山东省	100	2025-02
广西华昇新材料有限公司	广西壮族自治区	100	2025-03
河北文丰新材料有限公司	河北省	480	2025-06
2025H1 合计投产		680	
广西广投临港工业有限公司	广西壮族自治区	100	2025-09
山东鲁北海生生物有限公司	山东省	50	2025-12
北海东方希望材料科技有限公司	广西壮族自治区	200	2025-12
2025H2 合计投产		350	
2025年合计投产		1030	

资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

图表 76：烧碱价格复盘



资料来源：百川盈孚，国联民生证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

核心假设：

公司核心产品为磷酸二铵、尿素、PVC、烧碱，未来合并范围内将新增新能源产品业务和新疆宜化业务。

1) **磷酸二铵**：公司现有磷酸二铵产能 126 万吨/年，假设 2024-2026 年磷酸二铵销量为 124/125/125 万吨，均价为 3900/3950/3950 元/吨。随着年产 55 万吨氨醇搬迁技改项目落地，生产成本将进一步降低，毛利率有望提升，2024-2026 年毛利率分别为 24%/24%/25%。

2) **尿素**：公司现有尿素产能 156 万吨/年，假设 2024-2026 年尿素销量为

150/152/152 万吨，均价为 2100/2100/2100 元/吨，毛利率分别为 22%/22%/22.5%。

3) PVC: 公司现有 PVC 产能 84 万吨/年，受下游地产行业低迷及市场竞争加剧影响，预计公司将逐渐关停部分 PVC 产能。假设 2024-2026 年公司 PVC 销量为 83/60/55 万吨，均价为 5300/5300/5300 元/吨，毛利率为-5.0%/-4.0%/-3.0%。

4) 烧碱: 公司现有烧碱产能 69 万吨/年，假设 2024-2026 年公司烧碱销量为 93/94/94 万吨（包含液碱和片碱），均价分别为 2000/2100/2100 元/吨，毛利率为 45.0%/44.5%/44.5%。

5) 精细化工产品: 公司精细化工产品主要包括季戊四醇、保险粉、三聚氰胺、三羟甲基丙烷等。假设 2024-2026 年精细化工产品销量为 32/33/34 万吨，产品均价分别为 5100/5151/5151 元/吨，毛利率为 6.5%/7.5%/8.5%。

6) 新能源产品: 公司新能源产品主要包括 30 万吨/年磷酸铁和 20 万吨/年硫酸镍，有望于 2025 年贡献销量。假设 2025-2026 年磷酸铁销量为 5/10 万吨，均价为 10000/10000 元/吨，毛利率为 5%/10%；硫酸镍销量为 3/8 万吨，均价为 25000/25000 元/吨，毛利率为 10%/15%。

7) 其他业务: 假设 2024-2026 年其他业务收入维稳，毛利率稳定在 10%。

8) 期间费用率: 假设 2024-2026 年销售费用率为 0.65%/0.63%/0.60%，管理费用率为 2.70%/2.50%/2.50%，研发费用率为 4.20%/4.20%/4.20%。

由于收购宜昌新发投项目能否获得批准及批准时间尚存不确定性，出于谨慎考虑，我们仍以当前新疆宜化股权比例计算投资收益。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 173/176/192 亿元，同比增速分别为+1%/+2%/+9%；归母净利润分别为 9.2/11.5/13.8 亿元，同比增速分别为+103%/+25%/+20%；EPS 分别为 0.85/1.06/1.28 元/股，3 年 CAGR 为 45%。

图表77：公司营收测算汇总（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	20713	17042	17255	17623	19177
同比增长率	11.7%	-17.7%	1.2%	2.1%	8.8%
毛利润	3954	2157	2714	3004	3433
毛利率	19.1%	12.7%	15.7%	17.0%	17.9%
磷酸二铵					
营业收入	5591	4566	4836	4938	4938
毛利润	1098	627	1161	1185	1234
毛利率	19.6%	13.7%	24.0%	24.0%	25.0%
尿素					
营业收入	3522	3191	3150	3192	3192
毛利润	1260	887	693	702	718
毛利率	35.8%	27.8%	22.0%	22.0%	22.5%
PVC					
营业收入	5548	4518	4399	3180	2915
毛利润	82	-395	-220	-127	-87
毛利率	1.5%	-8.7%	-5.0%	-4.0%	-3.0%
烧碱					
营业收入	2004	1708	1858	1971	1974
毛利润	915	760	836	877	878
毛利率	45.7%	44.5%	45.0%	44.5%	44.5%
精细化工产品					
营业收入	1916	1694	1632	1700	1751
毛利润	379	64	106	127	149
毛利率	19.8%	3.8%	6.5%	7.5%	8.5%
新能源产品					
营业收入				1250	3000
毛利润				100	400
毛利率				8.0%	13.3%
其他业务					
营业收入	2131	1366	1379	1393	1407
毛利润	220	215	138	139	141
毛利率	10.3%	15.7%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：Wind，国联民生证券研究所

5.2 估值与投资建议

公司以磷肥、尿素、氯碱为主营业务，新增煤炭业务，同时向下游延伸布局新能源材料及精细化工产品，基于此，我们选取云天化、兴发集团、华鲁恒升、广汇能源、新洋丰作为可比公司。云天化是国内磷化工龙头企业，业务结构与公司类似；兴发集团是国内精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一，主要产品包括工业级磷酸一铵、磷酸氢钙、复合肥等；华鲁恒升是煤化工领域优质白马，亦是国内尿素代表企业；广汇能源是中国最大的民营能源企业之一，主要从事煤炭、LNG、甲醇等能源产品的生产和销售；新洋丰是磷复肥行业的龙头企业。2025年可比公司PE平均值为7.7X。

鉴于公司资源优势较强，主营业务具有较强成本优势，且持续优化资产结构提升盈利能力，并参考可比公司估值，我们给予公司2025年13倍PE，对应目标价13.8元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表78：可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
云天化	396.95	21.64	2.60	2.91	3.03	3.12	8.31	7.44	7.15	6.94
兴发集团	239.30	21.69	1.26	1.62	2.02	2.33	17.24	13.38	10.75	9.32
华鲁恒升	449.71	21.18	2.03	1.95	2.36	2.74	10.41	10.86	8.96	7.74
广汇能源	399.85	6.09	0.93	0.63	0.87	1.03	6.58	9.63	6.97	5.91
新洋丰	152.07	12.12	0.98	1.09	1.26	1.50	6.19	5.57	4.85	4.06
平均值							9.75	9.38	7.73	6.80
湖北宜化	128.65	11.88	0.42	0.85	1.06	1.28	28.39	14.00	11.19	9.29

资料来源：Wind，国联民生证券研究所

注：可比公司EPS均采用Wind一致预期；股价为2025年2月18日收盘价

6. 风险提示

1) 主要原材料价格波动风险

公司产品的原材料主要是磷矿石、硫磺、煤炭等大宗商品，易受国际、国内市场价格影响。如果未来主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

2) 下游需求不及预期风险

公司主要产品尿素和磷酸二铵的下游应用主要是农业领域，烧碱和聚氯乙烯的下游应用涉及制铝、板材型材等行业，其最终应用于建筑业、交通业、造纸业、印染业等

诸多国民生产领域，具有一定的周期性。若下游需求不及预期，可能对公司业绩产生不利影响。

3) 安全生产风险

公司涉及化工和化肥生产，生产过程涉及具有危险性的介质，如部分装置存在高温高压反应，可能因设备故障、生产人员操作失误甚至自然灾害等原因发生安全生产事故。如果发生安全生产事故，标的公司可能受到停产整顿、吊销安全生产许可证等处罚，进而对公司经营业绩产生不利影响。

新疆宜化涉及露天煤炭开采，受地质自然因素影响较大，存在着水、火、煤尘、坍塌、碰撞等多种安全生产隐患，可能造成人员伤亡等严重后果，一旦发生重大安全事故，将对公司造成暂停生产、声誉受损、诉讼赔偿支出和行政处罚等损失，给公司业务经营造成负面影响并带来经济损失。

4) 环保风险

随着居民和社会环境保护意识的不断增强，绿色低碳、节能减排力度日益加强，国家及地方政府可能在将来颁布新的法律法规，提高环保标准。如果标的公司的生产工艺达不到环保要求或者生产管理不善导致排放物超标，可能主动或被动地停产、限产以进行环保整改，进而对公司经营业绩产生不利影响。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将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。

法律主体声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作，国联民生证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联民生证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联民生证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联民生证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联民生证券”）。未经国联民生证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联民生证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联民生证券不因收件人收到本报告而视其为国联民生证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联民生证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联民生证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联民生证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，国联民生证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联民生证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联民生证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼