

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

| | |
|-------|---------|
| 收盘点位 | 1508.79 |
| 52周最高 | 1712.48 |
| 52周最低 | 1113.62 |

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：鲍学博
SAC 登记编号：S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
分析师：王煜童
SAC 登记编号：S1340523070004
Email: wangyutong@cnpsec.com

近期研究报告

《中邮军工周报5月第4周：美国防预算将达1万亿美元，创历史新高》 - 2025.05.26

行业点评：硝化棉需求旺盛，出口量价齐升

● 事件

2025年1-4月，我国硝化棉出口数量为760万吨，同比增长39%；出口金额为2.50亿元，同比增长86%；平均单价为3.28万/吨，同比增长34%。

● 点评

1、全球弹药需求增长，带动硝化棉需求旺盛。硝化棉可分为含能硝化棉和工业硝化棉两大类，含能硝化棉含氮量较高，使用时利用其能量成分制备炸药、军民用发射药等，是人类在中国人发明黑火药之后学会制备的第二种炸药；工业硝化棉含氮量较低，低于12.5%，常用于民用的涂料、油墨、赛璐珞等。由于全球不稳定因素持续存在以及国际军事冲突等原因，近年来含能硝化棉需求不断增长。德国军工巨头莱茵金属在2025年4月7日披露新闻，拟收购Hagedorn-NC公司，该公司为民用领域生产工业硝化棉逾百年，在此次收购过程中，其生产的相关部分将转为军事用途，尤其是为155毫米火炮弹药提供推进剂，Hagedorn-NC公司在民用领域的现有客户暂时将继续获得供应，未来几个月，公司计划将生产转为军用级硝化棉，通过此次收购，莱茵金属供应链中的战略短缺问题得以解决。北化股份2025年关联交易预计公告中披露，2025年预计向关联人销售产品8.93亿元，同比增长33%，其中向泸州北方、西安惠安、山西兴安、辽宁庆阳等销售含能硝化棉及其他产品均有不同程度增长。

2、硝化棉供给下降。从全球范围来看，硝化棉总产能从2023年的26.1万吨降至2024年的19.8万吨，产能减少24%。国内硝化棉总产能也出现了大幅下降，2024年5月9日，湖北雪飞化工有限公司硝化棉生产煮洗工段3名工人在煮洗作业过程中，一煮洗锅发生爆炸，造成3人死亡，另外，北化股份主动关停西安硝化棉生产线，硝化棉产能从5.5万吨/年下降至3万吨/年，西安硝化棉生产线生产设备设施陈旧，自动化、连续化水平低，提升本质安全和数智化改造投入费用较大，近年来处于微利或亏损状态，关停整体上将有助于提高公司运行效率，提升公司盈利能力。

3、在硝化棉需求旺盛、供给缩减的情况下，硝化棉企业盈利能力得到大幅提升。从中国海关数据来看，2024年中国硝化棉出口4.12亿，单价2.65万/吨，出口单价同比增长12%。北化股份国外市场收入2.62亿，毛利率达到40%，较上年增长19个百分点。2025年1-4月，我国硝化棉出口数量为760万吨，同比增长39%；出口金额为2.50亿元，同比增长86%；平均单价为3.28万/吨，同比增长34%，

呈现量价齐升态势。我们认为，在莱茵金属收购 Hagedorn-NC 公司并将其转产军品后，全球民用硝化棉供不应求或将加剧，我国民品硝化棉出口有望进一步转好，另外，在全球安全形势恶化的大背景下，含能硝化棉出口也蕴含着较好的市场机遇。

4、硝化棉产业链核心标的是北化股份。北化股份持续保持了产销规模全球领先的行业领先地位，是世界硝化棉制造商协会三家执委之一，2023 年硝化棉系列产品在国内市场占有率 50%以上，国际市场占有率 15%左右，未来将打造产品型谱最全、产销规模最大、工艺技术最好、生产成本最优、产业链最完整的军民协同型纤维素产业和中国纤维素产业创新发展高地。2025 年，公司将重点抓好装备保障，优化产品结构，提升产品获利水平。

● 风险提示

全球贸易摩擦加剧、在下游应用领域出现硝化棉的替代品、危化品的安全生产问题等。

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048