

信义山证汇通天下

证券研究报告

氮肥

湖北宜化（000422.SZ）

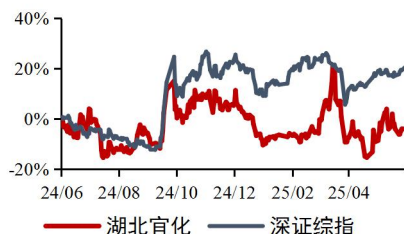
增持-B(维持)

多元化大型化工企业，疆煤优质资产并表打开成长空间

2025 年 6 月 9 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 6 月 9 日

收盘价（元）：	12.36
总股本（亿股）：	10.83
流通股本（亿股）：	10.58
流通市值（亿元）：	130.75

基础数据：2025 年 3 月 31 日

每股净资产（元）：	8.10
每股资本公积（元）：	3.86
每股未分配利润（元）：	1.56

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

研究助理：

王金源

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

投资要点：

➤ 多元化大型化工企业，具备上游资源和生产基地布局优势。公司业务涵盖煤化工、氯碱化工、磷氟化工、精细化工等多个领域。2024 年，公司化学肥料、聚氯乙烯、氯碱产品、其他精细化工产品收入分别 76.5、41.3、15.3、18.1 亿元，占比分别为 45.1%、24.4%、9.0%、10.7%。截至 2024 年底，公司化肥产能全国排名第三，聚氯乙烯产能全国排名第五，季戊四醇产能排名全球第二、亚洲第一。公司具备上游资源和生产基地布局优势，在磷资源丰富的宜昌及周边松滋设立磷酸二铵生产基地，在内蒙古、新疆、青海等资源富集的西部地区布局生产基地，有效降低生产成本，提高产品市场竞争力，增强公司的持续盈利能力和可持续发展能力。

➤ 化肥基本盘稳固，静待氮肥和 PVC 景气修复。（1）化肥业务：氮肥方面，公司依托新疆煤炭资源优势，成本优势突出，具备较强的竞争力，且氮肥市场经过长期调整，已处于景气底部，未来可期。磷肥方面，公司通过布局磷矿、磷铵一体化增强磷肥竞争优势。（2）氯碱业务：截至目前，公司具备 PVC 产能 72 万吨/年，上游配 105 万吨/年电石，具备一体化成本优势，烧碱产能 69 万吨/年，预计 2025 年烧碱价格偏强，维持“以碱补氯”格局。未来，公司受益于一体化布局优势将具备较强竞争力。

➤ 疆煤资产并表，打开成长空间。2024 年 12 月，公司发布公告拟以现金 32.08 亿元从宜化集团收购宜昌新发投 100%股权，2025 年 6 月完成过户，公司持有新疆宜化股权比例由 35.597%上升至 75%，对应宜化矿业股权上升至 40.44%。产能方面，上市公司新增尿素 60 万吨/年、PVC30 万吨/年、烧碱 25 万吨/年、煤炭 3000 万吨/年，进一步扩大规模优势。且向上游布局煤炭资源，宜化矿业煤炭保有资源量为 21.08 亿吨，可采储量为 13.20 亿吨。宜化集团承诺宜化矿业煤矿业务归母净利润 25-27 三年累计不低于 30.12 亿元，成长空间进一步打开。

➤ 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.4/ 11.8/ 12.4 亿元，对应 PE 分别为 14.3/ 11.3/ 10.8 倍。看好公司“化肥+煤炭+煤化工”的产业链布局，疆煤资产并表后，煤炭资源优势有望打开成长空间，维持“增持-B”评级。

➤ 风险提示：下游需求不及预期风险、煤炭价格波动风险、主要原材料价格波动风险、安全与环保风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,042	16,964	18,384	20,447	20,648



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

	YoY(%)	-17.7	-0.5	8.4	11.2	1.0
净利润(百万元)		453	653	939	1,183	1,240
	YoY(%)	-79.1	44.0	43.9	26.0	4.8
毛利率(%)		12.7	13.7	14.7	15.7	16.0
EPS(摊薄/元)		0.42	0.60	0.87	1.09	1.15
ROE(%)		9.3	10.2	13.4	14.8	14.1
P/E(倍)		29.5	20.5	14.3	11.3	10.8
P/B(倍)		2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
净利率(%)		2.7	3.8	5.1	5.8	6.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 多元化大型化工企业，疆煤优质资产并表打开成长空间.....	6
1.1 氮肥起家，逐步扩展成多元化发展的大型企业.....	6
1.2 2024 年盈利有所改善，化肥和氯碱产品贡献主要利润.....	7
1.3 疆煤优质资产并表，打开成长空间.....	9
2. 化肥：尿素景气底部静待复苏，磷肥供需格局改善价格高位震荡.....	13
2.1 尿素：价格底部区间震荡，静待价格修复.....	13
2.2 磷肥：供需格局有所改善，价格高位震荡.....	16
3. 氯碱：PVC 具备一体化成本优势，烧碱价格预计维持偏强格局.....	19
4. 布局新材料新能源，打造多元产业园.....	23
5. 盈利预测与投资建议.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 投资建议.....	26
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	6
图 2： 公司主要业务板块.....	7
图 3： 2018 年以来公司营业收入及增速.....	7
图 4： 2018 年以来公司归母净利润及增速.....	7
图 5： 2018 年以来公司销售毛利率和净利率.....	8
图 6： 2018 年以来公司费用率走势.....	8
图 7： 公司分产品营收结构.....	8

图 8: 公司分产品毛利润结构.....	8
图 9: 新疆宜化整体产业及工艺布局.....	10
图 10: 宜化矿业煤炭产品单位成本和售价 (元/吨)	11
图 11: 宜化矿业煤炭业务毛利率高于同行业公司.....	11
图 12: 2022 年以来新疆宜化主要产品产量.....	11
图 13: 2022 年以来新疆宜化主要产品产能利用率.....	11
图 14: 2022 年以来新疆宜化营业收入及净利润.....	12
图 15: 2022 年以来新疆宜化毛利率.....	12
图 16: 氮肥的产业链示意图.....	13
图 17: 2020 年以来尿素产能产量整体呈现上升态势.....	13
图 18: 2020 年以来尿素消费量整体呈现上升态势.....	13
图 19: 尿素价格走势(单位: 元/吨).....	14
图 20: 尿素利润走势(单位: 元/吨).....	14
图 21: 尿素行业库存高位去库(单位: 吨).....	14
图 22: 磷肥的产业链示意图.....	16
图 23: 2020 年以来磷肥产能有所下降.....	17
图 24: 2020 年以来磷肥产量先降后增.....	17
图 25: 2020 年以来磷肥表观消费量先降后增.....	17
图 26: 磷肥价格高位震荡(单位: 元/吨).....	18
图 27: 磷肥毛利润下降 (单位: 元/吨).....	18
图 28: 2020-2028E 磷矿石产能变化情况.....	19
图 29: 氯碱产业链示意图.....	20
图 30: 2020 年以来 PVC 表观消费量.....	20

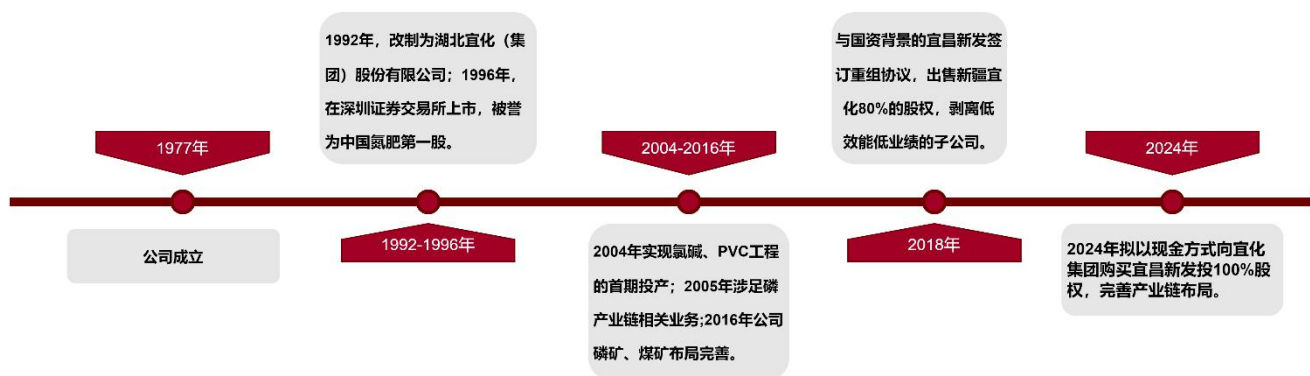
图 31: PVC 下游应用领域.....	20
图 32: 2021 年以来 PVC 年均价格持续下降.....	21
图 33: 2022 年以来 PVC 毛利润持续走弱.....	21
图 34: 2020 年以来 PVC 产能逐年增长.....	21
图 35: 2022 年以来 PVC 行业库存持续走高.....	21
图 36: 烧碱表观消费量整体呈现增长趋势.....	22
图 37: 烧碱下游应用领域.....	22
图 38: 2020 年以来片碱均价.....	22
图 39: 2020 年以来片碱毛利润走势.....	22
图 40: 2020 年以来国内季戊四醇产量和消费量.....	24
图 41: 2024 年国内季戊四醇企业产能分布.....	24
图 42: 季戊四醇价格走势.....	25
表 1: 新疆宜化矿产资源情况.....	9
表 2: 尿素供需平衡表测算.....	15
表 3: 不同工艺制备尿素成本估测.....	15
表 4: 湖北宜化分业务盈利预测（单位：百万元）.....	26
表 5: 可比公司估值.....	26

1. 多元化大型化工企业，疆煤优质资产并表打开成长空间

1.1 氮肥起家，逐步扩展成多元化发展的大型企业

湖北宜化从氮肥起步，逐步发展成多元化的大型企业。公司前身为宜昌地区化工厂，成立于 1977 年。发展初期专注氮肥行业，1996 年于深交所上市，成为中国氮肥第一股。2004 年，公司烧碱、PVC 工程首期投产，开始向氯碱化工领域拓展。2005 年，涉足磷产业链相关业务，设立宜化大江复合肥有限公司。2016 年，公司磷矿、煤矿布局完善。2018 年进行重组，剥离低效能子公司。2024 年，合作建设多氟多宜化华中夏硅产业项目；为促进磷氟资源梯级利用，公司投资 10 亿元建设湿法磷酸配套 2*3 万吨/年无水氟化氢项目，推进磷氟化工产业向新能源、新材料延链补链；同年 12 月拟收购新疆宜化化工股权。

图 1：公司发展历程



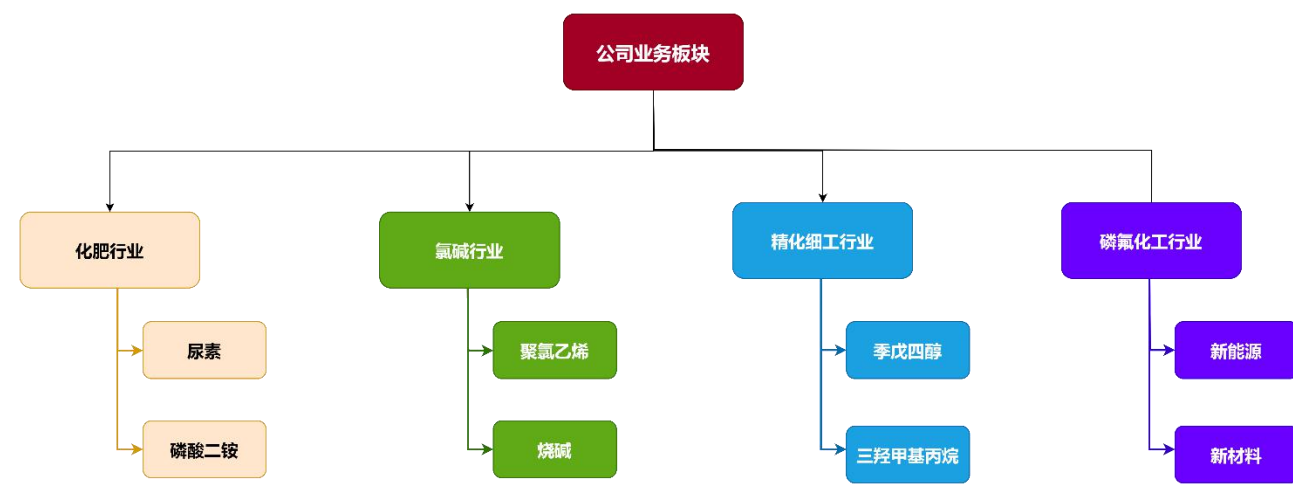
资料来源：公司官网，《2004 半年度报告》，《关于重大资产重组进展的公告》，《湖北宜化组建大江复合肥公司》，山西证券研究所整理

公司所处行业涵盖煤化工、氯碱化工、磷氟化工、精细化工领域，近年来，公司发挥产业一体化优势，推进磷氟化工产业向新能源、新材料延链补链。

公司尿素、磷酸二铵和 PVC 产能位于行业前列，具有一定的规模优势。截至 2024 年年报披露日，公司具备 156 万吨/年尿素（配 90 万吨/年合成氨）、126 万吨/年磷酸二铵、72 万吨/年聚氯乙烯（配 105 万吨/年电石）、烧碱 69 万吨/年、季戊四醇 6 万吨/年的生产能力。新疆资产方面，新疆宜化主要从事 PVC、烧碱、尿素等化工化肥业务，尿素、PVC、烧碱产能分别

为 60、30、25 万吨/年，其重要控股子公司宜化矿业主要从事煤炭业务，煤炭产能 3000 万吨/年。若收购事宜完成，公司尿素、PVC、烧碱权益产能分别为 201、94.5、87.75 万吨/年。

图 2：公司主要业务板块



资料来源：《2024 年年报》，山西证券研究所整理

1.2 2024 年盈利有所改善，化肥和氯碱产品贡献主要利润

2018-2024 年公司业绩在波动中向好发展：2018-2024 年，公司营收从 128.1 亿增长至 169.6 亿元，CAGR 4.8%，同期归母净利润从 2.6 亿元增至 6.5 亿元，CAGR 16.5%。2024 年，公司实现总营业收入 169.64 亿元，同比减少 0.48%；实现归母净利润 6.53 亿元，同比增长 44.32%，主要受益于成本控制和产品结构调整。

图 3：2018 年以来公司营业收入及增速

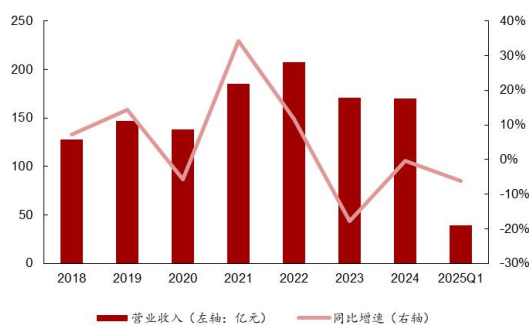
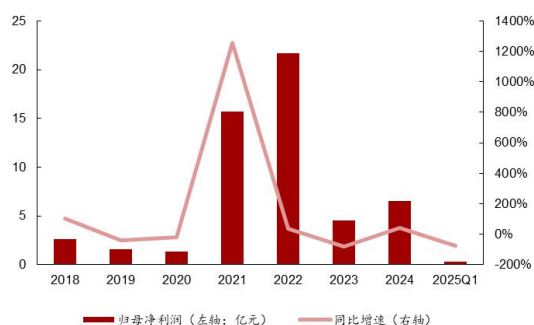


图 4：2018 年以来公司归母净利润及增速

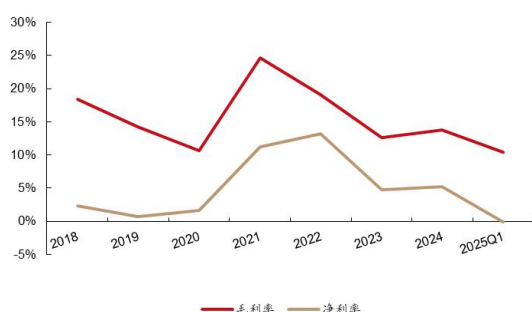


资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

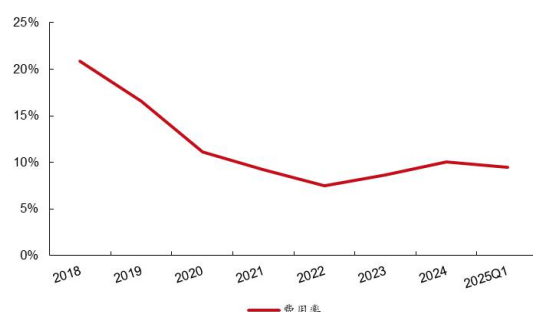
2024 年公司盈利水平有所改善。2024 年，公司毛利率和净利率分别为 13.7%/5.3%，同比分别提升 1.1/0.5 pct，主要受益于公司产品结构调整，在多元化布局方面取得了初步成效，以及成本控制良好。公司的费用率在 2018-2022 年经历了显著的下降，反映了公司在不同阶段采取的成本控制和经营策略的变化。2024 年，主要系研发投入、薪酬福利和股权激励费用增加，导致费用率出现上升。

图 5：2018 年以来公司销售毛利率和净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：2018 年以来公司费用率走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

主营业务和毛利构成：化学肥料和氯碱产品贡献主要业绩。2024 年，公司化学肥料、聚氯乙烯、氯碱产品、其他精细化工产品收入分别 76.5、41.3、15.3、18.1 亿元，占比分别为 45.1%、24.4%、9.0%、10.7%；实现毛利分别为 15.3、-3.6、6.2、2.7 亿元，化学肥料和氯碱产品贡献主要利润。

图 7：公司分产品营收结构

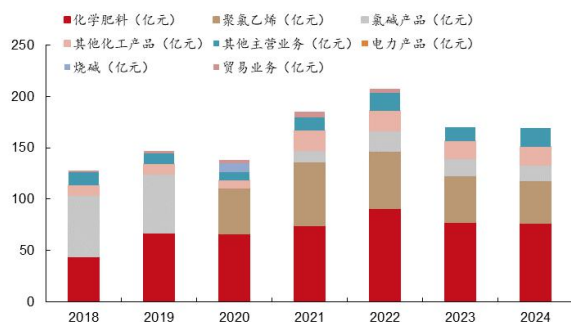
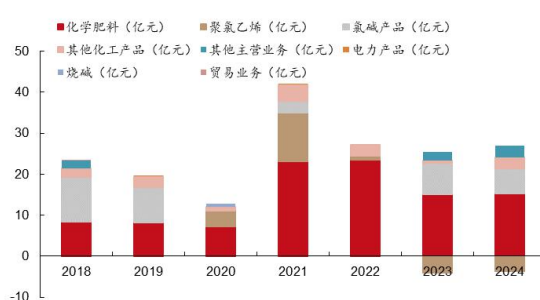


图 8：公司分产品毛利润结构



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3 疆煤优质资产并表，打开成长空间

湖北宜化战略增持新疆宜化，释放协同优势。新疆宜化成立于 2010 年，是湖北宜化在全国布局中的重要组成部分。为解决湖北宜化与宜化集团的同业竞争问题，提升公司资产质量和盈利能力，2024 年 12 月，公司发布《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》的公告，拟以现金 32.08 亿元从宜化集团收购宜昌新发投 100%股权，2025 年 6 月完成过户交易，公司持有新疆宜化股权比例由 35.597%上升至 75%，对应宜化矿业股权上升至 40.44%，成长空间进一步打开。

新疆宜化持有煤炭、石灰石矿、盐矿资源，增持后公司上游资源优势进一步加强。新疆宜化旗下矿产包括煤矿、石灰石矿、盐矿，能够充分保证新疆宜化长期发展的资源需求，实现主要原燃料自供，降低产品成本，保障生产效率。其中，煤矿保有资源量为 21.08 亿吨，可采储量为 13.20 亿吨，核定产能为 3000 万吨/年；盐矿保有资源量为 2488 万吨，核定产能为 100 万吨/年；石灰岩矿保有资源量为 7002 万吨，核定产能为 370 万吨/年。

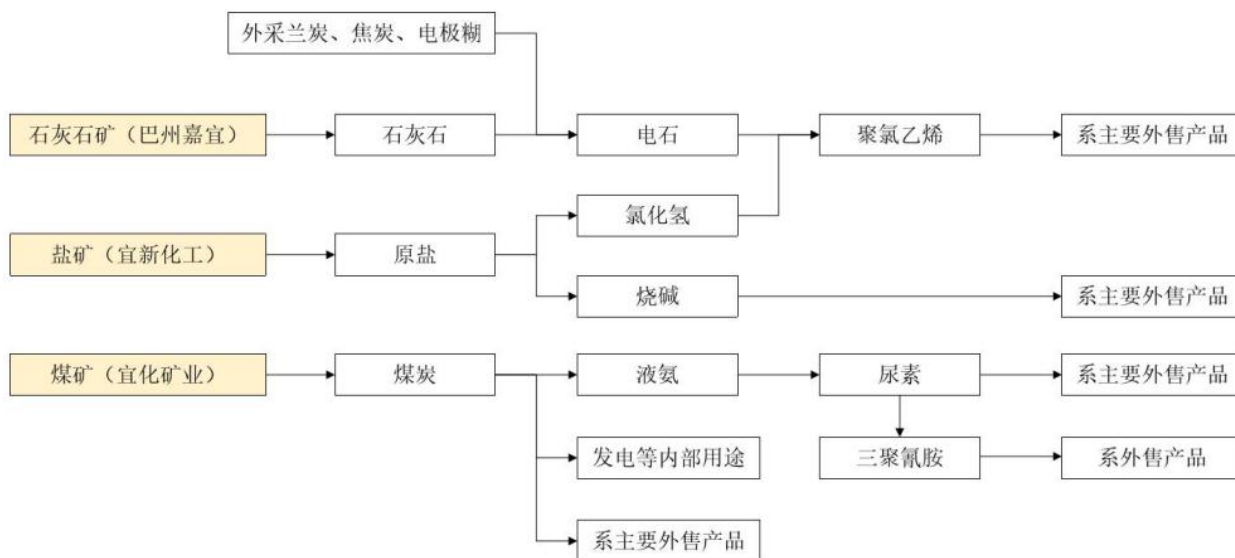
表 1：新疆宜化矿产资源情况

采矿权人	矿山名称	开采种类	保有资源量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)
宜化矿业	新疆宜化矿业有限公司新疆准东五彩湾矿区一号露天煤矿	煤	210800	3000
宜新化工	新疆宜新化工有限公司和布克赛尔蒙古自治县玛纳斯盐湖中段石盐矿	矿盐	2488	100
巴州嘉宜	巴州嘉宜矿业有限公司新疆和硕县哈蒲却克东石灰岩矿	水泥用石灰岩	7002	370

资料来源：《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，山西证券研究所

新疆宜化生产所需核心原材料煤炭、原盐、石灰石均为自有矿山生产。新疆宜化尿素生产以煤为核心原材料，属于“煤头尿素工艺”。烧碱工艺以原盐为原料，副产品氯化氢气体供 PVC 生产工艺使用。PVC 生产工艺主要是以电石为原料。

图 9：新疆宜化整体产业及工艺布局



资料来源：《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，山西证券研究所

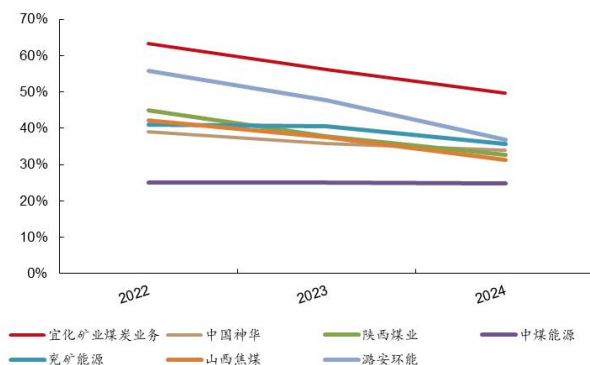
新疆煤炭成本竞争力突出，毛利率较高。煤矿方面，新疆宜化控股子公司宜化矿业新疆准东五彩湾矿区一号露天煤矿具有煤炭埋藏浅、地质构造稳定、资源禀赋好、易于开采等特点，平均厚度 68 米，矿产煤炭可作为优质的动力、化工用煤，具备开采成本优势、产品质量优势、区位及政策优势。据《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》公告披露，公司保有资源量为 21.08 亿吨，可采储量为 13.20 亿吨，当前核定产能为 3000 万吨/年。据《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》及《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》公告披露，2022-2024 年，宜化矿业煤炭产品单位成本分别为 60.78、69.98、73.18 元/吨，煤炭销售价格分别为 166.18、159.95、145.30 元/吨。盈利水平来看，2022-2024 年公司煤炭业务毛利率分别为 63.42%、56.05%、49.63%，高于同行业煤炭上市公司盈利水平。

图 10：宜化矿业煤炭产品单位成本和售价（元/吨）



资料来源：《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》，山西证券研究所

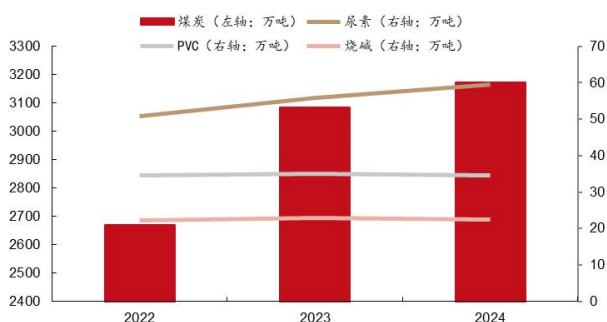
图 11：宜化矿业煤炭业务毛利率高于同行业公司



资料来源：《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》，wind，山西证券研究所

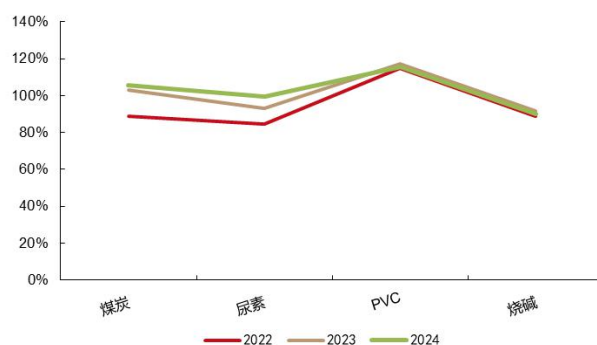
新疆宜化主要产品产能利用率维持高位。公司主要产品为煤炭、尿素、PVC、烧碱，2024 年产能分别为 3000、60、30、25 万吨/年，产量分别为 3171.7、59.6、34.6、22.5 万吨，产能利用率分别为 105.7%、99.3%、115.4%、89.9%。

图 12：2022 年以来新疆宜化主要产品产量



资料来源：《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》，山西证券研究所

图 13：2022 年以来新疆宜化主要产品产能利用率



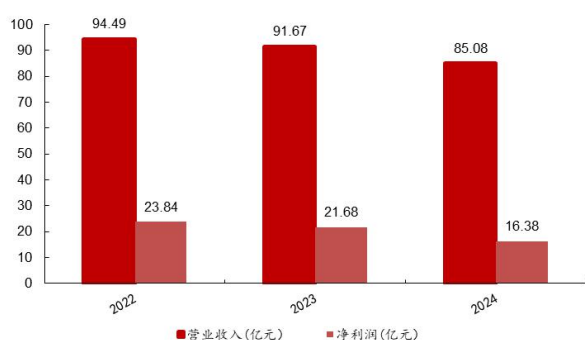
资料来源：《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》，山西证券研究所

订稿)》，山西证券研究所

订稿)》，山西证券研究所

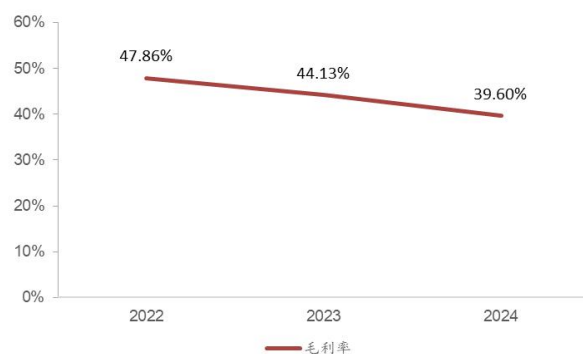
受行业景气度影响，新疆宜化业绩下降。公司主要产品煤炭、尿素、PVC 价格下跌，近三年业绩出现下滑，其中，2023 年实现营业收入 91.67 亿元，同比下降 3.0%；净利润 21.68 亿元，同比下降 9.1%。2024 年营业收入为 85.08 亿元，净利润为 16.38 亿元。盈利水平也呈现下降趋势，2022-2024 年，毛利率分别为 47.86%、44.13%、39.60%。主要系公司主要产品煤炭、尿素、PVC 行业景气度较差，价格处于低位。

图 14：2022 年以来新疆宜化营业收入及净利润



资料来源：《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》，山西证券研究所

图 15：2022 年以来新疆宜化毛利率



资料来源：《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》，《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》，山西证券研究所

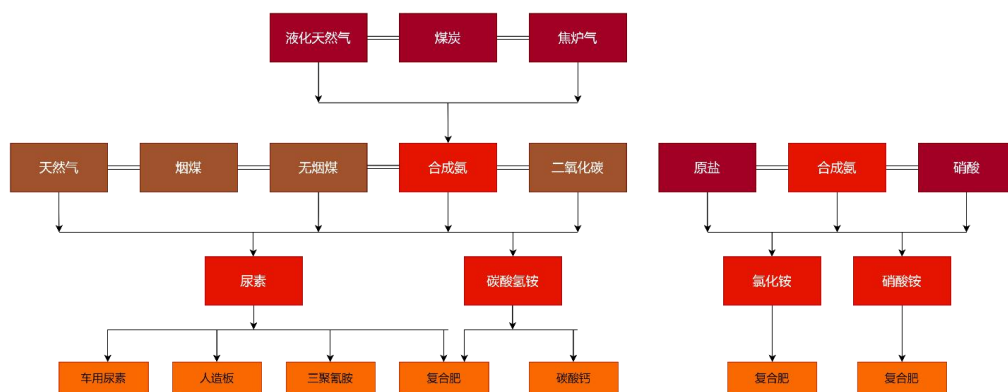
新疆宜化仍然具备很好的成长性。虽然受行业景气度影响业绩下降，但是新疆宜化煤炭储量大，为后续向下游延申煤化工产业提供充足的上游资源，具备较好的成长性。并购后，上市公司新增产能尿素 60 万吨/年、PVC30 万吨/年、烧碱 25 万吨/年、煤炭 3000 万吨/年，进一步扩大规模优势，且向上游布局煤炭资源，宜化集团承诺宜化矿业煤矿业务归母净利润 25-27 三年累计不低于 30.12 亿元，彰显成长信心。公司预计 25 年宜化矿业净利润为 11.29 亿元，且有足够的业绩承诺，有效维护中小股东利益。

2. 化肥：尿素景气底部静待复苏，磷肥供需格局改善价格高位震荡

2.1 尿素：价格底部区间震荡，静待价格修复

氮肥产业链上游涉及液化天然气、动力煤和无烟煤等基础原料，通过不同工艺转化为合成氨、二氧化碳等中间产品，进一步加工生成尿素、碳酸氢铵等，应用于农业肥料等。另外，原盐和合成氨反应生成氯化铵，合成氨与硝酸反应生成硝酸铵，同样也应用于复合肥行业。

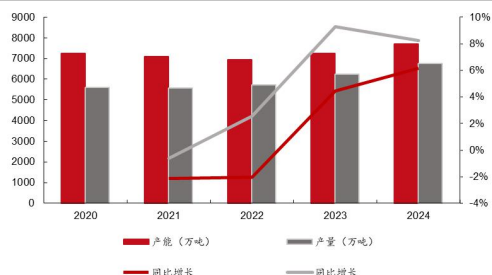
图 16：氮肥的产业链示意图



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

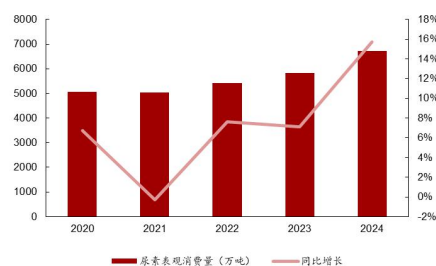
尿素行业整体呈现供需双增的局面。供给端，据百川盈孚数据统计，2024 年产能增至 7696 万吨，同比+6.15%，产量增至 6754 万吨，同比+8.25%。需求端，尿素市场表观消费量在过去几年呈现逐年增长的趋势。2024 年尿素表观消费量增至 6728 万吨，同比+15.72%。

图 17：2020 年以来尿素产能产量整体呈现上升趋势



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 18：2020 年以来尿素消费量整体呈现上升趋势



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

2024 年，尿素市场供需矛盾整体僵化，价格弱势下行，2025 年 2 月底在春耕需求的推动下，尿素价格有所反弹。据百川盈孚统计，2024 年尿素市场均价整体呈现下降趋势。利润方面，2024 年上半年尿素利润尚可，下半年由于价格的下降，利润下降明显。2025 年 2 月底，随着春耕需求回暖，尿素价格开始底部反弹，利润有所修复。

图 19：尿素价格走势(单位：元/吨)

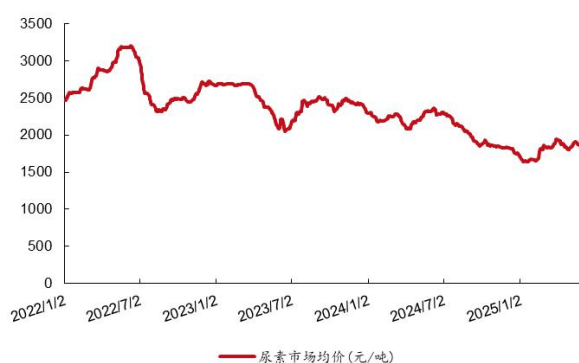
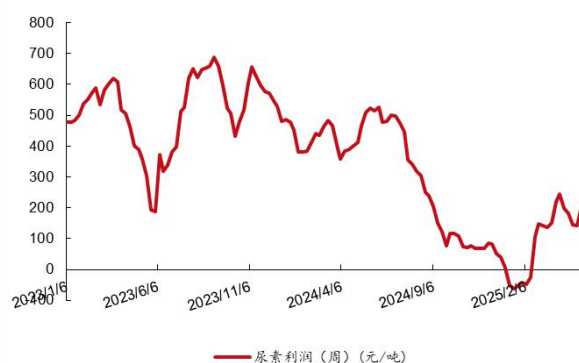


图 20：尿素利润走势(单位：元/吨)

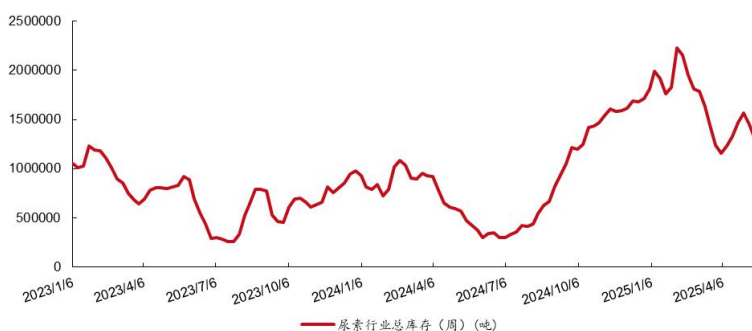


资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

尿素行业处于去库状态。库存方面，据百川盈孚数据统计，2024 年 7 月初，尿素行业库存持续走高，截至 2024 年 12 月底，尿素行业库存 171.25 万吨，同比增长 75.3%。2025 年 2 月 7 日，尿素行业总库存 223 万吨，处于阶段性最高位。之后随着春耕带动需求回暖，尿素行业进入去库阶段。截至 2025 年 5 月 16 日，尿素行业库存 130.54 万吨，同比增长 175.6%，环比下降 10.1%，较 2 月 7 日阶段性高位下降 41.5%。

图 21：尿素行业库存高位去库(单位：吨)



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

未来供应过剩加剧，尿素价格重心或下移，但若成本上涨，或者出口政策变化尿素价格短期仍有冲高的可能。尿素价格长线看供需，短线看成本，中间变化看阶段性影响因素。据百川盈孚数据统计，2024 年尿素产量为 6754 万吨，2024 年底行业库存 171 万吨，同比增长 73 万吨；2025-2026 年，新增产能约 317 万吨，随着产能继续释放，而需求增速不及新产能投放速度，预计未来产能过剩将加剧，价格重心或将下移。但是，从尿素出口利润来看，国际价格较高导致国内尿素出口利润较大，若未来出口政策有变，出口量将在高利润的驱动下增长，国内供需关系短期改善，价格短期修复。

表 2：尿素供需平衡表测算

项目名称	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
产能（万吨）	7086	6940	7250	7696	7901	8013
产量（万吨）	5566	5709	6239	6754	6953	7051
行业开工率	78.6%	82.3%	86.1%	87.8%	88.0%	88.0%
表观消费量（万吨）	5042	5427	5814	6728	6923	7022
出口量（万吨）	529.6	283.1	425.5	26.2	30.0	30.0
进口量（万吨）	5.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
行业库存（万吨）	79	113	98	171	240	202
实际消费量（万吨）	5018	5393	5829	6655	6854	7060

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所预测

子公司新疆宜化自备煤炭具备较强的成本竞争力，无惧景气低谷。据百川盈孚，天然气法制备一吨尿素需要消耗大约 700m³ 天然气，200 度电，煤炭法制备一吨尿素大约消耗 1 吨煤炭，370 度电，1 吨蒸汽。我们假设天然气市场均价 1.55 元/m³，煤炭市场均价 578 元/吨，电价 0.6（元/度），公司自备煤炭价格按照 200 元/吨计算，其他费用 350 元/吨。则自备煤炭生产一吨尿素的成本约 972 元/吨，相比天然气制备工艺节省 583 元/吨，相比外购煤炭节省 378 元/吨。

表 3：不同工艺制备尿素成本估测

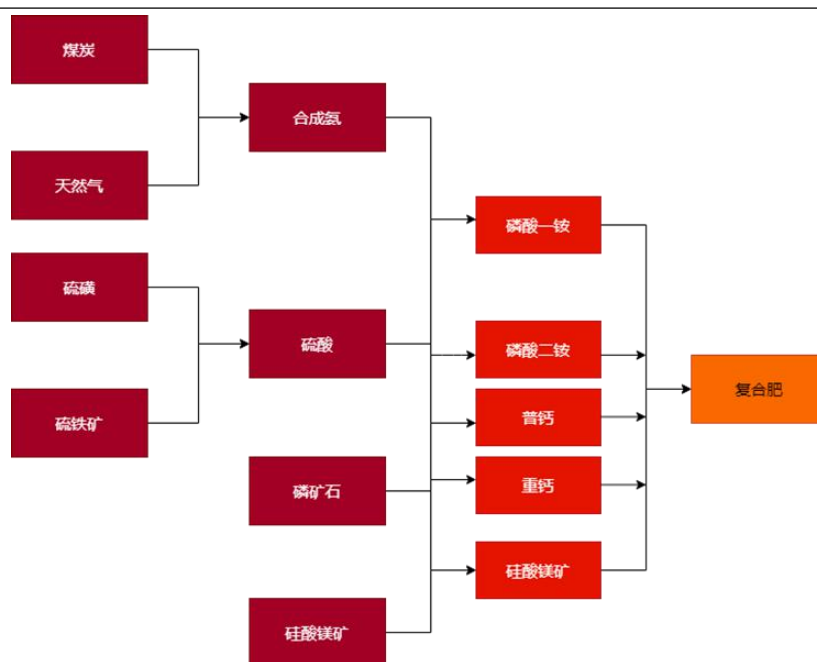
	尿素-天然气制备	尿素-煤炭制备	市场均价（元/吨）	自备煤炭（元/吨）
天然气（立方米）	700	/	1.55（元/立方米）	1.55（元/立方米）
煤炭用量（吨）	/	1	578	200
电力（度）	200	370	0.6（元/度）	0.6（元/度）
蒸汽（吨）	/	1	200	200
其他费用（元/吨）	350	350	/	350
合计成本（元/吨）	1555	1350	/	972

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所预测

2.2 磷肥：供需格局有所改善，价格高位震荡

磷肥上游为煤炭、天然气、硫磺和硫铁矿等原料，其中，煤炭及天然气生成合成氨，硫磺及硫铁矿生成硫酸，通过合成氨和硫酸的生产，进一步转化为磷酸一铵、磷酸二铵等磷肥，以及重钙、硅酸镁矿等产品，最终加工成复合肥料等下游产品。

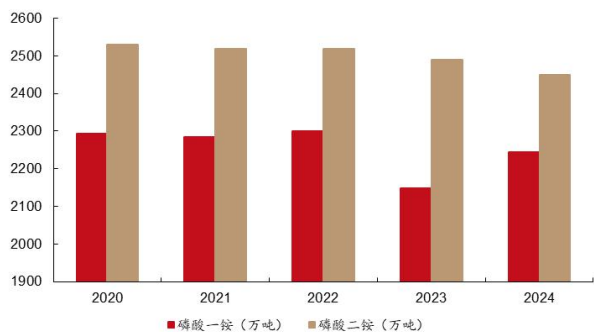
图 22：磷肥的产业链示意图



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

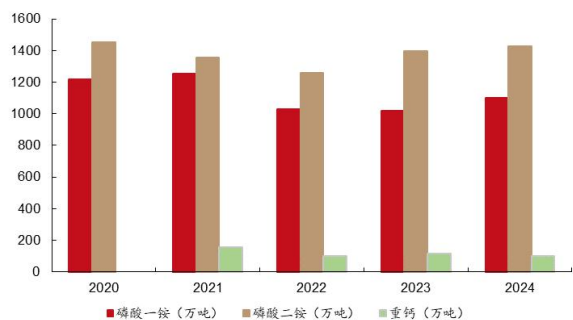
供给端：政策推动磷肥行业发展，磷化工行业整体景气回升。近年来，我国磷肥行业在供给侧结构性改革的推动下，产能过剩问题得到了初步缓解。2022年3月，工信部等六部门联合印发《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，明确提出要严控磷铵、黄磷等行业新增产能。政策的实施，推动了磷肥行业的转型升级，提升了行业的绿色发展水平和资源利用效率，为行业的高质量发展奠定了基础。据百川盈孚数据统计，2023年，我国磷酸一铵和磷酸二铵产能分别为2148/2489万吨，同比分别下降6.61%/1.19%。2024年，随着磷化工行业整体景气回升，磷酸一铵产能同比增长4.42%，磷酸二铵产能维持下降趋势。产量方面，2024年磷酸一铵和磷酸二铵产量分别为1098/1425万吨，同比分别增长7.81%/2.01%。

图 23：2020 年以来磷肥产能有所下降



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

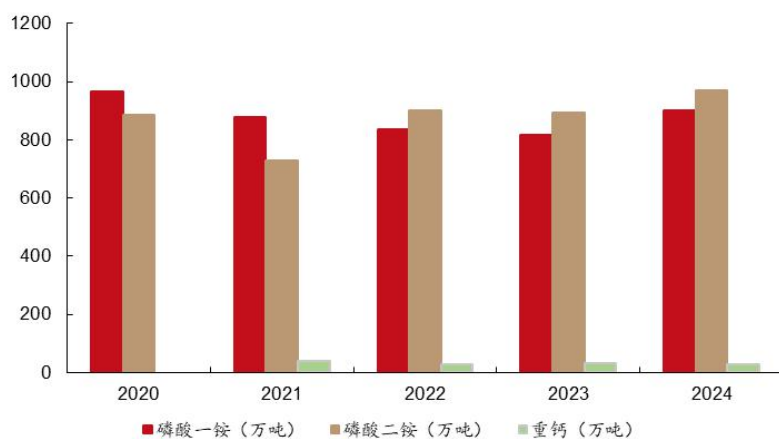
图 24：2020 年以来磷肥产量先降后增



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

需求端：2024 年需求增速高于供给增速。据百川盈孚数据统计，2024 年，磷酸一铵和磷酸二铵表观消费量分别为 899/ 969 万吨，同比分别增长 10.30%/ 8.43%，远高于同期的产能增速。增长主要来自于粮食种植带动磷肥需求的增长，以及新能源汽车和储能的发展带动磷元素的工业需求增长。

图 25：2020 年以来磷肥表观消费量先降后增

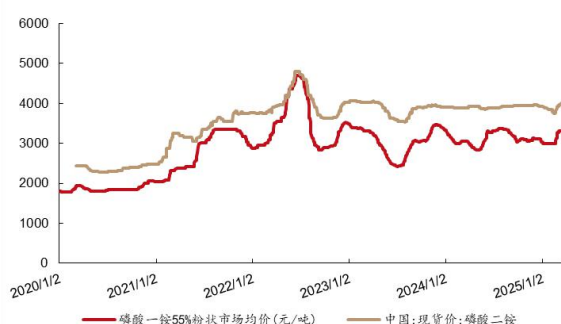


资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

未来磷肥价格或将持续高位震荡。随着市场需求的增加和原材料价格的支撑，磷肥价格持

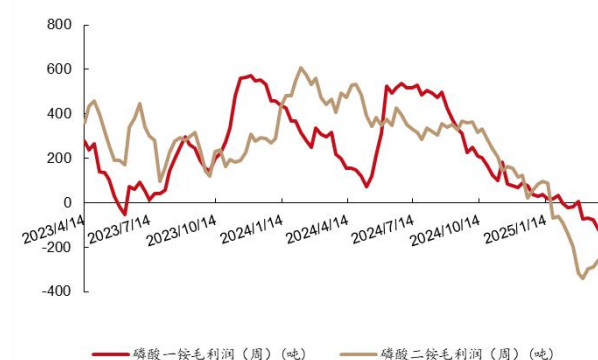
稳为主。政策端，保供稳价政策支撑磷肥价格相对稳定运行。供给端，在供给侧结构性改革的推动下，促使磷肥行业向绿色化、低碳化方向发展，产能过剩问题得到初步缓解。需求端，我国对粮食安全的重视程度不断提升，带动磷肥需求的增长，另外动力电池及储能的发展，有望提升磷的工业需求。成本端，硫磺、磷矿价格高位震荡，对磷肥的价格形成一定的支撑作用。

图 26：磷肥价格高位震荡(单位：元/吨)



资料来源：百川盈孚，WIND，山西证券研究所

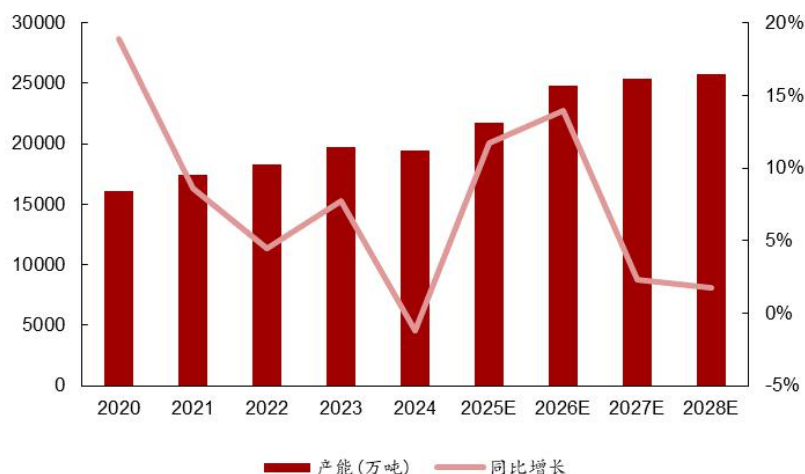
图 27：磷肥毛利润下降（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

未来产能释放，磷矿石价格上行空间受限，磷肥成本压力有望缓解。磷矿石作为磷肥的主要原材料成本来源，随着未来新增产能释放，长期价格中枢或下移。根据百川盈孚统计，截至 2024 年我国磷矿石产能合计 19447 万吨，预计 2025-2027 年我国磷矿石新增产能 5895 万吨。尽管部分产能因环保政策或探转采审批延迟（如宜昌地区需老产能退出才批新产能），但中长期产能扩张趋势明确。未来产能释放后，供需矛盾或边际缓解，价格上行空间受限，但资源属性和政策调控决定了其长期价格韧性。

图 28：2020-2028E 磷矿石产能变化情况



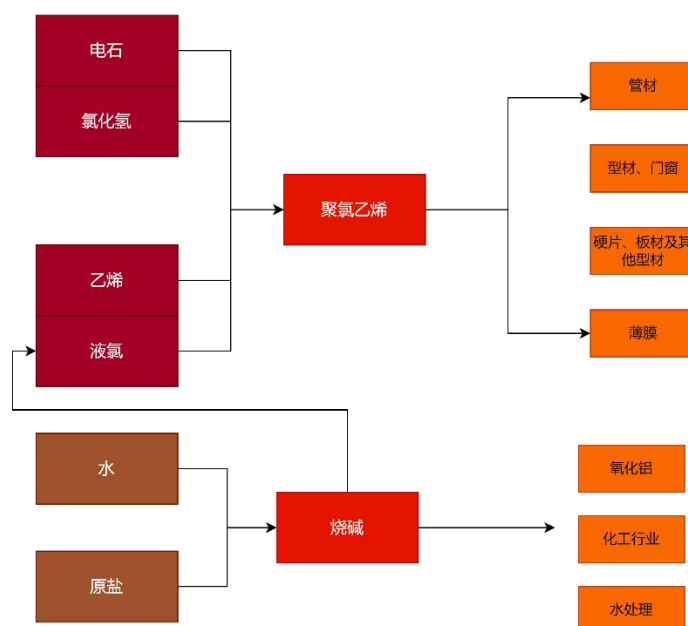
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

公司通过子公司和集团公司拥有大量磷资源，生产磷酸二铵所需的磷矿石可以通过集团公司和参股公司供应，通过一体化经营降低成本，提升整体竞争力。截至 2024 年底，公司拥有磷酸二铵产能 126 万吨/年，以单吨消耗 1.85 吨磷矿石来计算，大约消耗 233 万吨磷矿石。公司因地制宜使用宜化集团自有磷矿，充分发挥磷矿资源优势，在磷资源富集地区宜昌及周边地区松滋设立磷酸二铵生产基地，通过一体化经营降低成本。截至 2023 年 7 月，湖北宜化控股股东宜化集团自有磷矿目前总产能为 330 万吨/年，后续磷矿规划产能为 290 万吨/年。公司间接参股江家墩矿业，其保有磷矿资源储量 1.3 亿吨，西部矿段现有 30 万吨/年的产能，东部矿段 150 万吨/年采矿许可证正在办理中。

3. 氯碱：PVC 具备一体化成本优势，烧碱价格预计维持偏强格局

氯碱产业链上游包括电石、氯化氢和原盐等基础原料，其通过化学反应生成聚氯乙烯(PVC)和烧碱等中间产品。PVC 下游主要应用于管材、型材、门窗等建筑材料，烧碱主要应用于氧化铝、化工和水处理等多个下游领域。

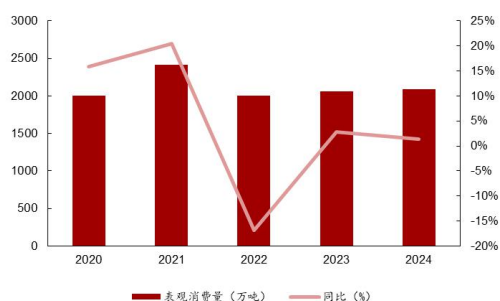
图 29：氯碱产业链示意图



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

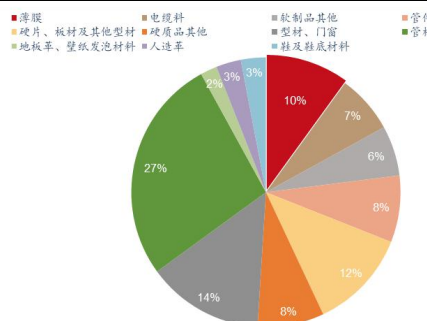
PVC 需求先降后升，下游应用管材占比高。2022 年，受房地产行业整体下行，下游开工率不足的影响，PVC 表观消费量下降至 2005.46 万吨，同比下降 16.86%，但 2023 年以来，国家基础设施投资增加，PVC 需求增长，2024 年 PVC 表观消费量为 2088.81 万吨，同比+1.31%。PVC 的下游应用领域主要由管材、管件、型材、门窗建筑材料构成，其中管材占比为 27%，型材、门窗占比 14%。

图 30：2020 年以来 PVC 表观消费量



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 31：PVC 下游应用领域

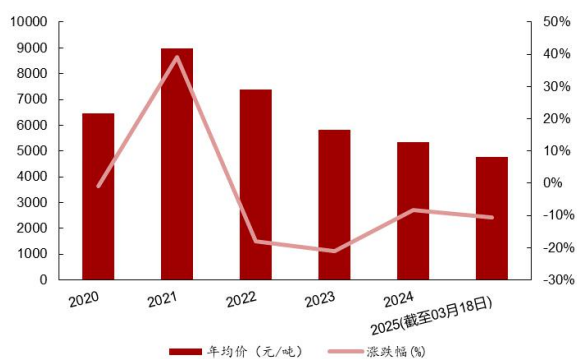


资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

PVC 价格持续下行，盈利水平较差。2022 年以来，由于市场需求不足，原材料成本下降，

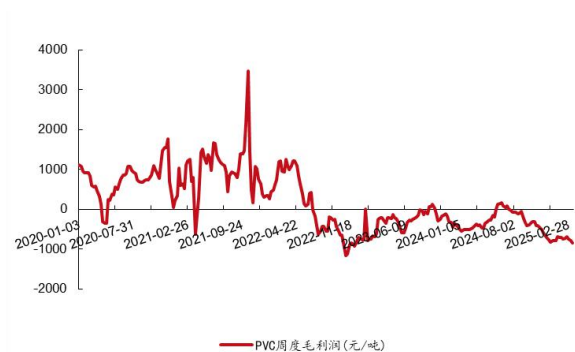
PVC 价格出现持续下跌。据百川盈孚数据统计,截止 2025 年 3 月 18 日,PVC 市场均价为 4775.36 元/吨,较 2024 年下降 10.53%。PVC 毛利润也伴随价格的下降而下降,截止 2025 年 3 月 14 日,毛利润为-858.23 元/吨,毛利率为-17.54%。

图 32: 2021 年以来 PVC 年均价格持续下降



资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

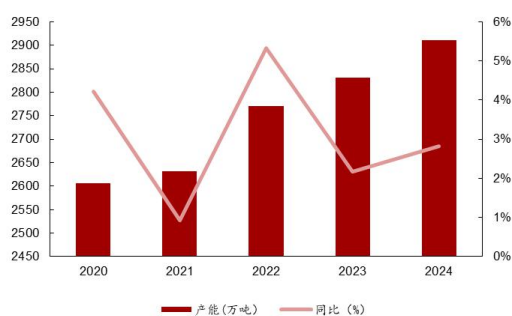
图 33: 2022 年以来 PVC 毛利润持续走弱



资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

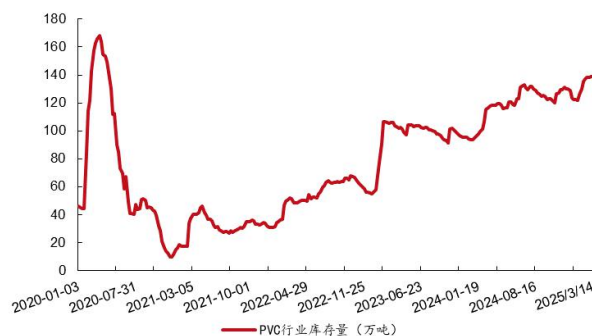
PVC 市场产能持续扩张, 库存持续走高。产能方面, 2020-2024 年, PVC 产能呈现逐年上升的趋势, 自 2607 万吨增至 2911 万吨, 累计增长 11.66%。库存方面, 从 2023 年开始, 高库存成为 PVC 市场的常态, 2024 年库存继续走高。2025 年年初, PVC 行业库存在 120 万吨左右, 经历春节假期惯性累库后, PVC 市场面临的库存压力增加。由于需求端提升不明显, 行业去库难度较大, 截至 2025 年 3 月 14 日, PVC 行业库存达到 138.86 万吨。

图 34: 2020 年以来 PVC 产能逐年增长



资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

图 35: 2022 年以来 PVC 行业库存持续走高

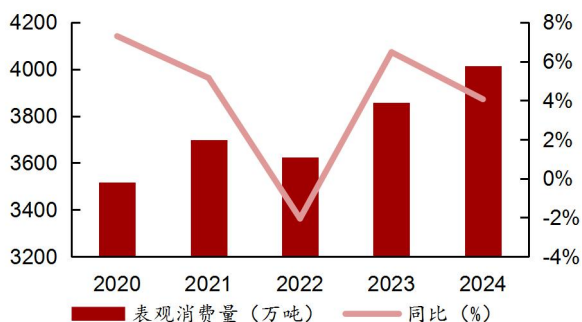


资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

烧碱消费量先降后升, 下游应用领域多元。2022 年由于市场需求不足, 烧碱表观消费量有所下降, 2023 年以来氧化铝行业的产能增加, 市场需求有所恢复, 烧碱市场表观消费量有

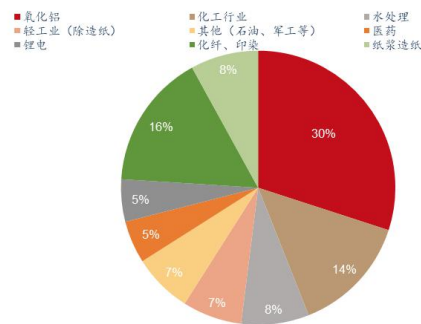
所回升。其中，2024 年烧碱的表观消费量为 4014.46 万吨，同比+4.06%。烧碱的下游应用领域主要由氧化铝、化纤、印染、化工行业组成，其中，氧化铝占比为 30%，化纤、印染占比 16%，化工行业占比 14%。

图 36：烧碱表观消费量整体呈现增长趋势



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

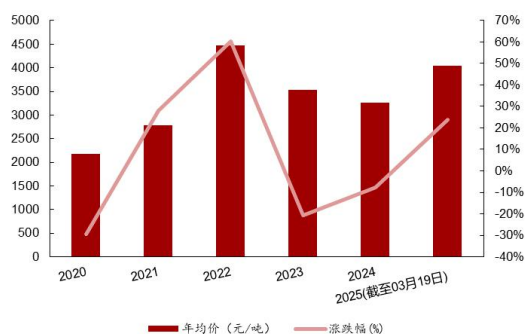
图 37：烧碱下游应用领域



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

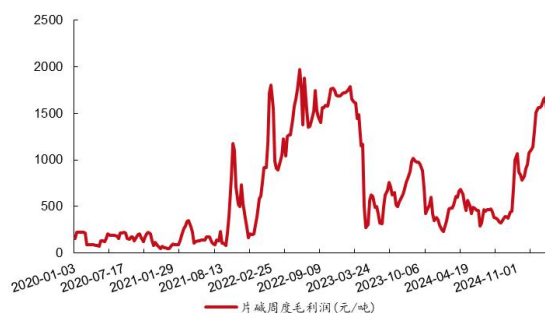
氯碱企业形成“以碱补氯”格局，2025 年烧碱价格预计维持偏强格局。据百川盈孚数据统计，截至 2025 年 3 月 19 日，片碱市场均价为 4045.78 元/吨，较 2024 年增长 24%。利润方面，截至 2025 年 3 月 14 日，毛利润为 1384.68 元/吨，毛利率为 38.98%，利润可观。2022 年以来，氯碱企业通过烧碱的相对高利润弥补 PVC 的亏损，形成“以碱补氯”格局。2025 年烧碱供需缺口或收窄，但氧化铝需求韧性仍支撑价格偏强。

图 38：2020 年以来片碱均价



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 39：2020 年以来片碱毛利润走势



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

公司自备电石产能具备成本优势，联产烧碱为主要利润来源。公司利用原盐通过电解生成氯气、氢气和烧碱，氯气和氢气反应生成氯化氢，利用电石法生成氯乙烯单体，聚合成 PVC。

截至 2024 年底，公司具备 72 万吨/年聚氯乙烯产能，配 105 万吨/年电石产能，利用自备电石产能降低生产成本。同时，联产烧碱 69 万吨/年（不含新疆宜化 25 万吨/年），烧碱的利润相对可观。

据百川盈孚，单吨 PVC 消耗电石约 1.4 吨，以电石价格 3000 元/吨计算，生产单吨 PVC 的电石成本约 4200 元，假设电石行业毛利率为 25%-35%，生产单吨 PVC 可节省电石成本 1050-1470 元。

4. 布局新材料新能源，打造多元产业园

在新能源产业方面，公司布局锂电、钠电新能源材料以及氢能产业。2021-2024 年，公司与邦普、史丹利、多氟多等行业龙头企业展开合作，围绕磷价值链，纵深推进产业协同发展战略，把握新能源电池行业发展机遇，立体构建竞争优势。未来，公司将以宜昌田家河园区煤磷盐化工为基础，整合园区所有化学元素，打造覆盖正极材料、电解液、负极材料和隔膜材料等电池核心材料于一体的锂电新能源材料产业园；江南宜都园区重点发展钠电新能源，围绕硫酸铁钠、氟磷酸铁钠等核心正极材料和钠电体系进行研发攻关，适时推进钠电产业链项目建设，打造钠电储能产业园；利用田家河园区副产氢气，开发氢气纯化技术，以氢能发电为突破口，探索氢能汽车、氢能船舶等应用场景，逐步拓展氢能产业。

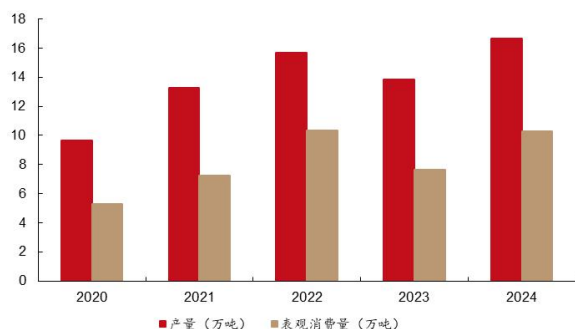
在新材料产业方面，布局高端氟材料、氯基新材料、可降解材料等新材料产业。新材料产业是传统化工行业转型升级重点方向之一，公司依托现有产业基础，瞄准前沿产品、前沿技术和进口替代，延链补链，围绕氟、氯、碳发展高端氟材料、氯基新材料、可降解材料等新材料产业。

在精细化工方面，布局高端功能化学品。公司以煤、磷、盐等传统化工为基础，重点发展电子级氯化氢、氯气等电子特气，电子级氢氟酸、硫酸、磷酸、氨水等湿电子化学品，同时拓展精细化工产业链，发展高端功能化学品。截至目前，公司具备季戊四醇产能 6 万吨/年，产能规模位居全球第二、亚洲第一；保险粉 10 万吨/年；TMP 产能为 2 万吨/年；TPO 产能为 0.1 万吨/年。

季戊四醇行业集中度较高，公司季戊四醇产能亚洲第一。根据百川盈孚统计，2024 年国内季戊四醇产能约 24 万吨，产量约 16.62 万吨，表观消费量约 10.27 万吨。截至目前，公司具

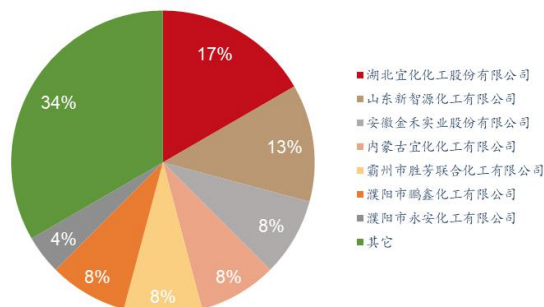
备季戊四醇产能 6 万吨/年，产能规模位居全球第二、亚洲第一。

图 40：2020 年以来国内季戊四醇产量和消费量



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 41：2024 年国内季戊四醇企业产能分布

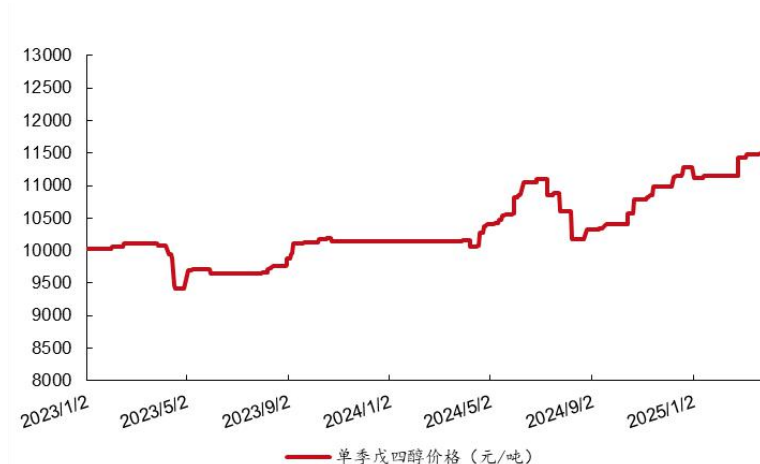


资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

季戊四醇作为多功能化工原料，应用领域覆盖传统工业与高端新兴行业。在传统领域，它是涂料与树脂行业的核心原料，用于生产醇酸树脂涂料，可显著提升涂膜的硬度、光泽及耐久性；同时作为聚氨酯和塑料工业的关键组分，替代甘油合成聚酯/聚醚多元醇，并作为 PVC 耐高温增塑剂。在高性能润滑油领域中，其脂肪酸酯类产品因耐高温特性，被广泛应用于航空发动机、汽车引擎等高强度润滑场景。医药与炸药工业则利用其作为药物中间体（如维生素 C、心血管药物）以及硝化产物季戊四醇四硝酸酯（PETN）的生产。新兴领域中，双季戊四醇凭借独特的星形分子结构，成为 PCB 光固化油墨的“卡脖子”材料，赋予油墨高硬度和耐磨性，支撑高端电子制造需求，同时在阻燃剂、表面活性剂及食品抗氧化剂等领域的应用也在持续拓展。随着环保政策推动，其在水性涂料、UV 光固化树脂等绿色材料中的需求增速显著，成为行业转型升级的关键驱动力。

公司产能升级改造，行业担心短期供给紧张，季戊四醇价格上涨。2024 年 10 月，公司发布《关于投资建设年产 4 万吨季戊四醇升级改造项目》的公告。项目预计建设期约 1 年，总投资约 6.98 亿元，采用先进工艺，优化产品结构，涵盖 95%、98%、99% 等级季戊四醇、双季戊四醇，实现微粉级季戊四醇的多样化产品线。项目位于宜昌市姚家港化工园田家河片区，投产后将增强产品竞争优势，提升高端市场占有率，巩固公司在该细分行业的领先地位。据百川盈孚，截至 2025 年 4 月 3 日，国内单季戊四醇价格 11488 元/吨，同比增长 13%。

图 42：季戊四醇价格走势



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

目前，公司业务涵盖尿素、磷肥、氯碱和精细化工等多个领域。公司产品主要包括尿素 156 万吨/年（配套合成氨 90 万吨/年）、磷酸二铵 126 万吨/年、聚氯乙烯 72 万吨/年（配套电石 105 万吨/年）、烧碱 69 万吨/年、合成氨 46 万吨/年、季戊四醇 6 万吨/年、TMP2 万吨/年、TPO0.1 万吨/年等。新疆资产方面，煤炭产能 3000 万吨/年，尿素、PVC、烧碱产能分别为 60 万吨/年、30 万吨/年、25 万吨/年。

基于以上基本情况，做以下假设：

(1) 化肥业务：我们预计 2025 年尿素价格重心下移，但随着农业需求的释放，出口政策的有序放开，不排除尿素价格有阶段性反弹的可能，假设 2025-2027 年，尿素均价分别为 1850、1840、1830 元/吨。磷肥方面，随着市场需求的增加和原材料价格的支撑，磷肥价格高位震荡，磷酸二铵单价分别为 3700、3800、3900 元/吨，产能按照近几年维持满产。化肥业务收入增速分别为-1.37%、1.46%、1.44%，毛利率分别为 19.97%、20.59%、21.22%；

(2) 化工产品业务：PVC 行业高库存、高供给，价格短期难以大幅上涨，但行业自 2022 年以来长期亏损，未来随着宏观经济环境的改善，价格有望触底，假设 2025-2027 年，PVC 均

价分别为 5000、4990、4980 元/吨。烧碱和季戊四醇价格预计维持偏强格局，假设 2025-2027 年，烧碱价格分别为 1620、1650、1680 元/吨，季戊四醇价格分别为 11000、12000、12500 元/吨。化工业务收入增速分别为-4.61%、1.01%、0.59%，毛利率分别为 6.46%、6.73%、7.04%；

（3）其他业务：将新疆宜化的收入归入其他业务，预计 2025-2027 年其他业务收入合计增速分别为 101.68%、50.70%、0.87%，毛利率分别为 19.66%、20.67%、20.37%。

表 4：湖北宜化分业务盈利预测（单位：百万元）

		2024	2025E	2026E	2027E
化肥业务	营收	7652.54	7548.00	7658.40	7768.80
	yoy	-1.34%	-1.37%	1.46%	1.44%
	毛利率	19.93%	19.97%	20.59%	21.22%
化工产品业务	营收	7472.31	7127.80	7200.10	7242.40
	yoy	-5.65%	-4.61%	1.01%	0.59%
	毛利率	6.93%	6.46%	6.73%	7.04%
其他业务	营收	1838.75	3708.34	5588.33	5636.70
	yoy	34.64%	101.68%	50.70%	0.87%
	毛利率	15.70%	19.66%	20.67%	20.37%
综合	营收	16963.60	18384.14	20446.83	20647.90
	yoy	-0.46%	8.37%	11.22%	0.98%
	毛利率	13.74%	14.67%	15.73%	16.02%

资料来源：《2024 年年报》，wind，山西证券研究所测算

5.2 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.4/ 11.8/ 12.4 亿元，对应 PE 分别为 14.3/ 11.3/ 10.8 倍。看好公司“化肥+煤炭+煤化工”的产业链布局，疆煤资产并表后，煤炭资源优势有望打开成长空间，维持“增持-B”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	EPS				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600141.SH	兴发集团	21.00	1.45	1.75	2.03	2.31	14.48	12.03	10.36	9.08
600096.SH	云天化	22.18	2.91	3.02	3.14	3.29	7.63	7.36	7.06	6.74
600426.SH	华鲁恒升	21.76	1.84	1.93	2.23	2.50	11.82	11.25	9.78	8.71
平均值							11.31	10.21	9.07	8.18
000422.SZ	湖北宜化	12.36	0.60	0.87	1.09	1.15	20.50	14.25	11.31	10.79

资料来源：Wind，最闻，山西证券研究所（截至 2025 年 6 月 9 日，可比公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期）

6. 风险提示

煤炭价格波动风险：煤炭业务是公司主要的收入组成部分和利润来源，煤炭价格的波动对公司主营业务毛利率及利润的影响重大，若未来煤炭价格发生不利变动，将对公司业绩产生实质影响。

主要原材料价格波动风险：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、全部消化原材料成本上涨因素，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

下游需求不及预期风险：受近年世界主要经济体增速放缓、国际贸易摩擦等因素影响，行业周期性波动加剧，导致公司主要产品包括尿素、烧碱、PVC 等价格存在波动。如果未来宏观经济下行、下游需求出现下滑或者波动、行业政策或国际政治经济环境等因素发生不利变化，将对公司的经营业绩造成不利影响。

安全与环保风险：随着社会环境保护意识不断增强，国家环保标准趋严，作为化工企业，公司存在一定程度的环保风险。公司为化工和化肥生产企业，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。



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5640	6615	7154	7518	7409
现金	2971	3243	3725	3554	3932
应收票据及应收账款	396	582	478	701	490
预付账款	328	292	380	367	387
存货	1751	1918	2016	2305	2044
其他流动资产	194	580	556	590	556
非流动资产	15794	20098	22753	24690	26316
长期投资	4226	4761	5716	6651	7586
固定资产	7817	9035	10303	11256	11906
无形资产	461	782	929	1150	1328
其他非流动资产	3290	5521	5806	5634	5496
资产总计	21434	26713	29908	32208	33725
流动负债	9371	8248	9723	10485	10962
短期借款	1565	2941	2274	2201	2245
应付票据及应付账款	2797	2652	2998	3124	3087
其他流动负债	5008	2655	4451	5160	5630
非流动负债	3406	9678	10291	10305	9718
长期借款	2805	8932	9546	9559	8973
其他非流动负债	601	745	745	745	745
负债合计	12777	17925	20015	20790	20681
少数股东权益	2083	1426	1809	2318	2914
股本	1058	1083	1083	1083	1083
资本公积	3609	4166	4166	4166	4166
留存收益	1889	2200	3151	4251	5303
归属母公司股东权益	6574	7362	8084	9099	10130
负债和股东权益	21434	26713	29908	32208	33725

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1626	768	2594	2507	3524
净利润	806	894	1322	1692	1836
折旧摊销	1119	1226	1179	1456	1728
财务费用	148	137	138	137	122
投资损失	-407	-376	-470	-459	-456
营运资金变动	-339	-1289	446	-298	319
其他经营现金流	300	177	-20	-21	-24
投资活动现金流	-2165	-4547	-3344	-2912	-2873
筹资活动现金流	-218	4263	1232	235	-274
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.60	0.87	1.09	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	0.71	2.40	2.32	3.26
每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.80	7.47	8.41	9.36

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17042	16964	18384	20447	20648
营业成本	14885	14632	15687	17231	17341
营业税金及附加	75	82	96	102	100
营业费用	121	132	129	139	136
管理费用	469	625	588	634	599
研发费用	737	813	772	818	805
财务费用	148	137	138	137	122
资产减值损失	-76	-169	-92	-102	-103
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	407	376	470	459	456
营业利润	1059	947	1475	1873	2040
营业外收入	43	86	72	76	75
营业外支出	134	32	66	54	58
利润总额	969	1001	1480	1895	2056
所得税	163	107	158	203	220
税后利润	806	894	1322	1692	1836
少数股东损益	352	241	383	510	596
归属母公司净利润	453	653	939	1183	1240
EBITDA	2279	2898	3018	3693	4112

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-17.7	-0.5	8.4	11.2	1.0
营业利润(%)	-64.1	-10.6	55.8	27.0	8.9
归属于母公司净利润(%)	-79.1	44.0	43.9	26.0	4.8
获利能力					
毛利率(%)	12.7	13.7	14.7	15.7	16.0
净利率(%)	2.7	3.8	5.1	5.8	6.0
ROE(%)	9.3	10.2	13.4	14.8	14.1
ROIC(%)	6.5	7.2	7.2	8.1	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.6	67.1	66.9	64.5	61.3
流动比率	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.6
应收账款周转率	40.5	34.7	34.7	34.7	34.7
应付账款周转率	5.9	5.4	5.6	5.6	5.6
估值比率					
P/E	29.5	20.5	14.3	11.3	10.8
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.2	8.6	8.7	7.5	6.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

