

类型：首次覆盖

评级：谨慎推荐

当前价格：7.28
(2026.3.26)

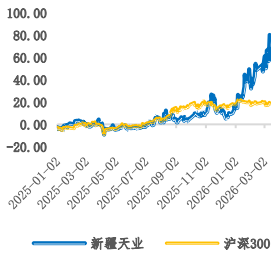
新疆天业 (600075.SH)

发布时间：2026-3-27

证券研究报告·公司深度报告

氯碱化工领军企业 多元发展展现竞争优势

历史股价走势图



数据来源：Wind 大同证券研究中心

公司基本数据 (03-26)

总市值 (亿元)：124.27

流通市值 (亿元)：124.27

总股本 (亿股)：17.07

流通A股 (亿股)：17.07

数据来源：Wind 大同证券研究中心

分析师介绍

分析师：景剑文

执业证书编号：S0770523090001

电话：19801265863

E-mail: jingjw@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路 111 号山

西世贸中心 A 座 F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

投资要点：

聚焦主业全产业链布局，打造氯碱化工领军企业。新疆天业股份有限公司成立于 1996 年，成立伊始，就以氯碱化工为自身主营业务，多年来，聚焦主营业务发展，不断剥离无关业务，并通过资产重组等方式整合吸收优质公司，调整自身业务结构，最终形成了一套完备的“自备电力—电石—聚氯乙烯树脂及副产品—电石渣及其他废弃物制水泥”一体化产业联动式绿色环保型循环经济产业链。

多元结构助力营收稳固，成本压降增厚获利空间。从财务数据来看，新疆天业整体表现稳定，在下游地产行业失速、聚氯乙烯树脂（PVC，下同）价格持续下降的情况下，以现有产业链，进行多元化、综合化开发利用，通过烧碱、水泥等副产品增厚收益，并开发特种 PVC 转型升级，扭转下游客户结构，并积极扩展国内外业务，最终依靠多元结构助力营收稳固。同时，在煤炭、焦炭等资源持续降价的情况下，公司采购成本持续压降，在抵消 PVC 价格下降带来的影响的同时，也增厚了自身获利空间。

短期有望借反弹获利，中长期转型或能率先突围。短期受益于地缘冲突带来的 PVC、烧碱产能供给缺失以及价格上涨，新疆天业有望在量价齐升中实现自身营业收入的上涨。而中长期，双碳政策、化工行业无汞化等政策要求下，行业转型升级或将推动落后产能退出，行业集中度提升。而新疆天业依托强大的资本实力、完备的产业链条、强劲的研究能力、敏锐的战略洞察、前瞻的战略布局，有望在行业转型期率先突围，再上一层。

盈利预测：预计 2025-2027 年，公司实现收入 104.68、136.43、135.43 亿元，同比增长 -6.17%/30.33%/-0.73%。对应 EPS 分别为 -0.025/0.69/0.52 元，参考可比公司平均 PE，我们给予公司 2026 年 15 倍 PE，目标价 10.35 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：

市场风险：地缘冲突缓和后，国际市场需求回落，PVC、烧碱价格回落；

政策风险：去汞化进程加快，电石法落后产能去化速度加快；

经营风险：乙烯法研发转型进度不及预期、煤化工经营资质申请进度不及预期。

财务数据及预测：

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11155.94	10468.00	13643.00	13543.00
增长率(%)	-2.70%	-6.17%	30.33%	-0.73%
归母净利润	68.43	-49.97	1180.19	884.52
增长率(%)	108.83%	-173.02%	2461.86%	-25.05%
每股收益(EPS)	0.040	-0.029	0.69	0.52
净资产收益率(ROE)	0.73%	-0.54%	11.60%	8.15%
市盈率(P/E)	183.37	—	15.00	15.00

数据来源：Wind 公司公告 大同证券研究中心预测

目 录

一、聚焦主业全产业链布局，打造氯碱化工领军企业.....	6
(一) 国资背景实力雄厚，增资扩股增强资本实力	6
(二) 聚焦主业优化业务结构，开拓创新助力企业“常青”	7
(三) 氯碱化工产业链完备，财务指标稳定健康	8
二、多元结构助力营收稳固，成本压降增厚获利空间.....	9
(一) 营收稳固，税收压低净利润表现	9
(二) 营收结构多元，有效平抑波动风险	10
三、短期有望借反弹获利，中长期转型或能率先突围.....	15
(一) 氯碱工业特质明显，产成品下游应用广泛	15
(二) 短期地缘冲突带来供给缺口，原油价格上涨利好电石法	16
(三) 需求企稳下，能耗、政策等因素推动行业中长期集中度提高	18
(四) 新疆天业优势显著，有望抓住转型机遇	21
四、盈利预测与投资建议	22
(一) 盈利预测	22
(二) 投资建议	23
五、风险提示	25

图 表

图表 1	新疆天业股权架构.....	7
图表 2	新疆天业增资扩股事项.....	7
图表 3	新疆天业子公司情况.....	8
图表 4	新疆天业发展史.....	8
图表 5	新疆天业氯碱化工流程.....	9
图表 6	新疆天业整体财务指标.....	9
图表 7	新疆天业近年营收详情.....	10
图表 8	新疆天业近年归母净利润详情.....	10
图表 9	新疆天业近年毛利情况.....	10
图表 10	新疆天业近年所得税扣减情况.....	10
图表 11	新疆天业产品营收结构.....	12
图表 12	新疆天业母公司营收占比.....	12
图表 13	新疆天业前五大客户收入及占比.....	12
图表 14	新疆天业产品销售地营收及同比.....	12
图表 15	焦炭价格.....	13
图表 16	新疆天业生产线上游采购价格.....	13
图表 17	新疆天业三项费用.....	13
图表 18	新疆天业三项费用率.....	13
图表 19	新疆天业资产负债率.....	14
图表 20	新疆天业长期负债占比.....	14
图表 21	新疆天业现金流情况.....	15
图表 22	新疆天业分红情况.....	15
图表 23	氯碱化工制备流程.....	16

图表 24	PVC 下游应用	16
图表 25	PVC 有效产能不断提升	17
图表 26	中国 PVC 库存量持续抬升	17
图表 27	PVC、烧碱当前国际价格	18
图表 28	PVC 出口退税政策变动	18
图表 29	布伦特原油期货结算价	18
图表 30	电石法、乙烯法开工率情况	18
图表 31	烧碱、PVC 表观消费量	19
图表 32	PVC 下游需求量占比	19
图表 33	地产近期趋稳	19
图表 34	PVC 出口需求持续攀升	19
图表 35	部分行业领军企业能耗情况	21
图表 36	公司营收预测	23
图表 37	可比公司估值	25

一、聚焦主业全产业链布局，打造氯碱化工领军企业

新疆天业股份有限公司（以下简称“新疆天业”）是一家主板上市公司，公司成立于1996年，由新疆生产建设兵团出资建立新疆天业集团，后于1997年上市，成为新疆生产建设兵团旗下首家上市企业。公司聚焦绿色现代化工，积极构建循环经济融合发展的现代产业新体系，经过20多年上市发展，已成为中国氯碱化工的领军企业，形成了集电力、电石、氯碱化工、水泥、塑料包装等为一体的多元化综合类上市公司。近年来，公司积极调整产业结构，多次实施资产重组，产品结构不断丰富和优化，优势产品差异化、高端化布局逐步实现，产品涵盖聚氯乙烯树脂(PVC)、糊树脂、特种树脂、烧碱、水泥，形成较为完整的“自备电力——电石——聚氯乙烯树脂及副产品——电石渣及其他废弃物制水泥”一体化产业联动式绿色环保型循环经济产业链，规模优势显现，在氯碱化工行业中竞争力得到进一步提升。

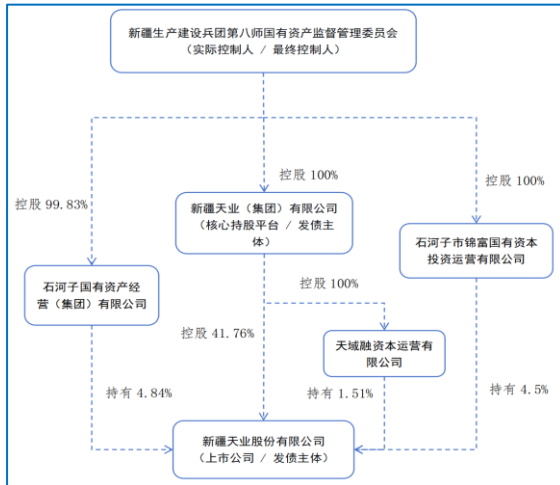
（一）国资背景实力雄厚，增资扩股增强资本实力

截至2025年末，公司第一大控股股东为新疆天业（集团）有限公司，直接持股比例达到41.67%，除新疆天业（集团）有限公司外，并无超过5%以上股东。公司的实际控制人为新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会，通过持有新疆天业（集团）有限公司、石河子国有资产经营（集团）有限公司、石河子市锦富国有资本投资运营有限公司等，间接持有新疆天业超53%的表决权。且新疆天业作为新疆生产建设兵团旗下首家上市公司，同兵团联系紧密，控股股东的稳定和广泛的业务助力，均能够为新疆天业发展带来有力的支持。

此外，对于上游制造业企业，股东方的雄厚资金实力，也能够让企业在发展过程中获得更多资金支持。1996年，天业集团所属子公司——新疆石河子天业塑化总厂独家发起募集设立了天业股份。后次年在上海证券交易所上网发行2,700万股A股股票。同年十月，公司以资本公积金向全体股东每10股转增8股，总股本增至11,340万股。至1999年，公司再度实行两次配股，总股本扩充为22,680万股，其中国家股占57.14%，社会公众股占42.86%。2002年，公司控股股东新疆石河子天业塑化总厂将所持新疆天业57.14%股权再度划转至新疆天业（集团）有限公司，2006年，天业股份再度进行股改后，实施2005年度利润分配及资本

公积金转增股本方案。一系列增资扩股之后，新疆天业的注册资本也从最初的 3600 万元扩充至 4.39 亿，极大的增强了自身资金实力和抗风险能力，为后续业务发展提供了强力支撑。

图表 1 新疆天业股权架构



数据来源：公司公告 大同证券研究中心

图表 2 新疆天业增资扩股事项

日期	注册资本(万元)	变动原因
1996.12.30	3600	经兵团《关于同意设立新疆天业股份有限公司的批复》(新兵函[1996]28号)批准募集设立。
1997.6.9	6300	经中国证监会《关于新疆天业股份有限公司(筹)申请公开发行股票批复》(证监发[1997]255号)批准在上交所上网发行2,700万股A股股票。
1997.10.14	11340	以资本公积金向全体股东每10股转增8股。
1999.1.12	18144	经中国证监会《关于新疆天业股份有限公司申请配股的批复》(证监上字[1998]142号)批准,按10配6的比例实施配股方案。
1999.5.14	22680	实施1998年度利润分配及资本公积金转增股本方案,每10股送1.25股,转增1.25股。
2006.4.17	21929.6	实施“下属分公司东丰城农场定向回购天业集团持有的2,500万股股份并注销,天业集团向流通股股东每10股送1股,向流通股股东每10股定向转增1.8股”的股权分置改革方案。
2006.7.12	43859.2	实施2005年度利润分配及资本公积金转增股本方案,每10股送2股,转增8股。

数据来源：公司公告 大同证券研究中心

(二) 聚焦主业优化业务结构，开拓创新助力企业“常青”

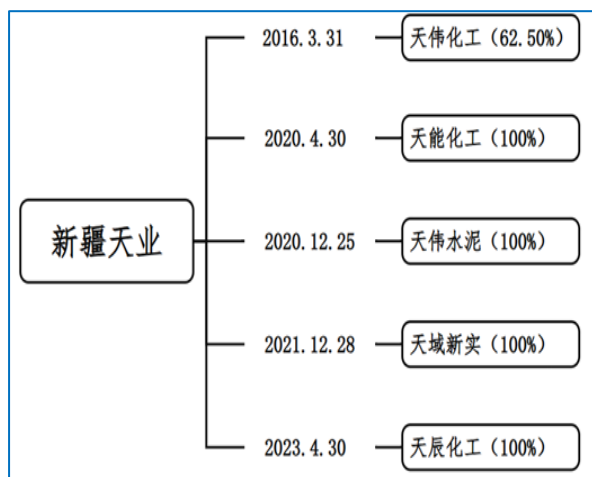
凭借着股东方的支持，新疆天业在近年来，通过资产重组，聚焦主业，持续优化业务结构。2016年，公司通过发行股份及支付现金购买天伟化工62.5%的股权，天伟化工经营涉及自备电力、电石、特种聚氯乙烯树脂、糊树脂、离子膜烧碱等，形成了“煤—电—电石—聚氯乙烯”循环经济产业链，公司建设有“20万吨/年特种聚氯乙烯工程项目”、“70万吨/年电石项目”、“2×330MW 热电机组工程项目”，能够有效补充新疆天业自身原有业务实力，以特种PVC为公司业务发展再度增添了一大增长极。2020年，公司先后通过股权收购等方式，将原控股子公司天能化工和天伟水泥变为全资子公司；2021年，公司再度进行资产重组，收购天域新实；2023年，再度通过股权收购，将控股公司天辰化工转变为公司全资子公司。通过不断的资产重组，新疆天业在进一步夯实主业的基础上，加强氯碱化工全产业链产品应用，构筑了“煤—电—电石—聚氯乙烯—电石渣—水泥”循环经济产业链，完成了对工业废渣的综合利用，在绿色现代化工的道路上逐步走向成熟。

而伴随着重组整合与公司战略发展相一致的子公司的同时，新疆天业也在不断聚焦，剥离非主业资产。2014年，公司解决同业竞争及资产交易事项，转让天业化工、中发化工、长运生化相关股权，不再从事普

通聚氯乙烯树脂以及柠檬酸产品的生产和销售；2018年，公司转让泰安建筑、泰康房产股权，退出建筑、房地产非主营业务，集中精力和资金，致力于核心主业的发展；2019年，公司注销绿园农产品，对天业蕃茄进行破产清算，推动天达番茄的剥离工作，完成鑫石运输100%股权公开挂牌转让手续；2023年剥离农业节水业务，向天业集团转让天业节水38.91%股权。

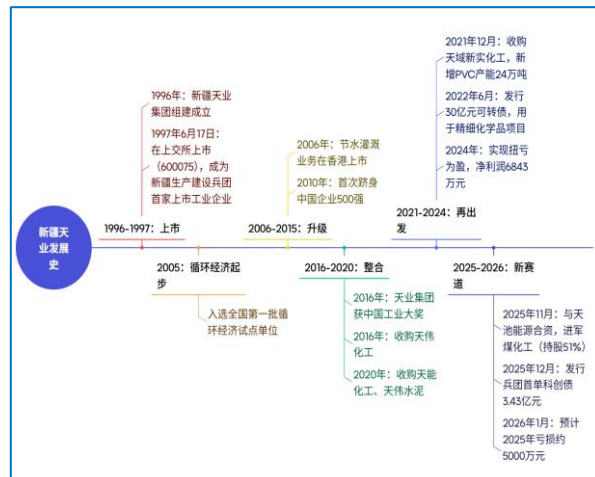
同时，在不断发展的过程中，新疆天业自身也在不断尝试，聚焦核心技术，开拓创新。2005年，以循环经济起步，成功入选全国第一批循环经济试点单位；2006年，旗下节水灌溉业务赴港上市，至此，天业集团逐步成为中国聚氯乙烯特种树脂和高效节水农业两大行业的领军企业；2016年，天业集团获得中国工业大奖，同年收购天伟化工，新疆天业在氯碱化工行业优势得以不断稳固；2020年，再度收购天能化工、天伟水泥，业务规模进一步扩大；到2025年，借助可转债和科创债等的资金支持，为顺应制造业绿色化、智能化、融合化发展趋势，新疆天业欲进军煤化工领域，持续的向新向质向强，也保证了新疆天业成为市场上为数不多能够走过三十年岁月依然“常青”的制造业领军企业。

图表 3 新疆天业子公司情况



数据来源：公司公告 大同证券研究中心

图表 4 新疆天业发展史



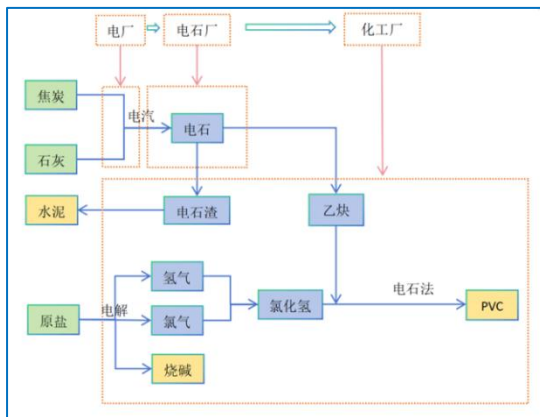
数据来源：公司公告 大同证券研究中心

(三) 氯碱化工产业链完备，财务指标稳定健康

公司整体数据指标和展业模式表现稳定且具备亮点。从主营业务看，公司拥有电石法制备PVC的成熟工艺，同时，针对炼制过程中产生的水泥、烧碱等附属产物能够作为附加产业增厚收益，产业链完备，产品利用率较高。另外，从财务数据来看，公司整体财务指标表现相对稳定。

截至 2025 年前三季度，新疆天业总资产达到 213.14 亿元，同比增长 3.88%，净资产达到 93.06 亿元，同比增长 0.35%；营业收入达到 79.70 亿元，同比增长 2.2%，净利润达到 0.07 亿元，同比下降 28.66%。在 2025 年全年宏观经济表现相对偏弱修复，上游制造业普遍进入内卷周期，PVC 价格持续走低的情况下，公司能够在资产端、营收端均走出正增长，显示了公司业务的强大韧性和平稳表现。而从现金流量表可以看出，公司经营现金流近年来始终为正，侧面反映出公司主业表现优异。而投资活动现金流和筹资活动现金流负值偏多，这是因为，在行业转型发展的阶段，公司仍需要不断通过投资优化自身业务发展，同时，在转型发展过程中，上游制造业仍需要更多资金支持，因此，近年来新疆天业发行了更多债券，以补充自身资金需求。总体来看，新疆天业主营业务依然属于壁垒较高的上游制造业，主营业务造血能力较强，而同时依托强大的造血能力，公司不断进行投资活动，进行转型尝试，以求走出新兴产业之路。在具备一定资金安全性下，公司的不断尝试，有望助力自身业务走出第二增长曲线。

图表 5 新疆天业氯碱化工流程



图表 6 新疆天业整体财务指标

财务指标 (亿元)	2021	2022	2023	2024	2025Q3
总资产	162.20	200.51	210.65	205.26	213.14
净资产	99.11	109.27	92.58	93.29	93.06
营业收入	120.15	116.46	114.65	111.56	79.70
净利润	15.99	8.02	-8.62	0.68	0.07
经营活动现金流	25.92	12.85	18.86	13.65	7.62
投资活动现金流	-5.02	-9.56	-37.65	-6.70	-7.38
筹资活动现金流	-11.58	28.66	-4.00	-16.11	-0.45

数据来源：公司年报 大同证券研究中心

数据来源：Wind 大同证券研究中心

二、多元结构助力营收稳固，成本压降增厚获利空间

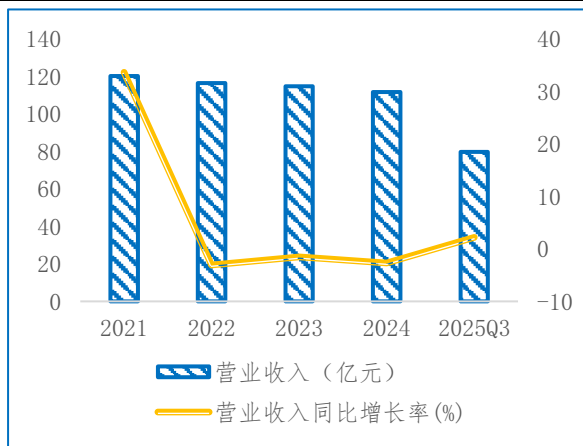
（一）营收稳固，税收压低净利润表现

截至 2025 年前三季度，新疆天业实现营业收入 79.70 亿元，同比增长 2.2%。纵观近几年公司营业收入可以看出，虽然 PVC 等产品价格受供需倒置影响，从高位回落，但对于公司的影响相对偏低，公司整体营业收入仍能够稳定在 110 亿元之上，尤其在 2025 年，虽然 PVC 价格持续走低，但公司仍能够走出正增长，韧性相对较强。但也需要看到，虽然公

司收入相对稳定，但净利润表现不佳，2025 年前三季度，归母净利润仅实现 0.07 亿元，同比回落 28.79%，存在增收不增利情况。

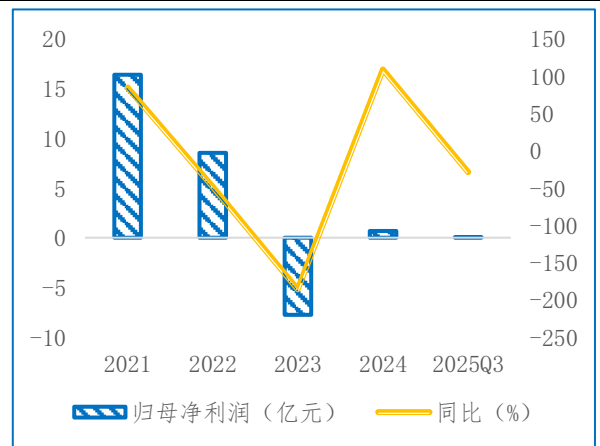
公司净利润之所以表现偏弱，很大程度或与公司所得税扣减相关。从生产角度来看，公司销售毛利表现较好，前三季度实现 10.15 亿元，同比基本持平，实现销售毛利率 12.73%，证明公司在产销端并未出现重大问题。而同时，公司利润总额同比高增 50%，侧面反映出公司对于成本端的控制相对较好，不会对盈利产生较大影响。但与此同时，所得税扣减同比增长超 70%，在很大程度上压降了公司的净利润，结合公司整体偏重子公司多元化经营的情况，我们预测，或存在子公司盈亏业绩不均衡，导致合并层面缴纳较多所得税可能。

图表 7 新疆天业近年营收详情



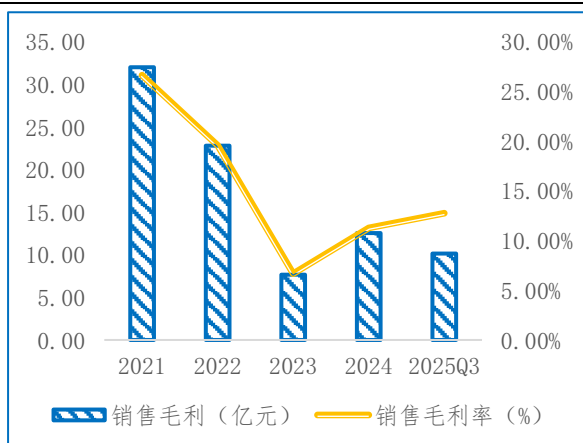
数据来源: Wind 大同证券研究中心

图表 8 新疆天业近年归母净利润详情



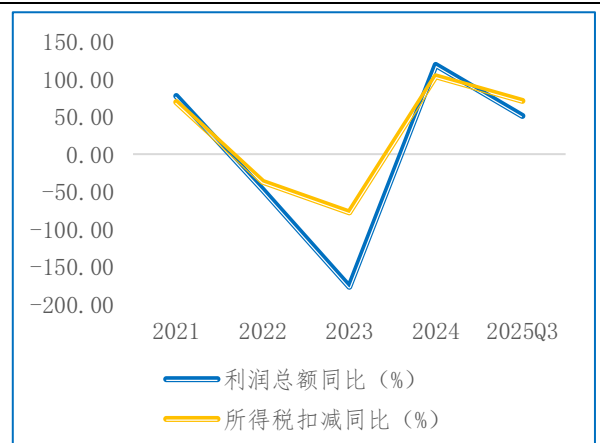
数据来源: Wind 大同证券研究中心

图表 9 新疆天业近年毛利情况



数据来源: Wind 大同证券研究中心

图表 10 新疆天业近年所得税扣减情况



数据来源: Wind 大同证券研究中心

(二) 营收结构多元，有效平抑波动风险

通过对业务结构的多年布局调优，新疆天业形成了多元化营收结构，

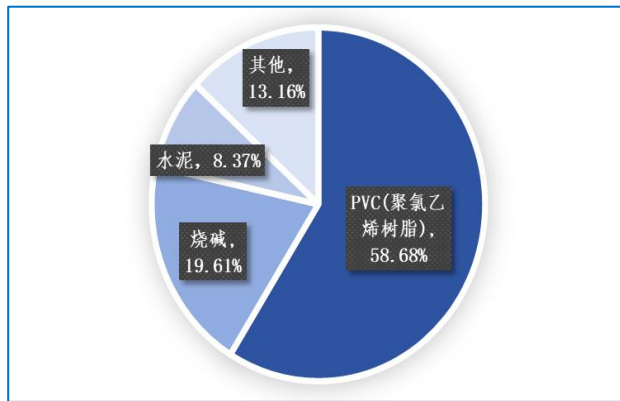
能够很好的平抑单一品类、单一市场、单一客户等方面的影响，有利于抵抗非系统性风险。

从产品结构角度看，公司依托整个氯碱化工产业链，形成了 PVC、烧碱、水泥三种产品，其中，PVC 作为主营产品，所占营业收入比重最大，截至 2025 年前三季度，PVC 实现营收 64.49 亿元，所占收入比重达到 58.68%，而烧碱、水泥分别实现营收 21.49 亿元、9.17 亿元，所占比重达到 19.61%、8.37%，真正实现了聚焦主业的同时，积极利用全产业链产出产品的综合型现代化展业模式。另外，PVC 产品所实现收入中，以高端化、绿色化为特质的特种树脂占比不断提升，乙醇等精细化化工产品对收入的影响也在不断增加，逐步形成了以通用树脂为基础，水泥、烧碱增厚收益，特种树脂、乙醇等产品为升级的营收架构。

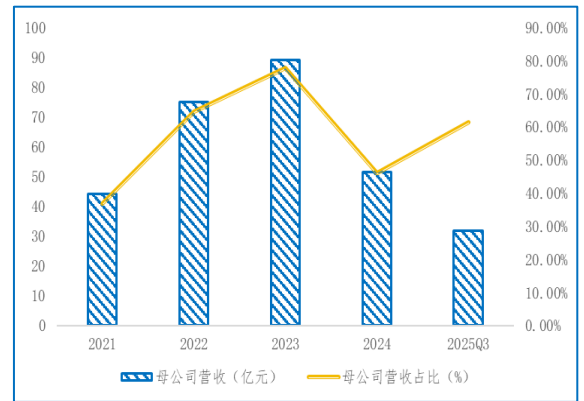
从经营管理角度看，公司营业收入相对分散化，母公司营业收入占比相对偏低，近年来仅 2023 年超过 70%，2024 年甚至不足 50%。其中，热电为天伟化工、天能化工自备电力、蒸汽生产与供应；氯碱化工为天伟化工、天能化工、天辰化工、天域新实聚氯乙烯树脂、烧碱等化工副产品的生产与销售；乙醇由天业汇祥生产；电石渣水泥为天能水泥、天伟水泥、天辰水泥电石渣及其他废弃物制水泥生产。真正构成了多元化、精细化、集团化管理模式。

从产品销售角度看，公司下游对接客户集中度不断降低。截至 2024 年，公司前五大客户销售收入占比已从 2020 年的 50% 降至 33.65%。作为下游客户多集中在地产行业的公司，新疆天业在下游地产走弱的情况下，不仅维持了销售收入不变，更使得前五大客户收入比重不断降低，成功在地产弱周期中实现下游客户结构的转型，真正构筑了多元客户结构，或能有效规避后续地产行业可能带来的不利影响。

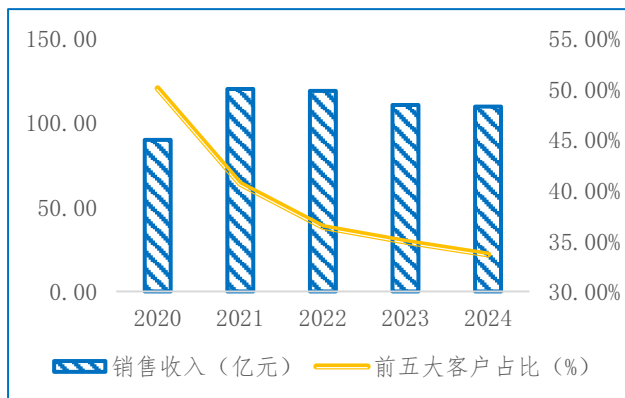
从产品销售地区角度看，公司正在积极扩张，逐步从疆内面向国内外。公司借助近年“一带一路”建设及新疆地区交通越发便利的优势，不断拓宽国内外市场。截至 2024 年，公司国内（疆外）营业收入实现 72.67 亿元，同比增长 12.23%，国外营业收入实现 6.07 亿元，同比增长 30.30%，有效平抑了国内（疆内）营业收入的回落。而截至 2025 年上半年，公司国际业务更是实现营业收入 4.06 亿元，同比增长超 80%。销售地区的多元化也能够为新疆天业构筑起多层营收防线，降低地区、交通等因素对公司营业收入的影响。

图表 11 新疆天业产品营收结构


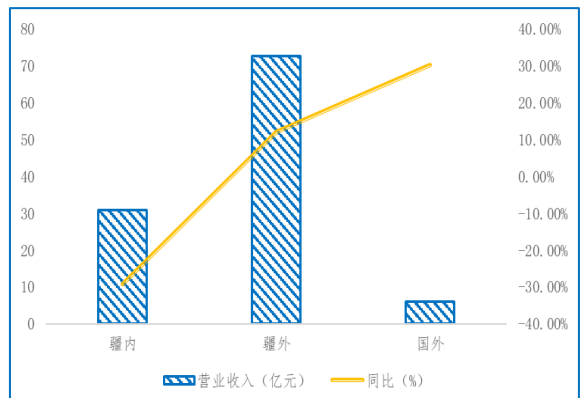
数据来源: Wind 大同证券研究中心

图表 12 新疆天业母公司营收占比


数据来源: Wind 大同证券研究中心

图表 13 新疆天业前五大客户收入及占比


数据来源: 公司年报 大同证券研究中心

图表 14 新疆天业产品销售地营收及同比


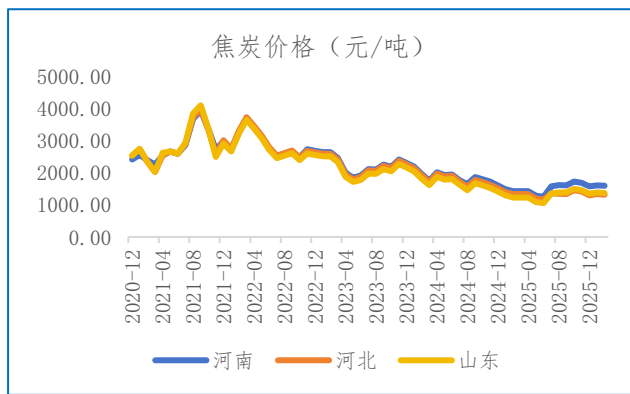
数据来源: Wind 大同证券研究中心

(三) 采购端成本压降, 期间费用把控有所成效

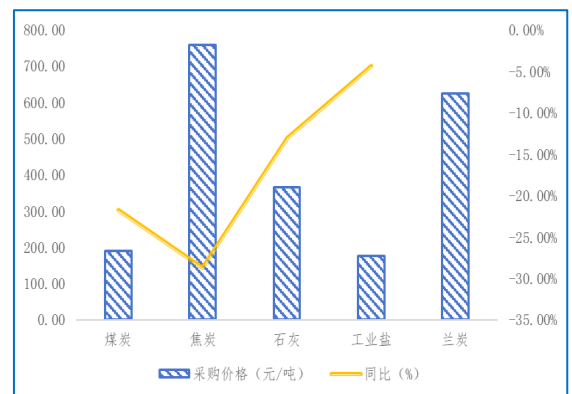
从成本端来看, 公司表现相对较优。这其中, 一方面, 这与以电石法制备氯碱化工的过程中, 上游电石生产所需的焦炭、兰炭等原材料, 以及发电用的煤炭等资源品价格持续回落有关。另一方面, 公司在期间费用方面的支出能够长期保持较低区间, 精细化管理下, 增厚了获利空间。

自 2021 年起, 焦炭价格持续下降, 至 2025 年 6 月, 逼近 1000 元, 虽在下半年有小幅反弹, 但依旧难掩下行趋势。受此利好, 新疆天业在采购端费用下降, 截至 2025 年第三季度, 公司采购焦炭价格仅 758.11 元/吨, 同比下降 28.70%, 远低于市场价格。另外, 煤炭采购价格 189.84 元/吨, 同比下降 21.68%, 石灰采购价格 366.45 元/吨, 同比下降 13.08%, 工业盐采购价格 175.51 元/吨, 同比下降 4.38%。

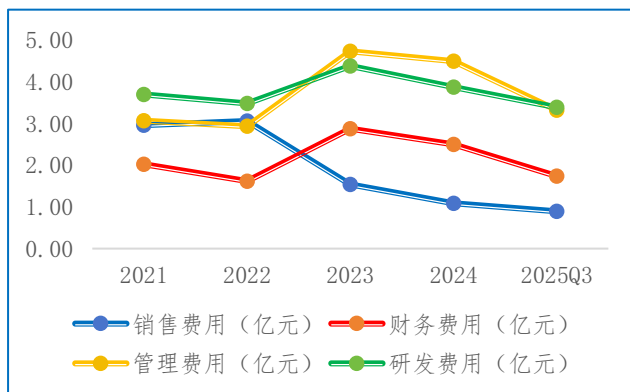
而从期间费用数据则能够看出，新疆天业的精细化运营。自 2023 年起，销售、财务、管理三项费用均呈现下降态势，截至 2025 年第三季度，公司销售费用为 0.89 亿元，财务费用为 1.73 亿元，管理费用为 3.30 亿元。而三项费用率虽未持续下降，但整体保持稳定，在 2025 年第三季度分别达到 1.12%，2.18%，4.15%。而研发费用则在近三年再度超越管理费用，达到 3.37 亿元，成为公司花费最多的业务，且研发费用率创出新高，达到 4.22%。这也凸显出新疆天业的成本管理模式，即对于日常三项费用进行精细化管理，但对于与未来发展息息相关的研发费用则依然投入较大力度，侧面展示出其转型升级的决心。

图表 15 焦炭价格


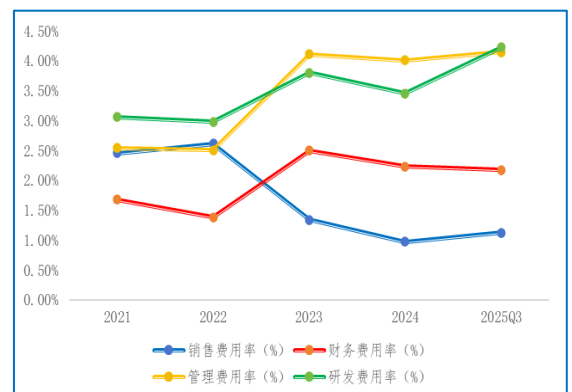
数据来源：隆众资讯 大同证券研究中心

图表 16 新疆天业生产线上游采购价格


数据来源：公司年报 大同证券研究中心

图表 17 新疆天业三项费用


数据来源：Wind 大同证券研究中心

图表 18 新疆天业三项费用率


数据来源：Wind 大同证券研究中心

(四) 长债置换彰显公司发展信心，现金流稳定具有分红意愿

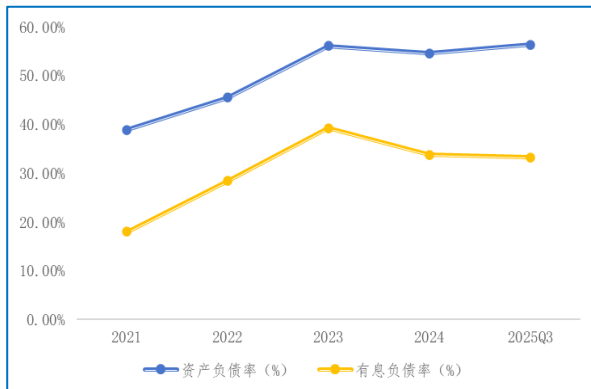
可以看到，近年来新疆天业的资产负债率有所拉升，从 2021 年的不足 40% 上升到 2025 年第三季度的 56.34%。债务上升很大程度上系公司于

2022 年发行的可转债所致。2022 年 6 月，公司发行了 30 亿元可转债，在短期拉高了公司负债端比率，后续如顺利转股，即可形成权益性融资，资产负债率将大幅下降。即便如此，公司资产负债率依然维持在 60% 之下，整体负债水平依然合理，且发债所得资金更有利于公司后续业务转型升级发展。

而从债务类型可以看出，公司愿意将更多的债务从短债转向长债，也表明了公司对自身稳定发展的信心。而实力雄厚的股东方、完备的产业链、核心的技术等也都能够成为新疆天业改变债务结构的底气和支撑。而在行业面临转型升级的情况下，公司能够以强有力的决断力增强债务比例来发展业务，也侧面展现出管理层对于行业发展的敏锐判断和较强的行动力。

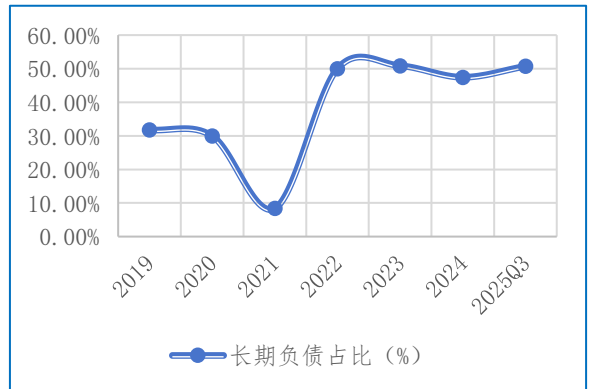
与此同时，新疆天业账面现金流也依然充足。截至 2025 年第三季度，公司货币资金达到 22.13 亿元，经营活动产生的现金流量净额仍有 7.62 亿元，有储备，能造血，可以看出，公司现金流目前不会产生较大问题。而再看其分红表现，其在 2020-2022 年均存在分红情况，且金额均超过 1.4 亿元，而 2024 年虽然金额相对较少，但分红率接近 50%，展现出对股东回报的重视。

图表 19 新疆天业资产负债率

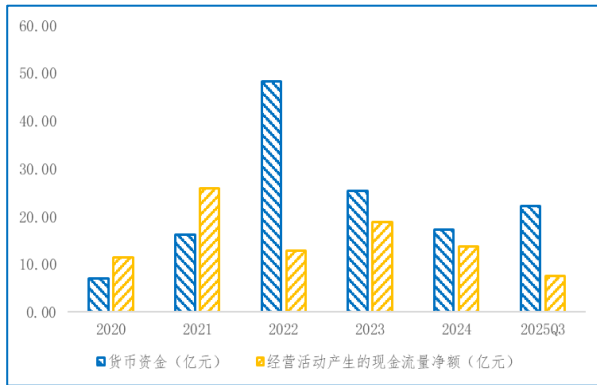


数据来源：Wind 大同证券研究中心

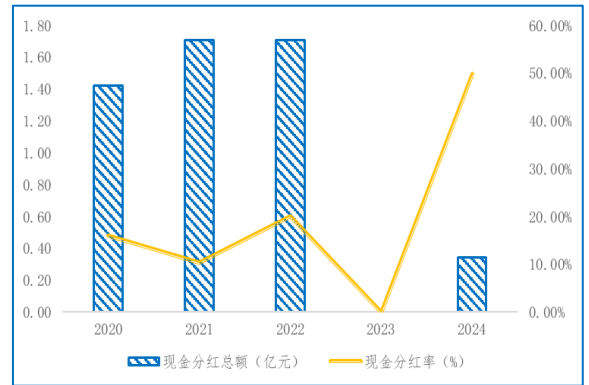
图表 20 新疆天业长期负债占比



数据来源：Wind 大同证券研究中心

图表 21 新疆天业现金流情况


数据来源: Wind 大同证券研究中心

图表 22 新疆天业分红情况


数据来源: Wind 大同证券研究中心

三、短期有望借反弹获利，中长期转型或能率先突围

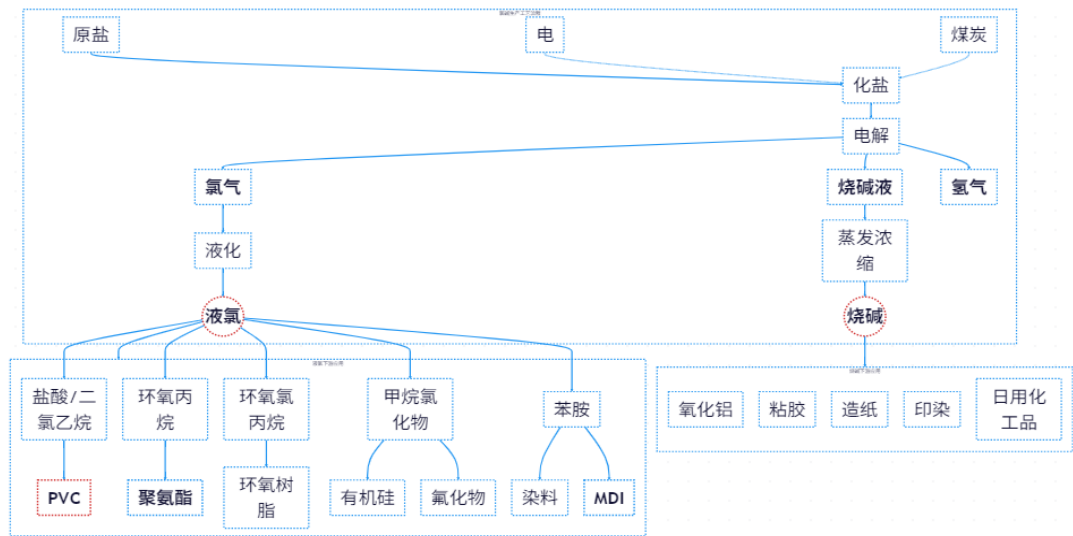
(一) 氯碱工业特质明显，产成品下游应用广泛

氯碱工业制备工艺主要有离子交换膜法、隔膜法、水银法等，但因环保、能耗等问题，目前全球范围内以离子交换膜法为主流。离子交换膜法通过电解食盐水，产生氯气、烧碱液（简称液碱）、氢气等产品。通过液化变为液氯，并产出多款化工品，其中，PVC 应用最为广泛，需求相对较大（国内部分企业并未配套 PVC 装置的产液氯，而是通过氯气直接与氢气反应到氯化氢气体，不进行液化）。液碱则通过浓缩蒸发，制成固态烧碱，应用于氧化铝的制造和其他日常生活中。

其中，PVC 是全球五大通用树脂之一，无毒无味，外观为白色粉末，具有较高的化学稳定性，同时更兼具阻燃、耐化学药品性高、机械强度及电绝缘性良好的优点，其下游主要用于建筑门窗、管材、电线电缆和薄膜包装等领域。通过在 PVC 中添加适量的增塑剂，可制成多种硬质、软质和透明制品。

烧碱则是一种强碱性、强腐蚀性的化学物质，其主要作用是为造纸、印染、电解铝、日用化工产业去除杂质。而其中电解铝可用于铝合金，用以满足下游新能源汽车、航空航天、家电、工业机械等的轻量化改造，以及特高压电网建设需求等。

图表 23 氯碱化工制备流程



数据来源：大同证券研究中心

图表 24 PVC 下游应用



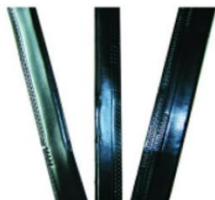
聚乙烯吹塑农用地面覆盖薄膜



聚氯乙烯木塑建筑模板



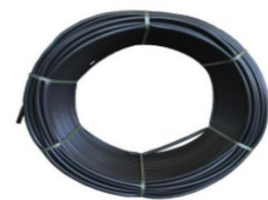
未增塑聚氯乙烯（PVC）塑料窗



单翼迷宫式滴灌带



纳米材料改性（PE）输水软管



喷灌用低密度聚乙烯管材

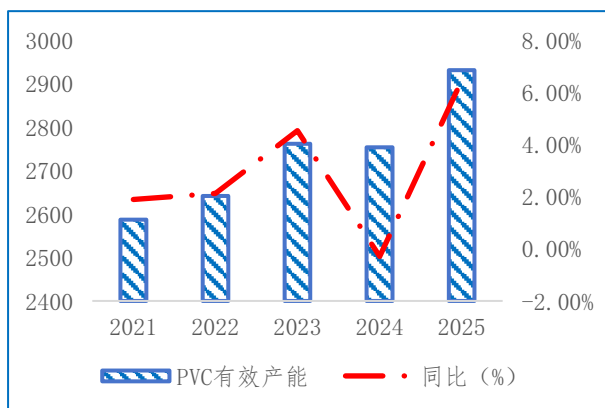
数据来源：新疆天业官网 大同证券研究中心

（二）短期地缘冲突带来供给缺口，原油价格上涨利好电石法

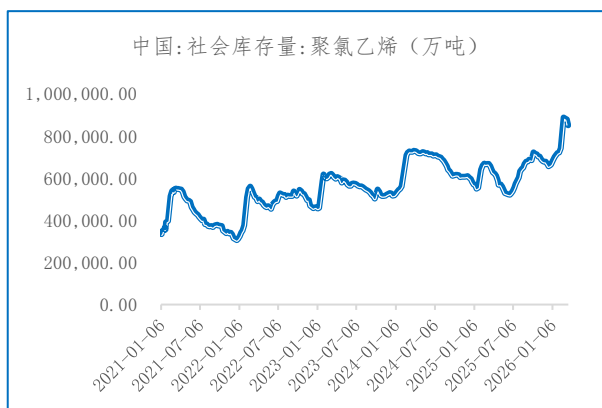
短期地缘冲突下，或将带来 PVC 和烧碱供给缺口。3 月以来，伴随着美以伊的冲突不断，霍尔木兹海峡封锁时间不断延长。霍尔木兹海峡的封锁大幅影响全球石油和 LNG 的供应，进而导致中东、东南亚、东北亚等地区 PVC 供给下行，产能出现一定缺口。而同时，烧碱也受中东出口受阻、亚洲乙烯法 PVC 停产导致的氯气消耗缺失等影响，产量出现收缩。

而中国多数企业使用电石法 PVC，且有效产能持续提升，在 2025 年已达到 2932 万吨（其中电石法有效产能 2055 万吨），同时，截至 2026 年 3 月 20 日，中国 PVC 库存量更是达到 85 万吨，曾经的高库存弱需求，在现有地缘冲突的加持下，或将转换为全球供应缺口下的出口驱动，能够为相关企业带来有效抢占全球供应缺口带来的机会。

图表 25 PVC 有效产能不断提升



图表 26 中国 PVC 库存量持续抬升



数据来源：隆众资讯 大同证券研究中心

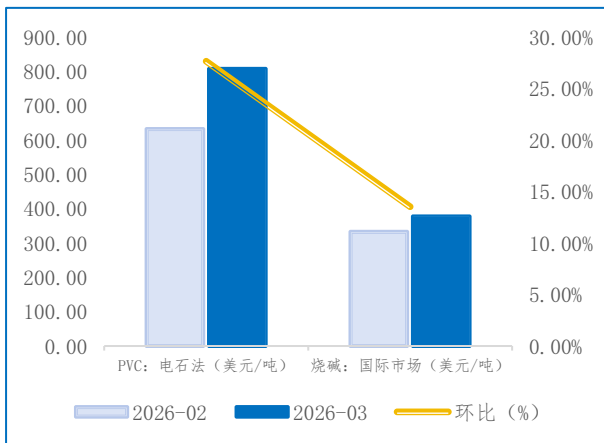
数据来源：隆众资讯 大同证券研究中心

原油价格上涨，电石法优势再度凸显。美以伊冲突的不断加剧，对于乙烯法 PVC 的影响也相对较大。作为资源大国的伊朗以及坐拥丰富资源的中东陷入战火，霍尔木兹海峡遭遇封锁，国际上大量化工产品停产、停运，助推了相关产品价格的走高。同时，伊朗作为原油重要出口国之一，其短期供给的缺失带来了原油及原油制品的快速提价，布伦特原油期货结算价格从 2 月底的 70 美元/桶左右一度暴涨至 100 美元/桶以上，涨幅接近 50%。乙烯法制备 PVC，上游需要使用原油，乙烯法制 PVC 在一定程度上也受到影响，成本拉升，供给回落，进而导致价格上涨。截至 3 月中下旬，PVC 国际价格上涨至 807.81 美元/吨，环比上涨 27.67%，烧碱国际价格上涨至 377.50 美元/吨，环比上涨 13.50%。在需求仍相对稳定的情况下，产品价格的攀升不仅让相关企业的国内业务收入有望实现快速上涨，更有望带动国际业务走强，同时也将对后续 2026 年 4 月即将到来的出口退税取消，而带来的国际业务运输成本增加的影响产生一定平抑作用。

在此情况下，电石法优势更为凸显。作为多煤贫油少气的国家，我国多数使用乙烯法进行氯碱化工产业的企业多数需要从外部购进乙烯，而乙烯炼制受上游原油供给短缺、持续提价等影响，供给和价格均出现较大变动。因此，在本轮地缘冲突后，乙烯法的开工率大幅回落。但电

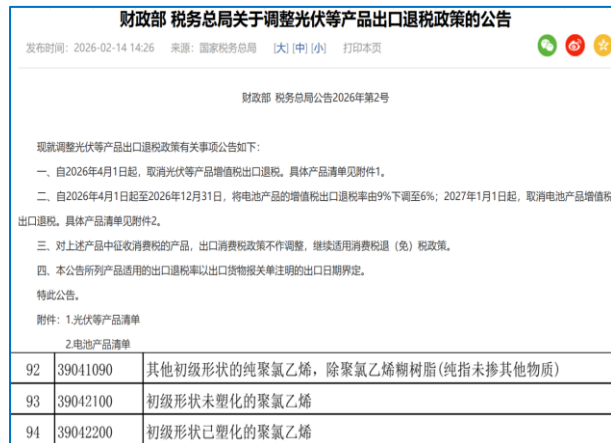
石法制备的工艺流程更多使用煤炭、焦炭等相关资源，在成本可控，产品价格提升下，电石法开工率有所提升，或能够助力相关企业短期获益。

图表 27 PVC、烧碱当前国际价格



数据来源：隆众资讯 大同证券研究中心

图表 28 PVC 出口退税政策变动



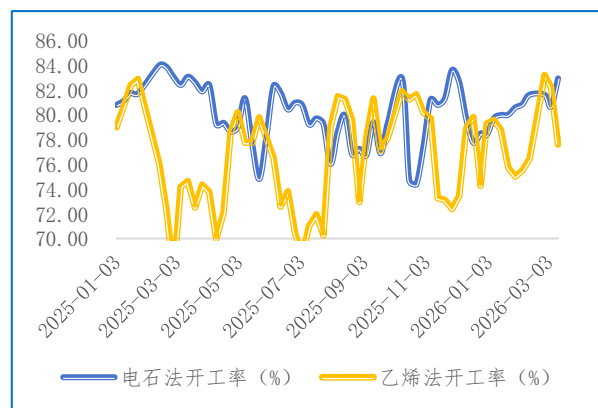
数据来源：财政部 大同证券研究中心

图表 29 布伦特原油期货结算价



数据来源：Wind 大同证券研究中心

图表 30 电石法、乙烯法开工率情况



数据来源：Wind 大同证券研究中心

(三) 需求企稳下，能耗、政策等因素推动行业中长期集中度提高

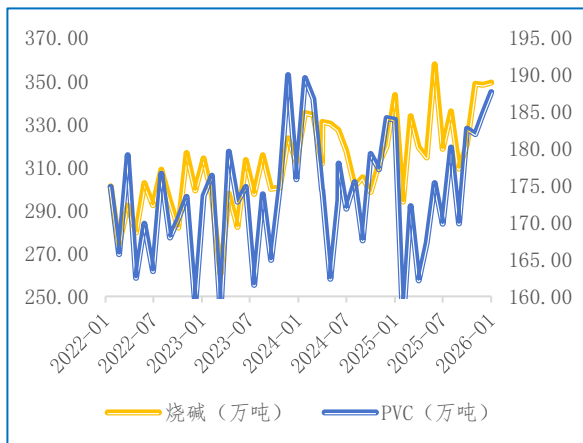
中长期来看，在下游需求整体偏向于稳定的情况下，较高的能耗对行业后续发展仍会产生影响，同时，“反内卷”政策和水俣公约双重推动下，行业落后产能或将逐步退出，电石法或将逐步向更为清洁高效的乙烯法过渡。在这一进程中，中小企业受限于生产线相对滞后、完整度偏低、资金储备不足、技术条件偏差等因素，或将逐步被头部公司整合或出清，促使氯碱化工行业集中度进一步提高。

从需求角度来看，PVC 和烧碱的表现消费量相对稳定，甚至有缓幅上

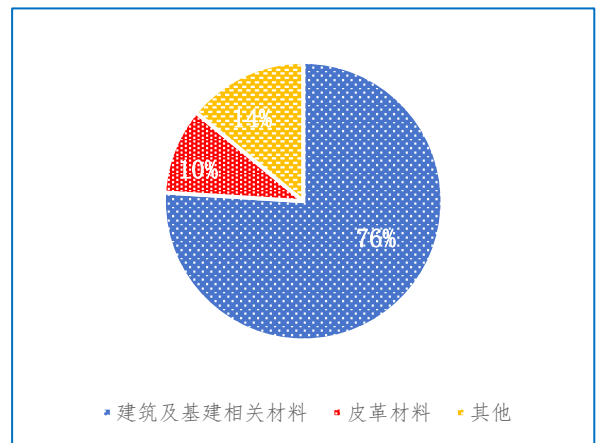
行的趋势。截至 2026 年 1 月，PVC 表观消费量达到 349 万吨，烧碱表观消费量达到 187 万吨，需求相对稳定，虽然并未有过多扩大空间，但需求萎缩的可能性同样偏低。

其中，通用 PVC 的下游更多集中在建筑及基建相关的材料方面，例如管材、门窗等，截至 2025 年，其需求量占比达到 76%。从国内角度看，地产虽然在近五年经历了长期的回落，但在城市更新政策下，存量端空间得以释放，旧城区城市管网改造及老旧房屋装修改造占比逐渐提升，为 PVC 的应用提供了多元化路径，在一定程度上打开了相关材料的需求空间。而从国际角度看，PVC 的出口需求仍然存在，目前，中国已经成为全球 PVC 出口量最大的国家，在“一带一路”政策的带动下，沿线国家和地区基建需求持续增强，推动 PVC 出口量持续提升，截至 2025 年，PVC 出口量达到 446 万吨，同比增长 43.60%。

图表 31 烧碱、PVC 表观消费量



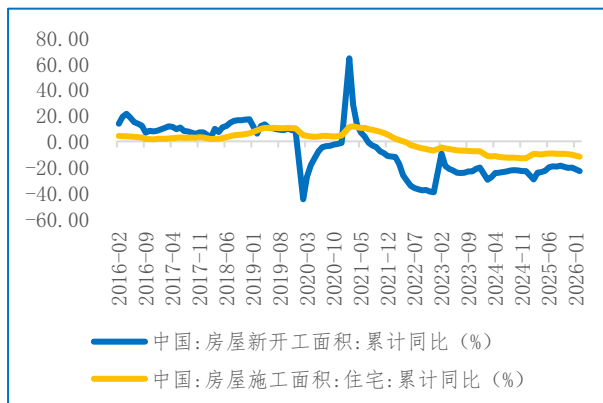
图表 32 PVC 下游需求量占比



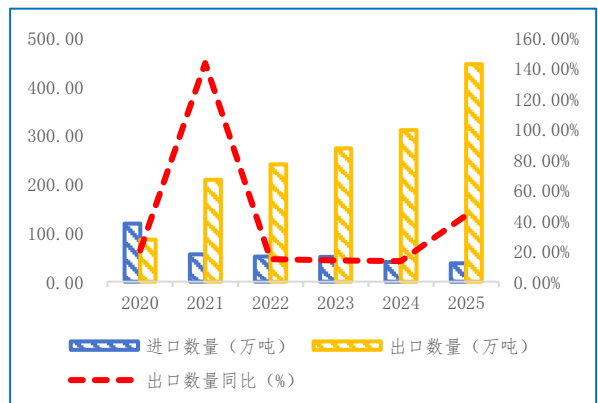
数据来源：隆众资讯 大同证券研究中心

数据来源：隆众资讯 大同证券研究中心

图表 33 地产近期趋势



图表 34 PVC 出口需求持续攀升



数据来源：Wind 大同证券研究中心

数据来源：隆众资讯 大同证券研究中心

能耗较高，双碳政策下，落后产能或被动退出。化工为仅次于电力、钢铁、建材的第四大排放源，而氯碱产业链上相关产品耗能水平同样位于前列，虽然生产单吨烧碱、电石所需电量相对较低，但其产量较大，综合耗电偏高，对电价敏感度也相对较高。而从两会的政府工作报告中可以看出，上层对 2026 年定调或已从“能耗管控”转向“碳控引领”，首次用碳排放强度目标替代了以往的能耗强度目标，明确提出 2026 年“单位国内生产总值二氧化碳排放降低 3.8%左右”。在此背景下，未来随着化工行业被纳入碳交易市场，氯碱行业作为高耗能行业，其产能或将面临较大程度的政策限制。其中，行业“领跑者”企业、头部企业等能耗较低，较基准水平和标杆水平均显著偏低，能够将多余的碳排放配额在碳交易市场中出售进而增厚效益，而能耗高的企业本身竞争力偏低，还要多付出碳排放成本，长此以往，行业内部落后产能必然持续出清，集中度或持续提升。

政策导向下，电石法或逐步转型。一方面，自 2001 年 2 月环境署理事会第 21 届会议以来，汞问题一直列入环境署理事会议程，并签署了《关于汞的水俣公约》。在水俣公约要求下，相关生产装置中新建使用汞、汞化合物作为催化剂或使用含汞催化剂等均被禁止，而到 2032 年 8 月 16 日，原生汞矿开采将全面禁止，在无原料的情况下，以氯化汞为催化剂生产 PVC 的方式将很难达成。而现有其他两种的生产工艺，均需要充足的资金支持作为保障。其一，金基法/铜基法，以黄金/铜作为催化剂，其效果比汞要好，且技术相对简单成熟，但刨除生产线重建外，黄金和铜的价格均在持续攀升，让这种制备方式成本大幅攀升。其二，乙烯法，乙烯法制备过程更为环保，且除重建生产线外，其他成本可控，但原油价格偏高且依赖进口，制备原油的工艺技术对研发能力的要求更高。综合来看，无论是金基法还是乙烯法，均会大幅提高 PVC 制备成本，对于中小企业来说，没有充足的资金实力，转型将越发困难。而对于头部企业来说，乙烯法能够满足无汞化要求，且利润较电石法较高，在高研发带来的核心技术突破后，反而能够在一定程度上弥补初期的成本消耗。

综合来看，需求稳固下，高能耗带来的碳排放成本、高竞争带来的利润降低、无汞化要求带来的转型压力，均对行业发展提出挑战，这其中，资金实力薄弱，产业链完备度不足，研究能力偏弱的中小企业更是首当其冲，或将在转型过程中逐步退出。

图表 35 部分行业领军企业能耗情况

企业	单位产品能耗 (kgce/t)	标杆水平 (kgce/t)	基准水平 (kgce/t)
烧碱行业			
离子膜法液碱 (质量分数) $\geq 30\%$			
青岛海湾化学股份有限公司	284.71	315	350
滨化集团股份有限公司	285.24		
万华化学(宁波)氯碱有限公司	285.72		
聚氯乙烯行业			
乙烯法			
青岛海湾化学股份有限公司	266.17	620	635
电石法			
德州实华化工有限公司	140.15	193	270
唐山三友氯碱有限责任公司	143.31		

数据来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023年版)》 大同证券研究中心

(四) 新疆天业优势显著，有望抓住转型机遇

背靠股东实力雄厚，发行长债满足资金需求。在行业转型发展期，传统上游制造业转型，最重要的是前期的资金投入。新疆天业背靠新疆生产建设兵团第八师，且作为兵团第一家上市公司，有望借力股东实力，获取更多转型发展所需资金。另外，新疆天业在发展过程中，敏锐的洞察行业变化，提前转变债务结构，发行长债，以更好的扩充自身资金储备，增强现金流，以应对行业转型升级所需。

主业聚焦，行业领先。公司在发展过程中，不断聚焦氯碱化工主业，在相关技术和生产线方面均有成熟完备的体系，能够在市场转型风浪来临时筑起坚固防线。同时，公司整体实力居于行业头部，在转型发展过程中，更有望抓住机遇，在发展过程中吸收兼并中小型企业，扩大自身规模。

核心技术领先，成本可控。面对即将到来的转型要求，新疆天业凭借着多年的研发与积淀，率先突破核心技术关卡，成为国内第一个建成煤制乙烯法 PVC 技术路线的公司，在一定程度上摆脱了对于原油的依赖，极大程度降低了乙烯法工艺生产端的成本，减轻了后续可能到来的转型压力。而在原有电石法 PVC 方面，新疆天业相关采购成本也更加可控，公司自有电石生产工艺，避免了电力成本的波动，且公司积极同上下游公司开展合作，不断深化同特变电工等相关企业的战略对接，助力生产成本降低。

提前布局，多维转型抢抓市场机遇。而从战略发展角度看，新疆天业多线布局，一方面，不断丰富产品线，增强特种树脂、糊树脂等中高

端产品的产能产量（截至 2025 年上半年，特种树脂产量从 10% 上升至 15%），通过对产品的升级，扭转了下游销售结构，抵消了地产失速对企业的影响；另一方面，公司积极转型生产线，构筑双轮发展模式，2022 年，通过发行可转换公司债券募资，投产超净高纯醇基精细化学品和高性能树脂原料两个募投项目建设，实现煤化工和氯碱化工的有机耦合，构建合成气生产乙烯法聚氯乙烯的新型绿色高效树脂循环经济产业链。同时，与天池能源合资，欲进军煤化工，助力公司走出第二增长曲线。以煤化工和乙烯法氯碱工业为双重盈利点，有望使新疆天业在行业转型阶段突出重围，实现转型升级。

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

新疆天业以氯碱化工为核心业务，聚氯乙烯树脂（PVC）和烧碱合计贡献约 78% 的营业收入，是盈利的核心支柱；水泥、乙醇等业务占比较小。因此，我们重点对氯碱相关产品进行假设。

产量/销量：公司拥有通用 PVC 产能 114 万吨、特种树脂 10 万吨、糊树脂 10 万吨、烧碱 97 万吨、乙醇 25 万吨。年产 22.5 万吨高性能树脂原料项目（乙烯法 PVC）已于 2025 年 7 月打通全流程，预计不晚于 2026 年 6 月全面建成投产。综合考虑产能利用率和项目投产进度，我们预计 2026-2027 年通用 PVC、特种树脂、糊树脂、烧碱、乙醇销量基本维持 95% 左右的产能利用率；乙烯法 PVC 2026 年贡献半年产量（约 16 万吨），2027 年满产（22.5 万吨）。

产品价格：2025 年受行业周期影响，主要产品价格处于历史低位。2026 年以来，中东地缘冲突持续，油价高位运行，电石法 PVC 成本优势凸显，产品价格较 2025 年低点有所回升。参考公司历史价格及 2026 年 3 月最新市场行情，综合考虑地缘冲突持续时间的不确定性，我们预计 2026-2027 年各产品均价如下：通用 PVC 5,200 元/吨、5,200 元/吨（2027 年与 2026 年持平，回归 2024 年中枢水平），特种树脂与通用 PVC 联动，糊树脂 7,800 元/吨、6,500 元/吨，烧碱 2,750 元/吨、2,600 元/吨，乙醇 4,900 元/吨、4,500 元/吨，乙烯法 PVC 6,200 元/吨、5,800 元/吨。

成本及其他：2025 年上半年煤炭采购均价仅 183 元/吨，从长期来看新疆煤价保持稳定，并未出现大幅波动，成本优势显著。假设未来成本

基本稳定，新项目投产后折旧及运行成本相应增加。水泥及其他业务基于 2025 年 18.23 亿元实际收入，结合新疆“十五五”基建投资加速预期，2026-2027 年保持合理增长（2026 年约 19.70 亿元，2027 年约 21.50 亿元）。

基于以上假设，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 104.68 亿元、136.43 亿元、135.43 亿元，归母净利润分别为-0.50 亿元、11.80 亿元、8.84 亿元，对应 EPS 分别为-0.029 元/股、0.69 元/股、0.52 元/股。

图表 36 公司营收预测

项目	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	120.15	116.46	114.65	111.56	104.68	136.43	135.43
其中：通用 PVC	70.76	52.75	63.6	64.49	47.21	56.32	55.77
特种树脂	--	--	--	--	4.36	4.94	4.89
糊树脂	--	--	--	--	5.88	7.41	6.18
烧碱	10.72	17.78	20.7	21.49	22.95	25.36	23.97
乙醇	--	--	2.38	2.38	6.05	11.66	10.71
乙烯法 PVC	--	--	--	--	--	11.04	12.41
水泥及其他	7.21	45.93	27.97	23.2	18.23	19.7	21.5
营业成本（亿元）	88.17	93.67	107	99	91.49	105.36	108.4
毛利润（亿元）	31.98	22.79	7.65	12.56	13.19	31.07	27.03
毛利率（%）	26.62	19.57	6.67	11.26	12.6	22.77	19.96
归母净利润（亿元）	16.38	8.53	-7.75	0.68	-0.50	11.8	8.84
EPS（元）	1.07	0.5	-0.45	0.04	-0.029	0.69	0.52

资料来源：大同证券研究中心

（二）投资建议

截至 2026 年 3 月 26 日，新疆天业市盈率（TTM）为 190 倍，主要受 2025 年公司业绩亏损（归母净利润-5,000 万元）影响，导致静态估值偏高。但考虑到 2026 年公司业绩有望实现反转，我们采用预测市盈率进行估值。

横向来看，新疆天业以氯碱化工为核心业务，聚氯乙烯树脂（PVC）和烧碱合计贡献约 78% 的营业收入，是盈利的核心支柱。因此，我们选取

业务属性相近、产品结构类似的三友化工、君正集团、湖北宜化作为可比公司。

可比公司选择说明：

三友化工(600409.SH)：主营业务从单一纯碱业务发展成为具有“两碱一化”(纯碱、氯碱、化纤)特色循环经济模式的集团型企业，实现了从基础化工向精细化工的转型升级，与新疆天业当前业务发展模式和方向相似。

君正集团(601216.SH)：公司拥有“煤—电—氯碱化工”一体化产业链，产品包括聚氯乙烯树脂(PVC)、烧碱、电石等，业务结构与新疆天业相似。

湖北宜化(000442.SZ)：公司在新疆、内蒙古、青海等西部地区设立煤化工、氯碱化工生产基地，能够充分发挥各地资源优势。公司控股股东为湖北宜化集团有限责任公司，实际控制人为宜昌市国资委，为国有控股上市公司。公司主要产品包含聚氯乙烯、烧碱等，氯碱化工相关资源分布、股东背景、业务结构与新疆天业具有可比性。

保守估计，2026年化工产品市场趋稳。我们选取了三家氯碱化工相关上市公司进行估值对比，2026年平均估值PE为17.06倍(对应2026年3月24日股价)，但综合考虑到新疆天业主要以氯碱化工产业链为主，而三友化工和湖北宜化业务范围更广，因此，我们预测公司2026年PE更向君正集团倾斜，较均值偏低，为15倍，盈利弹性相对较大，2026年目标价位10.35元。

受益于中东地缘冲突长期化、油价高位运行，电石法PVC成本优势持续扩大，公司盈利能力有望显著修复。结合公司资源禀赋、行业地位及业绩反转预期，给予“谨慎推荐”评级。

图表 37 可比公司估值

代码	简称	收盘价(元)	EPS(元/股)					PE(倍)			
		2026/3/26	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600409.SH	三友化工	6.98	0.24	0.07	0.3	0.41	22.34	105.86	23.69	16.87	
601216.SH	君正集团	5.47	0.33	0.40	0.43	0.44	15.83	13.9	12.95	12.73	
000422.SZ	湖北宣化	16.72	0.6	0.82	1.14	1.32	20.94	17.4	14.55	12.55	
平均值	—	—	—	—	—	—	19.70	45.72	17.06	14.05	
600075.SH	新疆天业	7.28	0.04	-0.025	0.69	0.52	183.37	—	15	15	

资料来源：Wind 大同证券研究中心

备注：（1）上市公司盈利预测来自 Wind 一致预期，新疆天业来自大同证券预测；（2）日期为 2026 年 3 月 26 日

五、风险提示

市场风险：地缘冲突缓和后，国际市场需求回落，PVC、烧碱价格回落；

政策风险：去汞化进程加快，电石法落后产能去化速度加快；

经营风险：乙烯法研发转型进度不及预期、煤化工经营资质申请进度不及预期。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数 -10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/同花顺 iFinD/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具备一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
- 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。