

国企改革+“中特估”系列报告之三

国企改革背景下，化工地方国企看点梳理

- 本文是华创能源化工团队国企改革系列的第三篇，基于规模体量（人均创收、人均创利）、社会责任（员工总数）、内部管理（股权激励、人均薪酬、人均管理费用）、成长空间（PB、公司α的成长性）、实控人和集团资产情况等指标，定性+定量的筛选出预计具备质地改善空间的化工国企。
- **国资国企改革是国家经济改革大局的关键主轴，特别是对地方国企具备重要意义。**6月14日，国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，上海社会科学院国家高端智库资深专家、研究员杨建文称，会议强调了央国企的重要担当，指出了上市公司是央国企的绝对主力，并购重组将是央国企提高核心竞争力的重要抓手。2023年政府工作报告指出，国企改革三年行动成效突出，同时“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”仍是今年工作重点。根据国务院国资委研究中心对国企改革三年行动的成效总结及未来展望，立足当下，我们梳理认为未来持续深化国有企业改革对于地方国企的重要意义在于1)提升企业创新能力和人才建设力度；2)深化激励机制和约束机制的改革；3)加速优化国有经济的布局结构。**对于石化及化工行业，预计国企改革将有助于企业协同产业链一体化优势、激发自主技术创新潜力，实现业务结构的优化和产业的绿色升级。**
- **寻找存在质地改善空间的化工国企：**1)我们将A股所有国资上市化工企业以**PB从低到高排序**，其中PB前五低的企业依次为诚志股份、华谊集团、开滦股份、中泰化学、华锦股份，均小于0.8；2)**有股权激励计划且已完成实施的企业**，共计35家，其中PB前五低的企业依次为华谊集团、中泰化学、ST海越、平煤股份、贵州轮胎；3)在已实施股权激励和未实施股权激励但PB<1.1的企业中，我们按照**人均创收、人均创利、员工总数、人均薪酬和人均管理费用等指标**进行排序，以观察企业所承担的社会负担和潜在改善的空间。其中，人均创收前五的企业依次为ST海越、上海石化、华润材料、中国石化、中国石油；人均创利前五的企业依次为华鲁恒升、扬农化工、电投能源、晋控煤业、华润材料；员工总数前五的企业依次为中国石油、中国石化、石化油服、平煤股份、兖矿能源；人均薪酬前五的企业依次为中国石油、海油工程、电投能源、中油工程、扬农化工；人均管理费用前五的企业依次为上海石化、扬农化工、ST海越、华锦股份、领湃科技。
- **结合排序，我们挑选出15家在国企改革背景存在较大质地改善机会的公司：**
 - 1) **湖北宜化(000422.SZ)**：左手资源右手新能源，公司两翼发展，未来成长可期；
 - 2) **中泰化学(002092.SZ)**：地处新疆区位优势明显，国企改革+产业布局双发力；
 - 3) **贵州轮胎(000589.SZ)**：越南基地投产贡献业绩高弹性，质地优化登更大舞台；
 - 4) **兴发集团(600141.SH)**：磷化工龙头，深化精细化工及新材料布局；
 - 5) **云天化(600096.SH)**：磷矿资源竞争优势突出，加快推进产业转型升级；
 - 6) **黑猫股份(002068.SZ)**：股权激励释放国企活力，积极转型开启新成长；
 - 7) **华锦股份(000059.SZ)**：中兵旗下大型石化平台，业务发展驶入快车道；
 - 8) **川发龙蟒(002312.SZ)**：矿产资源优势突出，布局新能源赛道；
 - 9) **天原股份(002386.SZ)**：“一体两翼”新产业布局完成，转型升级进入兑现期；
 - 10) **新乡化纤(000949.SZ)**：精进主业强化优势，巩固氨纶&生物质纤维素长丝行业龙头地位；
 - 11) **新疆天业(600075.SH)**：资产注入深化调整产业结构，构建一体化循环经济产业链；
 - 12) **华谊集团(600623.SH)**：五大核心业务并行发展，“制造+服务”双核驱动；
 - 13) **平煤股份(601666.SH)**：优质主焦煤龙头，“三点”发力提升业绩韧性；
 - 14) **中盐化工(600328.SH)**：盐化工龙头，资源禀赋铸就成本优势；
 - 15) **沧州大化(600230.SH)**：聚焦TDI和PC核心产业链的新材料平台。

建议关注：**湖北宜化、中泰化学、贵州轮胎、兴发集团、云天化、黑猫股份、华锦股份。**
- **风险提示：**安全事故影响开工；原材料成本大幅波动；技术路线快速迭代；逆全球化背景下的产业脱钩等。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com
执业编号：S0360522050001

证券分析师：郑轶

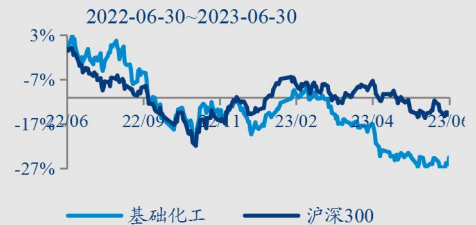
邮箱：zhengyi@hcyjs.com
执业编号：S0360522100004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	463	0.06
总市值(亿元)	45,172.25	4.85
流通市值(亿元)	36,067.99	5.06

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	2.0%	-7.8%	-24.3%
相对表现	1.9%	-7.0%	-10.0%



相关研究报告

- 《氢能研究系列报告之二：产业链企业梳理》
2023-06-28
- 《化工新材料行业周报（20230619-20230625）：专题推荐导电炭黑：需求持续高增，国产替代加速》
2023-06-27
- 《基础化工行业周报（20230619-20230625）：天然气涨幅居首，硝酸、煤焦油、液氨跌幅居前，化工盈利继续磨底》
2023-06-26

目 录

一、 国资国企改革是国家经济改革大局的关键主轴	6
二、 化工行业国有上市企业梳理	9
三、 重点企业梳理	13
1、 湖北宜化（000422.SZ）：左手资源右手新能源，公司两翼发展，未来成长可期	13
2、 中泰化学（002092.SZ）：地处新疆区位优势明显，国企改革+产业布局双发力	15
3、 贵州轮胎（000589.SZ）：越南基地投产贡献业绩高弹性，质地优化登更大舞台	17
4、 兴发集团（600141.SH）：磷化工龙头，深化精细化工及新材料布局	19
5、 云天化（600096.SH）：磷矿资源竞争优势突出，加快推进产业转型升级	22
6、 黑猫股份（002068.SZ）：股权激励释放国企活力，积极转型开启新成长	24
7、 华锦股份（000059.SZ）：中兵旗下大型石化平台，业务发展驶入快车道	26
8、 川发龙蟒（002312.SZ）：矿产资源优势突出，布局新能源赛道	27
9、 天原股份（002386.SZ）：“一体两翼”新产业布局完成，转型升级进入兑现期	29
10、 新乡化纤（000949.SZ）：精进主业强化优势，巩固氨纶&生物质纤维素长丝行业龙头地位	31
11、 新疆天业（600075.SH）：资产注入深化调整产业结构，构建一体化循环经济产业链	32
12、 华谊集团（600623.SH）：五大核心业务并行发展，“制造+服务”双核驱动	34
13、 平煤股份（601666.SH）：优质主焦煤龙头，“三点”发力提升业绩韧性	36
14、 中盐化工（600328.SH）：盐化工龙头，资源禀赋铸就成本优势	37
15、 沧州大化（600230.SH）：聚焦 TDI 和 PC 核心产业链的新材料平台	39
四、 投资建议	41
五、 风险提示	42

图表目录

图表 1	全国国有企业营业收入及利润变化（万亿元，%）	6
图表 2	国内工业企业营业收入对比（万亿元）	7
图表 3	国内工业企业利润总额对比（万亿元）	7
图表 4	国有控股工业企业资产负债率（%）呈现下行趋势	7
图表 5	国内工业企业利润总额和利润率对比	8
图表 6	国内工业企业每百元资产实现的营收（元）	8
图表 7	规模以上工业企业总资产利润率对比	8
图表 8	规模以上工业企业净资产利润率对比	8
图表 9	A 股国资化工上市公司列示（PB≤1.25）	9
图表 10	有股权激励计划的 A 股国资化工上市公司筛选	10
图表 11	无股权激励计划但 PB≤1.1 的 A 股国资化工上市公司筛选	12
图表 12	A 股国资化工上市公司中，人均创收、人均创利、员工总数、人均薪酬和人均管理费用前 10 名的企业	13
图表 13	湖北宜化营业收入及同比	14
图表 14	湖北宜化归母净利润及同比	14
图表 15	湖北宜化主要产品及产能（不含新疆宜化）	14
图表 16	新疆宜化（湖北宜化持股 35.6%）主要产品及产能	14
图表 17	中泰化学营业收入及同比	16
图表 18	中泰化学归母净利润及同比	16
图表 19	中泰化学主要产品及产能	16
图表 20	我国房屋竣工面积累计同比底部提升	16
图表 21	电石法 PVC 价格价差走势（元/吨）	16
图表 22	中泰化学 2021 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求	17
图表 23	贵州轮胎营业收入及同比	18
图表 24	贵州轮胎归母净利润及同比	18
图表 25	贵州轮胎主要产品及产能	18
图表 26	贵州轮胎人均创收稳步提升	19
图表 27	贵州轮胎单胎制造费用持续优化	19
图表 28	贵州轮胎 2022 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求	19
图表 29	兴发集团营业收入及同比	21
图表 30	兴发集团归母净利润及同比	21
图表 31	兴发集团主要产品及产能	21
图表 32	兴发集团 2023 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求	21

图表 33	云天化营业收入及同比	23
图表 34	云天化归母净利润及同比	23
图表 35	云天化主要产品及产能	23
图表 36	云天化 2018 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求	23
图表 37	黑猫股份营业收入及同比变化	24
图表 38	黑猫股份归母净利润及同比变化	24
图表 39	黑猫股份产品产能	24
图表 40	焦化企业开工率	25
图表 41	炭黑价格价差走势（单位：元/吨）	25
图表 42	2020 年黑猫股份股权激励业绩考核目标	25
图表 43	华锦股份营业收入及同比（亿元）	26
图表 44	华锦股份归母净利润及同比（亿元）	26
图表 45	华锦股份产品及产能结构	26
图表 46	我国原油加工量趋于稳定（亿吨）	27
图表 47	国内柴油价格价差走势（元/吨）	27
图表 48	川发龙蟒营业收入及同比	28
图表 49	川发龙蟒归母净利润及同比	28
图表 50	川发龙蟒主要产品及产能	28
图表 51	川发龙蟒 2021 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求	29
图表 52	天原股份营业收入及同比	30
图表 53	天原股份归母净利润及同比	30
图表 54	天原股份主要产品及产能	30
图表 55	新乡化纤营业收入及同比	31
图表 56	新乡化纤归母净利润及同比	31
图表 57	新乡化纤主要产品及产能	31
图表 58	化纤产业链下游开机变化	32
图表 59	氨纶行业价差底部回升接近历史平均水平（元/吨）	32
图表 60	新疆天业营业收入及同比	33
图表 61	新疆天业归母净利润及同比	33
图表 62	新疆天业主要产品及产能	33
图表 63	华谊集团营业收入及同比	34
图表 64	华谊集团归母净利润及同比	34
图表 65	华谊集团主要产品及产能	35
图表 66	华谊集团股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求	35
图表 67	平煤股份营业收入及同比	36

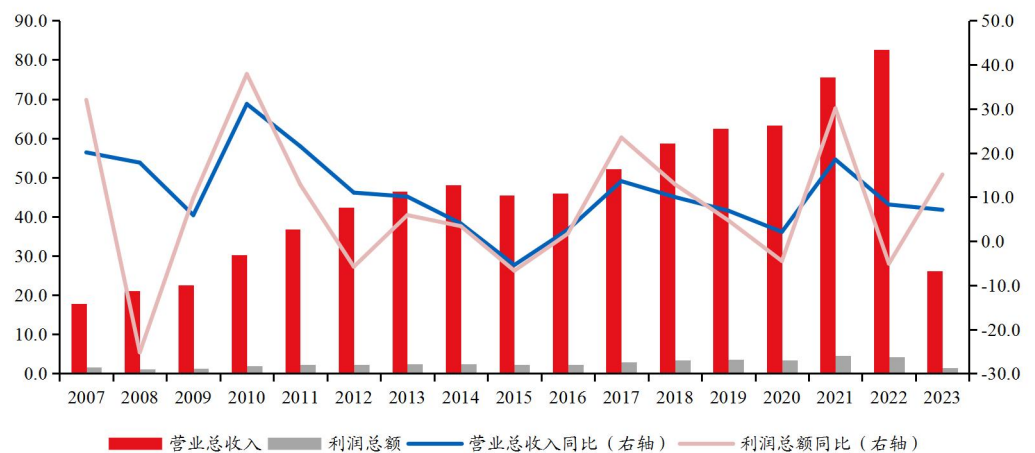
图表 68	平煤股份归母净利润及同比	36
图表 69	平煤股份历年精煤销售情况	37
图表 70	主焦煤和 1/3 焦煤价差仍处相对高位 (元/吨)	37
图表 71	平煤股份 2021 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求	37
图表 72	中盐化工营业收入及同比 (亿元)	38
图表 73	中盐化工归母净利润及同比 (亿元)	38
图表 74	中盐化工主要产品及产能结构	38
图表 75	联碱法法价差仍位于高位 (元/吨)	39
图表 76	浮法与光伏玻璃产能企稳增长 (万吨/日)	39
图表 77	中盐化工于 2022 年推出限制性股票激励计划	39
图表 78	沧州大化营业收入及同比 (亿元)	40
图表 79	沧州大化归母净利润及同比 (亿元)	40
图表 80	沧州大化主要产品及产能结构	40
图表 81	国内 TDI 产能已收缩 (万吨)	41
图表 82	20 年起 TDI 价差持续提升 (元/吨)	41
图表 83	沧州大化于 2021 年推出限制性股票激励计划	41
图表 84	重点企业梳理及对比	41
图表 85	(附表) A 股国资化工上市公司列示	43

一、国资国企改革是国家经济改革大局的关键主轴

并购重组将是央国企提高核心竞争力的重要抓手。6月14日，国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，会议一方面肯定了近年来央企以资本市场深化改革为契机，主动运用并购重组手段促进资产和业务布局优化完善，提升国有资源运营配置效率等工作所取得的积极成效，另一方面进一步强调了中央企业要以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。上海社会科学院国家高端智库资深专家、研究员杨建文称，会议强调了央国企的重要担当，指出了上市公司是央国企的绝对主力。

央、国企是国家经济发展的中流砥柱。据财政部数据，2023年1-4月，全国国有企业营业收入总计26.2万亿元，同比+7.1%；利润总额1.4万亿元，同比+15.1%。在营业收入维持增长的同时，在利润端实现同比较大幅度提升。具体到工业企业，据国家统计局数据，2022年国内工业企业中，国有控股企业营业收入累计36.5万亿元，占比26.5%；累计利润总额2.38万亿元，占比28.3%。可见，国有控股企业从主营业务创收及创利等维度均占据较大比重。进入2023年，国有工业控股企业的营收及利润占比进一步提升，营收及利润占比分别达到28.0%和37.3%。同时，近年来国有企业的管理体制和运行机制在持续发生变化，如国有资产监管体制不断完善、国有经济布局 and 结构逐步优化、国有企业的市场主体意识明显增强。在此背景下，国有经济的运行质量得到了显著提高，如近年来工业企业中国有控股企业的资产负债率呈现较为明显的下行趋势。

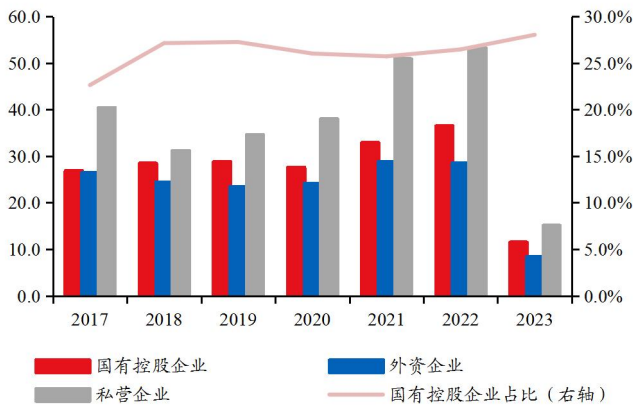
图表 1 全国国有企业营业收入及利润变化（万亿元，%）



资料来源: Wind, 财政部, 华创证券

注: 2023 年数据截至 4 月

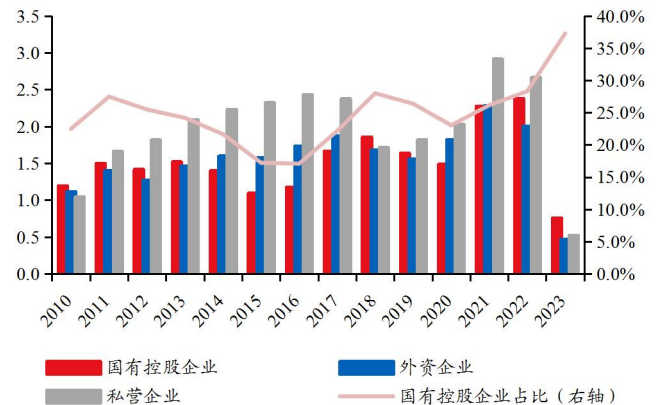
图表 2 国内工业企业营业收入对比（万亿元）



资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

注: 2023 年数据截至 4 月

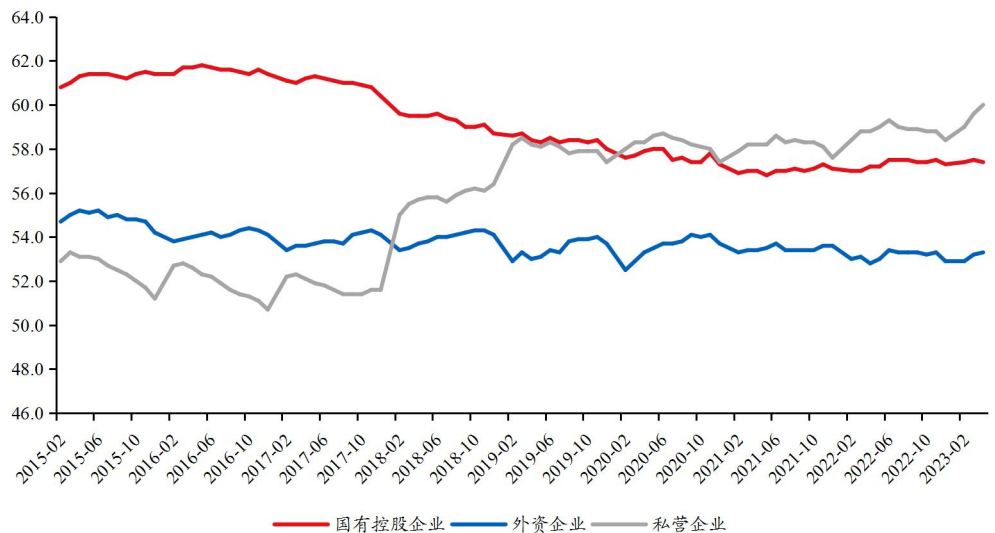
图表 3 国内工业企业利润总额对比（万亿元）



资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

注: 2023 年数据截至 4 月

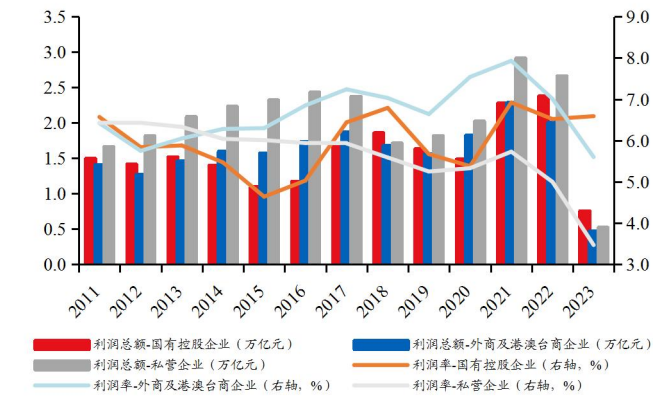
图表 4 国有控股工业企业资产负债率 (%) 呈现下行趋势



资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

国资国企改革是国家经济改革大局的关键主轴。党的十八大以来，以供给侧结构性改革为主线，国有经济布局优化、结构调整和战略性重组持续推进，针对性地解决了地方国企存在的较多共性问题。2023 年政府工作报告指出，国企改革三年行动成效突出，同时“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”仍是今年工作重点。根据国务院国资委研究中心对国企改革三年行动的成效总结及未来展望，立足当下，我们梳理认为未来持续深化国有企业改革对于地方国企的重要意义在于以下几方面：1) 提升企业创新能力和人才建设力度；2) 深化激励机制和约束机制的改革；3) 加速优化国有经济的布局结构，提升资源配置效率，推动资源向优势企业和主业企业集中，从根本上减少重复投资和同质化竞争，进而提升产业核心竞争力。

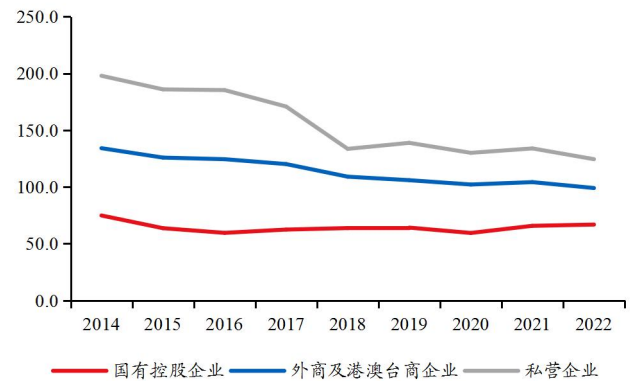
图表 5 国内工业企业利润总额和利润率对比



资料来源: Wind, 华创证券

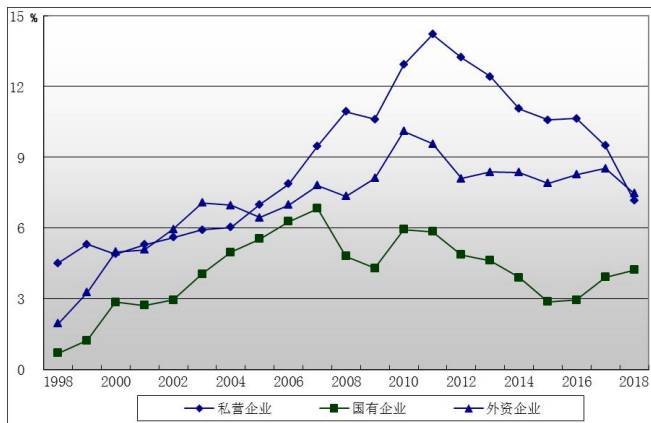
注: 2023 年数据截至 4 月

图表 6 国内工业企业每百元资产实现的营收 (元)



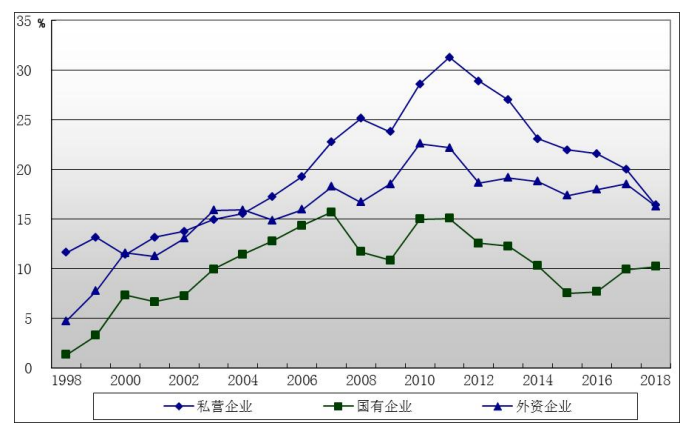
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 规模以上工业企业总资产利润率对比



资料来源: 刘现伟《“十四五”深化国有企业改革意义重大》

图表 8 规模以上工业企业净资产利润率对比



资料来源: 刘现伟《“十四五”深化国有企业改革意义重大》

对于石化及化工行业，国企改革将有助于企业协同产业链一体化优势、激发自主技术创新潜力，实现业务结构的优化和产业的绿色升级。

1) 石化及化工行业是国民经济支柱产业，经济总量占比大、产业链条长、产品种类多同时下游覆盖衣食住行等多个领域。从上游看，相比于多数的非国有企业，央、国企具备显著的资源优势（如煤炭、矿产资源等）；从中下游看，央、国企在渠道布局、产业联动等方面具有较好的基础。一方面由于化工行业下游延伸长、覆盖面广，部分国企或在其主营业务突出性、业务结构更加精炼方面存在一定优化空间；另一方面随着企业经营动力的进一步激发，有望实现产业链协同整合力度的增加。因此，国企改革一方面有望促使化工企业实现业务结构的优化调整，在剥离非主业资产、轻装上阵的同时，更加聚焦于主业竞争力的提升。另一方面其有望促使企业充分整合相关资源，发挥产业协同优势，提升资源利用效率的同时实现产业链一体化发展。最终能够更好的达成既充分发挥上游资源优势并提升市场竞争力，又实现了向绿色化工、精细化工产业转型升级。

2) 石化及化工行业属于技术及资本密集度较高的行业，一方面行业绝大部分核心技术此前均由欧美发达国家及如杜邦、巴斯夫等海外化工巨头开发并产业化，另一方面大化工项目及装置投资较大、资本壁垒较高。因此，国企改革的必要性在于去激发具备资金、

技术、资源等优势国有企业的自主创新积极性。例如我国分别于2013年和2015年实现百万吨级乙烯技术和芳烃联合生产技术的工业应用，其技术突破的领头者均是中石化、中石油这样的大国企。未来，国企改革的推动有望使更多此前被垄断的产品实现一定的国产化，进而使更多中小企业可参与到市场化的竞争中来，并以此为基础实现研发的多点开花、推动更多新产品的开发，最终推动国内石化及化工行业的高质量发展。

二、化工行业国有上市企业梳理

我们筛选了实控人是国资委、地方国资委、地方政府的所有A股国资上市化工企业，并以PB从低到高排序（见附表），PB不高于1.25的企业如下图9所列示。其中PB前五低的企业依次为诚志股份、华谊集团、开滦股份、中泰化学、华锦股份，PB均小于0.7。

图表9 A股国资化工上市公司列示（PB≤1.25）

代码	标的名称	实际控制人	实控人属性	PB (MRQ)	2022年营业收入 (亿元)	2022年归母净利润 (亿元)	2022年EPS	2022年末员工总数
000990.SZ	诚志股份	青岛市黄岛区国资委	地方国资委	0.52	117.2	0.5	0.04	4218
600623.SH	华谊集团	上海市国资委	地方国资委	0.60	389.4	12.8	0.60	11691
600997.SH	开滦股份	河北省国资委	地方国资委	0.65	260.0	18.5	1.17	14763
002092.SZ	中泰化学	新疆自治区国资委	地方国资委	0.65	559.1	7.1	0.28	23106
000059.SZ	华锦股份	国务院国资委	国资委	0.69	490.6	5.3	0.33	8294
600971.SH	恒源煤电	安徽省国资委	地方国资委	0.74	83.9	25.1	2.09	15531
601101.SH	昊华能源	北京市国资委	地方国资委	0.74	92.9	13.4	0.93	5982
600123.SH	兰花科创	晋城市国资委	地方国资委	0.75	141.6	32.2	2.82	17623
601666.SH	平煤股份	河南省国资委	地方国资委	0.76	360.4	57.2	2.47	53635
600075.SH	新疆天业	新疆生产建设兵团第八师国资委	地方国资委	0.78	116.5	8.5	0.50	6866
600508.SH	上海能源	国务院国资委	国资委	0.78	126.3	17.4	2.41	13917
601898.SH	中煤能源	国务院国资委	国资委	0.78	2,205.8	182.4	1.38	46450
600387.SH	ST海越	铜川市国资委	地方国资委	0.79	65.9	0.6	0.12	514
600985.SH	淮北矿业	安徽省国资委	地方国资委	0.79	692.2	70.1	2.83	44021
600339.SH	中油工程	国务院国资委	国资委	0.83	835.9	7.2	0.13	41500
000949.SZ	新乡化纤	新乡市财政局	地方政府	0.84	72.7	-4.3	-0.30	8398
600740.SH	山西焦化	山西省国资委	地方国资委	0.84	120.7	25.8	1.01	5679
000553.SZ	安道麦A	国务院国资委	国资委	0.86	373.8	6.1	0.26	9208
601918.SH	新集能源	国务院国资委	国资委	0.88	120.0	20.6	0.80	15567
601699.SH	潞安环能	山西省国资委	地方国资委	0.93	543.0	141.7	4.74	34551
600810.SH	神马股份	河南省国资委	地方国资委	0.93	135.6	4.3	0.41	10278
600575.SH	淮河能源	安徽省国资委	地方国资委	0.93	253.6	3.5	0.09	7637
600028.SH	中国石化	国务院国资委	国资委	0.94	33,181.7	663.0	0.55	374791
600792.SH	云煤能源	云南省国资委	地方国资委	0.95	75.4	-1.8	-0.18	1894

601857.SH	中国石油	国务院国资委	国资委	0.96	32,391.7	1,493.8	0.82	398440
601001.SH	晋控煤业	山西省国资委	地方国资委	0.98	160.8	30.4	1.82	7310
000589.SZ	贵州轮胎	贵阳市国资委	地方国资委	0.99	84.4	4.3	0.38	6362
002128.SZ	电投能源	国务院国资委	国资委	1.00	267.9	39.9	2.07	7363
600348.SH	华阳股份	山西省国资委	地方国资委	1.02	350.4	70.3	2.92	35051
600727.SH	鲁北化工	无棣县财政局	地方政府	1.02	49.0	-0.9	-0.17	2536
002386.SZ	天原股份	宜宾市国资委	地方国资委	1.03	203.4	5.5	0.54	4315
600758.SH	辽宁能源	辽宁省国资委	地方国资委	1.04	66.2	1.9	0.15	15202
600583.SH	海油工程	国务院国资委	国资委	1.06	293.6	14.6	0.33	9614
002109.SZ	兴化股份	陕西省国资委	地方国资委	1.06	32.6	3.9	0.37	1229
000937.SZ	冀中能源	河北省国资委	地方国资委	1.07	360.4	44.6	1.26	41445
600500.SH	中化国际	国务院国资委	国资委	1.09	874.5	13.1	0.46	26306
000552.SZ	甘肃能化	甘肃省国资委	地方国资委	1.09	122.6	31.7	0.78	23248
000912.SZ	泸天化	泸州市国资委	地方国资委	1.10	75.3	3.7	0.23	2984
600328.SH	中盐化工	国务院国资委	国资委	1.11	181.6	18.6	1.91	9346
000731.SZ	四川美丰	国务院国资委	国资委	1.13	49.1	6.2	1.06	2424
000830.SZ	鲁西化工	国务院国资委	国资委	1.13	303.6	31.6	1.64	12373
600403.SH	大有能源	河南省国资委	地方国资委	1.16	85.9	15.6	0.65	25899
600141.SH	兴发集团	宜昌市兴山县国资委	地方国资委	1.17	303.1	58.5	5.31	13012
430489.BJ	佳先股份	蚌埠市国资委	地方国资委	1.19	5.7	0.6	0.44	295
600691.SH	阳煤化工	山西省国资委	地方国资委	1.19	170.4	0.7	0.03	7419
000881.SZ	中广核技	国务院国资委	国资委	1.21	69.4	2.0	0.21	4560
002669.SZ	康达新材	唐山市国资委	地方国资委	1.23	24.7	0.5	0.18	1526
600395.SH	盘江股份	贵州省国资委	地方国资委	1.23	118.4	21.9	1.11	26166
000635.SZ	英力特	国务院国资委	国资委	1.25	18.8	-3.9	-1.28	2009

资料来源: Wind, 华创证券

注: 筛选范围: SW 基础化工+SW 煤炭+SW 石油石化+SW 轮胎; 按PB 由低至高(2023.6.20) 排序

我们进一步筛选出有股权激励计划且已完成实施的企业, 共计 35 家, 其中 PB 前五低的企业依次为华谊集团、中泰化学、平煤股份、ST 海越、贵州轮胎。我们关注到, 较为高频次出现的企业股权激励考核目标为归母净利润、净利润、ROE、EOE、营业收入等。此外, 我们筛选出无股权激励计划但 $PB \leq 1.1$ 的企业, 共计 30 家, 其中 PB 前五低的企业依次为诚志股份、开滦股份、华锦股份、恒源煤电、昊华能源。

图表 10 有股权激励计划的 A 股国资化工上市公司筛选

代码	名称	实际控制人	PB (MRQ)	最新一期股权激励实施日期	最新一期股权激励公布时间	股权激励考核主要目标
600623.SH	华谊集团	上海市国资委	0.60	2020-12-17	2020-12-08	归母净利润、ROE 等
002092.SZ	中泰化学	新疆自治区国资委	0.65	2022-07-12	2022-03-08	营业利润、EOE 等
601666.SH	平煤股份	河南省国资委	0.76	2021-01-09	2020-09-19	净利润、ROE 等
600387.SH	ST 海越	铜川市国资委	0.79	2018-09-04	2022-12-01	归母净利润、ROE 等

000589.SZ	贵州轮胎	贵阳市国资委	0.99	2023-02-18	2023-02-11	归母净利润、ROE 等
600500.SH	中化国际	国务院国资委	1.09	2020-01-23	2021-03-18	净利润、EOE 等
600328.SH	中盐化工	国务院国资委	1.11	2022-06-28	2022-05-27	归母净利润、ROE 等
000830.SZ	鲁西化工	国务院国资委	1.13	2022-05-12	2022-05-12	净利润、ROE 等
600141.SH	兴发集团	宜昌市兴山县国资委	1.17	2019-09-17	2023-03-13	归母净利润、EOE 等
000881.SZ	中广核技	国务院国资委	1.21	2023-01-04	2022-12-10	归母净利润、ROE 等
000635.SZ	英力特	国务院国资委	1.25	2022-06-09	2022-07-15	归母净利润、ROE、资产负债率等
600688.SH	上海石化	国务院国资委	1.26	2015-01-07	2015-01-07	归母净利润、ROE 等
603299.SH	苏盐井神	江苏省国资委	1.46	2022-03-25	2022-03-02	归母净利润、现金分红比例等
600230.SH	沧州大化	国务院国资委	1.47	2021-05-11	2020-12-26	营业收入、ROE 等
000599.SZ	青岛双星	青岛市国资委	1.50	2020-12-03	2020-11-27	归母净利润、ROE 等
002226.SZ	江南化工	国务院国资委	1.53	2013-06-27	2013-04-22	归母净利润、ROE 等
600188.SH	兖矿能源	山东省国资委	1.63	2022-01-28	2018-12-28	扣非净利润、扣非每股收益等
002312.SZ	川发龙蟒	四川省国资委	1.72	2022-03-05	2022-02-26	营业收入、ROE 等
600096.SH	云天化	云南省国资委	1.73	2018-12-15	2018-12-14	净利润、ROE 等
600929.SH	雪天盐业	湖南省国资委	1.79	2021-05-12	2023-04-25	归母净利润、ROE 等
002554.SZ	惠博普	长沙市国资委	1.96	2015-12-22	2015-10-28	净利润等
002783.SZ	凯龙股份	荆门市国资委	2.15	2022-11-24	2021-08-20	归母净利润、EOE 等
002470.SZ	ST 金正	临沭县国有资产管理 服务中心	2.19	2014-12-03	2014-05-14	营业收入、净利润等
600426.SH	华鲁恒升	山东省国资委	2.31	2022-02-17	2022-02-12	营业收入、每股分红等
301090.SZ	华润材料	国务院国资委	2.34	2023-05-24	2023-05-24	扣非净利润、ROE 等
600367.SH	红星发展	青岛市国资委	2.42	2018-06-14	2018-06-14	净利润、ROE 等
002068.SZ	黑猫股份	景德镇市国资委	2.43	2020-09-11	2020-08-25	归母净利润、ROE 等
002254.SZ	泰和新材	烟台市国资委	2.53	2022-11-25	2022-11-25	归母净利润、EOE 等
600486.SH	扬农化工	国务院国资委	2.83	2023-05-19	2023-03-15	扣非净利润、ROE、资产负债率等
002683.SZ	广东宏大	广东省人民政府	3.70	2018-12-05	2023-02-09	净利润、ROE 等
600378.SH	昊华科技	国务院国资委	3.75	2020-05-19	2020-05-16	营业收入、ROE 等
600871.SH	石化油服	国务院国资委	4.77	2016-11-02	2016-06-01	净利润、EOE 等
000819.SZ	岳阳兴长	国务院国资委	5.71	2022-07-05	2022-06-29	营业收入、ROE 等
000818.SZ	航锦科技	武汉市国资委	6.25	2018-08-22	2012-02-22	净利润等
300530.SZ	领湃科技	衡阳市国资委	11.21	2022-12-23	2022-12-23	营业收入等

资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 无股权激励计划但 PB<1.1 的 A 股国资化工上市公司筛选

代码	名称	实际控制人	实控人属性	PB (MRQ)
000990.SZ	诚志股份	青岛市黄岛区国资委	地方国资委	0.52
600997.SH	开滦股份	河北省国资委	地方国资委	0.65
000059.SZ	华锦股份	国务院国资委	国资委	0.69
600971.SH	恒源煤电	安徽省国资委	地方国资委	0.74
601101.SH	昊华能源	北京市国资委	地方国资委	0.74
600123.SH	兰花科创	晋城市国资委	地方国资委	0.75
600075.SH	新疆天业	新疆生产建设兵团第八师国资委	地方国资委	0.78
600508.SH	上海能源	国务院国资委	国资委	0.78
601898.SH	中煤能源	国务院国资委	国资委	0.78
600985.SH	淮北矿业	安徽省国资委	地方国资委	0.79
600339.SH	中油工程	国务院国资委	国资委	0.83
000949.SZ	新乡化纤	新乡市财政局	地方政府	0.84
600740.SH	山西焦化	山西省国资委	地方国资委	0.84
000553.SZ	安道麦 A	国务院国资委	国资委	0.86
601918.SH	新集能源	国务院国资委	国资委	0.88
601699.SH	潞安环能	山西省国资委	地方国资委	0.93
600810.SH	神马股份	河南省国资委	地方国资委	0.93
600575.SH	淮河能源	安徽省国资委	地方国资委	0.93
600028.SH	中国石化	国务院国资委	国资委	0.94
600792.SH	云煤能源	云南省国资委	地方国资委	0.95
601857.SH	中国石油	国务院国资委	国资委	0.96
601001.SH	晋控煤业	山西省国资委	地方国资委	0.98
002128.SZ	电投能源	国务院国资委	国资委	1.00
600348.SH	华阳股份	山西省国资委	地方国资委	1.02
600727.SH	鲁北化工	无棣县财政局	地方政府	1.02
002386.SZ	天原股份	宜宾市国资委	地方国资委	1.03
600758.SH	辽宁能源	辽宁省国资委	地方国资委	1.04
600583.SH	海油工程	国务院国资委	国资委	1.06
002109.SZ	兴化股份	陕西省国资委	地方国资委	1.06
000937.SZ	冀中能源	河北省国资委	地方国资委	1.07
000552.SZ	甘肃能化	甘肃省国资委	地方国资委	1.09

资料来源: Wind, 华创证券

在 1) 已实施股权激励和 2) 未实施股权激励但 $PB \leq 1.1$ 的企业中 (图表 10+图表 11 所涉及企业), 我们进一步按照人均创收、人均创利、员工总数、人均薪酬和人均管理费用等指标进行排序 (为剔除周期性影响, 我们采用 2019-2022 年均值), 我们认为以上指标反映出了企业的规模、所承担的社会责任如创造就业和税收、以及经由创造利润转化为投资扩张并带来的未来成长空间等。其中, 人均创收前五的企业依次为 ST 海越、上海石

化、华润材料、中国石化、中国石油；人均创利前五的企业依次为华鲁恒升、扬农化工、电投能源、晋控煤业、华润材料；员工总数前五的企业依次为中国石油、中国石化、石化油服、平煤股份、兖矿能源。**客观上，以上企业营收规模大，或创利能力强，亦或是创造了较多的就业岗位。**此外，人均薪酬前五的企业依次为中国石油、海油工程、电投能源、中油工程、扬农化工；人均管理费用前五的企业依次为上海石化、扬农化工、ST海越、华锦股份、领湃科技。

图表 12 A 股国资化工上市公司中，人均创收、人均创利、员工总数、人均薪酬和人均管理费用前 10 名的企业

人均创收前 10	人均创收 (万元)	人均创利前 10	人均创利 (万元)	员工人数前 10	员工总数	人均薪酬前 10	人均薪酬 (万元)	人均管理费用前 10	人均管理费用 (万元)
ST 海越	1422.3	华鲁恒升	97.2	中国石油	427085	中国石油	37.0	上海石化	25.5
上海石化	1032.0	扬农化工	43.8	中国石化	386688	海油工程	33.5	扬农化工	19.8
华润材料	906.2	电投能源	40.7	石化油服	70256	电投能源	32.1	ST 海越	19.4
中国石化	720.5	晋控煤业	39.5	平煤股份	69772	中油工程	31.1	华锦股份	16.9
中国石油	608.4	华润材料	38.5	兖矿能源	62814	扬农化工	29.2	领湃科技	16.1
云天化	534.0	ST 海越	29.1	淮北矿业	50318	华鲁恒升	25.6	中国石化	16.0
天原股份	491.3	兴化股份	26.2	中煤能源	43907	晋控煤业	25.4	安道麦 A	15.2
华锦股份	473.3	兖矿能源	24.9	中油工程	43723	昊华能源	25.0	岳阳兴长	13.8
华鲁恒升	463.9	中煤能源	24.0	冀中能源	39924	中煤能源	24.9	中广核技	12.9
中煤能源	407.3	山西焦化	22.7	潞安环能	35793	石化油服	23.7	诚志股份	12.9

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

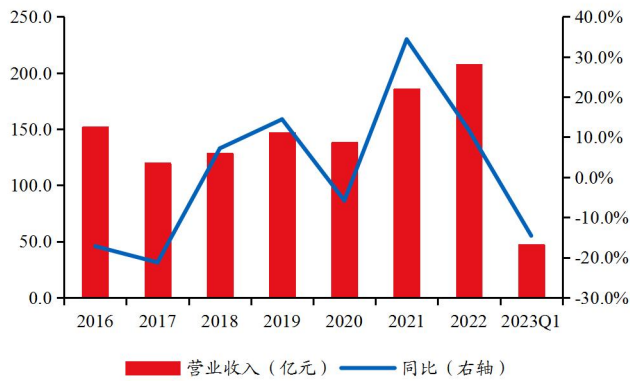
注: 以上均取 2019-2022 年均值

三、重点企业梳理

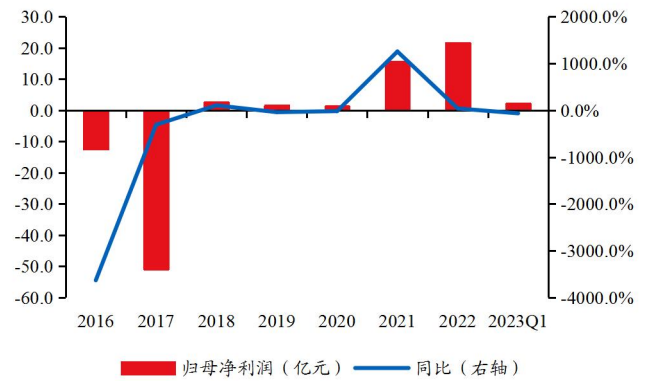
1、湖北宜化 (000422.SZ): 左手资源右手新能源, 公司两翼发展, 未来成长可期

湖北宜化当下 PB=2.10, 尚未进行股权激励, 2022 年人均创收 260.8 万元, 人均创利 27.2 万元, 员工总数 7943 人, 人均管理费用 5.8 万元, 人均薪酬 10.6 万元。作为宜昌市“工业长子”, 公司历经周期低谷转型重生。依托自身较好的资源禀赋和布局, 结合管理层架构的持续优化, ROE 有望进一步提升。目前宜化集团仍有房地产、若干磷矿等资产未装入上市公司, 其中磷矿属于上市公司关联业务。此外, 原全资子公司新疆宜化在 2017 年因经营困难剥离至国资委以纾困, 目前约 65% 的股权归属国资平台, 其具备丰富的新疆煤炭和煤化工资源。

公司传统化工业务分为氯碱化工、氮肥、磷肥三条主要产业链, 主业并行发展的同时, 构建了矿产资源、化工、化肥上下游耦合完善的产业链体系。公司现有产能规模庞大, 包括 84 万吨聚氯乙烯 (配套 105 万吨电石)、64 万吨烧碱、156 万吨尿素、126 万吨磷酸二铵等 (未包含新疆宜化) (截至 2022 年末)。短期公司主营产品承压, 我们看好行业后市复苏机遇。2022 年疫情背景下 PVC 需求承压, 农化板块中磷铵及尿素价格高位回调的同时, 原材料价格回落导致下游备货愈加谨慎。展望后市, 从供给端看, 化肥及氯碱行业新增产能均相对受限, 竞争格局逐步优化。从需求端看, 化肥行业事关粮食安全, 需求较为刚性; 氯碱行业则作为基础原料产业, 下游需求渗透入各行各业, 有望随稳经济政策效应的逐步显现迎来发展机遇。

图表 13 湖北宜化营业收入及同比


资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 14 湖北宜化归母净利润及同比


资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 15 湖北宜化主要产品及产能 (不含新疆宜化)

产品	年产能
PVC	84 万吨
烧碱	64 万吨
电石	105 万吨
尿素	156 万吨
磷酸二铵	126 万吨
PBAT	6 万吨

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 16 新疆宜化 (湖北宜化持股 35.6%) 主要产品及产能

产品	年产能
PVC	30 万吨
烧碱	25 万吨
电石	60 万吨
尿素	60 万吨 (同时配套 40 万吨合成氨)
三聚氰胺	8 万吨
煤炭	2000 万吨

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

新疆宜化 (目前上市公司参股 35.6%) 资源优势显著。 1) 产能充足。新疆宜化两大主营产品 PVC (年产能 30 万吨, 配套电石产能 60 万吨) 和尿素 (年产能 60 万吨, 配套合成氨产能 40 万吨) 均具备完备的配套产能。2) 丰富的矿产资源。据新疆宜化矿业 (新疆宜化控股 53% 的子公司) 官网披露, 其在 2013 年后具备 28.2 亿吨露天煤炭储量, 且是单一巨厚型煤层, 煤质稳定, 露天开采成本低, 现已具备 2000 万吨/年原煤生产能力。3) 地处西部, 电力红利明显。得益于丰富的能源储备, 新疆电力成本一直低于全国其他省份。同时, 新疆地区充足的煤炭资源可支撑当地企业开发自备电厂, 从源头解决供电紧张问题, 当地自备电度电成本可低至 2 毛钱左右。新疆宜化现具有 2×330MW 自备热电厂, 电力可基本实现自给。在全国供给侧改革以及能耗双控的大背景下, 化工品利润持

续向上游以及资源端转移，企业的一体化程度和资源禀赋的重要性日益凸显。新疆宜化紧握上游矿产资源、自备电力等核心竞争因素，盈利能力突出。4) 上游资源转化在即，产业链布局进一步扩大。煤炭是公司主要产品电石和尿素的核心原料，直接决定公司的盈利水平。单吨尿素生产约消耗 0.8 吨煤炭，单吨电石生产消耗 1 吨煤炭，新疆宜化矿业的资源储量和现有产能足以支撑起庞大的煤基产业链。依托丰富的资源储量，公司有望以极低成本大力发展煤化工和盐化工。“十四五”期间，新疆宜化拟在新疆昌吉州准东经济技术开发区投资建设以煤制甲醇、煤制合成氨为基础，年产 5×8 万吨三聚氰胺、10 万吨 BDO 及下游 PBAT、10 万吨 DMC、20 万吨 DMF 等下游产业为核心的产业集群。项目总投资约 214.63 亿元，建设周期为 2022 年 4 月至 2025 年 12 月。随着后续新疆宜化向下游进一步延伸，其资源优势将逐步得到充分兑现，未来有望成为公司在西部地区煤化工和盐化工行业的发展核心。

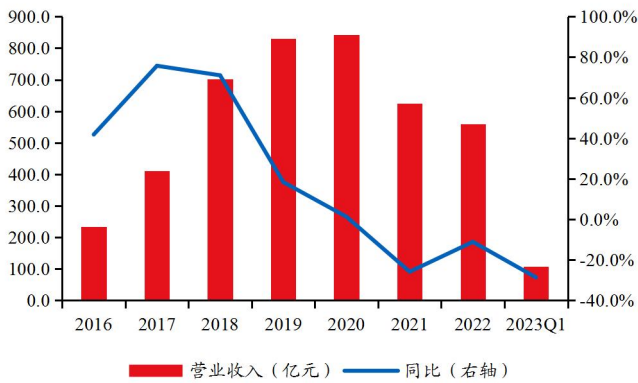
“资源+新能源”两翼发展，公司稳步转型升级。2017 年之后，公司开启内部改革，将不良资产逐步剥离，管理层实现大换血，公司治理实现底部反转。公司具备充足的磷矿、煤炭、电石等资源型化工品储备，同时立足区位优势继续向下游新能源、新材料产业链延伸。依托宜昌及周边地区丰富的磷资源及交运优势，以及内蒙、新疆、青海等地丰富的煤、电、天然气等资源，在西部，公司以极强的资源和成本优势构筑了氯碱化工产业链；在湖北宜昌，预计公司将持续打造磷氟精细化工产业链，深化与下游合作，持续向新能源、新材料产业切入转型。当前公司项目：1) 邦普宜化 30 万吨磷酸铁+20 万吨硫酸镍项目稳步推进。公司此前以持有江家墩矿业 100% 股权对邦普宜化进行增资，股权转让的收益已计入 2022 年内投资收益。2) 史丹利宜化 20 万吨磷酸铁项目持续推进。3) 洁净煤加压气化多联产技改搬迁升级项目，作为定增项目，5 月 21 日公司公告本次定增已获证监会注册批复。该项目含 46 万吨液氨和 9 万吨甲醇，并副产约 2 万吨硫酸，目前处于设备、材料采购和现场施工阶段，预计建设期为 2 年。4) 松滋新材料拟投建 10 万吨净化磷酸推进中。转型升级开启后，公司投资方向多为新材料新能源方向，2022 年公司资本开支达到 22.4 亿元，截至年末在建工程为 10.5 亿元，未来有望开启第二成长曲线。

2、中泰化学（002092.SZ）：地处新疆区位优势明显，国企改革+产业布局双发力

中泰化学当下 PB=0.67，已进行股权激励，2022 年人均创收 242.0 万元，人均创利 3.1 万元，员工总数 23106 人，人均管理费用 5.5 万元，人均薪酬 19.5 万元。公司地处新疆，煤炭、电力等资源禀赋明显，同时受“一带一路”拉动未来产品或可辐射中亚五国等地区。今年以来，控股股东中泰集团持续对上市公司进行增持。从集团层面看，其具备充足的煤炭资源（如经由中泰新能源持股 40% 的雨田煤业等），此外，集团与上市公司共同持股美克化工（集团经由中泰石化持股 26.3%）、中泰新材料（集团直接持股 40%）等公司。

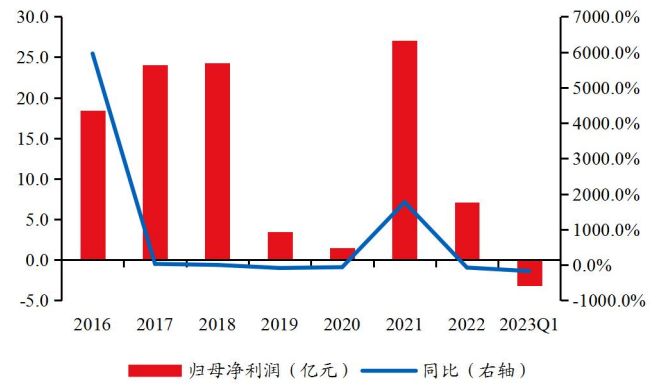
依托新疆地区丰富的煤炭、原盐、石灰石等自然资源，公司通过不断优化管理理念和完善产业生态圈，发展成为拥有氯碱化工和粘胶纺织产业两大主业的优势企业，主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱四大产品，配套热电、兰炭、电石、电石渣制水泥、棉浆粕等循环经济产业链。截至 2022 年末，公司具备聚氯乙烯树脂产能 205 万吨/年，离子膜烧碱产能 146 万吨/年，粘胶纤维产能 88 万吨/年，粘胶纱产能 320 万吨/年。

图表 17 中泰化学营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 18 中泰化学归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

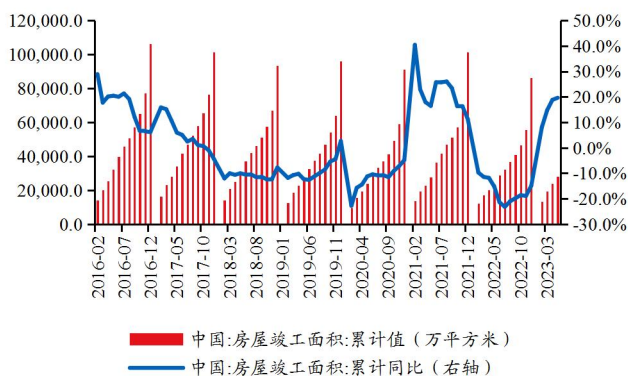
图表 19 中泰化学主要产品及产能

产品	年产能
PVC	205 万吨
烧碱	146 万吨
粘胶	88 万吨
粘胶纱	320 万吨

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

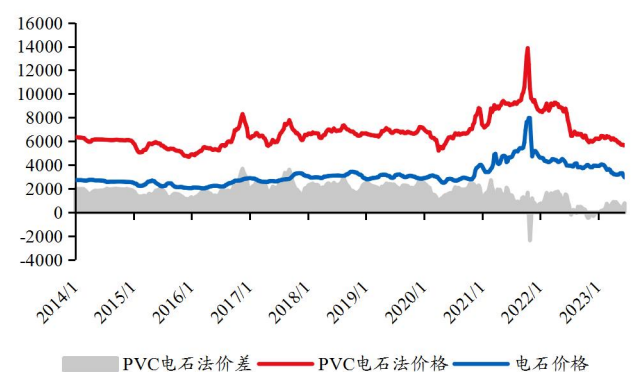
下游地产边际复苏有望提振 PVC 景气; 粘胶短纤疫后需求预计边际提升。2022Q3 以来 PVC 价格下行及粘胶的持续低迷, 主要利空均来自需求端的拖拽。展望未来, PVC 方面, 供给端内蒙古对 PVC 行业采取差别电价政策, PVC 有效供给预计将长期紧张。需求端房地产竣工面积同比增速呈底部回升趋势, 国内 1-5 月份累计地产竣工面积为 2.78 亿平方米, 同比+19.60%, 当前 PVC 行业利润预计已基本触及成本线, 未来市场或逐步回暖。粘胶短纤方面, 随着疫情政策的放开, 预期纺织行业将边际复, 全年粘短内销需求有望底部反弹。a

图表 20 我国房屋竣工面积累计同比底部提升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 电石法 PVC 价格价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

国企改革+产业布局双发力, 公司未来成长可期。1) 控股股东中泰集团持续增持, 截至今年 5 月 26 日, 中泰集团 (实控人为新疆国资委) 及中泰资本累计净增持公司股份 1.30

亿股，占公司总股本的 5.00%。2) 2022 年，公司实行了股权激励，有望提高管理层及员工的工作积极性，促进公司长期高质量发展。本次股权激励对公司 2022-2024 年的净资产现金回报率、营业利润增长率和应收账款周转率做出要求。3) 目前公司控股、参股煤矿产能共计 730 万吨/年，而新疆地区资源储备丰富，公司未来通过国企改革注入优质资产的潜在看点丰富。4) 此外，公司积极布局新项目，不断完善煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱上下游一体化的循环经济产业链，积极发挥产业协同优势。其中，子公司新鑫科技拟建设 20 万吨三氯氢硅项目，一期预计 2023 年底建成。子公司中泰新材料规划有 100 万吨煤制甲醇项目，已获得自治区发展改革委员会核准。煤制甲醇项目的实施可推动当地现有煤炭深加工产业资源化高效利用转型升级，提升煤炭分级分质综合利用产业发展水平。项目建成后可为新疆已建和在建的 BDO 项目提供原料保障，对提升公司经营效益有积极的促进作用。同时，子公司金辉兆丰的全资子公司金辉科技正在建设 30 万吨 BDO 项目。

图表 22 中泰化学 2021 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求

指标	2022 年	2023 年	2024 年
净资产现金回报率	不低于 21%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平	不低于 22%，或 2023 年和 2024 年平均不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平	不低于 23%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平
营业利润增长率	以 2018-2020 年业绩均值为基数，增长率不低于 100%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平	以 2018-2020 年业绩均值为基数，增长率不低于 130%，或 2023 年和 2024 年平均不低于 130%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平	以 2018-2020 年业绩均值为基数，增长率不低于 160%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平
应收账款周转率	全年不低于 12.5	全年不低于 13	全年不低于 13.5

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

3、贵州轮胎（000589.SZ）：越南基地投产贡献业绩高弹性，质地优化登更大舞台

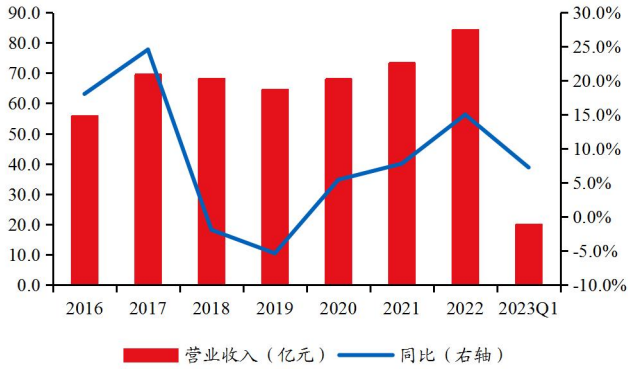
贵州轮胎当下 PB=1.00，已进行股权激励，2022 年人均创收 132.7 万元，人均创利 6.7 万元，员工总数 6362 人，人均管理费用 6.1 万元，人均薪酬 12.8 万元。公司是贵州省新型工业化的标杆企业，持续推进精益管理生产，同时贵阳市国资对公司考核盈利、分红等指标，2022 年公司股息率达 4%。参观同行业轮胎上市公司的情况，海外工厂都是盈利重心。公司越南公司 2021 年投产，2022 年爬坡，2023 年有望满产并继续扩产。越南基地的收入占比持续提升有望成为公司显著的 α ，持续改善 ROE。

公司深耕商用轮胎领域多年，产品覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆轮胎五大领域共 3000 多个规格品种，产品性能领先、性价比优势突出，是全国乃至全球商用轮胎规格品种最为齐全的轮胎制造企业之一。公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，产能达 920 万条。其中扎佐基地占地约 2300 亩，越南龙江基地占地约 444 亩。1) 国内-贵阳扎佐：2022 年末国内产能合计达到 800 万条。2022 年，公司公开发行可转债用于“年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目”，预期将于今年实现产品下线。2) 海外-越南龙江工业园：公司越南一期产能为 120 万条卡客车轮胎，2022 年中已投产并达到设计产能；越南二期规划建设 95 万条轮胎产能，包括 80 万条卡客车胎和 15 万条非公路轮胎，预计今年将实现产品下线。

卡客车轮胎国内市场复苏兑现中；非公路轮胎高景气有望延续。国内，公司有望受益于卡客车胎的需求复苏。海外，俄罗斯、南美等地成为近年来国内全钢胎出口主要增长区

域，且需求增长有望随当地经济的蓬勃增长而延续。非公路轮胎方面，煤炭、矿产等资源品景气高企推动采矿业产值增速稳中向好，同时基建投资或仍是2023年“稳增长”的重要抓手之一，公司作为头部企业，全球市占率仅2-2.5%，成长空间巨大。同时，非公路轮胎利润率高于卡客车轮胎，我们看好以公司为代表的国内企业在扩产非公路轮胎的同时，有望向应用场景更严苛、单胎附加值更高的细分领域渗透，持续提高国产份额。

图表 23 贵州轮胎营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 24 贵州轮胎归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 25 贵州轮胎主要产品及产能

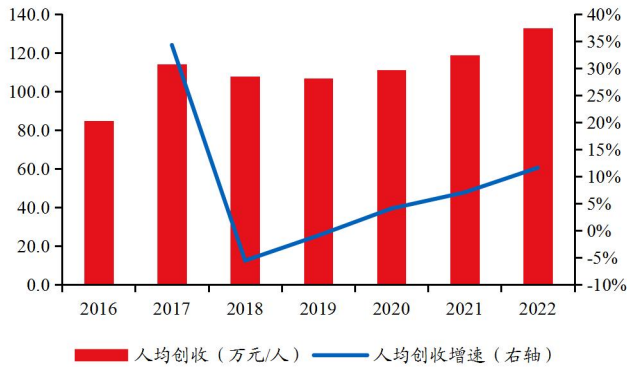
基地	产品	年产能
贵阳扎佐县	全钢胎 (含卡车胎及非公路胎)	800 万条
	在建的非公路轮胎	38 万条
越南前江省	卡客车轮胎 (越南一期)	120 万条
	在建的卡客车轮胎	80 万条
	在建的非公路轮胎	15 万条

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

公司质地改善，未来成长可期。1) 制造端，公司产品规格齐全，智能化水平领先。在老厂搬迁完成后，公司从“制造”走向“智造”，智能化、自动化的改造助力公司生产效率完成提升。2016-2022年，公司生产员工人数持续精简（2022年因越南工厂投产员工有所增加），生产员工人均产量年复合提升8.0%，总人均创收年复合提升7.7%。2018-2022年，公司单胎制造费用持续优化，从47.2元/条下降至25.0元/条。2021年2月，公司“5G全连接工厂”项目完成验收，成为贵州省首个5G全连接工厂。2) 渠道端，公司配套+替换市场布局均衡，营销网络健全。在国内各省市及国外130多个国家和地区设有代理（或经销）机构，与国内外众多知名企业（包括中国一汽、中国重汽、陕汽重卡、三一集团、徐工集团、卡特、小松、中国一拖、约翰迪尔、杭叉集团等）建立了配套关系，实现了经销商客户、配套客户、集团客户三类客户的协同发展，构建了完善的全渠道销售体系。3) 成长端，越南工厂的投产有望带来公司利润体量的提升。未来公司于国内扎佐及海外越南均规划有新增产能，其中越南基地是公司“双基地”发展战略的重要组成部分，具备原材料成本及运输成本低、出口欧美发达国家税率低、盈利能力显著突出等优势，我们看好越南工厂的投产有望为公司带来利润体量的提升。4) 公司治理方面，2020年至今公司已完成两期股权激励，是贵州省首家实施股权激励的国有企业。股权激励的落地及海外工厂的投产标志着公司治理的改善，在彰显公司未来发展信心的同时，较高

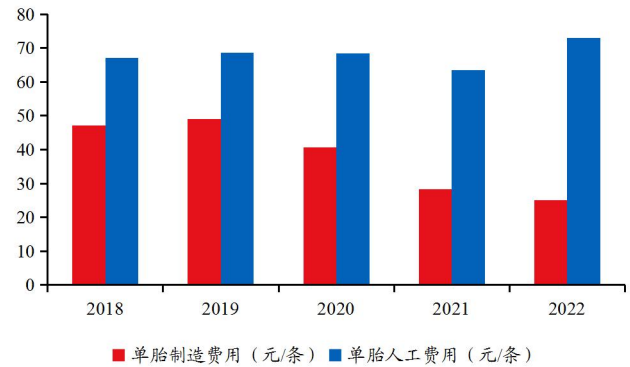
的股权激励覆盖比例保证了公司对研发、生产、管理等各环节的全面发展促进。我们看好公司管理质地迎来优化的同时，有望维持长期高质量发展。

图表 26 贵州轮胎人均创收稳步提升



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 27 贵州轮胎单胎制造费用持续优化



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 28 贵州轮胎 2022 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 2023 年净资产收益率不低于 4.70%; (2) 2023 年营业收入不低于 90 亿元, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; (3) 以 2021 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 25%, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; (4) 2023 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。
第二个解除限售期	(1) 2024 年净资产收益率不低于 4.80%; (2) 2024 年营业收入不低于 98 亿元, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; (3) 以 2021 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 35%, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; (4) 2024 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。
第三个解除限售期	(1) 2025 年净资产收益率不低于 4.90%; (2) 2025 年营业收入不低于 105 亿元, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; (3) 以 2021 年净利润为基数, 2025 年净利润增长率不低于 45%, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; (4) 2025 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%, 且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

4、兴发集团 (600141.SH): 磷化工龙头, 深化精细化工及新材料布局

兴发集团当下 PB=1.23, 已进行股权激励, 2022 年人均创收 232.9 万元, 人均创利 45.0 万元, 员工总数 13012 人, 人均管理费用 3.7 万元, 人均薪酬 14.2 万元。公司深耕磷化工行业, 凭借优秀的管理机制+领先的产业化落地+前瞻性的研发储备, 从宜昌市兴山县走出并一步步成长为国内磷化工的龙头企业。未来公司持续布局下游精细化工和新材料领域, 有望逐步实现产业的转型升级。

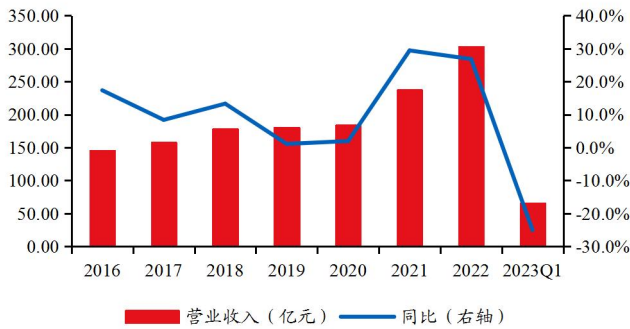
公司是国内磷化工龙头企业, 通过二十多年的发展, 已成为中国最大的精细磷酸盐生产企业之一, 并打造了行业独特的“矿电化一体”、“磷硅盐协同”、“矿肥化结合”的产业链布局, 产业协同竞争优势明显, 形成了较高壁垒的护城河。在上游, 公司拥有约 8 亿吨的磷矿石储量; 在中游, 公司净化磷酸技术成熟, 黄磷、甘氨酸、有机硅单体等产能配套完善; 在下游, 公司在有机硅材料、半导体材料、新能源材料等高附加值领域均具

备领先的研发和产业化推进优势，我们看好公司由传统周期型公司逐步转变为优质的成长型公司。

磷矿石景气高企，看好中长期价值重估对磷化工产业链的拉动；公司产业链配套完善、资源优势突出。持续低迷的资本开支和愈发严格的供给约束使磷矿石维持在较为景气的产能周期，长期看，从农化赛道向工业赛道扩容是磷矿石价值重估和磷化工景气增强的本质原因，我们判断产能周期带来的磷矿石紧缺仍将延续，而磷矿石的高景气有望支撑磷化工景气延续。公司总部地处湖北省宜昌市，磷矿资源丰富，是全国五大磷矿基地之一。当前公司磷矿产能共计 585 万吨/年，且如净化磷酸、黄磷等产业链核心中间品配套完备。同时，公司是国内草甘膦龙头，当前具备 23 万吨产能。对比竞争对手，公司自有磷矿品位优质，同时配套有原材料黄磷 16 万吨、甘氨酸 10 万吨等产能，具备低成本竞争优势。此外，公司利用兴山区域丰富的水电资源和良好的光照资源，建成水电站 32 座，总装机容量达到 17.84 万千瓦；分布式光伏电站 13 个，总装机容量 1828 千瓦，提供了成本低、供应稳的电力保障，充分体现了公司的矿产资源和水电光照等资源优势。

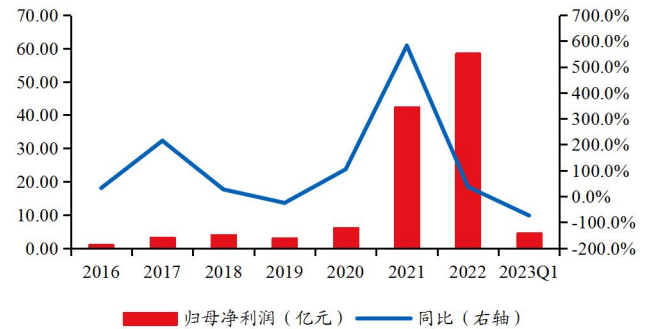
优秀的管理机制+领先的产业化落地+前瞻性的研发储备，公司未来成长可期。公司坚持以精细化工为主业的战略定位，已布局磷-硅-硫产业链下游高价值精细化工品的研发及产业化，取得了行业领先的研发及产业落地成果。2022 年公司累计研发投入 12.36 亿元，研发方面成果显著：与中科院深圳先进院武汉分院合作开展的微胶囊、气凝胶核心工艺正在进行产业化放大开发；自主攻关微电子新材料领域高性能蚀刻液核心技术，实现集成电路主流客户批量供应；有机硅下游环保型光伏胶等高值产品开发迅速；有机硅高性能聚硅氧烷合成及氯硅烷综合利用关键技术攻克行业技术瓶颈，有机硅产业综合实力跻身国内第一梯队；草甘膦及甘氨酸废液实现全量化利用，解决危废处理难题；“二甲基亚砜绿色高效合成关键技术及产业化”项目荣获 2022 年中国石油和化学工业联合会科技进步一等奖；在研的新型材料黑磷目前已实现公斤级制备，产业化前景可期。此外，公司的子公司兴福电子深耕湿电子化学品十余年，目前已发展成为全球半导体电子化学品龙头企业，下游客户涵盖台积电、中芯国际等知名半导体企业。未来，兴福电子拟进行分拆上市，我们看好公司核心人员凝聚力的进一步增强，以及兴福在拓宽融资渠道并加大研发投入方面的潜力，进而强化电子化学品业务的盈利能力和市场竞争力。近日，国务院国资委公布了“科改行动”、“双百行动”扩围深化后的最新入围企业名单，公司和子公司兴福电子分别入选“双百企业”和“科改企业”。公司积极布局高附加值及成长性较强的精细化工产品，以上产品周期性相对较弱、且市场处于高速增长的过程中，故在短期草甘膦与有机硅等周期产品表现不佳时，可为公司贡献稳定的业绩基础。同时，我们看好公司成长板块利润贡献的持续提升，在开启公司第二成长曲线的同时，将助力公司从传统周期型化工企业向成长型精细化工企业转型升级。

图表 29 兴发集团营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 30 兴发集团归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 31 兴发集团主要产品及产能

产品	设计产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
磷矿石	585	
精细磷酸盐	20	
草甘膦	23	
有机硅单体	36	80
磷铵	100	
湿电子化学品	13.3	12
二甲基亚砜 (DMSO)	6	

资料来源: 公司公告, 华创证券

新一期股权激励计划出台,有利于充分调动骨干员工工作积极性。今年3月公司披露2023年限制性股票激励计划公告,拟向1200名激励对象授予A股限制性股票,不超过5000万股(其中首次授予不超过4000万股),占公司总股本的4.50%,授予价格为16.37元/股。本次股权激励覆盖面广,1200名激励对象占公司在职工总人数(截至2023年3月1日)的8.9%,其中包括副董事长、副总经理、董事会秘书等7位高管。

图表 32 兴发集团 2023 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求

解除限售期	主要业绩考核目标
第一个解除限售期	2023年 EOE 不低于 22%; 以 2019-2021 年归母净利润均值为基数, 2023 年归母净利润较上述基数增长不低于 5%, 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; 2023 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	2023 年和 2024 年 EOE 平均值不低于 22.5% 或 2024 年 EOE 不低于 23%; 以 2019-2021 年归母净利润均值为基数, 2023 年和 2024 年归母净利润平均值较上述基数增长不低于 10% 或 2024 年归母净利润较上述基数增长不低于 15%, 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%。
第三个解除限售期	2023 年、2024 年和 2025 年 EOE 平均值不低于 23% 或 2025 年 EOE 不低于 24%; 以 2019-2021 年归母净利润均值为基数, 2023 年、2024 年和 2025 年归母净利润平均值较上述基数增长不低于 15% 或 2025 年归母净利润较上述基数增长不低于 25%, 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%。

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

5、云天化（600096.SH）：磷矿资源竞争优势突出，加快推进产业转型升级

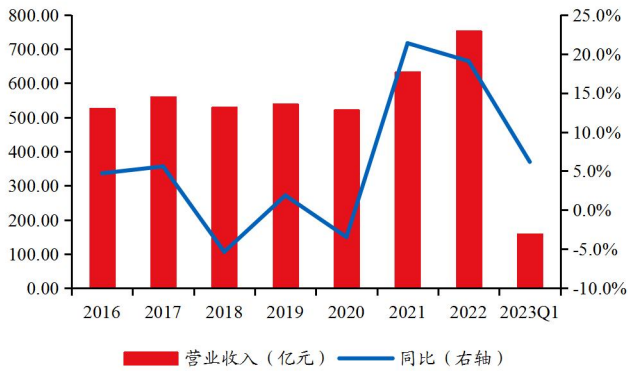
云天化当下 PB=1.76，已进行股权激励，2022 年人均创收 663.2 万元，人均创利 53.0 万元，员工总数 11356 人，人均管理费用 9.1 万元，人均薪酬 22.8 万元。公司较早即进行了股权激励（2018 年）并推行了职业经理人管理模式，故而近年来费用率水平显著降低，人效业内领先。公司地处云南，当地矿产资源优势丰厚，作为地方国企公司有望享有相对优势，同时依托现有的丰富磷、氟等资源及产业链配套优势，持续向附加值更高的精细化工产业链延伸升级。此外，云天化集团具备矿产资源优势，如天能矿业、天裕矿业等公司。据公司公告，集团承诺将通过权益转让等方式解决与上市公司的同业竞争问题。

公司主要从事磷矿采选、磷复肥、化工原料及产品等的生产和销售，主要产品有磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、复合肥、水溶肥、功能肥、磷矿石、湿法净化磷酸、聚甲醛、磷酸铁等，多产品处于行业龙头地位。公司磷肥产能共计 555 万吨，位居全国第二，全球第四。其中，公司磷酸二铵产品在国内市场占有率位居全国第一。公司尿素产能 200 万吨，在云南市场占有率约 50%，具备较高的影响力。公司聚甲醛产能 9 万吨，国内位列第一，在国产聚甲醛市场占有率高达 30%左右。公司具备 50 万吨饲料级磷酸氢钙产能，其中 MDCP（饲料级磷酸一二钙）产能 45 万吨，单套产能规模国内第一，同时国内市占率 60%左右，占全国磷酸钙盐总市场 10%左右。

近年来各国对粮食安全高度重视，农业种植面积增加，拉动化肥行业需求稳步提升，公司作为行业龙头具备多重竞争优势。国内化肥行业受到能耗和环保的双重制约，新增产能受到管制，行业格局持续性优化。上游全球大宗商品价格上行推动化肥产品成本上升，国际化肥价格涨幅较大；国内实施的农资保供稳价等政策也在一定程度上影响化肥价格。磷肥产业资源依赖性强，产业集中度高；氮肥在全球消耗量显著超过磷肥和钾肥，行业相对成熟且总需求量保持缓慢稳定增长；复合肥行业市场相对分散，企业规模和技术水平差异较大，目前行业处于持续淘汰落后产能、技术升级、产品升级、渠道整合的阶段。在此背景下，公司作为行业龙头，具备较为显著的产业链一体化优势、规模优势、渠道优势及品牌优势。

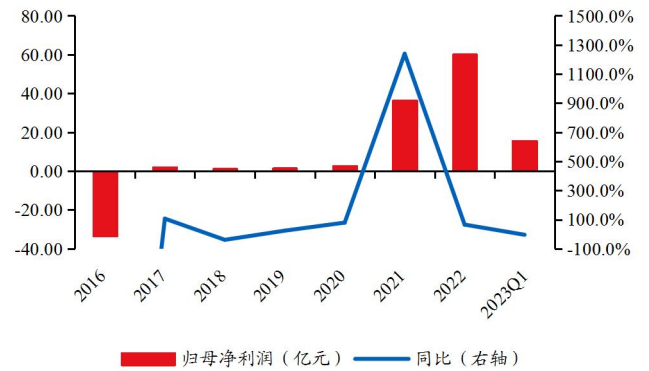
紧握资源优势，加快推进产品转型升级与结构优化。公司具备原矿生产/浮选生产能力 1450/750 万吨，是我国最大的磷矿采选企业之一，同时拥有合成氨产能 200 万吨，产业链配套完善，发展磷化工资源优势明显。当前，公司 50 万吨磷酸铁及配套项目的一期 10 万吨已于去年 9 月建成投产、今年 3 月已达预定可使用状态；二期 20 万吨目前各项审批基本完成，预期今年底可建成。同时公司加快净化磷酸项目的建设，天安化工 20 万吨净化酸已达产，三环中化 10 万吨电池级磷酸二氢铵配套净化酸项目也已顺利投产。依托丰富的磷、氟等资源及产业链配套优势，公司向附加值更高的精细化工产业链延伸升级，我们看好公司发展新能源相关精细磷化工产品的中长期竞争力。

图表 33 云天化营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 34 云天化归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 35 云天化主要产品及产能

产品	设计产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
磷肥	555	
复合(混)肥	132	
尿素	200	
聚甲醛	9	
黄磷	3	
饲料级磷酸氢钙	50	
磷酸铁	10	20
湿法精制磷酸	20	
电池级磷酸二氢铵	10	
农用磷酸二氢钾	4	
磷矿原矿	1450	在建磷矿浮选产能 450 万吨

资料来源: 公司公告, 华创证券

国企改革稳步推进。2018 年公司即推行了股权激励计划, 目前首次授予股票第三个解锁期及预留授予限制性股票第二个解锁期已解锁暨上市, 股权激励的落地是公司治理改善的阶段性成果。同时, 公司推行经理层市场化, 建立了公司治理的新机制。如打通了公司经理层向职业经理人的身份转换通道, 建立以市场化和契约化为核心的职业经理人管理模式。同时职业经理人实行“一人一责一考核”, 坚持结果激励导向, 职业经理人薪酬与年度业绩考核结果刚性挂钩。在公司改革任务、对标提升举措全面落地的背景下, 公司全员劳动生产率、百元工资利润率大幅提升, 实现了公司治理的稳中向好。

图表 36 云天化 2018 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
首次授予限制性股票第一个解除限售期	(1) 可解锁日前一年度 (2019 年) 净资产收益率不低于 5%; (2) 以 2017 年净利润为基数, 可解锁日前一年度 (2019 年) 净利润增长率不低于 10%; (3) 可解锁日前一年度 (2019 年) EBITDA 不低于同行业对标企业 75 分位水平, 且位于同行业对标企业前五。
首次授予限制性股票第二个解除限售期	(1) 可解锁日前一年度 (2020 年) 净资产收益率不低于 6.5%; (2) 以 2017 年净利润为基数, 可解锁日前一年度 (2020 年) 净利润增长率不低于 50%; (3) 可解锁日前一年度 (2020 年) EBITDA 不低于同行业对标企业 75 分位水平, 且位于同行业对标企业前五。

首次授予限制性股票第三个解除限售期

(1) 可解锁日前一年度(2021年)净资产收益率不低于8%; (2) 以2017年净利润为基数,可解锁日前一年度(2021年)净利润增长率不低于150%; (3) 可解锁日前一年度(2021年)EBITDA不低于同行业对标企业75分位水平,且位于同行业对标企业前五。

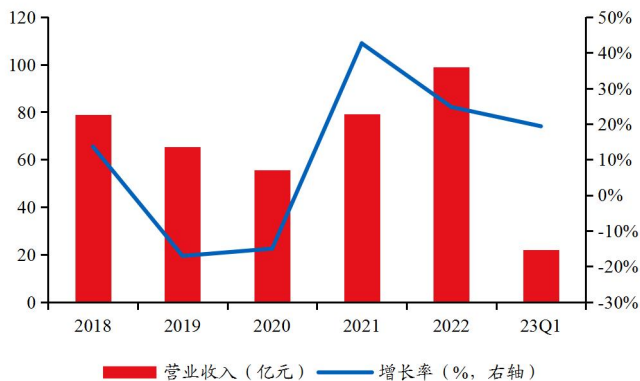
资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

6、黑猫股份(002068.SZ): 股权激励释放国企活力, 积极转型开启新成长

黑猫股份当下PB=2.58, 已进行股权激励, 2022年人均创收237.6万元, 人均创利0.2万元, 员工总数4164人, 人均管理费用4.9万元, 人均薪酬11.1万元。公司积极响应国企改革三年行动计划, 于2020年首次推行股权激励计划, 并开启从传统炭黑企业向碳基新材料企业的转型之路。公司作为国内炭黑龙头企业, 基于自身产业链优势, 攻坚高进口依赖度的产品, 率先布局了锂电用导电炭黑, 此外, 公司持续加码碳基新材料, 规划了碳纳米管、煤系针状焦等多个项目。

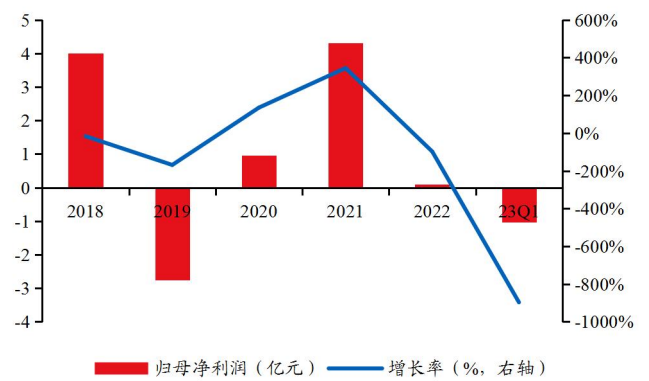
黑猫股份自成立以来经过二十余年的高速发展, 现已发展成为以炭黑产品为主体, 焦油深加工和白炭黑为两翼, 资源综合利用为补充的专业化学品制造企业, 公司在全国拥有八大炭黑生产基地, 具有114万吨炭黑产能, 是国内炭黑行业的龙头, 自2004年以来产销量一直保持领先地位, 此外, 公司还拥有6万吨/年沉淀法白炭黑产能、0.2万吨/年气相法白炭黑产能、95万吨/年煤焦油处理能力以及150MW尾气发电机组。

图表 37 黑猫股份营业收入及同比变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 黑猫股份归母净利润及同比变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 黑猫股份产品产能

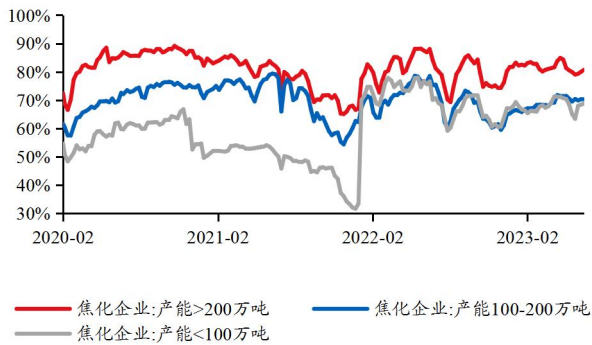
产品	产能 (万吨/年)
炭黑	114
沉淀法白炭黑	6
气相法白炭黑	0.2
煤焦油处理能力	95

资料来源: 公司公告, 华创证券

煤焦油价格下滑, 炭黑价差修复。2022年, 由于煤焦油价格一路上行, 成本推动炭黑涨价, 但价差保持低位, 盈利承压。2022年年底开始, 国内焦化企业开工率显著提升, 复产煤焦油供给增加, 根据百川盈孚, 2023年, 2月开始煤焦油价格持续下跌, 炭黑价差逐步修复, 由年内最低的448元/吨增长至最高3132元/吨。黑猫股份作为国内炭黑龙头,

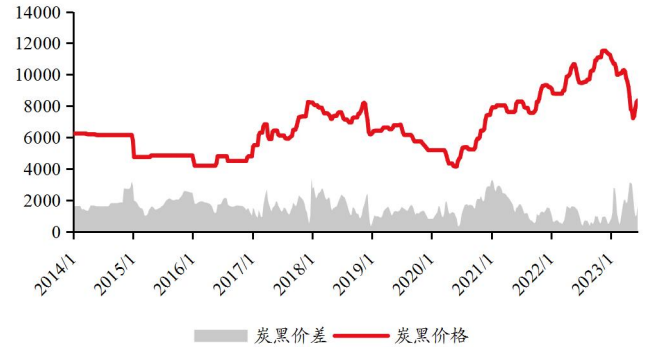
将充分受益于炭黑的价差修复。

图表 40 焦化企业开工率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 炭黑价格价差走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 隆众化工, 华创证券

积极响应国企改革三年行动，股权激励释放国有企业活力。2020年，国企改革三年行动开始启动，为充分释放企业活力，实现国有资产的高质量发展，作为景德镇的地方国企，黑猫股份开启了股权激励计划，首次授予对象共122人，授予数量1773.00万股，授予价格为2.50元/股，预留授予对象共68人，授予数量332.60万股，授予价格为3.84元/股。

地方传统国企转型，乘新能源东风开启新成长。随着全球新能源行业的快速发展，锂电池产能规模与日俱增，对于导电剂的需求增长较快。导电剂是锂电池关键辅材，涂覆于正极材料和负极材料，目前主要有导电炭黑、碳纳米管和石墨烯三类导电剂，近年来，锂电用导电炭黑供需紧张，供给端海外企业扩产进度较慢，而需求端受益于动力电池及储能产能增长的带动，锂电用导电炭黑呈现供不应求态势，为国内企业国产替代创造了良好的窗口期。黑猫股份紧紧抓住窗口期机会，于2022年开始逐步启动新能源材料项目，年初牵手联创布局PVDF，而后拟建5000吨/年碳纳米管产能和7万吨/年超导电炭黑项目，持续加码新能源材料，有望逐步实现转型，降低炭黑产业的周期性影响，增强国有资产的持续盈利能力。

图表 42 2020年黑猫股份股权激励业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予及预留授予第一个解除限售期	1) 2021年净资产收益率不低于6.2%，且不低于对标企业75分位值水平 2) 以2017-2019年净利润均值为基数，2021年净利润增长率不低于10%，且不低于对标企业75分位值水平 3) 2021年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%
首次授予及预留授予第二个解除限售期	1) 2022年净资产收益率不低于7%，且不低于对标企业75分位值水平 2) 以2017-2019年净利润均值为基数，2022年净利润增长率不低于50%，且不低于对标企业75分位值水平 3) 2022年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%
首次授予及预留授予第三个解除限售期	1) 2023年净资产收益率不低于9%，且不低于对标企业75分位值水平 2) 以2017-2019年净利润均值为基数，2023年净利润增长率不低于125%，且不低于对标企业75分位值水平 3) 2023年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%

资料来源: 公司公告, 华创证券

7、华锦股份（000059.SZ）：中兵旗下大型石化平台，业务发展驶入快车道

华锦股份当下 PB=0.71，尚未进行股权激励，2022 年人均创收 591.5 万元，人均创利 6.4 万元，员工总数 8294 人，人均管理费用 13.5 万元，人均薪酬 17.1 万元。公司地处盘锦，作为对外开放的重要窗口，在原油及成品油运输环节拥有较强优势，目前已形成石油化工、化学肥料和道路沥青三大业务板块。公司作为中国兵器工业集团旗下的石化上市平台，有望与华锦阿美大型炼化一体化项目形成更多合作，进一步推进自身业务板块一体化建设，持续提升经营能力。

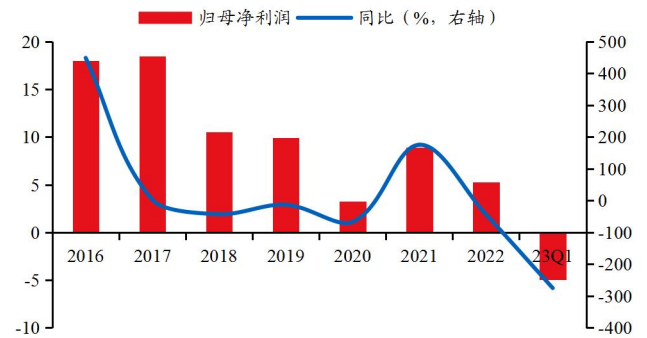
中兵旗下石油化工产业基地，一体化优势持续增强。公司是中国兵器集团旗下以石油化工、化学肥料生产及销售的企业，公司地理位置优越，盘锦作为辽宁重要开放城市，是东北及蒙东地区的主要出海通道和对外开放的重要窗口。公司依托集团及地方资源优势，在原油采购、进口及成品油运输环节拥有较强优势，现已形成炼油、聚烯烃、ABS 等重点产品的炼化一体化产业链，上下游协同发展持续提升产业竞争力。公司具备 800 万吨/年原油加工能力，目前已形成石油化工、化学肥料和道路沥青三大业务板块，下游拥有 100 万吨道路沥青，132 万吨尿素，180 万吨柴油，80 万吨煤油，90 万吨润滑油基础油以及 50 万吨乙烯产能。

图表 43 华锦股份营业收入及同比（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 44 华锦股份归母净利润及同比（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

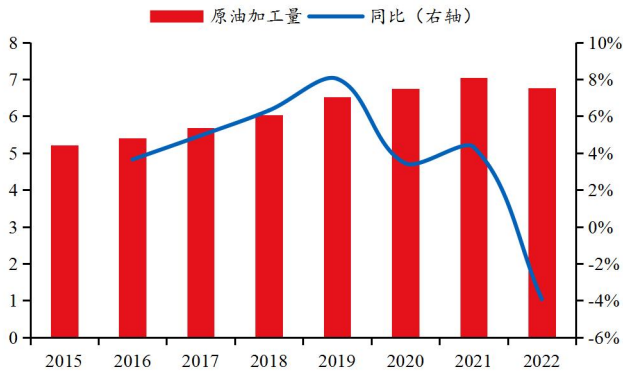
图表 45 华锦股份产品及产能结构

产品类型	产品名称	产能 (万吨/年)
石化产品	道路沥青	100
	柴油	180
	煤油	80
	润滑油基础油	90
	乙烯	50
	聚乙烯	30
	聚丙烯	25
	苯乙烯	15
化肥产品	尿素	132
精细化工产品	丁二烯	10
	ABS	14

资料来源：公司公告，华创证券

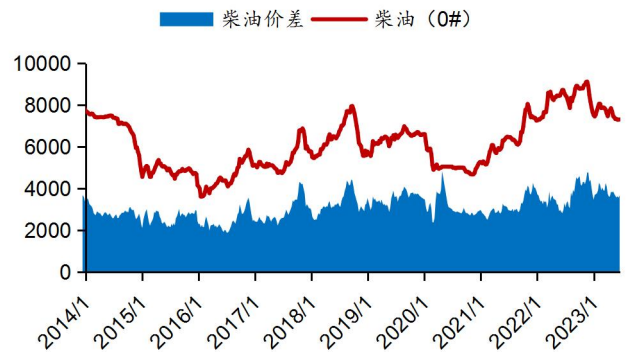
炼能收紧叠加需求复苏，成品油价差有望走阔。根据国务院《2030年前碳达峰行动方案》，到2025年国内原油一次加工能力将控制在10亿吨以内，主要产品产能利用率提升至80%以上。据中国石油经济技术研究院，2022年国内总炼油能力已达9.24亿吨/年，原油炼能已逐渐触碰天花板。2022年国内原油加工量已出现缩减，行业供给预计将维持紧平衡。从炼油端来看，成品油价格随原油价格稳步提升，产品价差亦维持相对高位。随着行业炼能收紧，叠加国内基建、出行等需求持续复苏，炼油价差有望走阔。公司在成品油运输、出口等方面具备较强的比较优势，后续盈利有望提升。

图表 46 我国原油加工量趋于稳定（亿吨）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 国内柴油价格价差走势（元/吨）



资料来源: Wind, 华创证券

集团炼化项目快速推进，公司整体业务协同性有望持续增强。2023年3月26日，中国北方工业集团所属华锦集团与沙特阿美公司、盘锦鑫城集团签署最终协议，三方将成立合资公司以运营华锦阿美石化大型炼油化工一体化项目，项目总投资837亿元，将建设包括一座30万桶/日的炼油厂和一座165万吨/年乙烯、200万吨/年对二甲苯的化工厂，沙特阿美将为联合装置供应最多21万桶/日（约合1500万吨/年）的原油。2023年3月29日，项目正式开工建设，预计将在2025年机械竣工、2026年投入全面运营。公司作为中国兵器工业集团旗下的石化上市平台，有望充分受益于集团公司大型炼化项目的协同发展，后续公司将在适合时机以适合方式参与到华锦阿美项目中，届时公司三大业务板块一体化建设及产业链延伸将进一步得到优化，经营业务有望持续提升。

8、川发龙蟒（002312.SZ）：矿产资源优势突出，布局新能源赛道

川发龙蟒当下PB=1.76，已进行股权激励，2022年人均创收195.3万元，人均创利20.7万元，员工总数5133人，人均管理费用9.1万元，人均薪酬16.4万元。公司大股东四川发展是四川省的国有独资公司，主要从事投融资和资产经营管理，实现国有资产保值增值。大股东所拥有的矿产资源丰富，例如全资控股且在建的雷波小沟磷矿，以及锂矿等资源。依托突出的资源优势，公司布局新能源赛道，未来实现上游布局的进一步整合完善及下游延伸升级的看点突出。

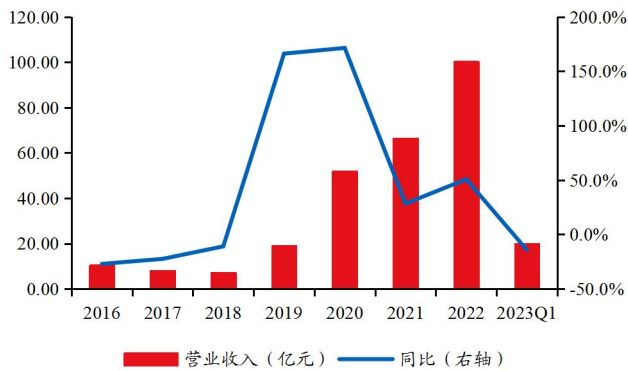
公司聚焦磷化工主营业务，注重高端精细磷酸盐产品研发，传统核心产品工业级磷酸一铵、饲料级磷酸氢钙始终保持行业领先地位，市场份额稳步提升。公司现具备磷矿生产能力410万吨/年，工业级磷酸一铵年产能30万吨，饲料级磷酸氢钙年产能44万吨，肥料系列产能年产能136万吨，是饲料级磷酸氢钙、磷酸二氢钙和磷酸一二钙、工业磷酸一铵国内规模最大的生产企业。

上游资源配套完善，积极推动产业链整合。产业链整合方面，公司已完成对天瑞矿业100%

股权、重钢矿业 49% 股权的收购，其中天瑞矿业是四川省内优质且稀缺的磷矿资源，收购的完成进一步完善了公司产业链布局，深化了“矿化一体”的优势；收购重钢矿业填补了公司在钒钛磁铁矿领域的空白，为打造“硫-磷-钛-铁-锂-钙”多资源循环经济产业链布局创造有利条件。此外，公司积极推动绵竹板棚子磷矿的复工复产，有利于进一步提升德阳绵竹基地磷矿自给率，未来公司磷化工基地将基本实现磷矿原料的自给。

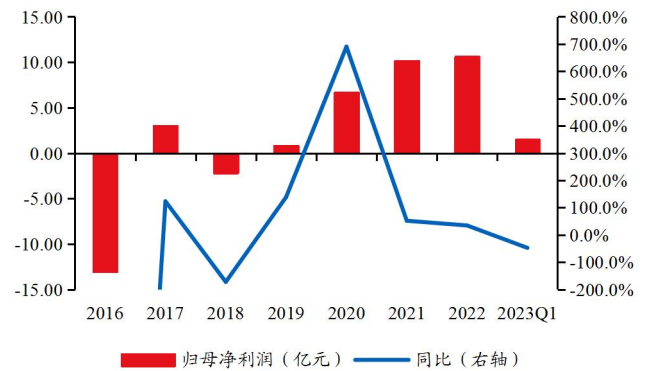
依托资源优势，布局新能源赛道。随着新能源汽车渗透率提升以及储能市场需求增长，磷酸铁锂正极材料因其优良产品性能市场占比有望持续提升，行业发展具备广阔空间。公司结合自身资源禀赋、循环经济、大化工基础等产业优势，积极布局磷酸铁锂等锂电新能源材料领域，进一步延伸产业链。公司在德阳、攀枝花、湖北等地合计规划建设年产 50 万吨磷酸铁、40 万吨磷酸铁锂生产线及配套产品。其中，德阿项目规划建设年产 20 万吨磷酸铁锂、20 万吨磷酸铁生产线及配套产品，该项目是四川省重点推进项目，于 2022 年 3 月正式开工，目前首期 2 万吨磷酸铁锂部分设备安装已完成，预计今年投产；攀枝花项目规划建设 20 万吨磷酸铁锂、20 万吨磷酸铁及配套产品，目前首期 5 万吨磷酸铁项目主要设备招采基本完成，设计工作有序推进，预计 2024 年投产；此外，公司在湖北荆州、南漳分别投资建设 5 万吨磷酸铁产线及配套设施，目前项目正在有序推进中。

图表 48 川发龙蟒营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 49 川发龙蟒归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 50 川发龙蟒主要产品及产能

产品	年产能 (万吨)
磷矿	410
其中: 天瑞矿业	250 (2022 年产量 146 万吨, 预计 2024 年前后达产)
白竹磷矿	100 (2022 年产量 56 万吨, 预计 2024 年前后达产)
绵竹板棚子磷矿	60 (复工复产推动中)
工业级磷酸一铵	30
饲料级磷酸氢钙	44
肥料系列产品	136

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

中长期股权激励激发活力。公司深入推进国企改革三年行动，健全中长期激励机制，在 2020 年限制性股票激励计划基础上加推 2021 年限制性股票激励计划。获得激励股份员工 795 名，合计授予激励股份数 5586.2 万股，限售期的公司层面业绩考核目标为营业收

入、ROE 等指标，进一步调动了员工积极性与创造性，增强公司凝聚力和市场竞争能力。

图表 51 川发龙蟒 2021 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	1. 以 2020 年扣除已剥离非主营 BPO 后的营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 35.00%，且不低于同行业平均水平；2. 2022 年扣非后净资产收益率不低于 6.00%，且不低于同行业平均水平；3. 2022 年扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 22；
第二个解除限售期	1. 以 2020 年扣除已剥离非主营 BPO 后的营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 46.00%，且不低于同行业平均水平；2. 2023 年扣非后净资产收益率不低于 6.50%，且不低于同行业平均水平；3. 2023 年扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 22.25；
第三个解除限售期	1. 以 2020 年扣除已剥离非主营 BPO 后的营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 57.00%，且不低于同行业平均水平；2. 2024 年扣非后净资产收益率不低于 7.10%，且不低于同行业平均水平；3. 2024 年扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 23。

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

9、天原股份（002386.SZ）：“一体两翼”新产业布局完成，转型升级进入兑现期

天原股份当下 PB=1.06，尚未进行股权激励，2022 年人均创收 471.4 万元，人均创利 12.8 万元，员工总数 4315 人，人均管理费用 9.6 万元，人均薪酬 13.1 万元。公司作为宜宾市国资企业，被政府定位于“宜宾市第二大有支柱企业和继四川时代之后第二大锂电材料企业”。当前公司“一体两翼”新产业布局已逐渐成熟，未来有望借力宜宾市新能源产业的发展，实现和区域内优势企业及资源的协同发展。

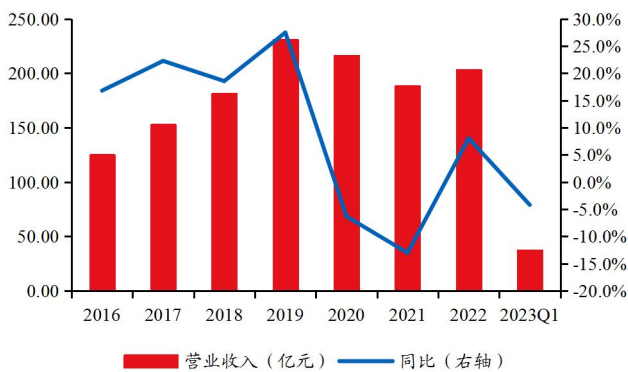
公司作为西南最大的氯碱化工企业，现已成为氯碱行业产品最为齐全的企业之一，同时已建设成为绿色高性能化学材料和先进化学电池材料的技术公司。2012 年公司开始布局高分子材料产业、2016 年布局钛白粉产业、2017 年布局锂电材料产业。公司起步于传统氯碱主业，近年来打造的“一体两翼”已逐渐成熟，并正在向协同化、规模化、效益化方向发力拓展。目前公司主营核心产品包括 PVC、离子膜烧碱、水合肼、水泥、氯化法钛白粉、黄磷等，即将建成投产磷酸铁锂正极材料、三元正极材料及三元正极材料前驱体等。

产业结构调整、新投产项目布局将为公司带来新的利润增长点。一方面，下游新能源行业的加速发展利好公司所在的氯碱行业与新能源电池材料行业。1) 随着新能源锂电行业发展步伐的不断加快，氯碱产品将向高技术、高参数等方向发展，国内烧碱在锂电行业迅速发展的环境下，也必将呈现出新的增长点；2) 动力及储能锂电池出货量高增长带动新能源电池材料需求旺盛，根据 EVTank、伊维经济研究院联合中国电池产业研究院发布的《中国锂离子电池正极材料行业发展白皮书（2023 年）》，2022 年，中国锂离子电池正极材料出货量为 194.7 万吨，同比大幅增长 77.97%。其中磷酸铁锂正极材料出货量 114.2 万吨，同比增长 150.99%；三元材料总体出货量为 65.8 万吨，同比增长 55.92%。**另一方面，公司坚定在锂电材料、化工新材料产业进行产业布局和优化结构，抢抓磷酸铁锂发展的市场机遇。**目前公司正全力推进 10 万吨磷酸铁锂正极材料及配套前驱体项目的建设，并配套启动非公开发行工作。十四五期间公司的磷酸铁锂正极材料规划为年产 30 万吨。此外，为扩大规模效应，宜宾锂宝也在推进三元正极材料及配套前驱体产能扩建工作，十四五期间公司的三元正极材料规划为年产 15 万吨及配套前驱体年产 5 万吨。**此外，传统业务板块：**1) 氯化法钛白粉加快推进原料国产化研发和使用，高钛渣项目第一台炉已经建成投产，为氯化法钛白粉提供原料供应。2) 氯碱化工板块，公司总体规模保持平稳，并不断提升装置运行效率，高负荷生产运行。其中烧碱充分把握磷酸铁锂发展及市场行

情需求，进行业务调整，2022年锂电碱销售占比已达30%。

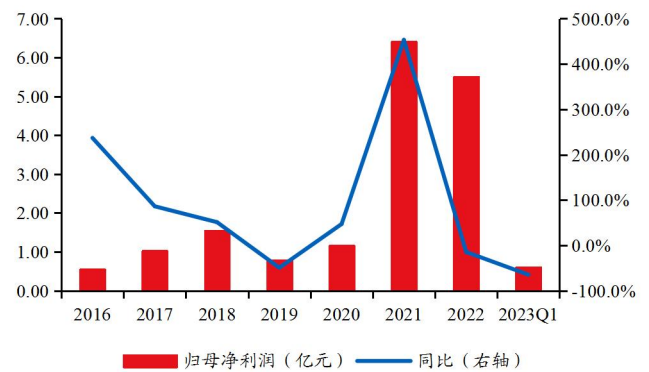
集成区域内产业资源优势，有望实现协同发展。近年来宜宾市在新能源领域的招商引资及产业发展极为迅速，目标建设成为“动力电池之都”，同时公司也被政府定位为建设成“宜宾市第二大国有支柱企业和继四川时代之后第二大锂电材料企业”。目前，宁德时代、极米科技等行业头部企业和锂电产业链上各配套支柱企业纷纷进驻宜宾，宜宾市的新能源电池、智能终端、新能源汽车等高端产业从无到有强势崛起。公司依托马边的磷矿优势以及高钛渣项目副产铁的优势，打造了“磷矿-黄磷-磷酸-磷酸铁-磷酸铁锂”上下游一体化循环产业模式；同时依托优势氯碱产业基础，打造“煤-电石-氯碱化工-钛化工”上下游一体化循环经济产业链，其“一体两翼”发展的化工新材料以及新能源电池材料与宜宾发展战略高度契合，高端产业与宜宾市战略发展的产业相互融入、相互促进，形成了发展的合力，已经形成了区域内强大的产业链聚集和辐射优势。此外，公司在促进当地新兴产业的形成、担当更大的社会责任、“宜宾造”产品的推广利用等方面都作出了巨大的贡献。我们预期宜宾市政府在对公司发展寄予更大期望的同时，也将为公司的发展提供更多的支持。未来，公司紧跟产业发展趋势，与宁德时代加深合作关系，持续推进和落实与后者签订的《全面战略合作协议》，有望实现锂电产业及协同产业的更高质量发展。

图表 52 天原股份营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 53 天原股份归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 54 天原股份主要产品及产能

产品	年产能 (万吨)
聚氯乙烯树脂	50
离子膜烧碱	48
水合肼	3
水泥	100
聚苯乙烯	10
氯化法钛白粉	10
黄磷	2.5

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

10、新乡化纤（000949.SZ）：精进主业强化优势，巩固氨纶&生物质纤维素长丝行业龙头地位

新乡化纤当下 PB=0.86，尚未进行股权激励，2022 年人均创收 86.6 万元，人均创利-5.2 万元，员工总数 8398 人，人均管理费用 7.0 万元，人均薪酬 8.9 万元。作为中国头部的氨纶和生物质纤维素企业，公司 2023 年再募投资金投资项目，优化产品结构、扩大产线规模，持续巩固生物质纤维素长丝行业的龙头地位。

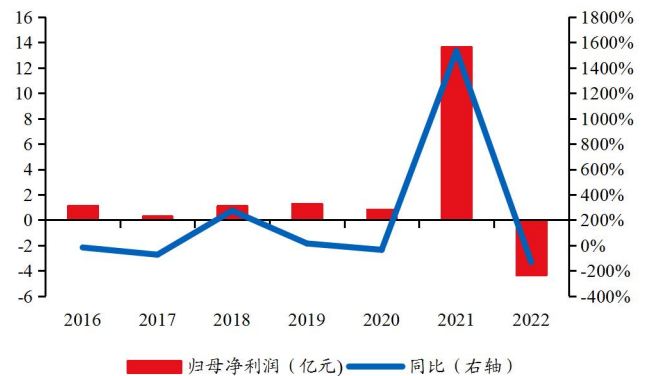
新乡化纤是中国纺织原料骨干企业之一，主要产品包括氨纶纤维和生物质纤维素长丝。生物质纤维素方面，作为传统优势业务，公司生物质纤维素长丝在国内外获得良好声誉，现有产能 7.5 万吨，系全球首位。2022 年公司生物质纤维素长丝产量约占全国总产量的 39%，国内排名第一；约占全国出口量的 42%。氨纶方面，近年来伴随新建氨纶纤维项目陆续投产，公司现有产能 16 万吨，位居国内前三位；业务规模、技术水平逐渐步入我国氨纶行业第一梯队。公司“白鹭”牌商标被评为“中国驰名商标”。

图表 55 新乡化纤营业收入及同比



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 56 新乡化纤归母净利润及同比



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 57 新乡化纤主要产品及产能

产品	年产能 (万吨)	主要产品
生物质纤维素长丝	7.5	涵盖 30D、40D、75D、100D、112D、118D、120D、150D、300D、500D、600D 等粗细不等的 20 多个规格型号，同时生产有色纤维和功能纤维
氨纶	16	

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

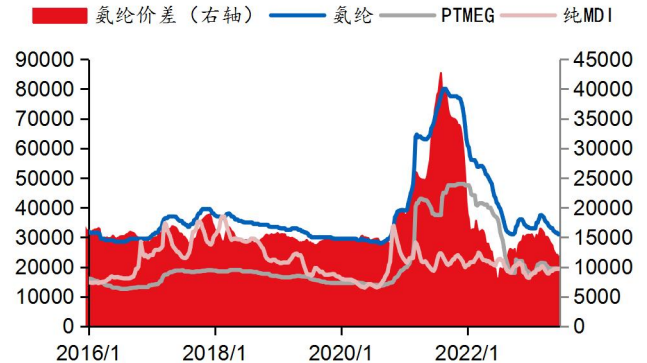
2023 年化纤行业有望景气度修复，价格价差逐步回暖。22 年化纤行业景气度触底，供给端产能快速释放叠加需求萎缩，产品价格价差大幅下行，库存增长显著。展望 2023 年，伴随产业链终端纺织服装消费回暖，叠加国家出台一系列刺激消费的政策和措施，鼓励扩大内需，预计化纤产业链迎来景气度回升和利润修复。

图表 58 化纤产业链下游开机变化



资料来源：中纤网，华创证券

图表 59 氨纶行业价差底部回升接近历史平均水平 (元/吨)



资料来源：Wind，华创证券

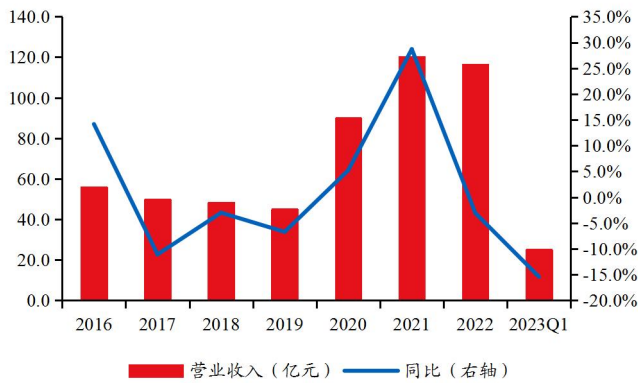
高品质纤维项目优化产品结构，强化行业市占率与龙头竞争力。2023 年，公司拟定增 13.8 亿元，建设年产 10 万吨高品质超细旦氨纶纤维三期项目和年产 1 万吨生物质纤维素纤维项目；4 万吨/年超细旦氨纶纤维项目预计 2023 年 12 月投产，1 万吨/年生物质纤维素长丝预计 2024 年 3 月投产。当前氨纶行业细旦化趋势明显，细旦氨纶较传统 40D 氨纶盈利能力更强；本次募投项目的产品将以 10D、15D、18D 及 20D 超细旦氨纶丝为主。生物质纤维素长丝方面，公司采用目前工艺水平较先进、节能环保水平较高的制胶工艺和酸浴工艺技术，提升产线的自动化、智能化、信息化水平，有利于提升公司终端产品的交付能力、保证产品的一致性和稳定性。预计募投项目的落地将优化公司现有产品结构和产能布局，提升在超细旦氨纶行业的市场占有率，巩固公司生物质纤维素长丝的行业龙头地位。

11、新疆天业 (600075.SH)：资产注入深化调整产业结构，构建一体化循环经济产业链

新疆天业当下 PB=0.81，尚未进行股权激励，2022 年人均创收 169.6 万元，人均创利 12.4 万元，员工总数 6866 人，人均管理费用 4.3 万元，人均薪酬 15.2 万元。公司地处新疆，煤炭、电力等资源禀赋明显，同时受“一带一路”拉动预计未来产品可辐射中亚五国等地区。大股东天业集团为新疆生产建设兵团国资委旗下，具备煤炭、原盐矿等优质上游资产，同时和上市公司共同持股如天业汇合等煤化工企业。此前大股东已按公告承诺将氯碱化工自产逐步注入上市公司，解决了同业竞争问题。当前公司 PB 仅 0.8 倍，具备估值修复的看点。

公司聚焦绿色现代化工主业，“十三五”以来通过不断的资产重组、收购氯碱化工资产，推进了产业结构的调整及国企改革，逐步形成了完整的“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。截至 2022 年末，公司具备 89 万吨 PVC 产能（包括 69 万吨通用 PVC、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）、65 万吨离子膜烧碱产能、134 万吨电石产能，同时拥有 2×300MW、2×330MW 自备热电站以及 405 万吨电石渣制水泥装置。

图表 60 新疆天业营业收入及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 61 新疆天业归母净利润及同比



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 62 新疆天业主要产品及产能

产品	年产能
PVC	89 万吨
烧碱	65 万吨
电石	134 万吨
电石渣制水泥	405 万吨

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

氯碱化工需求有望复苏, 农业节水承担社会责任。1) 氯碱化工行业与宏观经济密切关联, 22Q3 至今行业景气的下行主要受到房地产主要下游如管材、型材及门窗等硬制品需求的放缓。在房地产政策松绑持续背景下, 房地产销售有望逐步回暖, 房地产新开工和投资是 PVC 需求的重要终端来源, 或将拉动 PVC 需求实现回升。2) 我国作为农业灌溉大国, 水资源较为紧缺, 因此高效节水灌溉对提升水安全保障能力、加强水生态环境保护具备重要意义。新疆是中国各省市中发展节水农业较早、规模较大的省区, 在 2016 年底, 新疆农业节水灌溉面积占全国比重超过 60%, 创造了世界上适应性最强、大田应用推广面积最大、综合效益最明显等多项纪录。公司大力推广农业节水灌溉技术, 推动新疆生产建设兵团建成全国节水示范基地, 促进了新疆节水滴灌迅速发展。同时, 天业膜下滴灌技术已经推广到全国 29 个省市自治区, 应用作物 40 多种, 大幅提高了国内农业节水水平。

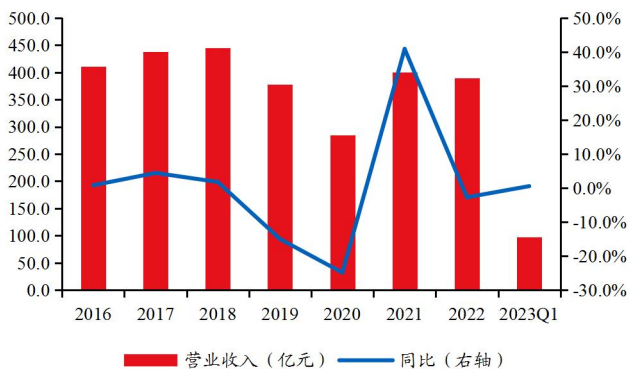
天辰化工股权收购持续推进; 募投乙烯法 VCM 打开未来成长空间。1) 此前天业集团已承诺将解决上市公司与集团间的潜在同业竞争, 并在过去两年推动公司完成了对天域新实和天伟水泥的收购。目前公司对天业集团控股子公司天辰化工的股权收购在持续推进中, 后者具备 45 万吨 PVC (配套 79 万吨电石)、32 万吨烧碱、130 万吨水泥等产能。预期收购完成后上市公司体内产能将进一步完成扩充, 在强化规模效应的同时, 增强公司的中长期经营发展能力。2) 募投乙烯法 VCM 打开未来成长空间。公司 25 万吨无水乙醇+22.5 万吨乙烯法 VCM 项目通过煤化工和氯碱化工的有机耦合, 构建了新型、绿色的 PVC 循环经济产业链。该项目区位优势明显, 如新疆具备低价、高品质的煤炭、原盐等资源, 在助力公司优化产品布局、切入高端 PVC 市场的同时, 具备可观的盈利能力。

12、华谊集团（600623.SH）：五大核心业务并行发展，“制造+服务”双核驱动

华谊集团当下 PB=0.62，已进行过股权激励，2022 年人均创收 333.1 万元，人均创利 11.0 万元，员工总数 11691 人，人均管理费用 9.2 万元，人均薪酬 20.9 万元。控股股东上海华谊控股集团有限公司是由上海市政府国资委授权，通过资产重组建立的大型化工企业集团，是上海化学工业区主要的开拓者和建设者，也是上海化学工业发展有限公司主要股东之一。据集团官网显示，当前集团 80% 的核心资产已经由公司上市。此外，集团全资控股广西华谊能源化工有限公司，其具备醋酸业务，但因涉及同业竞争，故现在由公司托管。

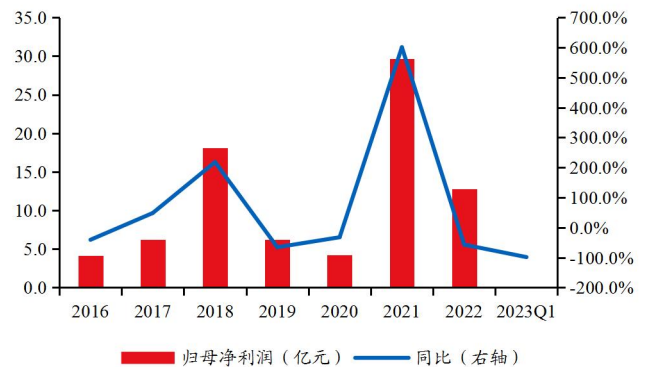
华谊集团是一家大型国有控股上市公司，主要从事能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工和化工服务五大核心业务，并已基本形成“制造+服务”双核驱动的业务发展模式，以及上下游产业链一体化发展体系。其中，1) 能源化工业务主要产品包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、合成气等基础化学品和清洁能源产品，公司具有国内领先的洁净煤综合利用技术；2) 绿色轮胎业务主要产品包括载重胎、乘用车胎、工程胎等，产品广泛应用于卡车、客车、乘用车以及采矿和农业车辆等领域，并为众多汽车制造厂提供原厂配套；3) 先进材料业务主要产品包括丙烯酸及酯、丙烯酸催化剂、高吸水性树脂等，产品广泛应用于涂料、胶黏剂、合成橡胶、水处理以及卫生用品等领域；4) 精细化工业务主要产品包括工业涂料、颜料、油墨、日用化学品等，产品广泛应用于家电、汽车、高铁、航空航天、海洋工程、建筑、医药、食品、化妆品等领域；4) 化工服务业务主要包括化工贸易、化工投资、信息技术等。公司主要产能包括：甲醇 161 万吨、醋酸 130 万吨；半钢乘用车轮胎 600 万条，全钢载重轮胎 925 万条；丙烯酸 32 万吨，工业气体 12 亿方等。其中，在建产能包括丙烯 75 万吨、双酚 A 20 万吨，预计 2023 年投产。

图表 63 华谊集团营业收入及同比



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 64 华谊集团归母净利润及同比



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 65 华谊集团主要产品及产能

产品	年产能
甲醇	161 万吨
醋酸	130 万吨
半钢乘用车轮胎	600 万条
全钢载重轮胎	925 万条
丙烯酸	32 万吨
工业气体	12 亿方
丙烯	75 万吨（在建中）
双酚 A	20 万吨（在建中）

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

作为上海市国资委下属企业，目前公司 PB 处于破净状态且较低，但我们认为公司具备较强竞争力，主要体现在：1）创新研发能力：公司持续加大技术创新投入，2022 年研发投入达 6.98 亿元，研发人数共计约 900 人，占公司总人数约 7%。公司拥有行业内先进的研发软硬件创新条件，包括国家级、市级企业技术中心，国家检测实验室以及博士后、院士专家科研工作站，研发以市场需求为导向，形成了一系列具有自主知识产权的新产品和新技术。2）产品规模行业领先：公司主要产品如甲醇、醋酸、丙烯酸及酯、全钢胎等具有一定的规模优势，其中甲醇是华东地区最大的生产商之一，醋酸、丙烯酸及酯位列行业前三，全钢胎产能则位居行业前列。3）全国业务布局完善，品牌影响力逐步提升：公司在上海、安徽、江苏、重庆、新疆等地区建设了具备国际现金水平的化工生产基地；广西钦州新材料基地正在陆续建成投产，包括 75 万吨年丙烯及下游深加工项目；海外公司于泰国建成大型智能化轮胎工厂。同时，公司拥有双钱牌轮胎、光明牌油漆、飞虎牌涂料、白象电池、牡丹油墨、回力牌运动鞋、蜂花牌香皂等一系列中国名牌、中华老字号品牌产品，品牌知名度和影响力不断扩大。4）中外合作、协同发展：公司是中国本土化工行业为数不多的与全球知名化工企业（如巴斯夫、阿科玛、林德、卡博特等）进行多方位合作及成立合资公司的企业，并已经成为全球著名化工类企业进入中国市场的首选合作伙伴之一。5）股权激励落地，激发员工生产积极性：2020 年末，公司披露股权激励计划草案，2021 年初完成首次授予登记。本次股权激励对公司的归母净利润、ROE、研发费用占比以及特定品牌销售收入和安全环保投入作为考核指标，体现了公司对盈利、研发、品牌、安全环保等多方面的重视，同时有望极大的激发公司员工的生产积极性，有利于公司中长期稳定发展。

在建项目有序推进，中长期业绩增长有保障。2019 年 1 月，公司通过自有资金投资及银行贷款方式融资 32.66 亿元用于建设广西华谊新材料有限公司 20 万吨/年双酚 A、23 万吨/年异丙苯及 28 万吨/年苯酚丙酮项目。2021 年 1 月，广西华谊新材料 75 万吨年丙烯及下游深加工项目开工建设，项目总投资 90.90 亿元，包括 1 套 75 万吨/年丙烷脱氢（PDH）装置、1 套 30 万吨/年丁醇装置、2 套 20 万吨/年丙烯酸及酯装置、3 套 3.3 万吨/年聚丙烯酸盐类高吸水性聚合物（SAP）装置，预计将于 2023 年建成投产。预期未来随着公司在建项目逐步投产，公司竞争力将进一步增强。

图表 66 华谊集团股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	①以 2019 年为基数，2022 年归母净利润复合增长率不低于 5%；②2022 年净资产收益率不低于 3.36%；③以 2019 年为基数，2022 年华谊旗下蜂花、回力老字号品牌销售收入复合增长率不低于 3%；④2022 年安全环保

	投入占制造业收入比例不低于 1.8%；⑤2022 年研发费用占制造业收入比例不低于 2.2%；⑥2022 年公司业绩综合指数处于对标企业中上游水平。
第二个解除限售期	①以 2019 年为基数，2023 年归母净利润复合增长率不低于 5%；②2023 年净资产收益率不低于 3.53%；③以 2019 年为基数，2023 年华谊旗下蜂花、回力老字号品牌销售收入复合增长率不低于 3%；④2023 年安全环保投入占制造业收入比例不低于 1.8%；⑤2023 年研发费用占制造业收入比例不低于 2.2%；⑥2023 年公司业绩综合指数处于对标企业中上游水平。
第三个解除限售期	①以 2019 年为基数，2024 年归母净利润复合增长率不低于 5%；②2024 年净资产收益率不低于 3.7%；③以 2019 年为基数，2024 年华谊旗下蜂花、回力老字号品牌销售收入复合增长率不低于 3%；④2024 年安全环保投入占制造业收入比例不低于 1.8%；⑤2024 年研发费用占制造业收入比例不低于 2.2%；⑥2024 年公司业绩综合指数处于对标企业中上游水平。

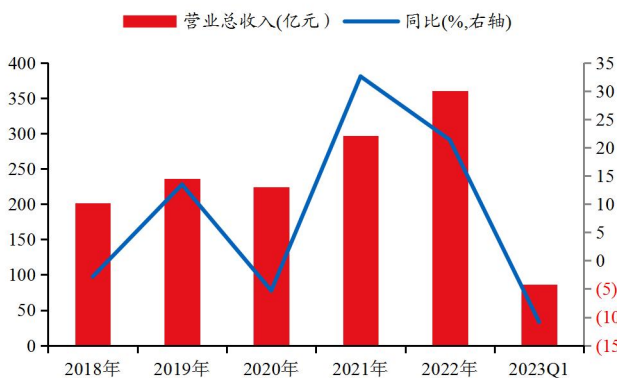
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

13、平煤股份（601666.SH）：优质主焦煤龙头，“三点”发力提升业绩韧性

平煤股份当下 PB=0.78，已进行股权激励，2022 年人均创收 67.2 万元，人均创利 10.7 万元，员工总数 53635 人，人均管理费用 1.7 万元，人均薪酬 17.6 万元。作为中国平煤神马控股集团下的唯一煤炭资源上市平台，公司肩负集团煤焦资产整体上市重任，已于 2022 年 10 月公告获得平煤神马集团焦化资产和煤炭开采资产待质地优化/项目投产后的注入承诺；另公司曾于 2022 年 3 月公告拟将与煤炭主业非直接相关的生产辅助、生活服务机构（含人员及业务）及相关资产整体剥离至平煤神马集团。未来公司有望在控股股东的协助下进一步专注及扩大主业，低成本实现优质产能外延以及副业剥离，实现营收和利润率双增长。

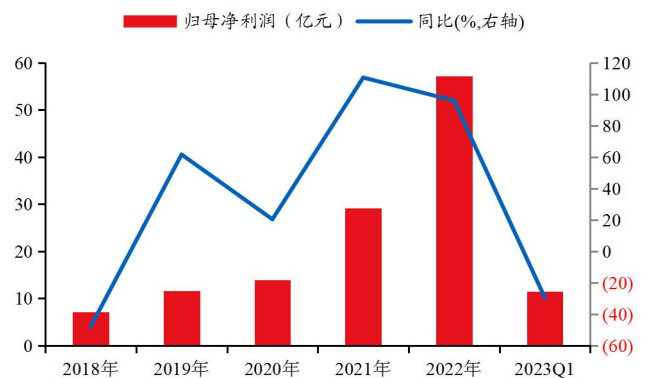
公司是中南地区优质主焦煤龙头。产能端：截至 2022 年末，公司有炼焦煤选煤厂 4 座，资源储量近 30 亿吨，全年原煤产量 3030 万吨，精煤产量 1187 万吨。销售端：公司煤种主要是主焦煤，1/3 焦煤等优质煤种，矿区距下游煤炭消耗区近，区位优势显著，长协销售的大客户稳定。销售煤种具有低硫等优质特征，部分指标优于进口煤，深受市场青睐，2018 至 2022 年，公司单位精煤成本和售价基本呈同步上升趋势。行业端，国内焦煤资源处于结构性稀缺状态，主焦煤和 1/3 价差仍处于 19 年以来的相对高位（历史百分位约。相比焦煤行业整体，预计公司业绩兼具上升期更优的弹性和下行期更强的韧性。

图表 67 平煤股份营业收入及同比



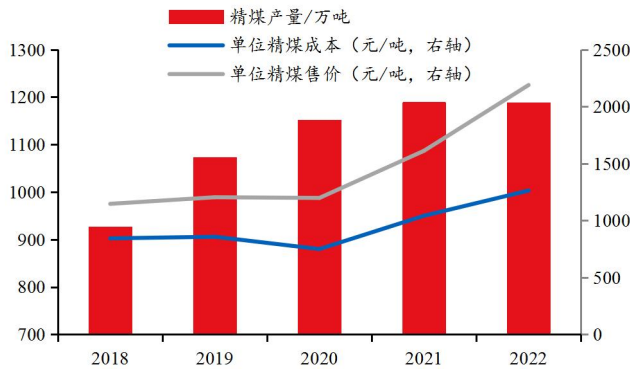
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 68 平煤股份归母净利润及同比



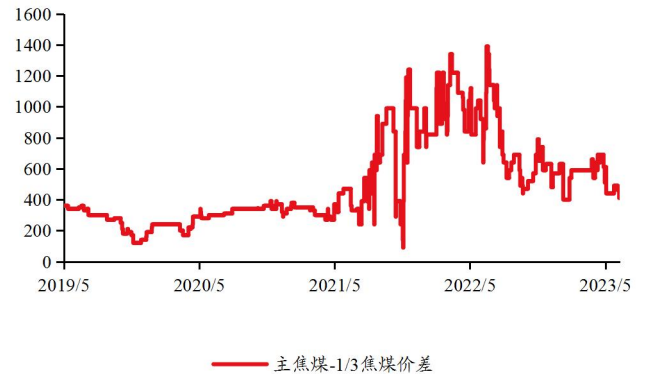
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 69 平煤股份历年精煤销售情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 70 主焦煤和 1/3 焦煤价差仍处相对高位 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

优质资产注入，股东回报规划公布，股权激励出台，三大着力点齐发力助力投资价值提升。

1) 优质资产注入: 公司实控人河南省国资委通过中国平煤神马集团间接持股公司约 28% 的股份 (65.15%*43.02%)。为避免同业竞争，2022 年 10 月，平煤神马集团承诺拟将煤焦资产注入上市公司平台，包括汝丰科技 (120 万吨/年焦化项目)、夏店矿等相关资产，且集团将积极采取相关措施提高资产质量。公司煤焦一体化布局有望进一步完善，且将以较低成本完成产能外延。

2) 分红承诺稳健: 2019 至 2022 年，公司每 10 股派发现金股利分别为 3.0 元、3.6 元、7.6 元和 8.7 元，派息力度逐年递增。此外公司于 2022 年 6 月公布《未来三年股东分红回报规划 (2022-2024 年)》，预计最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的母公司年均可供分配利润的 30%，稳健的分红承诺有助于公司估值向股息定价的方向转变。

3) 股权激励出台，公司质地优化: 2020 年 9 月，公司发布《限制性股票激励计划 (草案)》，此后因经营环境变化等因素数次对对标公司/考核年度基期进行修改。最新公告显示其业绩考核要求为: 2022 至 2024 净利润增长率 (以 2020 年为基准) 要求的条件分别为 40%、60%、80%，EPS 的最低条件分别为 0.89 元、1.02 元、1.14 元。股权激励的出台将提振公司核心团队经营信心，实现管理层面的优化从而得以质地改善。

图表 71 平煤股份 2021 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求

指标	2022 年	2023 年	2024 年
净资产收益率	不低于 11.94%; 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平	不低于 12.01%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平	不低于 11.90%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平
净利润增长率	以 2020 年净利润为基数, 增长率不低于 40%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平	以 2020 年净利润为基数, 增长率不低于 60%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平	以 2020 年净利润为基数, 增长率不低于 80%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平
每股收益	不低于 0.89 元	不低于 1.02 元	不低于 1.14 元
ΔEVA	为正值	为正值	为正值
最新对标公司 (2022/11/30)	中煤能源、淮北矿业、山西焦煤、冀中能源、盘江股份、辽宁能源		

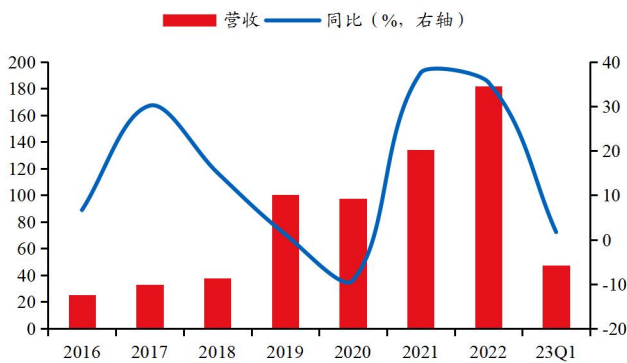
资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

14、中盐化工 (600328.SH): 盐化工龙头，资源禀赋铸就成本优势

中盐化工当下 PB=1.14，已进行股权激励，2022 年人均创收 194.3 万元，人均创利 19.9 万元，员工总数 9346 人，人均管理费用 7.3 万元，人均薪酬 17.8 万元。公司稳步实施国企改革，自 2021 年起积极推动股票激励计划，同时将契约化管理与经理层任期有机结合，提升现代化管理水平。公司凭借独特的资源及成本优势，打造纯碱和 PVC 产业链一体化，发展规模优势，并有望进一步延伸下游产业链，稳固龙头地位。

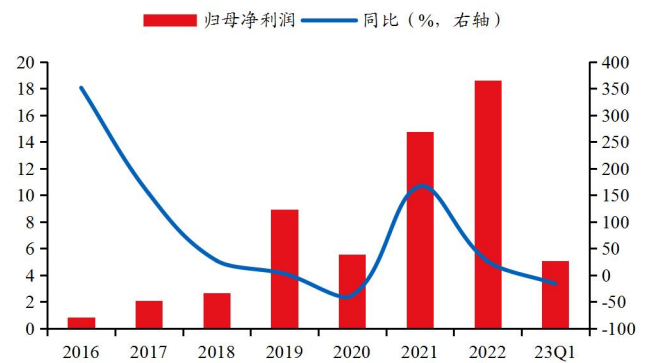
公司为盐化工行业龙头企业，纯碱及金属钠产能均位列国内第一。公司是中盐集团旗下以盐化工为主营业务的企业，业务布局横跨内蒙古、青海和江苏三省区六地。纯碱方面，公司于 2021 年 9 月收购青海发投碱业，纯碱总产能增至 390 万吨，跃居国内纯碱行业龙头；氯碱方面，公司拥有 40 万吨 PVC、8 万吨糊树脂及 36 万吨烧碱，采用电石法生产 PVC 及糊树脂，一体化优势明显；盐方面，公司拥有吉兰泰盐湖和柯柯盐湖两大盐湖资源，原盐总储量超 2 亿吨，氯酸钠产能 16 万吨，公司同时为全球最大的金属钠生产企业，当前拥有金属钠产能 6.5 万吨，约占全球产能的 32%，规模与技术优势均处于行业领先地位，后续切入钠电池产业链拥有较强的先发优势；医药方面，公司主营苻蓉益肾颗粒、复方甘草片以及盐藻系列保健产品，区域特色明显，拥有较强的市场知名度。

图表 72 中盐化工营业收入及同比（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 73 中盐化工归母净利润及同比（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 74 中盐化工主要产品及产能结构

产品名称	当前产能 (万吨/年)	改扩建计划 (万吨/年)
纯碱	390	
氯化铵	65	
PVC	40	
糊树脂	8	
烧碱	36	
金属钠	6.5	
氯酸钠	16	

资料来源: 公司公告, 华创证券

地产需求转暖，纯碱及氯碱行业景气向上。随着地产利好政策的落地，保交楼有望带动地产产业链化工品需求稳步释放，公司为国内最大的纯碱厂商，发投碱业二期 90 万吨纯碱项目建设稳步推进，行业领先地位持续巩固的同时，亦将受益于纯碱行业景气高位；公司 PVC 及烧碱一体化优势突出，PVC 可进一步向下游延伸至糊树脂产业链，在海外能

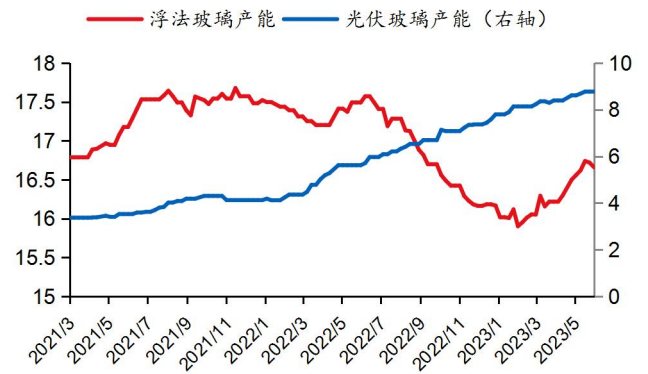
源成本高企、国内需求边际修复的当下，西北地区氯碱产能资源套利优势凸显。公司有望受益于纯碱及氯碱行业景气修复上行。

图表 75 联碱法价差仍位于高位（元/吨）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 76 浮法与光伏玻璃产能企稳增长（万吨/日）



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

资源禀赋显著，产业链一体化塑造公司竞争优势。公司主要产品生产基地位于内蒙古和青海，当地丰富的煤炭、电力和石灰石资源为公司发展提供了可靠的资源保障和成本优势。凭借自有盐湖和石灰石资源，公司“盐-石灰石-煤（电）-纯碱”、“盐-煤（电）-电石-烧碱-PVC”的产业链一体化优势明显，完整产业链在带来更强风险抵抗能力的同时，成本优势亦获得持续增强。公司纯碱、金属钠、氯酸钠产能均位列国内首位，规模优势显著，且技术方面亦保持行业领先水平，竞争优势有望持续增强。

国企改革稳步实施，有望持续推动公司内部治理与经营业绩提升。公司于2022年5月推动实施限制性股票激励计划，累计向470人授予公司股票1347.22万股，实现了企业与员工的协同共赢；2022年11月，公司非公开发行股票募集资金工作圆满完成，本次非公开发行共募集20.22亿元，用于收购发投碱业100%股权。同时，公司全级次实施契约化管理，与经理层任期制有机融合，持续提升企业市场化、现代化管理水平。公司依托地方国企改革浪潮，不断激发企业高质量发展的内生动力，并有望推进内部治理水平与经营业绩的持续提升。

图表 77 中盐化工于2022年推出限制性股票激励计划

解除限售安排	业绩考核目标
第一批解除限售	1) 2022年公司加权平均净资产收益率不低于11.0%且前述指标不低于对标企业75分位值； 2) 2022年公司净利润较2020年净利润年复合增长率不低于17%且前述指标不低于对标企业75分位值； 3) 2022年公司经济增加值（EVA）达到中盐集团的考核目标，且2022年ΔEVA大于0。
第二批解除限售	1) 2023年公司加权平均净资产收益率不低于11.5%且前述指标不低于对标企业75分位值； 2) 2023年公司净利润较2020年净利润年复合增长率不低于17%且前述指标不低于对标企业75分位值； 3) 2023年公司经济增加值（EVA）达到中盐集团的考核目标，且2023年ΔEVA大于0。
第三批解除限售	1) 2024年公司加权平均净资产收益率不低于12.0%且前述指标不低于对标企业75分位值； 2) 2024年公司净利润较2020年净利润年复合增长率不低于17%且前述指标不低于对标企业75分位值； 3) 2024年公司经济增加值（EVA）达到中盐集团的考核目标，且2024年ΔEVA大于0。

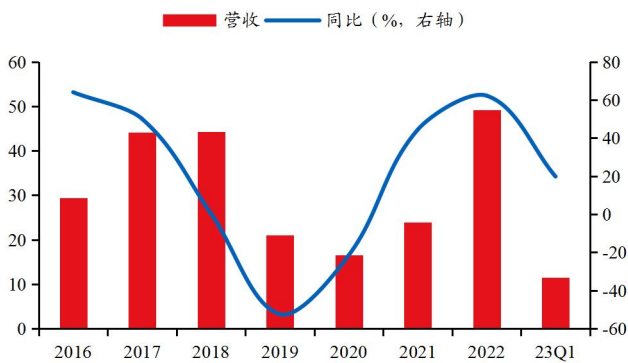
资料来源: 公司公告, 华创证券

15、沧州大化（600230.SH）：聚焦TDI和PC核心产业链的新材料平台

沧州大化当下 PB=1.52，已进行股权激励，2022 年人均创收 427.3 万元，人均创利 36.5 万元，员工总数 1150 人，人均管理费用 16.0 万元，人均薪酬 14.4 万元。公司不断推进市场化建设，于 2021 年首次推出股票激励计划，支持企业长期稳定发展。公司聚焦 TDI 和 PC 核心产业链，在 PC 连续工艺领域享有独特技术优势，同时依托上游氯碱、硝酸等装置的配套优势，不断突破 TDI 知识产权和高端技术应用，稳步推进 TDI 项目扩产。

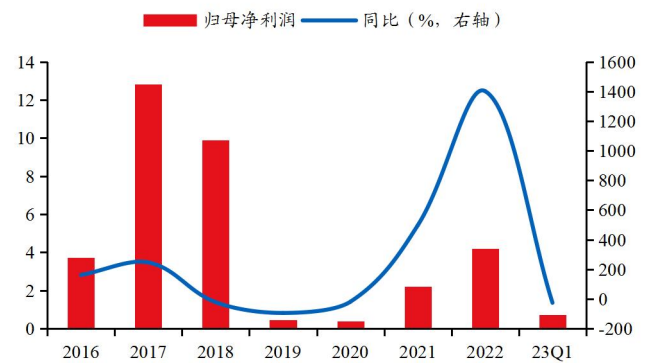
中化旗下化工新材料产业基地，聚焦 TDI 和 PC 核心产业链。 沧州大化成立于 1973 年，前身是我国首批全套引进装置建设的 13 套大化肥企业之一的河北省沧州化肥厂，2000 年于上海证券交易所挂牌上市。2006 年沧州大化加入中国化工集团，2021 年两化实施重组后成为中国中化控股有限责任公司下属的二级企业，定位为以聚氨酯和聚碳酸酯为核心的化工新材料产业基地。公司现有两个核心产品 TDI 和 PC：1) TDI 方面，公司是我国首家规模生产 TDI 产品的公司，当前产能 15 万吨/年，在生产技术及自主知识产权方面拥有较多积累，后续产能规划增至 40 万吨；2) PC 方面，公司为国内首家实现连续工艺生产共聚硅 PC、高分子溴化 PC 的企业，现有 PC 产能 10 万吨/年，后续规划建设 10 万吨/年二期项目。

图表 78 沧州大化营业收入及同比（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 79 沧州大化归母净利润及同比（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 80 沧州大化主要产品及产能结构

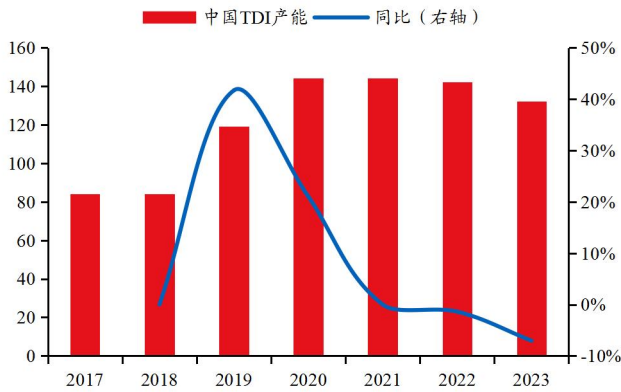
产品名称	当前产能 (万吨/年)	改扩建计划 (万吨/年)
TDI	15	增至 40
PC	10	10
离子膜烧碱	16	-
双酚 A	20	-
硝酸	13.5	30
合成革	1.2	-

资料来源：公司官网，华创证券

TDI 高景气有望延续，公司竞争优势或增强。 公司在 TDI 和 PC 领域具备较强的技术和产业链一体化优势，通过配套上游氯碱、硝酸以及双酚 A 装置，实现较强的产品竞争力。2022 年以来，随着内外部环境趋稳及下游需求的稳步向好，TDI 进入新一轮景气周期，价格有望震荡上行；而供给端受巴斯夫 30 万吨 TDI 产能关闭、万华福建 10 万吨 TDI 装置永久关停，以及部分装置重启推迟影响，预计行业将维持供给紧张平衡状态。公司是国内首家规模生产 TDI 的公司，经过二十多年的发展，公司在生产工艺及知识产权方面逐

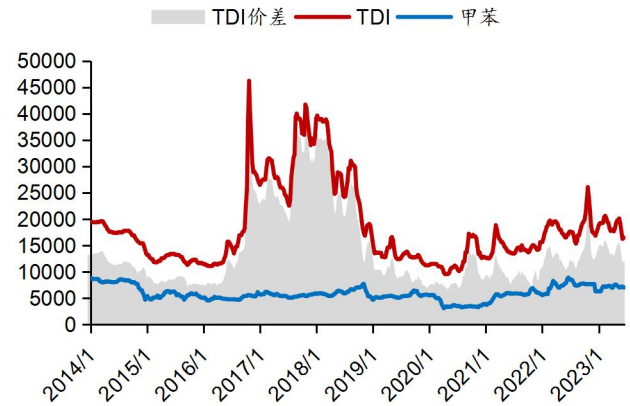
步取得突破，奠定了公司在国内 TDI 生产领域的领导地位；在 TDI 高端应用领域，公司亦取得重大技术突破，成功进入到聚氨酯高端应用领域，大幅提升了公司 TDI 产品的综合市场竞争力。当前公司正稳步推进 26.5 万吨 TDI 项目扩产，后续市场份额及竞争优势有望进一步增强。

图表 81 国内 TDI 产能已收缩（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 82 20 年起 TDI 价差持续提升（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

股权激励方案落地，支持公司长期稳健发展。作为中国中化旗下聚氨酯和聚碳酸酯的产业平台，公司在国企改革及市场化建设方面不断推进。公司于 2021 年 4 月推出 2020 年限制性股票激励计划，首次授予激励对象共 158 人，首次授予价格 5.66 元/股，计划授予股票约 877 万股，约占公司总股本的 2.13%。股权激励方案的顺利实施有助于充分调动核心员工的积极性，支持公司战略实现和长期稳健发展。

图表 83 沧州大化于 2021 年推出限制性股票激励计划

解除限售安排	业绩考核目标
第一批解除限售	1) 2021 年归母平均净资产收益率：不低于 10.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平； 2) 2021 年营业收入复合增长率（2019 年基数）：不低于 15.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平； 3) 2021 年公司 EVA 完成 2021 年度集团下达目标。
第二批解除限售	1) 2022 年归母平均净资产收益率：不低于 10.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平； 2) 2022 年营业收入复合增长率（2019 年基数）：不低于 16.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平； 3) 2022 年公司 EVA 完成 2022 年度集团下达目标。
第三批解除限售	1) 2023 年归母平均净资产收益率：不低于 10.5%，且不低于对标企业同期 75 分位水平； 2) 2023 年营业收入复合增长率（2019 年基数）：不低于 16.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平； 3) 2023 年公司 EVA 完成 2023 年度集团下达目标。

资料来源：公司公告，华创证券

四、投资建议

通过对化工国企的梳理，结合 PB、股权激励、人均创收以及实控人和集团资产情况，我们挑选出 15 家有望在国企改革的背景下实现管理优化，ROE 提升的公司，其中建议关注：湖北宜化、中泰化学、贵州轮胎、兴发集团、云天化、黑猫股份、华锦股份。

图表 84 重点企业梳理及对比

公司	PB (MRQ)	是否有/进行过股权激励	人均创收 (万元)	人均创利 (万元)	员工人数	人均管理费用 (万元)	人均薪酬 (万元)	实控人或集团是否有重要资产
湖北宜化	2.09	否	260.8	27.2	7943	5.8	10.6	新疆宜化目前约 65% 的股权归属国资平台, 其具备丰富的新疆煤炭和煤化工资源
中泰化学	0.65	是	242.0	3.1	23106	5.5	19.5	中泰集团其具备充足的煤炭资源(如雨田煤业), 此外与上市公司联营美克化工、中泰新材料等
贵州轮胎	0.99	是	132.7	6.7	6362	6.1	12.8	暂无与公司经营相关资产
兴发集团	1.17	是	232.9	45.0	13012	3.7	14.2	暂无与公司经营相关资产
云天化	1.73	是	663.2	53.0	11356	9.1	22.8	天能矿业、天裕矿业等公司, 集团承诺将通过权益转让等方式解决与上市公司的同业竞争问题
黑猫股份	2.43	是	237.6	0.2	4164	4.9	11.1	暂无与公司经营相关资产
华锦股份	0.69	否	591.5	6.4	8294	13.5	17.1	中国兵器集团下属民营炼化企业, 集团拥有与沙特阿美合资成立的盘锦 1500 万吨炼油项目
川发龙蟒	1.72	是	195.3	20.7	5133	9.1	16.4	大股东全资控股且在建雷波小沟磷矿, 此外老虎洞磷矿在建(持股 51%), 另外大股东具备锂矿等资源
天原股份	1.03	否	471.4	12.8	4315	9.6	13.1	暂无与公司经营相关资产
新乡化纤	0.84	否	86.6	-5.2	8398	7.0	8.9	暂无与公司经营相关资产
新疆天业	0.78	否	169.6	12.4	6866	4.3	15.2	天业集团具备煤炭、原盐矿等资产
华谊集团	0.60	是	333.1	11.0	11691	9.2	20.9	控股股东全资控股广西华谊能源化工有限公司, 其具备醋酸业务, 因与上市公司涉及同业竞争, 故暂由公司托管
平煤股份	0.76	是	67.2	10.7	53635	1.7	17.6	公司肩负集团焦煤资产整体上市重任, 已于 2022 年 10 月公告获得平煤神马集团焦化资产和煤炭开采资产待质地优化/项目投产后的注入承诺
中盐化工	1.11	是	194.3	19.9	9346	7.3	17.8	暂无与公司经营相关资产
沧州大化	1.47	是	427.3	36.5	1150	16.0	14.4	暂无与公司经营相关资产

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

注: PB 对应 2023.6.20 收盘股价; 人均数据对应 2022 年

五、风险提示

安全事故影响开工; 原材料成本大幅波动; 技术路线快速迭代; 逆全球化背景下的产业脱钩等。

图表 85 (附表) A 股国资化工上市公司列示

代码	标的名称	实际控制人	实控人属性	PB (MRQ)	2022 年营业收入 (亿元)	2022 年归母净利润 (亿元)	2022 年 EPS	2022 年末员工总数
000990.SZ	诚志股份	青岛市黄岛区国资委	地方国资委	0.52	117.2	0.5	0.04	4218
600623.SH	华谊集团	上海市国资委	地方国资委	0.60	389.4	12.8	0.60	11691
600997.SH	开滦股份	河北省国资委	地方国资委	0.65	260.0	18.5	1.17	14763
002092.SZ	中泰化学	新疆自治区国资委	地方国资委	0.65	559.1	7.1	0.28	23106
000059.SZ	华锦股份	国务院国资委	国资委	0.69	490.6	5.3	0.33	8294
600971.SH	恒源煤电	安徽省国资委	地方国资委	0.74	83.9	25.1	2.09	15531
601101.SH	昊华能源	北京市国资委	地方国资委	0.74	92.9	13.4	0.93	5982
600123.SH	兰花科创	晋城市国资委	地方国资委	0.75	141.6	32.2	2.82	17623
601666.SH	平煤股份	河南省国资委	地方国资委	0.76	360.4	57.2	2.47	53635
600075.SH	新疆天业	新疆生产建设兵团第八师国资委	地方国资委	0.78	116.5	8.5	0.50	6866
600508.SH	上海能源	国务院国资委	国资委	0.78	126.3	17.4	2.41	13917
601898.SH	中煤能源	国务院国资委	国资委	0.78	2,205.8	182.4	1.38	46450
600387.SH	ST 海越	铜川市国资委	地方国资委	0.79	65.9	0.6	0.12	514
600985.SH	淮北矿业	安徽省国资委	地方国资委	0.79	692.2	70.1	2.83	44021
600339.SH	中油工程	国务院国资委	国资委	0.83	835.9	7.2	0.13	41500
000949.SZ	新乡化纤	新乡市财政局	地方政府	0.84	72.7	-4.3	-0.30	8398
600740.SH	山西焦化	山西省国资委	地方国资委	0.84	120.7	25.8	1.01	5679
000553.SZ	安道麦 A	国务院国资委	国资委	0.86	373.8	6.1	0.26	9208
601918.SH	新集能源	国务院国资委	国资委	0.88	120.0	20.6	0.80	15567
601699.SH	潞安环能	山西省国资委	地方国资委	0.93	543.0	141.7	4.74	34551
600810.SH	神马股份	河南省国资委	地方国资委	0.93	135.6	4.3	0.41	10278
600575.SH	淮河能源	安徽省国资委	地方国资委	0.93	253.6	3.5	0.09	7637
600028.SH	中国石化	国务院国资委	国资委	0.94	33,181.7	663.0	0.55	374791
600792.SH	云煤能源	云南省国资委	地方国资委	0.95	75.4	-1.8	-0.18	1894
601857.SH	中国石油	国务院国资委	国资委	0.96	32,391.7	1,493.8	0.82	398440
601001.SH	晋控煤业	山西省国资委	地方国资委	0.98	160.8	30.4	1.82	7310
000589.SZ	贵州轮胎	贵阳市国资委	地方国资委	0.99	84.4	4.3	0.38	6362
002128.SZ	电投能源	国务院国资委	国资委	1.00	267.9	39.9	2.07	7363
600348.SH	华阳股份	山西省国资委	地方国资委	1.02	350.4	70.3	2.92	35051
600727.SH	鲁北化工	无棣县财政局	地方政府	1.02	49.0	-0.9	-0.17	2536
002386.SZ	天原股份	宜宾市国资委	地方国资委	1.03	203.4	5.5	0.54	4315
600758.SH	辽宁能源	辽宁省国资委	地方国资委	1.04	66.2	1.9	0.15	15202
600583.SH	海油工程	国务院国资委	国资委	1.06	293.6	14.6	0.33	9614
002109.SZ	兴化股份	陕西省国资委	地方国资委	1.06	32.6	3.9	0.37	1229
000937.SZ	冀中能源	河北省国资委	地方国资委	1.07	360.4	44.6	1.26	41445

600500.SH	中化国际	国务院国资委	国资委	1.09	874.5	13.1	0.46	26306
000552.SZ	甘肃能化	甘肃省国资委	地方国资委	1.09	122.6	31.7	0.78	23248
000912.SZ	泸天化	泸州市国资委	地方国资委	1.10	75.3	3.7	0.23	2984
600328.SH	中盐化工	国务院国资委	国资委	1.11	181.6	18.6	1.91	9346
000731.SZ	四川美丰	国务院国资委	国资委	1.13	49.1	6.2	1.06	2424
000830.SZ	鲁西化工	国务院国资委	国资委	1.13	303.6	31.6	1.64	12373
600403.SH	大有能源	河南省国资委	地方国资委	1.16	85.9	15.6	0.65	25899
600141.SH	兴发集团	宜昌市兴山县国资委	地方国资委	1.17	303.1	58.5	5.31	13012
430489.BJ	佳先股份	蚌埠市国资委	地方国资委	1.19	5.7	0.6	0.44	295
600691.SH	阳煤化工	山西省国资委	地方国资委	1.19	170.4	0.7	0.03	7419
000881.SZ	中广核技	国务院国资委	国资委	1.21	69.4	2.0	0.21	4560
002669.SZ	康达新材	唐山市国资委	地方国资委	1.23	24.7	0.5	0.18	1526
600395.SH	盘江股份	贵州省国资委	地方国资委	1.23	118.4	21.9	1.11	26166
000635.SZ	英力特	国务院国资委	国资委	1.25	18.8	-3.9	-1.28	2009
600688.SH	上海石化	国务院国资委	国资委	1.26	825.2	-28.7	-0.27	8007
900921.SH	丹科B股	丹阳市人民政府	地方政府	1.26	9.3	-2.9	-0.29	1251
600618.SH	氯碱化工	上海市国资委	地方国资委	1.27	63.6	13.7	1.19	1023
600866.SH	星湖科技	广东省人民政府	地方政府	1.28	174.9	6.1	0.51	8908
002408.SZ	齐翔腾达	山东省国资委	地方国资委	1.33	298.1	6.3	0.22	3283
000968.SZ	蓝焰控股	山西省国资委	地方国资委	1.34	25.0	5.6	0.58	2027
600063.SH	皖维高新	安徽省国资委	地方国资委	1.35	99.4	13.7	0.68	4803
600968.SH	海油发展	国务院国资委	国资委	1.35	477.8	24.2	0.24	14627
000822.SZ	山东海化	潍坊市国资委	地方国资委	1.36	97.1	11.1	1.24	5161
600938.SH	中国海油	国务院国资委	国资委	1.36	4,222.3	1,417.0	3.03	21452
600746.SH	江苏索普	镇江市国资委	地方国资委	1.38	71.7	5.1	0.43	2116
600299.SH	安迪苏	国务院国资委	国资委	1.41	145.3	12.5	0.46	2656
601088.SH	中国神华	国务院国资委	国资委	1.43	3,445.3	696.3	3.50	83029
600800.SH	渤海化学	天津市国资委	地方国资委	1.45	60.5	-0.4	-0.03	792
603299.SH	苏盐井神	江苏省国资委	地方国资委	1.46	59.7	8.0	1.04	3788
600230.SH	沧州大化	国务院国资委	国资委	1.47	49.1	4.2	1.02	1150
000859.SZ	国风新材	合肥市国资委	地方国资委	1.48	24.6	2.3	0.26	1390
002053.SZ	云南能投	云南省国资委	地方国资委	1.48	26.1	2.9	0.36	2272
000599.SZ	青岛双星	青岛市国资委	地方国资委	1.50	39.1	-6.0	-0.74	4197
600731.SH	湖南海利	湖南省国资委	地方国资委	1.51	31.3	3.5	0.76	1979
600469.SH	风神股份	国务院国资委	国资委	1.51	49.9	0.8	0.12	5663
002226.SZ	江南化工	国务院国资委	国资委	1.53	70.4	4.5	0.17	7557
600135.SH	乐凯胶片	国务院国资委	国资委	1.54	20.7	0.4	0.07	2430
601225.SH	陕西煤业	陕西省国资委	地方国资委	1.56	1,668.5	351.2	3.62	39486
600889.SH	南京化纤	南京市国资委	地方国资委	1.60	5.2	-1.8	-0.48	1189

601568.SH	北元集团	陕西省国资委	地方国资委	1.60	125.9	14.5	0.36	4081
000096.SZ	广聚能源	深圳市南山区国资委	地方国资委	1.61	21.0	0.6	0.10	320
000973.SZ	佛塑科技	广东省人民政府	地方政府	1.61	26.4	1.4	0.14	3165
002037.SZ	保利联合	国务院国资委	国资委	1.61	63.6	-7.9	-1.62	7874
600188.SH	兖矿能源	山东省国资委	地方国资委	1.63	2,008.3	307.7	6.30	64279
601808.SH	中海油服	国务院国资委	国资委	1.64	356.6	23.5	0.49	15151
000983.SZ	山西焦煤	山西省国资委	地方国资委	1.66	651.8	107.2	2.09	38384
600546.SH	山煤国际	山西省国资委	地方国资委	1.69	463.9	69.8	3.52	14549
002263.SZ	大东南	诸暨市国资委	地方国资委	1.70	15.8	0.7	0.04	719
000698.SZ	沈阳化工	国务院国资委	国资委	1.71	59.4	-17.7	-2.16	2475
002312.SZ	川发龙蟒	四川省国资委	地方国资委	1.72	100.2	10.6	0.59	5133
600096.SH	云天化	云南省国资委	地方国资委	1.73	753.1	60.2	3.28	11356
002246.SZ	北化股份	国务院国资委	国资委	1.77	25.6	0.9	0.17	3199
600929.SH	雪天盐业	湖南省国资委	地方国资委	1.79	64.4	7.7	0.55	5927
000565.SZ	渝三峡 A	重庆市国资委	地方国资委	1.81	4.7	0.5	0.12	884
603977.SH	国泰集团	江西省国资委	地方国资委	1.83	21.5	1.4	0.24	2152
688571.SH	杭华股份	杭州市国资委	地方国资委	1.83	11.4	0.8	0.25	661
603071.SH	物产环能	浙江省国资委	地方国资委	1.85	552.0	10.6	1.90	1411
688203.SH	海正生材	台州市椒江区人民政府	地方政府	1.87	6.1	0.5	0.28	367
000420.SZ	吉林化纤	吉林市国资委	地方国资委	1.90	36.7	-0.9	-0.04	4857
002554.SZ	惠博普	长沙市国资委	地方国资委	1.96	19.9	1.6	0.12	1329
600935.SH	华塑股份	安徽省国资委	地方国资委	2.01	67.4	4.2	0.12	2485
000422.SZ	湖北宜化	宜昌市国资委	地方国资委	2.09	207.1	21.6	2.41	7943
002522.SZ	浙江众成	常德市国资委	地方国资委	2.11	18.8	1.5	0.17	1059
002783.SZ	凯龙股份	荆门市国资委	地方国资委	2.15	34.1	1.3	0.35	3847
002470.SZ	ST金正	临沭县国有资产管理服务中心	地方政府	2.19	99.8	-9.8	-0.30	6318
300321.SZ	同大股份	潍坊市政府投融资管理中心	地方政府	2.21	4.6	0.1	0.13	592
000707.SZ	双环科技	宜昌市国资委	地方国资委	2.28	43.6	8.7	1.88	1164
600426.SH	华鲁恒升	山东省国资委	地方国资委	2.31	302.5	62.9	2.97	5226
605086.SH	龙高股份	龙岩市国资委	地方国资委	2.32	2.8	1.0	0.80	237
301090.SZ	华润材料	国务院国资委	国资委	2.34	173.3	8.2	0.56	1753
600160.SH	巨化股份	浙江省国资委	地方国资委	2.38	214.9	23.8	0.88	7159
600367.SH	红星发展	青岛市国资委	地方国资委	2.42	28.5	2.1	0.74	3110
002068.SZ	黑猫股份	景德镇市国资委	地方国资委	2.43	98.9	0.1	0.01	4164
603227.SH	雪峰科技	新疆自治区国资委	地方国资委	2.48	69.0	6.7	0.81	4731
002254.SZ	泰和新材	烟台市国资委	地方国资委	2.53	37.5	4.4	0.64	2606
000920.SZ	沃顿科技	国务院国资委	国资委	2.60	14.6	1.4	0.34	1356

600925.SH	苏能股份	江苏省人民政府	地方政府	2.64	151.4	27.2	0.44	15967
002096.SZ	南岭民爆	国务院国资委	国资委	2.76	23.0	0.5	0.13	5037
000554.SZ	泰山石油	国务院国资委	国资委	2.80	30.7	0.1	0.02	1099
600486.SH	扬农化工	国务院国资委	国资委	2.83	158.1	17.9	5.79	3129
600722.SH	金牛化工	河北省国资委	地方国资委	2.91	6.6	0.5	0.07	196
603213.SH	镇洋发展	浙江省国资委	地方国资委	2.94	25.6	3.8	0.87	518
600319.SH	亚星化学	潍坊市国资委	地方国资委	3.05	8.5	1.1	0.31	849
600121.SH	郑州煤电	河南省国资委	地方国资委	3.05	44.2	0.7	0.06	13684
600844.SH	丹化科技	丹阳市人民政府	地方政府	3.27	9.3	-2.9	-0.29	1251
688722.SH	同益中	国务院国资委	国资委	3.34	6.2	1.7	0.76	927
000985.SZ	大庆华科	国务院国资委	国资委	3.34	26.1	0.2	0.12	535
300927.SZ	江天化学	南通市国资委	地方国资委	3.42	7.4	0.6	0.44	214
600309.SH	万华化学	烟台市国资委	地方国资委	3.52	1,655.7	162.3	5.17	24387
601065.SH	江盐集团	江西省国资委	地方国资委	3.64	29.4	4.2	0.87	2272
002683.SZ	广东宏大	广东省人民政府	地方政府	3.70	101.7	5.6	0.75	8419
600378.SH	昊华科技	国务院国资委	国资委	3.75	90.7	11.6	1.29	7450
000792.SZ	盐湖股份	青海省国资委	地方国资委	3.86	307.5	155.6	2.93	6315
002827.SZ	高争民爆	西藏自治区国资委	地方国资委	3.97	11.3	0.5	0.19	1473
600397.SH	安源煤业	江西省国资委	地方国资委	4.27	89.2	-0.8	-0.08	7884
600871.SH	石化油服	国务院国资委	国资委	4.77	737.7	4.6	0.02	66792
600423.SH	柳化股份	柳州市国资委	地方国资委	5.45	1.4	0.2	0.02	83
300847.SZ	中船汉光	国务院国资委	国资委	5.59	10.9	1.1	0.37	1059
000819.SZ	岳阳兴长	国务院国资委	国资委	5.71	32.2	0.8	0.27	696
000818.SZ	航锦科技	武汉市国资委	地方国资委	6.25	42.9	2.3	0.34	3712
688295.SH	中复神鹰	国务院国资委	国资委	6.62	19.9	6.1	0.69	3205
836077.BJ	吉林碳谷	吉林省国资委	地方国资委	7.01	20.8	6.3	1.98	702
002427.SZ	尤夫股份	陕西省国资委	地方国资委	7.58	24.5	5.2	0.52	1564
688269.SH	凯立新材	陕西省财政厅	地方政府	8.23	18.8	2.2	1.69	266
600725.SH	云维股份	云南省国资委	地方国资委	8.99	11.6	0.2	0.02	132
300530.SZ	领湃科技	衡阳市国资委	地方国资委	11.21	4.8	-2.4	-1.50	522

资料来源: Wind, 华创证券

注: 筛选范围: SW 基础化工+SW 煤炭+SW 石油石化+SW 轮胎; 按PB 由低至高 (2023.6.20) 排序

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A股市场基准为沪深300指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来6个月内超越基准指数20%以上;
推荐: 预期未来6个月内超越基准指数10%-20%;
中性: 预期未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间;
回避: 预期未来6个月内相对基准指数跌幅在10%-20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%-5%;
回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522