

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&生物基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

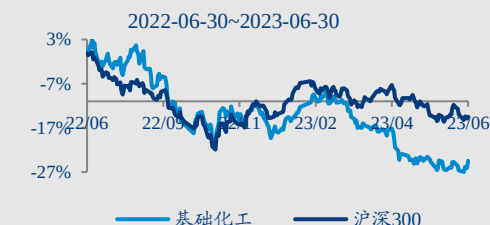
邮箱：zhengyi@hcyjs.com
 执业编号：S0360522100004

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	38
15、 沧州大化（600230.SH）：聚焦 TDI 和 PC 核心产业链的新材料平台	40
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

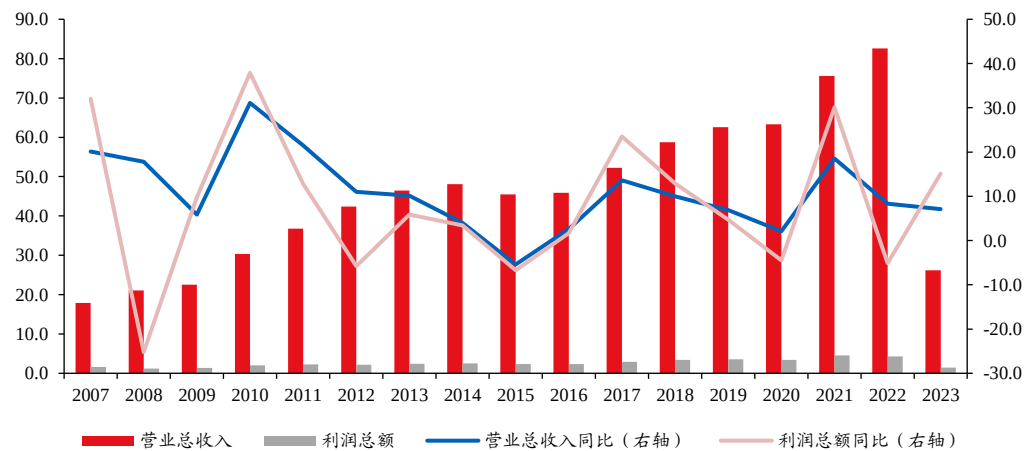
图表 68	平煤股份归母净利润及同比	36
图表 69	平煤股份历年精煤销售情况	37
图表 70	主焦煤和 1/3 焦煤价差仍处相对高位（元/吨）	37
图表 71	平煤股份 2021 年股权激励计划限售期的公司层面业绩考核要求	37
图表 72	中盐化工营业收入及同比（亿元）	38
图表 73	中盐化工归母净利润及同比（亿元）	38
图表 74	中盐化工主要产品及产能结构	38
图表 75	联碱法价差仍位于高位（元/吨）	39
图表 76	浮法与光伏玻璃产能企稳增长（万吨/日）	39
图表 77	中盐化工于 2022 年推出限制性股票激励计划	39
图表 78	沧州大化营业收入及同比（亿元）	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	42
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。

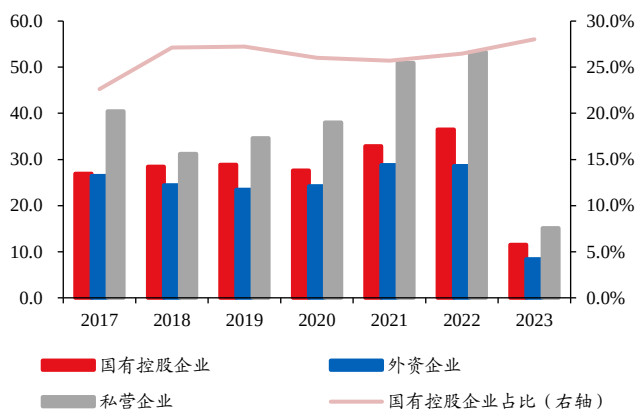
图表 1 全国国有企业营业收入及利润变化（万亿元，%）



资料来源：Wind，财政部，华创证券

注：2023年数据截至4月

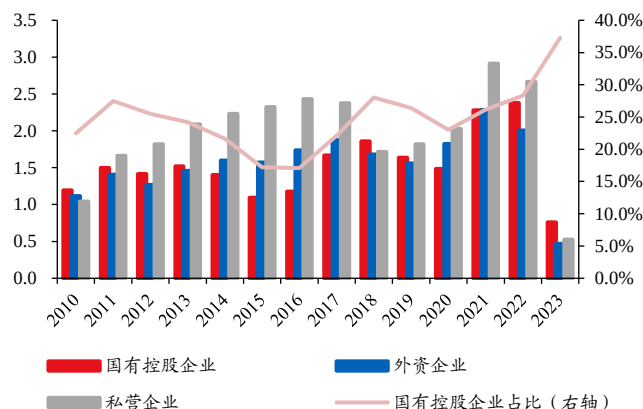
图表 2 国内工业企业营业收入对比（万亿元）



资料来源：Wind，国家统计局，华创证券

注：2023 年数据截至 4 月

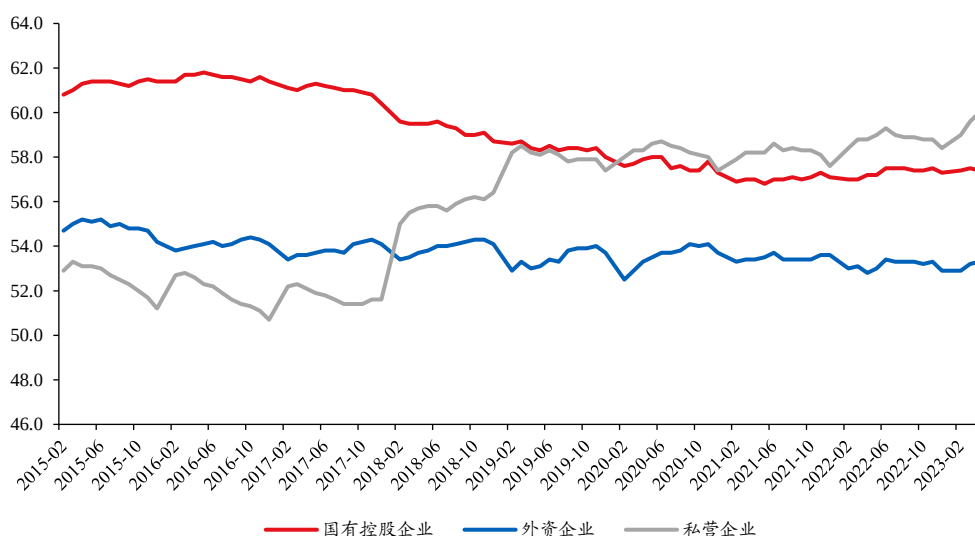
图表 3 国内工业企业利润总额对比（万亿元）



资料来源：Wind，国家统计局，华创证券

注：2023 年数据截至 4 月

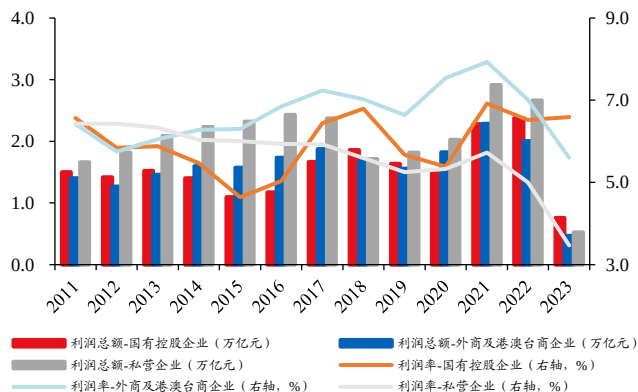
图表 4 国有控股工业企业资产负债率（%）呈现下行趋势



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。

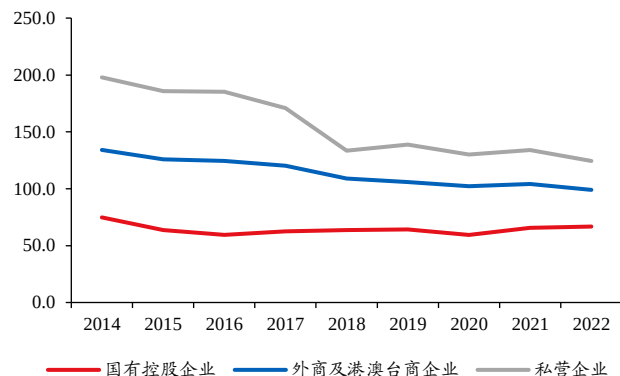
图表 5 国内工业企业利润总额和利润率对比



资料来源：Wind，华创证券

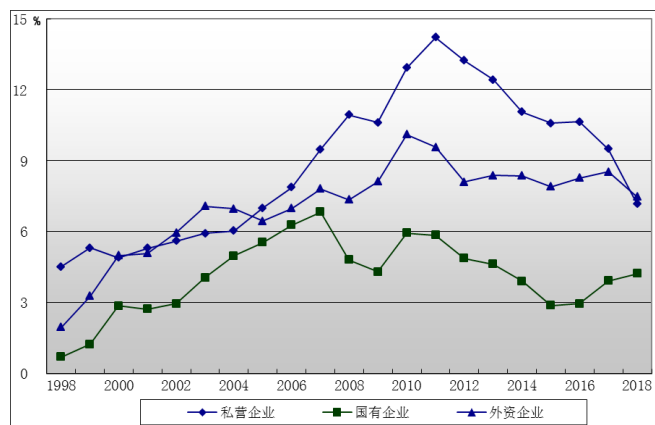
注：2023 年数据截至 4 月

图表 6 国内工业企业每百元资产实现的营收（元）



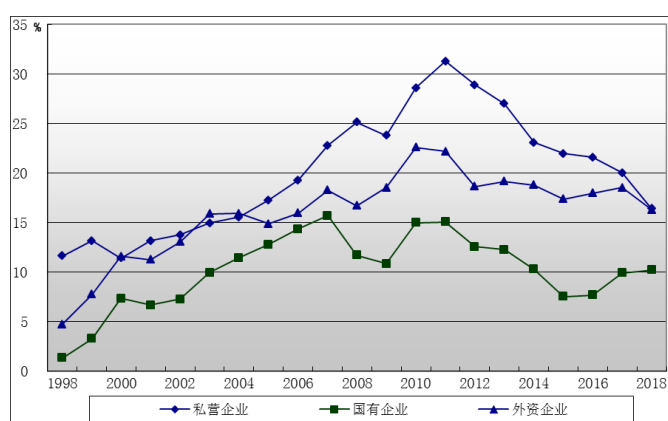
资料来源：Wind，华创证券

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 $PB \leq 1.1$ 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

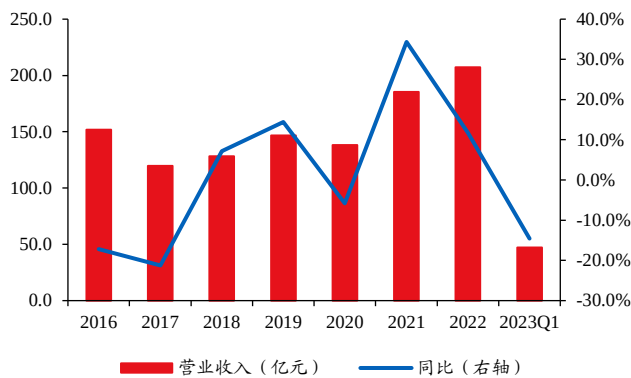
注：以上均取 2019-2022 年均值

三、重点企业梳理

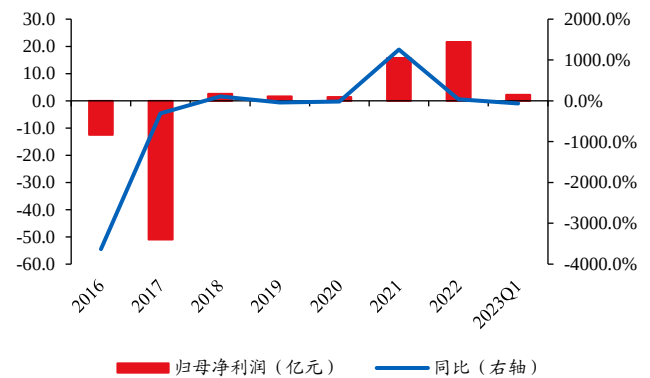
1、湖北宜化（000422.SZ）：左手资源右手新能源，公司两翼发展，未来成长可期

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。新疆宜化紧抓上游矿产资源、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。

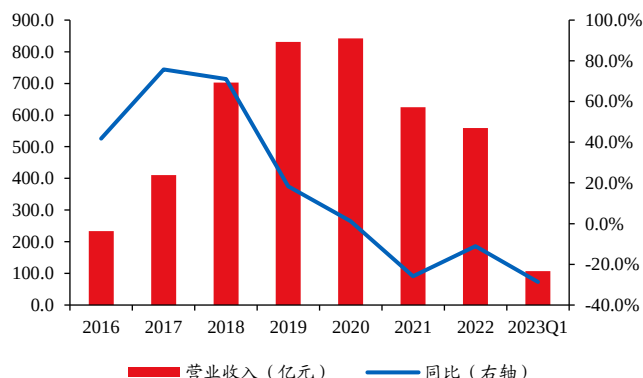
“资源+新能源”两翼发展，公司稳步转型升级。2017 年之后，公司开启内部改革，将不良资产逐步剥离，管理层实现大换血，公司治理实现底部反转。公司具备充足的磷矿、煤炭、电石等资源型化工品储备，同时立足区位优势继续向下游新能源、新材料产业链延伸。依托宜昌及周边地区丰富的磷资源及交运优势，以及内蒙、新疆、青海等地丰富的煤、电、天然气等资源，在西部，公司以极强的资源和成本优势构筑了氯碱化工产业链；在湖北宜昌，预计公司将持续打造磷氟精细化工产业链，深化与下游合作，持续向新能源、新材料产业切入转型。当前公司项目：1) 邦普宜化 30 万吨磷酸铁+20 万吨硫酸镍项目稳步推进。公司此前以持有江家墩矿业 100% 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。

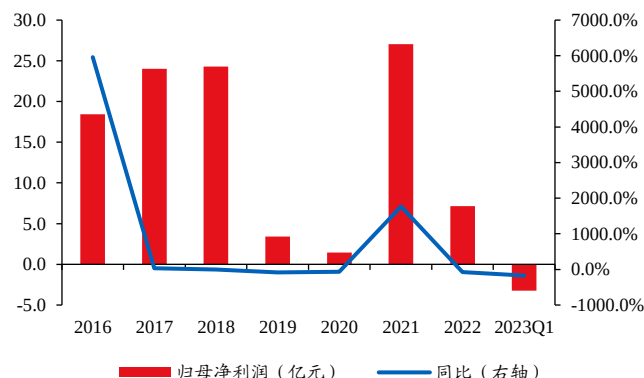
依托新疆地区丰富的煤炭、原盐、石灰石等自然资源，公司通过不断优化管理理念和完善产业生态圈，发展成为拥有氯碱化工和粘胶纺织产业两大主业的优势企业，主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱四大产品，配套热电、兰炭、电石、电石渣制水泥、棉浆粕等循环经济产业链。截至 2022 年末，公司具备聚氯乙烯树脂产能 205 万吨/年，离子膜烧碱产能 146 万吨/年，粘胶纤维产能 88 万吨/年，粘胶纱产能 320 万吨/年。

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

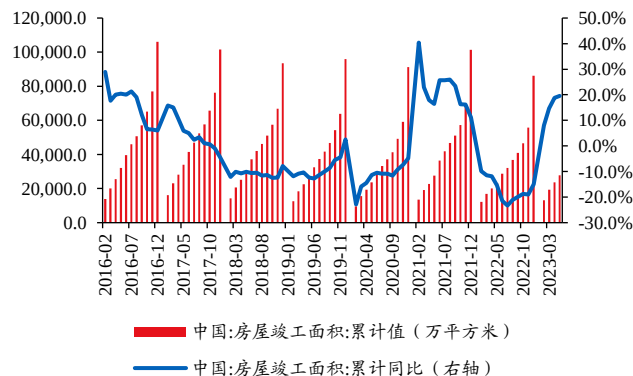
图表 19 中泰化学主要产品及产能

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

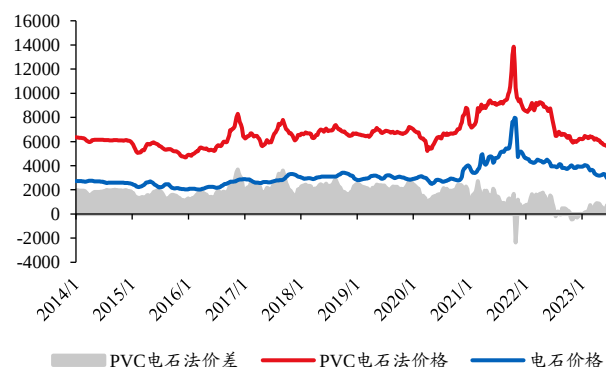
下游地产边际复苏有望提振 PVC 景气; 粘胶短纤疫后需求预计边际提升。2022Q3 以来 PVC 价格下行及粘胶的持续低迷, 主要利空均来自需求端的拖拽。展望未来, PVC 方面, 供给端内蒙古对 PVC 行业采取差别电价政策, PVC 有效供给预计将长期紧张。需求端房地产竣工面积同比增速呈底部回升趋势, 国内 1-5 月份累计地产竣工面积为 2.78 亿平方米, 同比+19.60%, 当前 PVC 行业利润预计已基本触及成本线, 未来市场或逐步回暖。粘胶短纤方面, 随着疫情政策的放开, 预期纺织行业将边际复, 全年粘短内销需求有望底部反弹。a

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

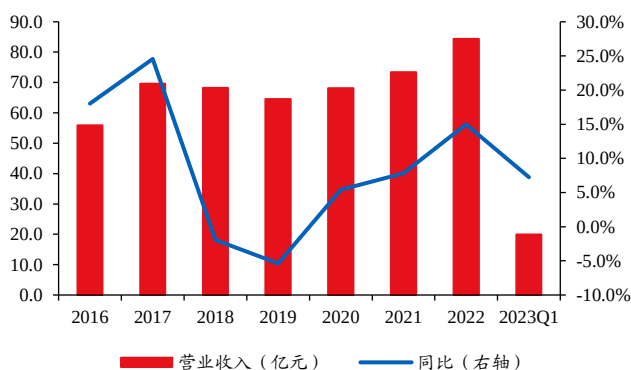
贵州轮胎当下 PB=1.00，已进行股权激励，2022 年人均创收 132.7 万元，人均创利 6.7 万元，员工总数 6362 人，人均管理费用 6.1 万元，人均薪酬 12.8 万元。公司是贵州省新型工业化的标杆企业，持续推进精益管理生产，同时贵阳市国资对公司考核盈利、分红等指标，2022 年公司股息率达 4%。参观同行业轮胎上市公司的情况，海外工厂都是盈利重心。公司越南公司 2021 年投产，2022 年爬坡，2023 年有望满产并继续扩产。越南基地的收入占比持续提升有望成为公司显著的 α ，持续改善 ROE。

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

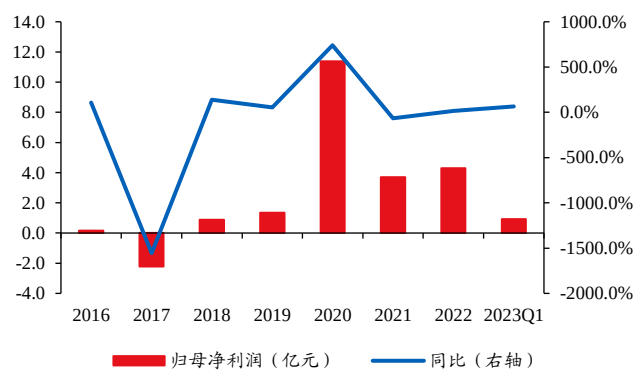
卡客车胎的需求复苏。海外，俄罗斯、南美等地成为近年来国内全钢胎出口主要增长区域，且需求增长有望随当地经济的蓬勃增长而延续。非公路轮胎方面，煤炭、矿产等资源品景气高企推动采矿业产值增速稳中向好，同时基建投资或仍是 2023 年“稳增长”的重要抓手之一，公司作为头部企业，全球市占率仅 2-2.5%，成长空间巨大。同时，非公路轮胎利润率高于卡客车轮胎，我们看好以公司为代表的国内企业在扩产非公路轮胎的同时，有望向应用场景更严苛、单胎附加值更高的细分领域渗透，持续提高国产份额。

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

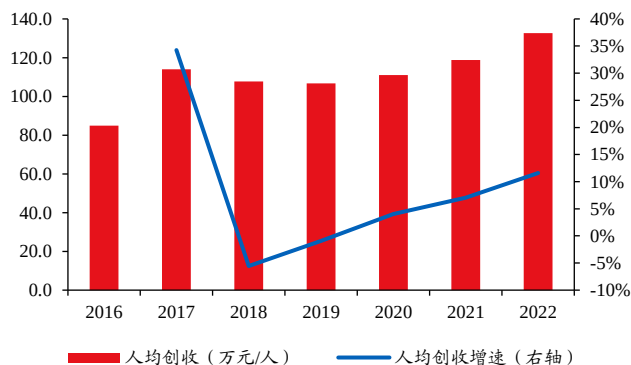
基地	产品	年产能
贵阳扎佐县	全钢胎 (含卡车胎及非公路胎)	800 万条
	在建的非公路轮胎	38 万条
越南前江省	卡客车轮胎 (越南一期)	120 万条
	在建的卡客车轮胎	80 万条
	在建的非公路轮胎	15 万条

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

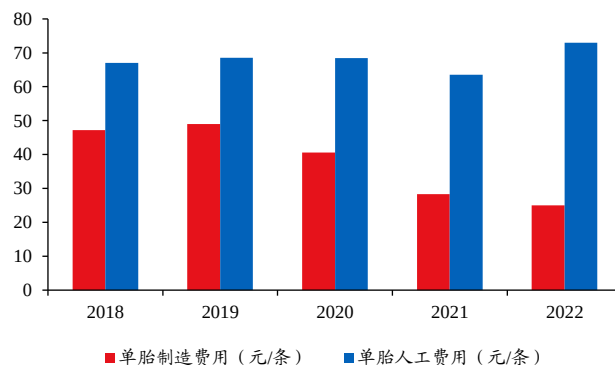
公司质地改善，未来成长可期。1) 制造端，公司产品规格齐全，智能化水平领先。在老厂搬迁完成后，公司从“制造”走向“智造”，智能化、自动化的改造助力公司生产效率完成提升。2016-2022 年，公司生产员工人数持续精简 (2022 年因越南工厂投产员工有所增加)，生产员工人均产量年复合提升 8.0%，总人均创收年复合提升 7.7%。2018-2022 年，公司单胎制造费用持续优化，从 47.2 元/条下降至 25.0 元/条。2021 年 2 月，公司“5G 全连接工厂”项目完成验收，成为贵州省首个 5G 全连接工厂。2) 渠道端，公司配套+替换市场布局均衡，营销网络健全。在国内各省市及国外 130 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



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

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。

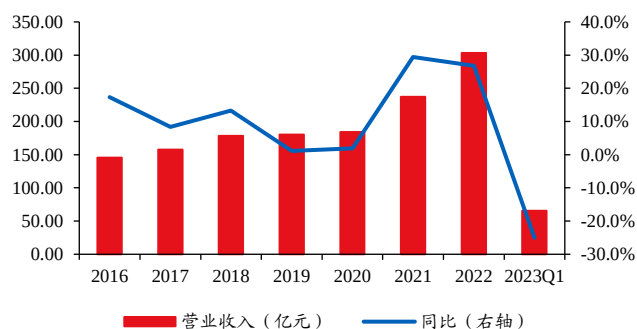
公司是国内磷化工龙头企业, 通过二十多年的发展, 已成为中国最大的精细磷酸盐生产企业之一, 并打造了行业独特的“矿电化一体”、“磷硅盐协同”、“矿肥化结合”的产业链布局, 产业协同竞争优势明显, 形成了较高壁垒的护城河。在上游, 公司拥有约 8 亿吨的磷矿石储量; 在中游, 公司净化磷酸技术成熟, 黄磷、甘氨酸、有机硅单体等产能配套

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。

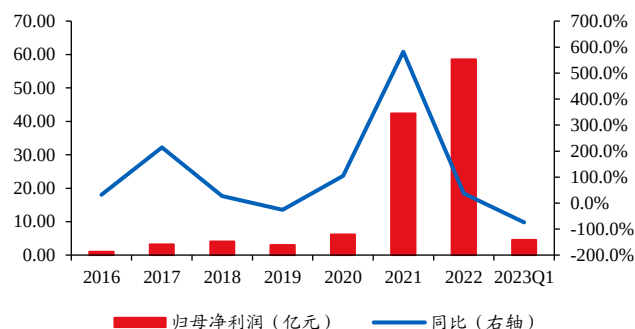
优秀的管理机制+领先的产业化落地+前瞻性的研发储备，公司未来成长可期。公司坚持以精细化工为主业的战略定位，已布局磷-硅-硫产业链下游高价值精细化工品的研发及产业化，取得了行业领先的研发及产业落地成果。2022 年公司累计研发投入 12.36 亿元，研发方面成果显著：与中科院深圳先进院武汉分院合作开展的微胶囊、气凝胶核心工艺正在进行产业化放大开发；自主攻关微电子新材料领域高性能蚀刻液核心技术，实现集成电路主流客户批量供应；有机硅下游环保型光伏胶等高值产品开发迅速；有机硅高性能聚硅氧烷合成及氯硅烷综合利用关键技术攻克行业技术瓶颈，有机硅产业综合实力跻身国内第一梯队；草甘膦及甘氨酸废液实现全量化利用，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

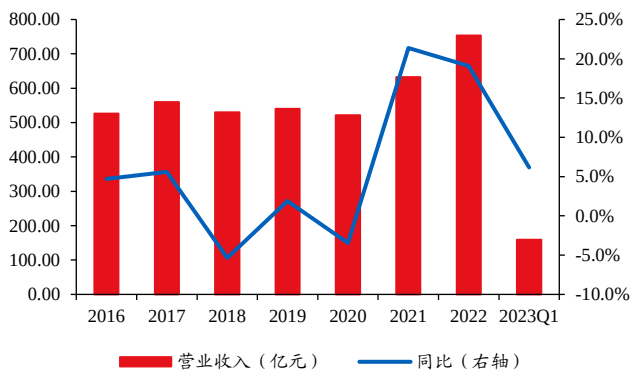
5、云天化（600096.SH）：磷矿资源竞争优势突出，加快推进产业转型升级

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。

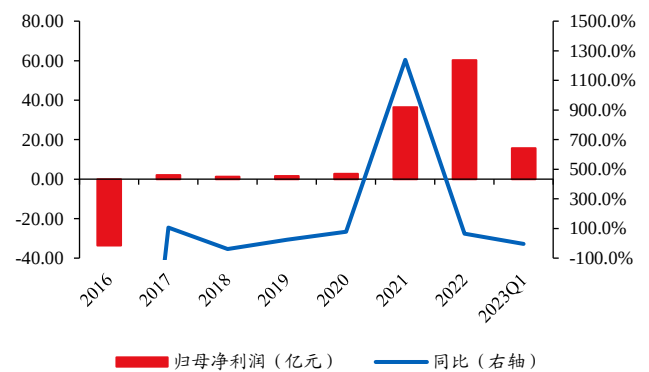
公司主要从事磷矿采选、磷复肥、化工原料及产品等的生产和销售，主要产品有磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、复合肥、水溶肥、功能肥、磷矿石、湿法净化磷酸、聚甲醛、磷酸铁等，多产品处于行业龙头地位。公司磷肥产能共计 555 万吨，位居全国第二，全球第四。其中，公司磷酸二铵产品在国内市场占有率位居全国第一。公司尿素产能 200 万吨，在云南市场占有率约 50%，具备较高的影响力。公司聚甲醛产能 9 万吨，国内位列第一，在国产聚甲醛市场占有率高达 30%左右。公司具备 50 万吨饲料级磷酸氢钙产能，其中 MDCP(饲料级磷酸一二钙)产能 45 万吨，单套产能规模国内第一，同时国内市占率 60%左右，占全国磷酸钙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

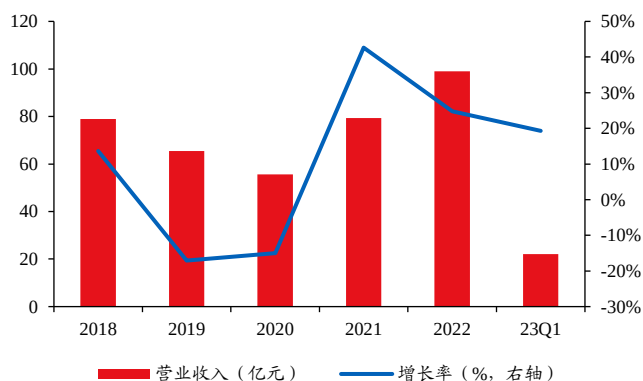
资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

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

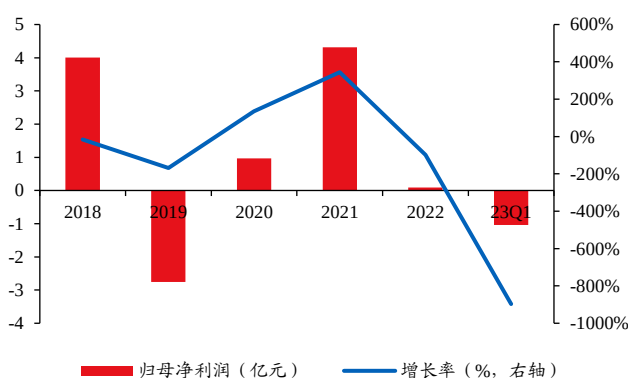
黑猫股份当下 PB=2.58, 已进行股权激励, 2022 年人均创收 237.6 万元, 人均创利 0.2 万元, 员工总数 4164 人, 人均管理费用 4.9 万元, 人均薪酬 11.1 万元。公司积极响应国企改革三年行动计划, 于 2020 年首次推行股权激励计划, 并开启从传统炭黑企业向碳基新材料企业的转型之路。公司作为国内炭黑龙头企业, 基于自身产业链优势, 攻坚高进口依赖度的产品, 率先布局了锂电用导电炭黑, 此外, 公司持续加码碳基新材料, 规划了碳纳米管、煤系针状焦等多个项目。

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



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

资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 黑猫股份产品产能

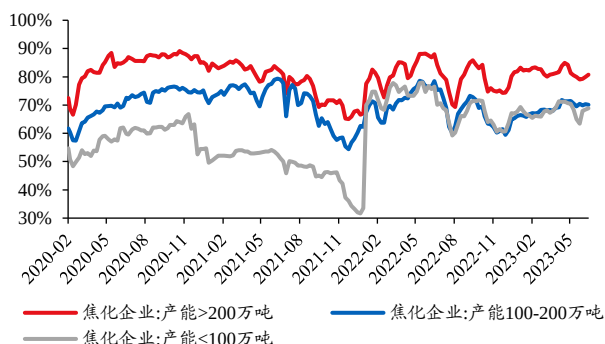
产品	产能 (万吨/年)
炭黑	114
沉淀法白炭黑	6
气相法白炭黑	0.2
煤焦油处理能力	95

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

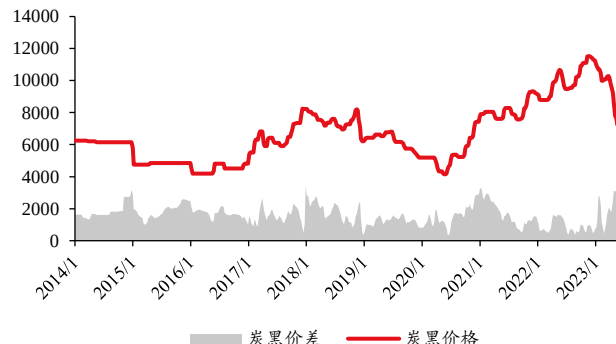
逐步修复，由年内最低的 448 元/吨增长至最高 3132 元/吨。黑猫股份作为国内炭黑龙头，将充分受益于炭黑的价差修复。

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/298032057134006072>