



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

纯碱：价格持续探底，反内卷从何下手？

2025 年 9 月 11 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业深度报告

化工行业

张燕生 化工行业首席分析师
执业编号: S1500517050001
联系电话: +86 010-83326847
邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师
执业编号: S1500520080002
联系电话: +86 010-83326848
邮箱: hongyingdong@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

纯碱：价格持续探底，反内卷从何下手？

2025 年 9 月 11 日

本期内容提要：

◆**纯碱**：“三酸两碱”之一，是重要基础化工原料，广泛应用于建材、石油化工、食品等领域。从需求端看，玻璃是核心下游，2024 年纯碱表观消费量达 3596 万吨，其中平板玻璃占比 46%（1639 万吨），为第一大应用领域；光伏玻璃占比 21%（752 万吨），超越日用玻璃（12%，431 万吨）成为第二大需求领域。

◆**纯碱大幅下行，行业承压**：2021 年 10 月重质纯碱价格达 3681 元/吨高点后，受新产能投产等因素影响，2023 年 Q4 开启新一轮下行周期。截至 2025 年 8 月，重质纯碱价格降至 1335-1349 元/吨区间，轻质纯碱降至 1213-1257 元/吨区间。价格下行导致行业利润转负，2024 年 9 月纯碱行业利润首次转负，2025 年 7 月再次转负；上市企业业绩大幅下滑，部分企业陷入亏损。2024 年 Q4 50%（4/8 家）上市企业归母净利润为负，2025 年 Q1 亏损占比 37.5%（3/8 家），2025Q2 亏损 25%，从同比来看业绩都大幅下滑。2025 年 8 月 15 日全国纯碱工厂库存 167 万吨，虽较 2 月 184 万吨略有下降，但仍处历史高位，行业开工率从 2025 年 4 月近 90%降至 8 月 80%左右，去库效果有限。

◆**供给端：天然碱矿引发产能结构变革** 2023 年以来纯碱产能产量加速增长：2023 年产能突破 4000 万吨（同比+19.5%），2024 年达 4345 万吨，2023-2024 年两年产能增幅 24.6%；产量同步提升，2024 年达 3621 万吨（同比+21.4%），创 2007 年以来最高增速，2025 年前 7 个月累计产量 2130 万吨（同比微增 0.91%）。产能结构迎来重大变化，天然碱占比从 2022 年 5%提升至 2024 年 16%，2025 年前 7 个月进一步升至 19%：2023-2024 年新增产能中天然碱占比 56%（扣除置换产能后），2024 年后规划产能中天然碱占比 70%，博源化工内蒙古银根矿业（一期 500 万吨、二期 280 万吨）、中盐化工通辽奈曼旗（500 万吨）等项目是主要增量来源。天然碱凭借“无需原辅材料、工艺简单、能耗低”的成本优势，即使在价格下行期仍保持满开，主导本轮供给扩张。

◆**需求端：地产下行与光伏短期波动的双重压力**。平板玻璃：地产拖累为主，汽车需求提供支撑：平板玻璃 70%用于建筑，需求与房地产高度相关。房地产施工面积 2024 年同比降 12.7%，2025 年前 7 个月降 9.2%，是平板玻璃需求疲软的核心原因；不过汽车玻璃（占平板玻璃 15%）需求增长提供支撑，2025 年前 7 个月我国汽车产量 1807 万辆（同比+10.5%），新能源车产量 804 万辆（同比+32.9%）。光伏玻璃：短期“反内卷”波动，长期增长不改：2024 年光伏玻璃产量 2734 万吨（同比+30.92%），带动纯碱需求新增 150 万吨，但产能过剩导致开工率从 2022-2023 年 75%降至 2024 年 61%，价格同步下行：3.2mm 光伏玻璃均价从 2024 年 Q2 25-27 元/平方米降至 2025 年 Q4 18 元/平方米。长期看，全球及我国光伏新增装机量稳步增长，2024 年全球光伏新增装机量延续增长趋势，光伏玻璃对纯碱需求仍将保持长期增长潜力。

◆**工艺与区域差异决定竞争格局**不同工艺成本差距显著，天然碱构筑行业成本底部：天然碱法单位成本最低，2024 年我国天然碱企业单位成本约 1000-1200 元/吨，联碱法约 1400-1600 元/吨，氨碱法约 1500-1700 元/吨。从区域看，内蒙古、河南等天然碱产地及原盐、能源丰富地区成本优势明显，考虑运费后，华东、华南等消费区域外购纯碱成本增加 100-200 元/吨。



◆ **“反内卷”路径：**行业“反内卷”需从三方面发力：一是供给优化，加快高成本氨碱法、联碱法产能退出，控制低水平产能扩张，天然碱企业通过规模效应进一步降低成本；二是需求提振，期待房地产政策宽松带动平板玻璃需求回暖，光伏行业“反内卷”后产能出清、需求回归增长；三是政策引导，依托“双碳”政策推动行业能耗标准提升，淘汰落后产能，鼓励天然碱等绿色工艺发展。

投资建议：在行业底部特征显著的情况下，建议关注具备成本优势企业，具备天然碱产能的博源化工（原远兴能源），收购天然碱资产的中盐化工。

风险因素：房地产下行超预期；光伏装机量增长不及预期；原材料价格大幅上涨的风险；政策执行不及预期

目录

投资聚焦	6
纯碱：用途广泛，玻璃占主导	7
价格：持续探底，连续 7 个季度大幅下行	9
一、纯碱价格持续下行，行业大面积亏损	9
供给：天然碱矿带来的增量冲击	13
一、2023 年以来产能产量加速增长	13
二、长期以来化工合成法为主，天然碱带来新变化	14
需求：房地产的下行+光伏的增速下滑	19
一、地产下行，汽车等其他领域支撑稳定	19
二、光伏行业反内卷，短期波动不改长期增长	21
三、其他需求	25
成本端：不同区域不同工艺差别巨大	27
一、天然碱构筑行业成本最低	27
二、中国纯碱行业成本曲线	32
三、反内卷何去何从	36
风险因素	43

表目录

表 1：2023 年以来我国纯碱新增产能（万吨）	16
表 2：我国光伏玻璃对纯碱需求预测（从光伏新增装机量预测）	24
表 3：我国光伏玻璃对纯碱需求预测（从光伏玻璃扩产预测）	24
表 4：我国反内卷相关政策	37
表 5：不同工艺的能耗	38
表 6：我国纯碱企业产能（万吨）、成本、企业性质	40

图目录

图 1：纯碱生产工艺、产品分类及用途	7
图 2：纯碱下游占比	7
图 3：纯碱下游消费结构（万吨）	8
图 4：重质纯碱/轻质纯碱价格（元/吨）	9
图 5：纯碱周度利润（元/吨）	10
图 6：纯碱上市企业季度归母净利润（亿元）	11
图 7：纯碱周度库存（万吨）	11
图 8：纯碱周度开工率（%）	12
图 9：我国纯碱产能及同比增速（万吨，%）	13
图 10：我国纯碱产量及同比增速（万吨，%）	13
图 11：我国纯碱开工率（%）	14
图 12：我国纯碱产能增量（万吨）	14
图 13：2022 我国纯碱产能工艺占比（%）	14
图 14：2024 我国纯碱产能占比（%）	14
图 15：2022 年全球天然碱储量分布（亿吨，%）	15
图 16：纯碱国际贸易流向图	15
图 17：纯碱不同工艺产量（万吨）	17
图 18：纯碱月度产量（万吨）	17
图 19：平板玻璃产能产量（万吨）	19
图 20：平板玻璃产量及房地产相关指标月度同比增速（%）	20
图 21：平板玻璃产量及房地产相关指标年度同比增速（%）	20
图 22：我国汽车产量及增速（万辆，%）	20
图 23：我国新能源车产量及增速（万辆，%）	20
图 24：光伏玻璃产能/产量和开工率（万吨，%）	21
图 25：光伏玻璃镀膜 3.2mm 全国均价(元/平方米)	22
图 26：光伏玻璃工厂库存	22
图 27：光伏玻璃日熔量（万吨）	23
图 28：全球光伏新增装机量（GW）	23
图 29：我国光伏新增装机量（GW）	23
图 30：光伏玻璃对纯碱需求（万吨）	25
图 31：碳酸锂产能、产量和开工率（万吨，%）	26
图 32：氨碱法生产工艺	27

图 33: 联碱法生产工艺	28
图 34: 天然碱法生产工艺	28
图 35: 我国不同生产工艺之下的纯碱单位成本 (元/吨)	29
图 36: 不同上市公司单位成本 (元/吨)	30
图 37: 不同上市公司单位毛利 (元/吨)	30
图 38: 不同上市公司销售单价 (元/吨)	31
图 39: 2019-2025 年我国不同地区纯碱均价 (元/吨)	32
图 40: 我国纯碱贸易主要流向示意图	32
图 41: 我国纯碱企业的生产成本 (元/吨)	33
图 42: 考虑不同地区运费我国纯碱企业的生产成本 (元/吨) 和累计产能 (右轴, 万吨) ..	34
图 43: 我国纯碱上市公司的单位费用 (元/吨)	34
图 44: 我国纯碱公司的完全成本 (元/吨) 和累计产能 (右轴, 万吨)	35
图 45: 我国纯碱公司的现金成本 (元/吨) 和累计产能 (右轴, 万吨)	36
图 46: 我国纯碱企业性质	39
图 47: 我国纯碱不同属性企业产能及占比 (万吨, %)	40



投资聚焦

尽管纯碱行业价格持续下行，我们仍然看好在行业底部具有显著成本优势的天然碱的投资机遇。

（一）行业变革带来的结构性机会

天然碱产能扩张优势凸显：近年来，纯碱行业产能结构变化显著，天然碱法产能占比快速提升。2022 - 2024 年，天然碱产能占比从 5% 跃升至 16%，2025 年前 7 个月进一步提高到 19%。未来规划产能中，天然碱占比高达 70%。天然碱凭借成本优势，在价格下行周期仍能维持满负荷生产，主导供给端变化。如博源化工现有天然碱产能 680 万吨，根据百川盈孚的统计阿拉善二期项目预计 2025 年底投产，投产后产能将达 960 万吨，规模与成本优势将更为突出，有望在行业竞争中占据有利地位，带来增长红利。

老旧产能淘汰与行业整合机遇：2025 年 7 月，国家工信部等五部委发布相关通知，推动石化化工行业老旧装置摸底评估，根据规定，能效低于基准水平的存量项目，原则上需在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出。这将加速行业落后产能出清，提升行业集中度，优势企业有望通过整合实现规模扩张与成本降低。

（二）需求端边际改善机会

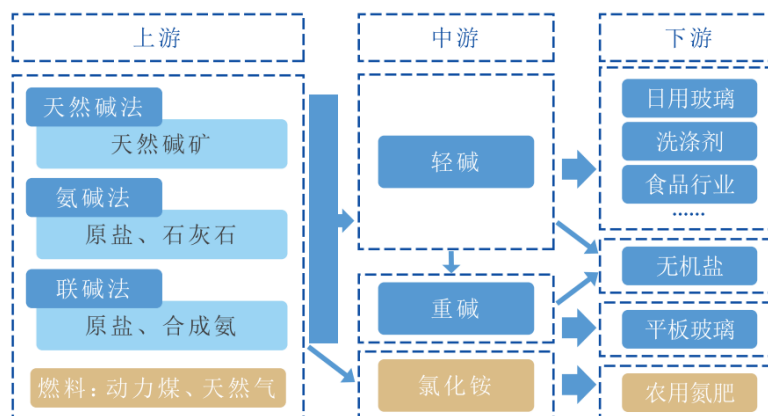
光伏行业长期增长带动：尽管光伏玻璃行业面临短期产能过剩、开工率下降及价格下跌等问题，但从长期看，全球及我国光伏新增装机量呈稳步增长态势。2024 年全球光伏新增装机量持续上升，带动光伏玻璃产量同比增长 30.92%，对纯碱需求新增 150 万吨。随着光伏行业“反内卷”进程推进，产能逐步出清，需求将恢复增长，拉动纯碱需求上升，为相关企业带来业绩增长空间。

汽车行业支撑平板玻璃需求：平板玻璃作为纯碱重要下游，虽受房地产市场拖累，但汽车玻璃需求增长提供了有力支撑。2025 年前 7 个月，我国汽车产量同比增长 10.5%，新能源车产量同比大增 32.9%，汽车玻璃需求的提升有望稳定平板玻璃对纯碱的需求，为纯碱行业带来边际改善。

纯碱：用途广泛，玻璃占主导

纯碱学名碳酸钠，是一种重要的基础化工原料，为“三酸两碱”（硝酸、硫酸、盐酸、纯碱、烧碱）中的两碱之一，广泛地应用于建材、石油化工、冶金、食品、纺织、国防、医药等国民经济诸多领域，在国民经济中占有十分重要的地位。

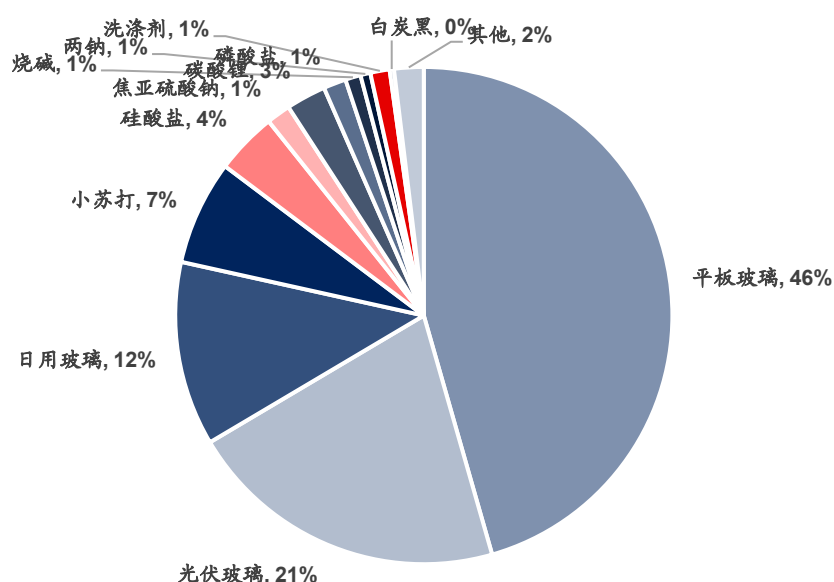
图 1：纯碱生产工艺、产品分类及用途



资料来源：郑商所，信达证券研发中心

纯碱的主要需求领域是玻璃，包括平板玻璃、日用玻璃、光伏玻璃等。静态来看，2024 年纯碱表观消费量达到 3596 万吨，其中平板玻璃消费量 1639 万吨，占比约为 46%，是纯碱第一大应用领域；光伏玻璃消费量 752 万吨，占比约 21%；日用玻璃消费量 431 万吨，占比约为 12%。

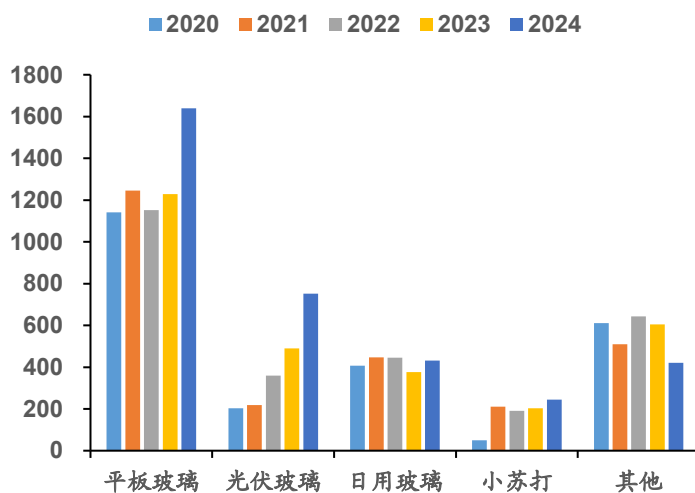
图 2：纯碱下游占比



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

动态来看，2024年纯碱表观消费量同比2023年增加了695万吨，增幅达到27%。从2020-2024年下游各领域来看，平板玻璃一直是纯碱最主要的下游应用领域；光伏玻璃使用量持续增加，超过日用玻璃成为纯碱第二大应用领域；日用玻璃保持相对平稳。

图 3：纯碱下游消费结构（万吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

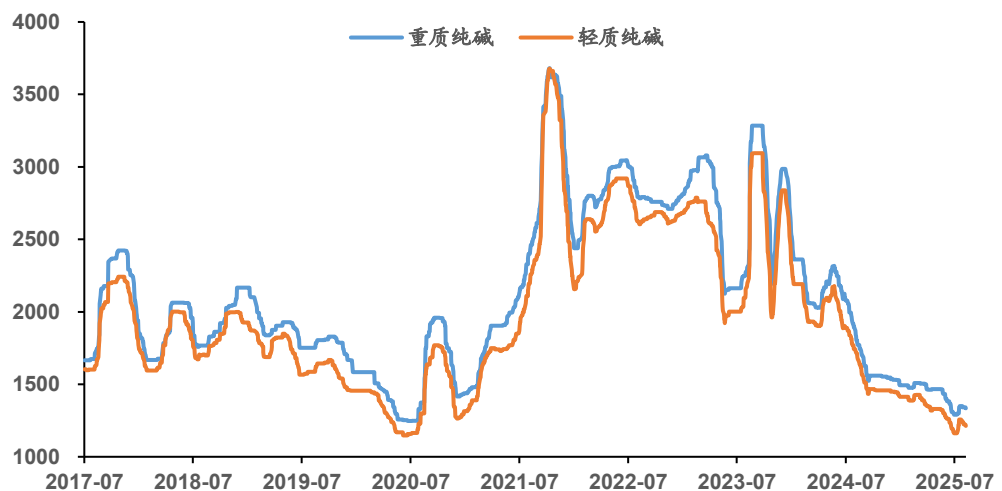


价格：持续探底，连续 7 个季度大幅下行

一、纯碱价格持续下行，行业大面积亏损

连续 7 个季度大幅下行：纵观过去 10 年的纯碱价格，2017-2020 年是纯碱的上一轮下行期，纯碱价格（重质）从 2017 年 11 月的 2424 元/吨下跌至 2020 年 7 月底点的 1247 元/吨，整个下行周期持续 3 年，跌幅 48%。之后，纯碱伴随着大宗商品周期开启了一波大幅上涨，2020 年 7 月至 2021 年 10 月，短短 1 年的时间，纯碱价格大幅上涨至最高点 3681 元，纯碱价格涨幅达到 195%，远超上一轮高点的 2424 元/吨。2021 年底自 2023 年，伴随着新产能投产预期，纯碱价格波动下跌，2023 年 2 季度，一度跌破 2200 元/吨，但是进入 3 季度，在新产能博源化工（原远兴能源）内蒙古项目投产进度不及预期的情况下，纯碱价格再度上行，2023 年 9 月一度接近 3300 元/吨。2023 年 4 季度，博源化工内蒙古项目一期陆续投产，纯碱价格正式进入新一轮的下行期，从 2023 年 Q4 开始，纯碱价格（季度平均）持续下跌 7 个季度。

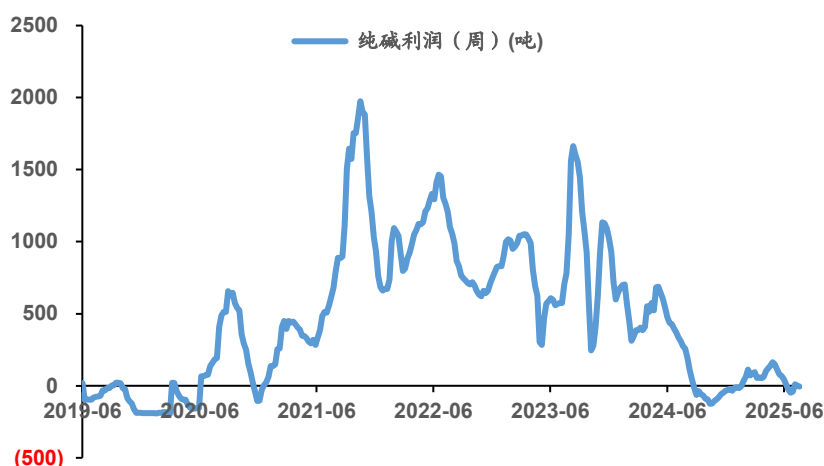
图 4：重质纯碱/轻质纯碱价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，同花顺 iFind，信达证券研发中心

纯碱行业利润转负，上市企业亏损面增加：与纯碱价格持续下行对应的，是纯碱行业利润的显著下行。根据百川盈孚跟踪的纯碱行业利润数据，2024 年 9 月，纯碱行业利润转负，2025 年 2 月，尽管价格仍然处于下行期，但是在上游原材料价格同步下跌的情况下，利润有所恢复，但进入 2025 年 7 月，纯碱行业利润再次转负。

图 5：纯碱周度利润（元/吨）

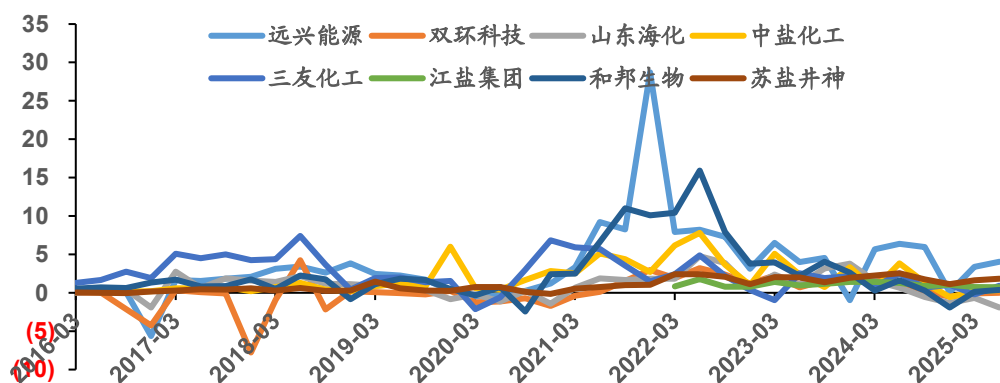


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

与百川跟踪的行业利润对应的，是纯碱上市企业的业绩。从我们跟踪的 8 家纯碱上市公司来看，2024 年 4 季度，有 4 家企业归母净利润为负，占比 50%。2025 年 1 季度，8 家上市企业中，有 3 家企业亏损，占比 37.5%，另外有两家利润不足 2000 万，也基本处于盈亏平衡附近。

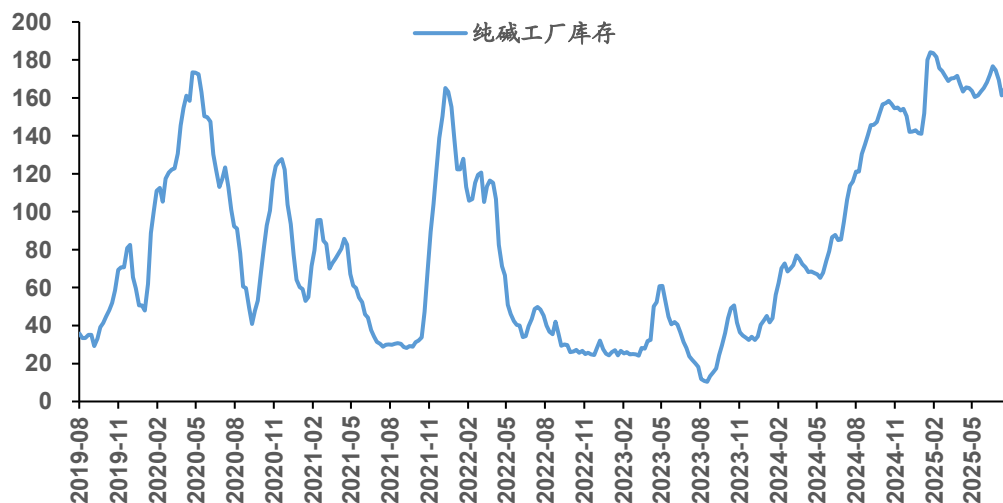
进入到 2025 年 Q2, 亏损企业 2 家（占比 25%）。整体来看，Q2 相较于 Q1 盈利能力环比略微改善，除了山东海化和中盐集团环比下滑外，其他企业环比盈利均有一定的提升，其中三友化工扭亏为盈。

而从同比来看，所有纯碱公司盈利都大幅下滑。博源化工（原远兴能源）Q2 盈利 4.09 亿，同比下降 37%；中盐化工 Q2 盈利 0.35 亿，同比下降 91%；和邦生物 Q2 盈利 0.39 亿，同比下降 75.7%。双环科技亏损 0.01 亿元，同比下滑 101%；山东海化亏损 1.91 亿元，同比下滑 378%；三友化工盈利 0.92 亿元，同比下滑 63%；江盐集团盈利 0.73 亿元，同比下滑 44%；苏盐井神盈利 1.83 亿元，同比下滑 28%。博源化工凭借天然碱的成本优势，同比下滑幅度相对较小。

图 6：纯碱上市企业季度归母净利润（亿元）


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

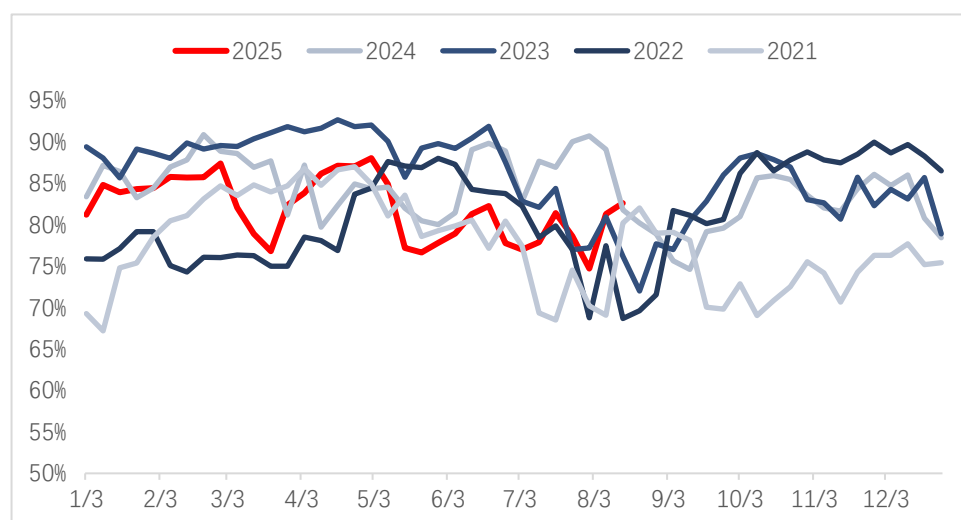
与价格持续下行对应的，是纯碱库存的持续累库。根据百川盈孚的数据，截止 2025 年 8 月 15 日，全国纯碱工厂库存达到 167 万吨，虽然较 2025 年 2 月 184 万吨略有下降，但整体纯碱库存仍然维持在历史高位。与纯碱价格自 2023 年 8 月一路相对应的，纯碱工厂库存自 2023 年 8 月就进入了累库周期。

图 7：纯碱周度库存（万吨）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

而从纯碱行业开工率来看，受到高库存的影响，行业开工率从 4 月底的接近 90% 的开工率下滑至 80% 左右。但在下游需求仍然偏弱的情况下，去库效果并不显著。

图 8：纯碱周度开工率（%）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

是什么导致了 2024 年以来，纯碱的供需失衡，在价格持续下行的背景下，行业已经走到了部分龙头企业亏损的阶段，那么，后续行业又该如何发展呢？

供给：天然碱矿带来的增量冲击

一、2023 年以来产能产量加速增长

纯碱的生产工艺分为天然碱法和化工合成法，化工合成法又进一步分为联碱法和氨碱法。

我国纯碱工业始于 1917 年天津永利碱厂的创办，距今已经有百余年历史。1988 年以前，我国纯碱的新增产能以联碱法为主，1989 年之后开始了联碱法、氨碱法和天然碱法并重，以原盐产地为中心的大规模发展和高速增长阶段。

2007-2024 年，纯碱产能从 1800 万吨增长至 4345 万吨，CAGR 为 5.3%。

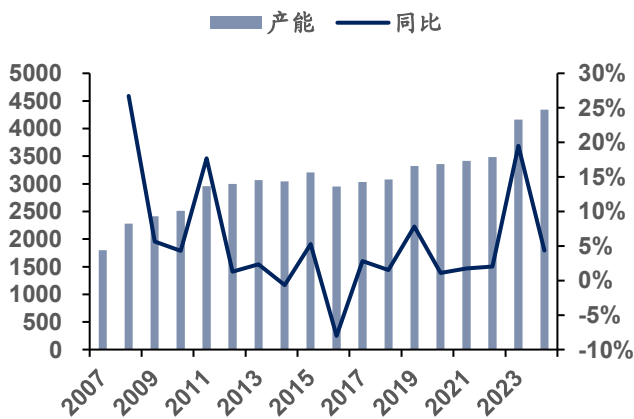
2007 年-2011 年为我国纯碱产能高速增长期，产能从 1800 万吨增长至 2959 万吨。4 年复合增速达到 13.23%。

2011-2022 年，我国纯碱产能整体保持平稳，2011-2018 年纯碱产能整体在 3000 万吨左右附近波动。2019 年增加 300 万吨之后再一次稳定在 3300 万吨产能附近。

2023 年产能创下历史新高，首次突破 4000 万吨，主要增量来自于内蒙古银根矿业天然碱一期项目，2024 年随着一期项目三四线投产产能再次增加达到 4345 万吨。

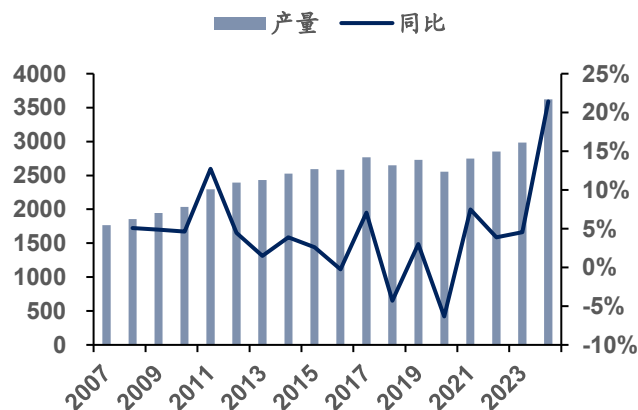
在产能增长的同时，我国产量也相应的增长。2007-2024 年，我国纯碱产量从 1765 万吨增长至 3621 万吨。与产能呈现阶段式的增长不同，纯碱产量一直随着下游的增长平稳增长。整体产量增速维持在 5% 左右，仅个别年份（2011、2016、2018 和 2020）偏离 5% 的水平。而 2024 年，我国纯碱产量随着 2023-2024 年两年产能的大幅增加，由于开工率没有显著下降，产量同比大幅 21%，创下 2007 年以来的最高水平。

图 9：我国纯碱产能及同比增速（万吨，%）



资料来源：百川盈孚，同花顺 iFind，信达证券研发中心

图 10：我国纯碱产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：百川盈孚，同花顺 iFind，信达证券研发中心

从行业的开工率来看，2008 年以来，我国纯碱开工率维持在 80% 左右相对较高的水平。2016-2018 年，由于连续多年产能的停滞，行业开工率增长至接近 90% 的水平。之后随着新增产能的落地，开工率回落至 80% 的水平。而 2023 年，由于新增产能主要集中于下半

年投产，因此使得年度开工率被拉低至 71.6% 的水平。

图 11: 我国纯碱开工率 (%)

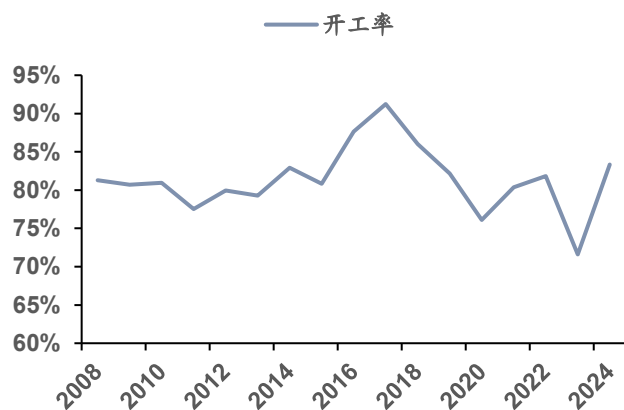
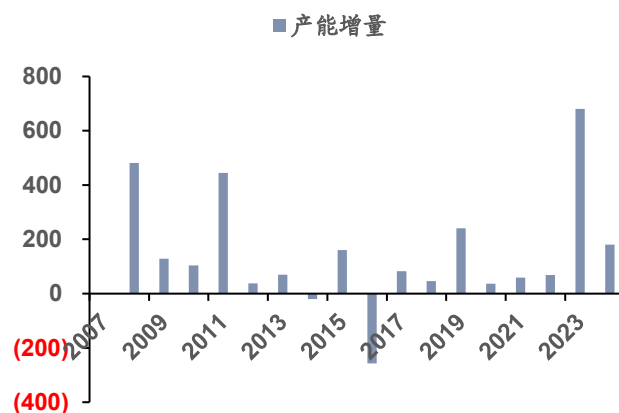


图 12: 我国纯碱产能增量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 同花顺 iFind, 信达证券研发中心

资料来源: 百川盈孚, 同花顺 iFind, 信达证券研发中心

二、长期以来化工合成法为主，天然碱带来新变化

从产能结构来看，2022 年，我国纯碱产能中，天然碱占比仅为 4.6%，联碱法产能占比 50.6%，氨碱法产能占比 44.8%；而到 2024 年，天然碱的产能占比达到 15.8%，联碱法占比 48.3%，氨碱法 35.8%。

图 13: 2022 我国纯碱产能工艺占比 (%)

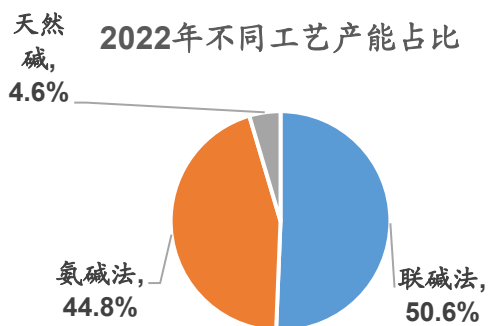
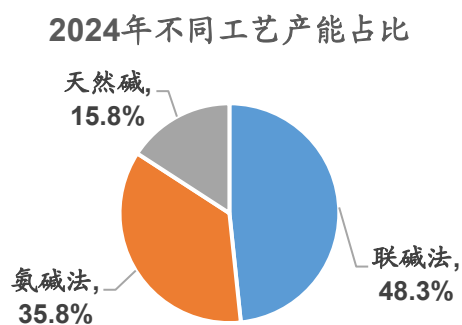


图 14: 2024 我国纯碱产能占比 (%)



资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

与传统的化工合成法不同，天然碱成本方面，无需原辅材料，工艺简单，能耗低、成本低。20 世纪 80 年代，美国掌握天然碱加工技术后，迅速淘汰了美国境内全部氨碱厂，加拿大、韩国、日本的氨碱厂的逐步淘汰也正是有力证明。

尽管天然碱法有着显著的优势，但天然碱法产能严重依赖于天然碱矿的发现。因此，在没有新的天然碱矿被发现之前，我国纯碱的产能长期以化工合成法为主。据 USGS 统计，2022 年全球天然碱储量 250 亿吨，其中美国天然碱储量 230 亿吨，占比 95%，土耳其储量 8.4 亿吨，占比 3%，非洲的埃塞俄比亚其他地区也分布有少量天然碱矿。美国天然碱矿资源集中在怀俄明州的绿河盆地和加利福尼亚州的西尔斯湖两地。美国和土耳其利用天然碱优势，成为了国际上的纯碱出口大国，向欧洲、非洲等地出口纯碱。

图 15: 2022 年全球天然碱储量分布 (亿吨, %)

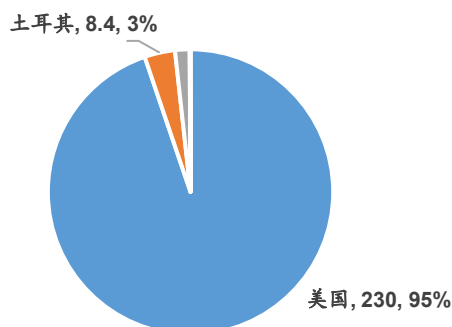
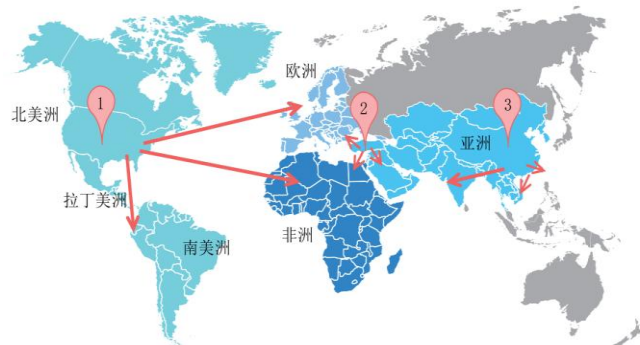


图 16: 纯碱国际贸易流向图



资料来源: USGS, 信达证券研发中心

资料来源: 郑商所, 信达证券研发中心

而随着博源化工在内蒙古阿拉善塔木素天然碱矿的开发，我国天然碱矿的产能大幅增长。从 2022 年的 5% 迅速增加至 2024 年 16%。而随着塔木素项目二期 280 万吨的投产，这一比例将进一步提升。根据博源化工年报披露，阿拉善塔木素天然碱矿保有固体天然碱矿石量 105,225.21 万吨，矿物量 69,224.59 万吨。

根据中盐化工 2025 年 7 月 1 日、7 月 9 日的公告，2025 年 5 月 15 日，内蒙古自治区自然资源网上交易系统公开挂牌出让内蒙古自治区阿拉善左旗吉兰泰镇天然碱矿普查探矿权。该勘查区块从地质构造特征和沉积学等方面分析，存在可溶性无机盐天然碱的可能。2025 年 6 月 30 日中盐内蒙古化工股份有限公司通过公开竞拍方式，以人民币 92.90 万元获得吉兰泰天然碱探矿权。2025 年 6 月 16 日，中盐碱业参与内蒙古自治区通辽市奈曼旗大沁他拉地区天然碱采矿权竞拍，2025 年 6 月 17 日，收到通辽市自然资源局《成交确认书》；2025 年 7 月 9 日，通过公示期公示后，中盐碱业和内蒙古自治区通辽市自然资源局签署《采矿权出让合同》，中盐碱业以 68.0866 亿元取得天然碱采矿权。

中盐化工竞拍得到天然碱矿权后，根据 2025 年 8 月 15 日公告，拟建成 500 万吨天然碱项目。该项目目前仍在前期项目试验阶段。若该项目进一步建成，我国纯碱产能中，天然碱的占比将进一步提升。

根据百川盈孚的统计，2023-2024 年，新建产能 1000 万吨，其中 530 万吨为天然碱，470 万吨为联碱法。但其中，连云港碱业 110 万吨为产能置换项目，扣除这 110 万吨产能之后，实际新增产能为 890 万吨，在 2023-2024 年的新增产能中，天然碱产能占比达到 56%，远超天然碱在整体产能中的占比。

而 2024 年之后，规划的产能总计 1110 万吨，其中天然碱产能 780 万吨，联碱法 230 万吨，天然碱产能占比达到 70%。

因此可以明显看出，在 2023 年以来的这一轮产能扩张，是由天然碱矿的发现主导的产能增加。其余主要为化学合成法中的联碱法，且其中部分产能为技改或者置换产能，真正新增的化学合成法新建产能相对较少。而在纯碱价格持续下行的背景下，暂未开始进行建设的化学合成法的产能将进一步增加不确定性。

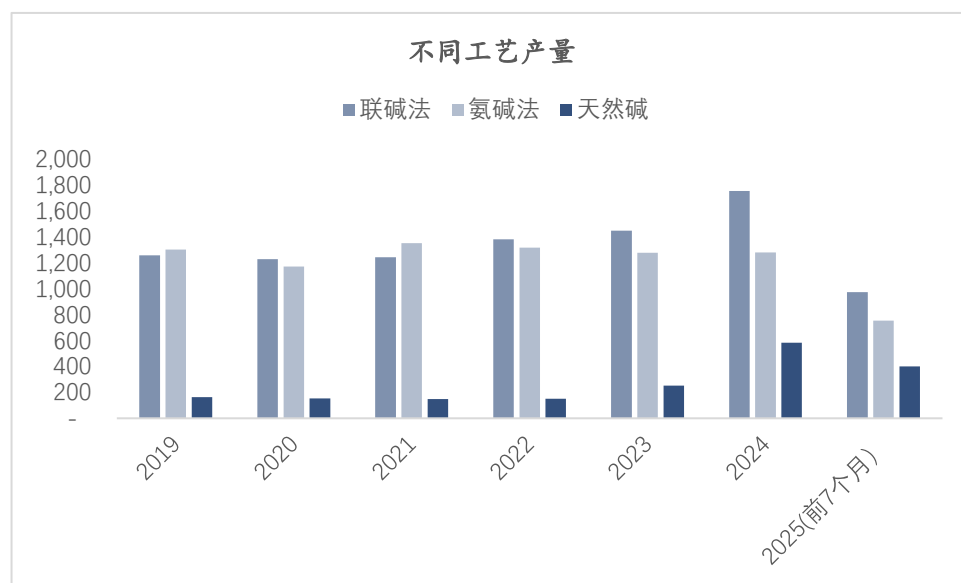
表 1：2023 年以来我国纯碱新增产能（万吨）

企业	项目	省份	生产工艺	产能	预计投产时间	实际投产时间
中盐(内蒙古)碱业有限公司	天然碱项目	内蒙古	天然碱	500	2028-03	
湖南省雪天盐碱新材料有限公司	新建纯碱项目	湖南省	联碱法	80	2026-12	
湖北金江新材料科技有限责任公司		湖北省	联碱法	150	2026-12	
应城市新都化工有限责任公司		湖北省	联碱法	70	2025-12	
湖北双环科技股份有限公司		湖北省	联碱法	30	2025-05	2025-05
博源化工-银根矿业	银根矿业二期	内蒙古	天然碱	280	2025-12	
江苏德邦化学工业集团有限公司	新建纯碱项目	江苏省	联碱法	60	2024-12	2025-02
中天碱业有限公司	河南天冠集团天然碱新增项目	河南省	天然碱	30	2024-12	2025-03
连云港碱业有限公司	连云港碱业有限公司搬迁改建	江苏省	联碱法	110	2024-09	2025-05
内蒙古阜丰生物科技有限公司	阜丰集团联碱项目	内蒙古	联碱法	30	2024-05	2024-05
河南金大地化工有限责任公司	河南金大地联碱绿色转型项目	河南省	联碱法	200	2023-12	2023-11
博源化工-银根矿业	银根矿业一期四线	内蒙古	天然碱	100	2023-11	2024-02
博源化工-银根矿业	银根矿业一期三线	内蒙古	天然碱	100	2023-10	2023-12
博源化工-银根矿业	银根矿业一期二线	内蒙古	天然碱	150	2023-09	2023-09
重庆湘渝盐化股份有限公司	技改提质增量	重庆市	联碱法	20	2023-09	2023-09
博源化工-银根矿业	银根矿业一期一线	内蒙古	天然碱	150	2023-08	2023-08
中盐安徽红四方股份有限公司	红四方改造新增 20 万吨	安徽省	联碱法	20	2023-05	2023-05
河南金大地化工有限责任公司	装置提质增量	河南省	联碱法	30	2023-01	2023-01

资料来源：百川盈孚，博源化工公告，同花顺 iFind，信达证券研发中心（截止 2025 年 8 月）

与产能增长同时，产能结构发生着大的变化（天然碱产能占比提升）对应的就是纯碱产量的结构性变化。2023 年，天然碱工艺产量 251 万吨，占比 8%；2024 年，天然碱工艺产量 583 万吨，占比 16%，占比直接翻倍。而 2025 年前 7 个月，天然碱工艺产量 401 万吨，占比达到了 19%，进一步提升 3 个百分点。

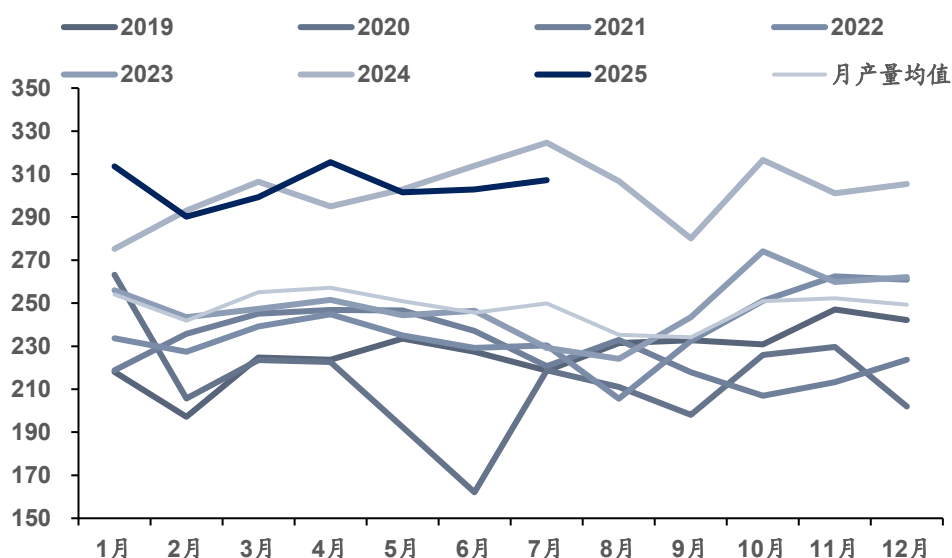
图 17：纯碱不同工艺产量（万吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

而从月度产量来看，2019-2023 年，纯碱的产量基本在均值 250 万吨左右波动。而进入 2024 年，纯碱的月度产量突破 300 万吨。而进入 2025 年，尽管价格下行，月度产量仍然维持在 300 万吨左右的水平，但增速明显放缓。2025 年前 7 个月累计产量 2130 万吨，仅同比微增 0.91%。

图 18：纯碱月度产量（万吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

整体从供给层面来看，2023 年纯碱产能同比大幅增加 19.5%，2024 年新增的产能最终落地为产量，2024 年产量同比增加 21.4%。从月度来看，2023 年 11 月纯碱月度产量突破 270 万吨，2024 年 3 月月度产量迅速突破 300 万吨，纯碱行业的产量之后就持续维持在

300 万吨的高位。核心也仍是新增产能天然碱法成本优势极大，即使在价格下行期间仍然保持满开。

因此我们认为这一轮纯碱的下行周期，其中一个主导因素是来自供给端，供给端在 2023 年之后两年扩产了 24.6%（从 2022 年底的 3485 万吨扩产至 2024 年底的 4345 万吨），而且改变了纯碱产能的结构。

但是另一方面，更重要的问题在于需求端的不匹配。

需求：房地产的下行+光伏的增速下滑

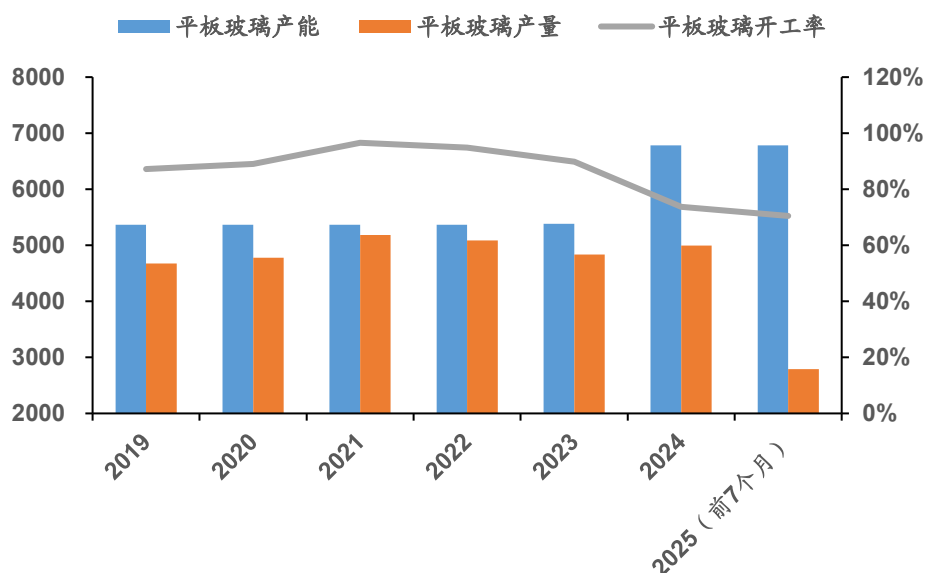
纯碱的需求中，玻璃占据主导地位。按照 2024 年的下游需求来看，玻璃合计占纯碱需求达到 79%，其中平板玻璃占比 46%，仍然为最大头；光伏玻璃占比 21%，自 2023 年开始光伏玻璃超过日用玻璃成为纯碱下游需求第二大产品；日用玻璃占比 12%，2020 年以来整体保持在 400 万吨左右的体量。

一、地产下行，汽车等其他领域支撑稳定

平板玻璃作为纯碱下游需求中最大的产品，其下游集中于建筑地产领域。其中约 70% 用于建筑，20% 用于汽车，10% 用于电子及太阳能（平板玻璃用于太阳能领域时，主要用作太阳能发电板的背板，光伏玻璃是用作太阳能发电板的面板）。因而平板玻璃的需求与房地产的走势息息相关。

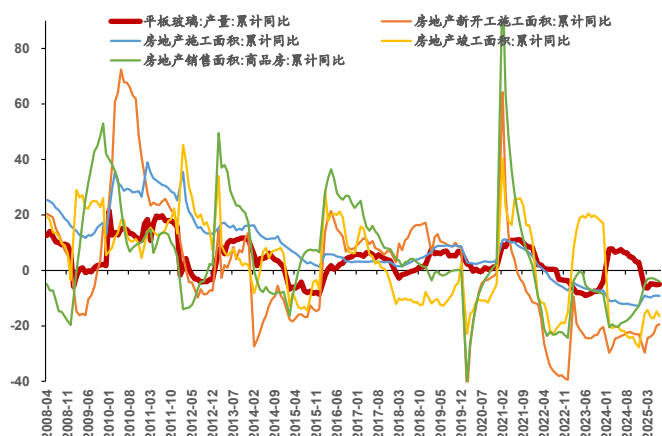
根据百川盈孚统计，2024 年，平板玻璃产量 4995 万吨，较 2023 年小幅增加 163 万吨，同比增长 3.37%。结束了 2022-2023 年平板玻璃产量连续两年下滑的趋势。但进入 2025 年，截止 7 月，平板玻璃累计产量 2788 万吨，同比下滑 4.41%。

图 19：平板玻璃产能产量（万吨）

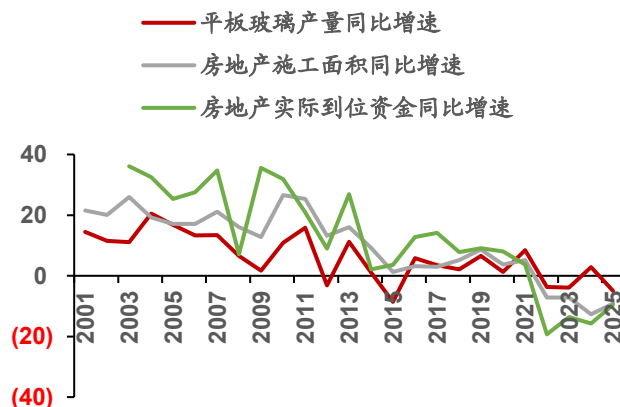


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心，2024 年产能由于统计样本增加而出现显著增加，并不是实际新增产能

由于平板玻璃的主要下游为建筑，因此平板玻璃的需求和房地产的景气度高度相关。从开工、施工、竣工、销售、投资资金来看，理论上平板玻璃的产量与施工&竣工的关联性最高，但是从近两年的数据来看，平板玻璃的产量增速和施工面积增速相关性最高。

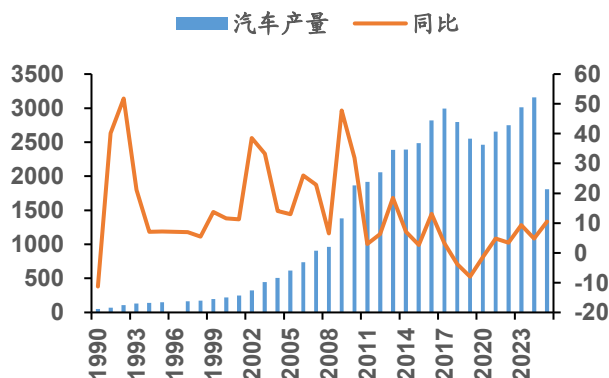
图 20：平板玻璃产量及房地产相关指标月度同比增速（%）


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

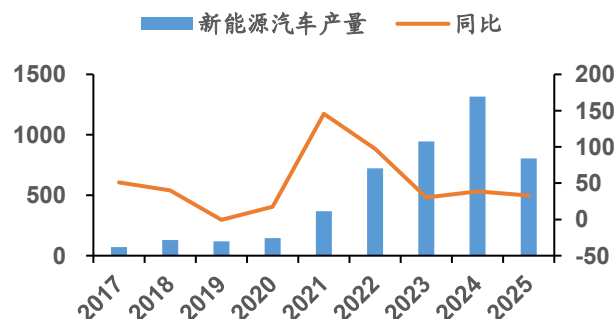
图 21：平板玻璃产量及房地产相关指标年度同比增速（%）


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心，2025 年为截止 7 月

虽然平板玻璃产量与施工面积从年度角度来看，方向基本一致，但从幅度来看，由于平板玻璃存在着其他增量的下游领域（比如汽车），导致其下滑幅度相较于施工面积的下滑幅度更小，2025 年前 7 个月，房地产施工面积下滑 9.2%，而平板玻璃产量同比下滑 5%；2023 年，房地产施工面积下滑 7.3%，而平板玻璃下滑 3.9%。另外，由于平板玻璃的生产对温度的要求比较高，一旦机器停工，窑炉、供料道等生产线中残留的高温玻璃液体冷却后会造造成堵塞，且难以清除，设备基本报废，因此玻璃厂轻易不会停产。从平板玻璃应用中的汽车玻璃来看，约占平板玻璃需求的 20%。2025 年前 7 个月，我国汽车产量 1807 万辆，同比增长 10.5%，新能源车产量 804 万辆，同比增长 32.9%。汽车产量的增长，尤其是新能源车产量的增长，对汽车玻璃需求的增长形成重要推动。

图 22：我国汽车产量及增速（万辆，%）


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心，2025 年为截止 7 月

图 23：我国新能源车产量及增速（万辆，%）


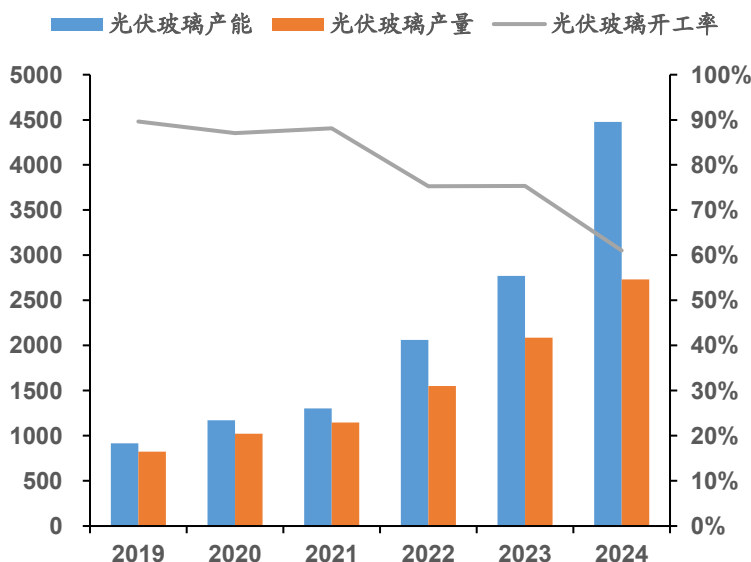
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心，2025 年为截止 7 月

对于平板玻璃的需求而言，核心的矛盾仍在于建筑端需求的未来预期。2022 年 5 月，我国房地产施工面积累计增速首度转负，之后一直处于下行区间，2024 年增速进一步恶化至-12.7%，进入 2025 年（截止前 7 个月），下降幅度有所收窄至 9%，但增速转正仍需要时间。

二、光伏行业反内卷，短期波动不改长期增长

2024 年，根据百川盈孚测算，光伏玻璃已经成为纯碱第二大下游需求领域，占比 21%。2024 年，我国光伏玻璃产量 2734 万吨，同比增长 30.92%，仍然保持了较高的增速，但是，从行业开工率来看，由于 2024 年光伏玻璃产能大幅增加，导致光伏玻璃开工率进一步大幅下滑，2022-2023 年，光伏玻璃开工率已经从之前接近 90%滑落至 75%，而 2024 年，光伏玻璃的开工率下滑至 61%。但由于产量的增加，光伏玻璃仍然带来了 148 万吨的纯碱需求增量。

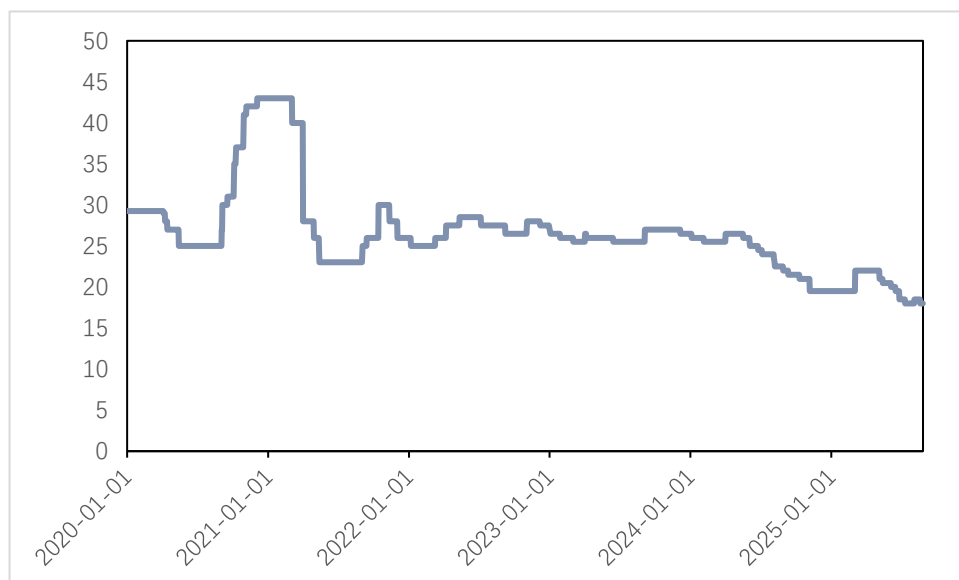
图 24：光伏玻璃产能/产量和开工率（万吨，%）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

光伏玻璃的开工率下滑，直接影响了光伏玻璃的价格。2020 年 3 季度/4 季度，光伏玻璃（3.2mm）全国均价在上游原材料涨价的情况下上涨至 40-42 元/平方米，2021 年 2 季度开始价格回落，之后光伏玻璃均价到 2024 年 Q2 一直在 25-27 元/平方米的价格震荡。而进入 2024 年 3 季度开始，光伏玻璃价格跌至 22.8 元/平方米，2025 年 3 季度，光伏玻璃均价已经下行至 18 元/平方米。

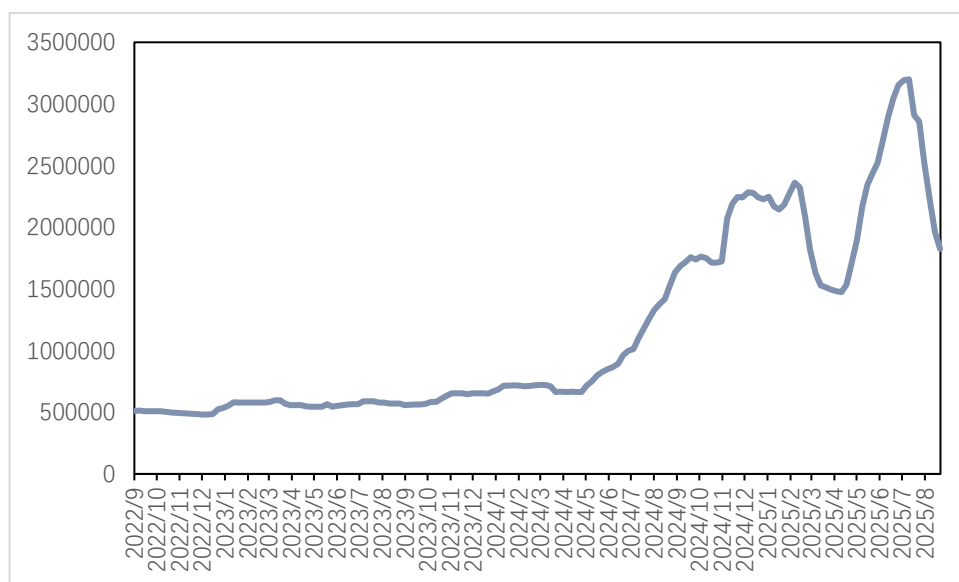
图 25：光伏玻璃镀膜 3.2mm 全国均价(元/平方米)



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

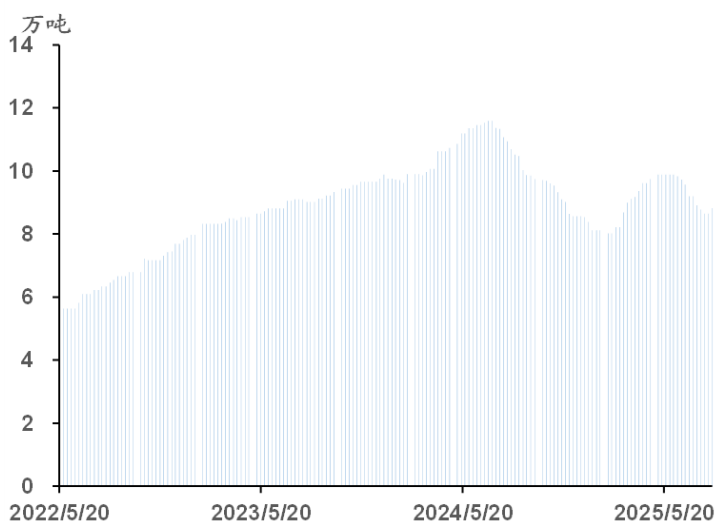
与光伏玻璃价格走低对应的，就是光伏玻璃的库存走高。从 2024 年 5 月开始，光伏玻璃开始进入累库周期，光伏玻璃的库存从 70 万吨的水平至 2025 年 2 月高点的 236 万吨，3-4 月有一波小的去库之后再次累库，库存至 7 月 11 达到新高 320 万吨后随着日熔量下滑再次迅速下滑。

图 26：光伏玻璃工厂库存



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

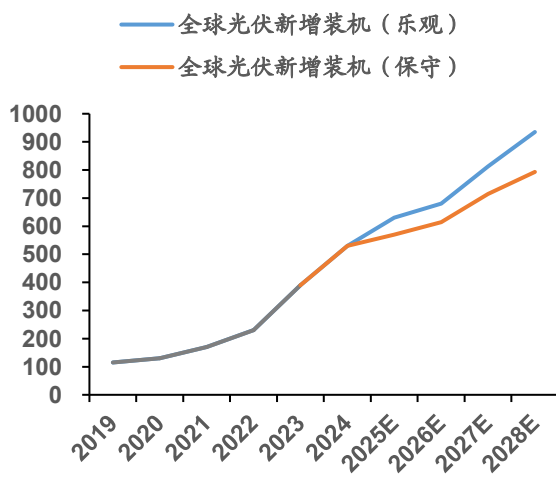
在价格降、库存升的背景下，光伏玻璃日熔量也打破了自 2022 年以来持续高增的趋势。2024 年 7 月 5 日，光伏玻璃日熔量达到历史高点的 11.58 万吨之后就开始回落，到 2025 年 2 月一度跌至 8 万吨/天，3-6 月逐步恢复至接近 10 万吨/天的水平，但随着库存的新高，日熔量进入 7 月再次回落，到 8 月，光伏玻璃日熔量在 8.8 万吨/天的水平。

图 27：光伏玻璃日熔量（万吨）


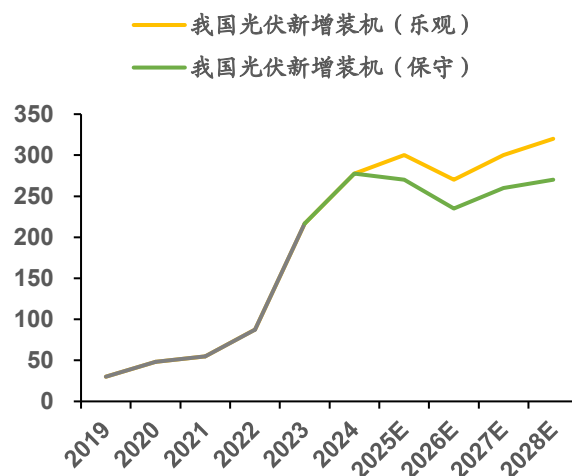
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

尽管光伏产业链受到光伏行业过去几年产能大规模扩张导致的产业链价格下降的影响，根据光伏行业协会的统计，2025 年 1 季度，31 家光伏产业链企业整体亏损 125.8 亿元，同比增加 274.3%。但是根据光伏行业协会的统计，全球和我国的光伏装机仍然保持相对的高速，2025 年 1-6 月，我国光伏装机 212.2GW，同比增加 107%。

基于对于光伏装机量上半年表现，光伏行业协会把对 2025 年全年我国装机量的预测从 215-255GW 提升至 270-300GW，把全球新增装机数预测从 531-583GW 提升至 570-630GW。基于全球光伏渗透率持续提升的预期，中国光伏行业协会对 2026-2028 年全球的装机量中性情况下预计在 647GW、764GW、864GW，相较于 2024 年的 530GW 仍然有 334GW 的增量。而中国光伏装机量 2026-2028 年由于存量装机已经相对较高，中国光伏行业协会预计光伏新增装机在 2026 年小幅下滑后会维持在 280GW 左右。

图 28：全球光伏新增装机量（GW）


资料来源：中国光伏行业协会，信达证券研发中心

图 29：我国光伏新增装机量（GW）


资料来源：中国光伏行业协会，信达证券研发中心

假设 1GW 组件对应玻璃需求按照以往趋势继续有所降低，设定光伏玻璃对纯碱单耗为 0.23。我们测算得到，2025-2028 年我国光伏玻璃对纯碱需求有望达到 732、785、922、1,038 万吨，相较于 2024 年的 649 万吨仍有近 400 万吨的增量。但从增速上来看，增速仍有显著的下滑。

表 2：我国光伏玻璃对纯碱需求预测（从光伏新增装机量预测）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
全球新增装机量（GW）	390	530	600	647	764	864
容配比	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
全球组件生产量（GW）	589	801	906	977	1153	1305
我国光伏组件产量占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%
我国光伏组件生产量（GW）	499	678	768	828	977	1105
1GW 组件对应玻璃需求（万吨/GW）	4.18	4.16	4.14	4.12	4.10	4.08
我国光伏玻璃需求（万吨）	2,088	2,824	3,181	3,414	4,009	4,515
光伏玻璃对纯碱单耗	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
我国光伏玻璃对纯碱需求（万吨）	480	649	732	785	922	1,038
同比	34.64%	35.25%	12.66%	7.31%	17.43%	12.61%

资料来源：中国光伏行业协会，百川盈孚，立鼎产业研究网，信达证券研发中心

光伏玻璃行业供给保持快速增长趋势。2019-2024 年，光伏玻璃产能从 918 万吨增长至 4478 万吨，CAGR 为 37.3%，产量从 822 万吨增长至 2734 万吨，CAGR 为 27.15%。

从光伏玻璃行业扩产的角度来预测，根据百川盈孚的数据，2025 年仍有 646 万吨光伏玻璃产能预计投产，如果投产顺利 2025 年光伏玻璃产能有望增长至 5124 万吨。

而开工率方面，2025 年前 8 个月，光伏玻璃行业由于盈利能力相对较弱及新产能投放，整体为 55%，我们按照该开工率对 2025 年全年进行预测；2026 年，由于暂时没有新增产能，我们以 2024 年 61% 开工率测算，假设 2027 年开工率进一步回升至 70%。

以该方式测算，2025-2027 年，光伏玻璃对应的纯碱需求分别为 651、719、825 万吨，较 2024 年增加 200 万吨。

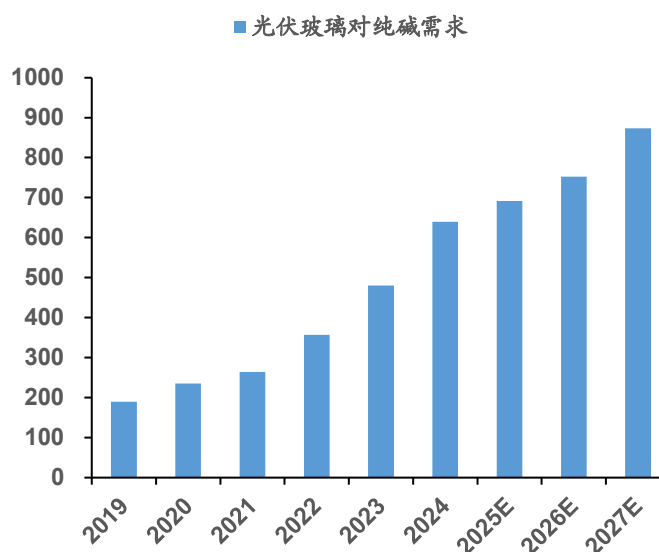
表 3：我国光伏玻璃对纯碱需求预测（从光伏玻璃扩产预测）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
光伏玻璃产能（万吨）	1,304	2,060	2,770	4,478	5,124	5,124	5,124
光伏玻璃产量（万吨）	1,148	1,551	2,088	2,734	2,828	3,128	3,587
光伏玻璃开工率	88%	75%	75%	61%	55%	61%	70%
光伏玻璃对纯碱单耗	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
光伏玻璃对纯碱需求（万吨）	264	357	480	629	651	719	825
同比	12.42%	35.03%	34.64%	30.92%	3.47%	10.59%	14.67%

资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

若以光伏玻璃扩产和中国光伏行业协会对光伏装机量测算的两种结果平均来测算，2025-2027 年光伏玻璃对应的纯碱需求分别为 691、752、874 万吨，同比增速分别对应 8.14%、8.85%、16.11%。整体而言，2025-2027 光伏玻璃对纯碱的需求平均每年增长约 80 万吨，较 2023/2024 年 100 万吨以上每年的增量有所减少。光伏仍然是未来几年纯碱需求最重要的增量来源。

图 30：光伏玻璃对纯碱需求（万吨）



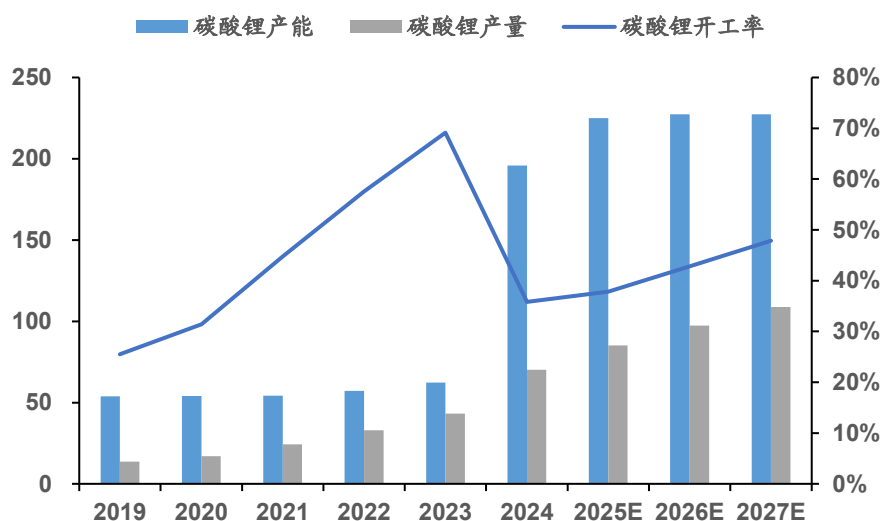
资料来源：光伏行业协会，百川盈孚，信达证券研发中心

三、其他需求

除了平板玻璃和光伏玻璃。日用玻璃为纯碱第三大需求。近年来，日用玻璃对应的纯碱需求稳定在 400 万吨左右，对纯碱需求的变化影响不大。另一个纯碱需求的增量，主要来自碳酸锂。

2024 年，根据百川盈孚的统计，碳酸锂对应的纯碱需求为 94 万吨，增加 47 万吨。尽管碳酸锂对应的纯碱需求绝对体量较小，但增量也接近光伏玻璃对应增量的一半。以百川统计的新建项目和开工率，预计碳酸锂新增产量每年仍将保持 10 万吨以上，对应的纯碱需求增量每年在 20 万吨左右。

图 31：碳酸锂产能、产量和开工率（万吨，%）



资料来源：百川盈孚，同花顺iFind，信达证券研发中心（2024 年开始产能采用百川，统计样本增多）

整体来看，需求端影响较大的两个因素就是地产（建筑），如果地产建筑在相关政策的刺激下能够企稳，则纯碱需求最大的下游平板玻璃的量将有望稳住，如果地产继续下滑，则平板玻璃的量则存在继续下行的空间，下降幅度可能略小于地产施工的降幅。如果平板玻璃跟随地产下行的幅度每下降 1%，则对应的纯碱需求下降在 10 万吨体量。以截止到 2025 年 7 月平板玻璃产量 5% 的下降幅度来算，对应平板玻璃导致的纯碱需求下降约在 50 万吨。

而光伏玻璃端，在经历了 2024 年之前的快速增长后，根据中国光伏行业协会预计光伏玻璃增速回落。但光伏在全球渗透率提升的逻辑仍然未变。根据中国光伏业协会的测算，未来 3 年（2025-2028），全球光伏组件的装机量在中性情况下预计复合增速仍将保持 12.9% 左右的增速，则对应的光伏玻璃需求增量在 350 万吨，对应的纯碱需求增量约为 80 万吨。

而碳酸锂为代表的其他领域贡献的增量约为每年 20 万吨左右。

因此从年度需求的角度，在平板玻璃下滑幅度不超过 10% 的情况下，需求仍将有望保持稳定。但如果平板玻璃的下滑幅度超过 10%，则需求仍面临下滑。

综合来看，我们认为在供需矛盾中，需求的核心问题在于由光伏带动的快速增长阶段已过，需求面临增长停滞甚至下行的风险。但更大的矛盾则来自于供给端，供给端的增速在 23、24 年大幅增加，而随着内蒙新的天然碱矿的发现，这一增长趋势如果没有产能的淘汰仍将持续。

成本端：不同区域不同工艺差别巨大

一、天然碱构筑行业成本最低

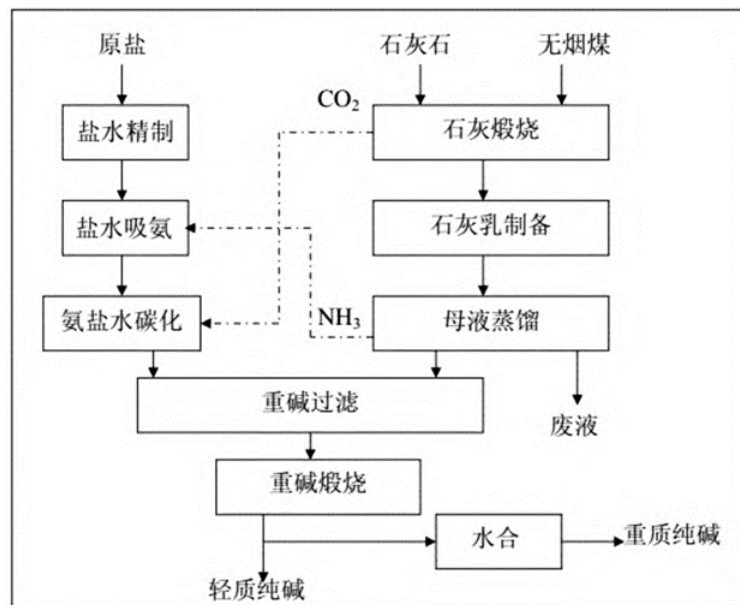
纯碱主要有三种生产工艺，氨碱法、联碱法和天然碱法。

1、氨碱法

氨碱法又称索尔维法，是最传统的纯碱生产方法。氨碱法生产纯碱的原料是食盐和石灰石，燃料为焦炭（煤）。氨作为催化剂在系统中循环使用。原料盐（海盐、岩盐、天然盐水）经精制吸氨、碳化、结晶、过滤，再煅烧即为成品。母液经过石灰乳中和后，氨蒸发并回收使用，氯化钙则排放。

氨碱法原料盐的利用率低，不足 80%；氯化钙废渣排放量大，应用难，堆积后污染环境；石灰制备和氨回收设备庞大，流程较长，能耗较高。

图 32：氨碱法生产工艺



资料来源：广州化工交易中心资讯部《广化大讲堂——纯碱价值链分析》，信达证券研发中心

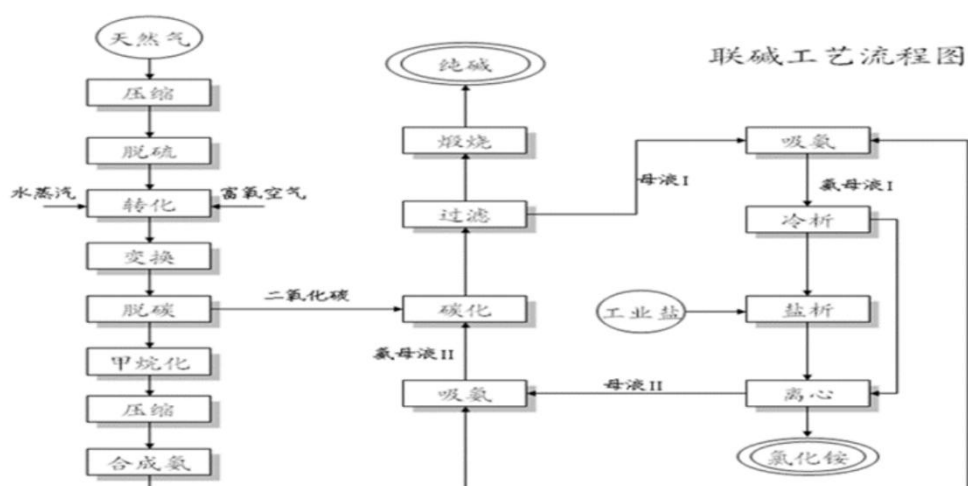
2、联碱法

联碱法又称侯德榜法、侯氏制碱法，是将氨碱法和合成氨工艺联合起来，同时生产纯碱和氯化铵的方法。该方法原材料包括：煤/天然气和原盐。

联碱法（侯氏制碱法）主要包括两个过程，第一个过程与氨碱法相同，即将氨气融入饱和食盐水制成氨盐水，再通入二氧化碳生成碳酸氢钠沉淀，经过过滤、洗涤、煅烧得到纯碱，此时滤液含有氯化铵和氯化钠。第二个过程是利用氯化铵和氯化钠的溶解度不同，从滤液中沉淀氯化铵，制成氮肥。

联碱法提高了食盐的利用率，缩短了反应流程，减少了对环境的污染，实现了纯碱和氮肥氯化铵的联产，降低了纯碱的成本。

图 33：联碱法生产工艺

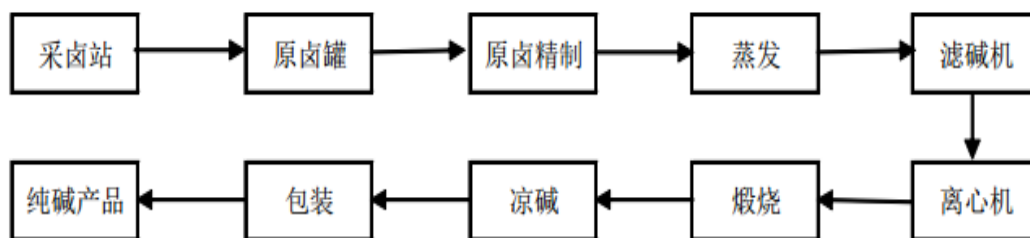


资料来源：和邦生物年报，信达证券研发中心

3、天然碱法

不同于以上两种化工合成的方式，天然碱法即通过从天然矿物碱中物理提纯的方式，获取纯碱。

图 34：天然碱法生产工艺

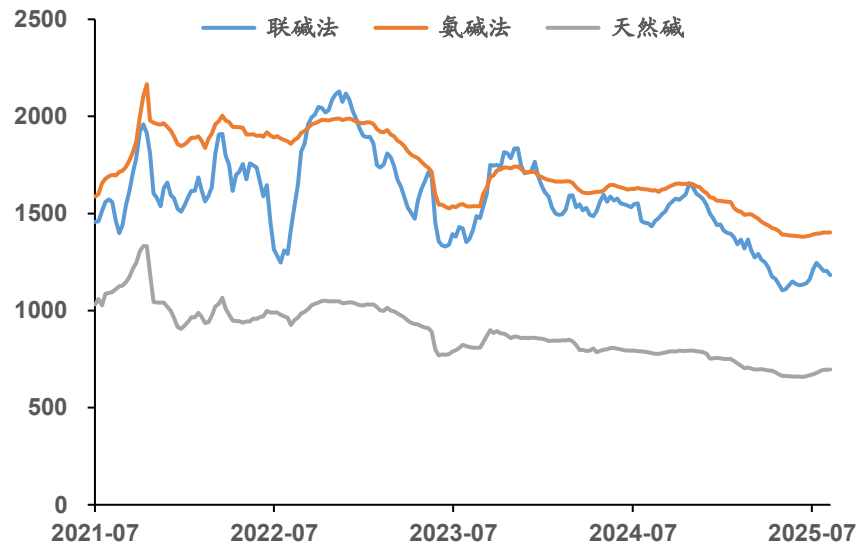


资料来源：远兴能源（现更名为博源化工）年报，信达证券研发中心

从生产工艺的对比来看，天然碱法相较于化学合成法具有明显的优势：（1）成本方面，无需原辅材料，工艺简单，能耗低、成本低。天然碱法不需任何原辅材料，仅为物理加工过程，工艺流程短、设备简单，一般情况下相较氨碱法、联碱法成本低 30-40%。20 世纪 80 年代，美国掌握天然碱加工技术后，迅速淘汰了美国境内全部氨碱厂，加拿大、韩国、日本的氨碱厂的逐步淘汰也正是有力证明。（2）环保方面，无废渣、废液排放，污染小。由于天然碱完全不需要工业盐、石灰石、氨、二氧化碳等原料，因此没有废渣、废液排放，具有环保方面优势，符合未来发展要求。（3）质量方面，生产出的产品质量好。天然碱法获得的纯碱，盐分非常低，往往小于 0.10%，产品粒度也非常好。

从百川盈孚跟踪的不同工艺的成本来看天然碱成本最低，氨碱法和联碱法接近，联碱法多数时候比氨碱法略低。根据百川盈孚三种纯碱工艺的成本数据，2021 年 1 月-2025 年 8 月，天然碱平均单位成本为 805 元/吨，联碱法为 1535 元/吨，氨碱法为 1607 元/吨。2025 年以来，联碱法和氨碱法的成本差异扩大，截止 2025 年 8 月 22 日，联碱法的成本比氨碱法低超过 200 元/吨。

图 35: 我国不同生产工艺之下的纯碱单位成本 (元/吨)

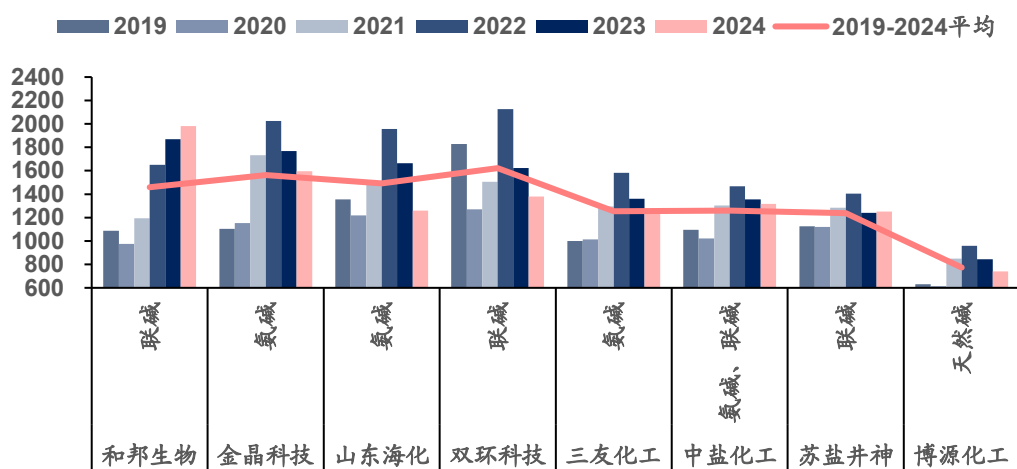


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

从本轮纯碱价格自 2023 年 4 季度持续下行, 除了受到供给端新增产能和需求端降速的影响, 另一方面纯碱成本端的下降也有所影响。从纯碱的成本来看, 2024 年 1 季度-2025 年 3 季度 (截止 2025 年 8 月 22 日), 联碱法成本下降 367 元/吨, 氨碱法成本下降 167 元/吨, 天然碱法下降 79 元/吨。而在此期间, 纯碱的平均价格下降了 949 元/吨。由于天然碱法本身就位于成本曲线中最左侧且占比最低, 以联碱法和氨碱法的平均下降幅度来测算, 成本下降对于纯碱下跌的贡献约为 28%。

纯碱企业单价和单位成本受到工艺路线等多因素影响。我们用纯碱上市公司披露的纯碱销量、成本、收入等数据, 计算出来纯碱上市公司单位成本和毛利。结合各公司纯碱工艺路线, 各公司单位成本表现和百川盈孚不同工艺成本表现基本一致, 天然碱成本最低 (博源化工 (原远兴能源) 2019-2024 年平均天然碱成本 773 元/吨), 联碱法和氨碱法成本较高、氨碱法成本最高。

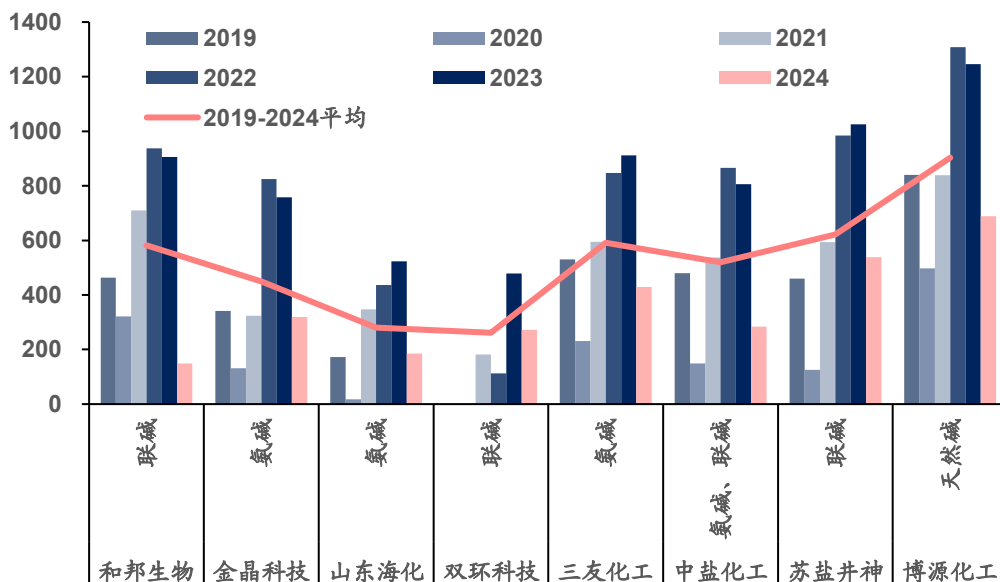
图 36: 不同上市公司单位成本 (元/吨)



资料来源: 同花顺 iFind, 各公司年报, 信达证券研发中心

各公司纯碱单位毛利表现受到单价和单位成本双重影响, 博源化工天然碱单位毛利最高, 2019-2024 年均值达到 903 元/吨, 比其他企业平均 472 元/吨高 431 元/吨。

图 37: 不同上市公司单位毛利 (元/吨)



资料来源: 同花顺 iFind, 各公司年报, 信达证券研发中心

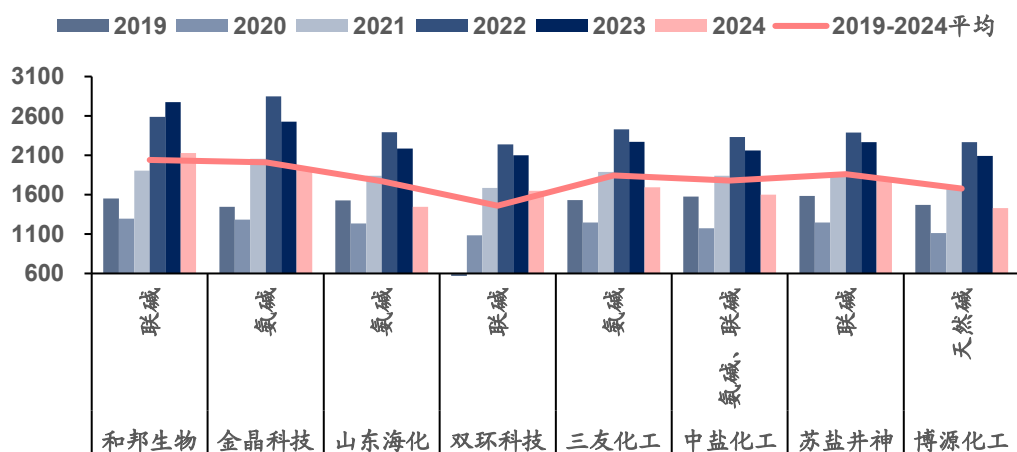
同一工艺路线之下, 不同公司纯碱单位成本不尽相同。因为纯碱单位成本除了受到工艺路线的影响以外, 还与设备、单耗、原材料自给率和采购价格等有关。例如, 苏盐井神研发出了专利工艺“盐碱钙联合循环生产工艺”, 实现资源循环利用并降低成本, 且公司自有盐资源; 青海地区有成本较低的盐、煤资源, 位于青海的纯碱厂的成本会受益于廉价原材料。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 30

各企业纯碱单位售价并不相同，并进一步导致单位毛利不完全有生产成本决定。企业纯碱单价会受到纯碱销售地域、企业客户结构、议价能力、产品质量等有一定关系。

从上市公司数据来看，2019 年-2024 年，和邦生物/金晶科技的销售均价高于其他公司，山东海化、三友化工、中盐化工、苏盐井神的销售价格相当，而博源化工的销售均价略低。尤其是博源化工内蒙古项目投产后，销售价格较其他公司差距幅度拉大，核心原因就在于新项目位于内蒙古阿拉善地区，距离下游客户较远。

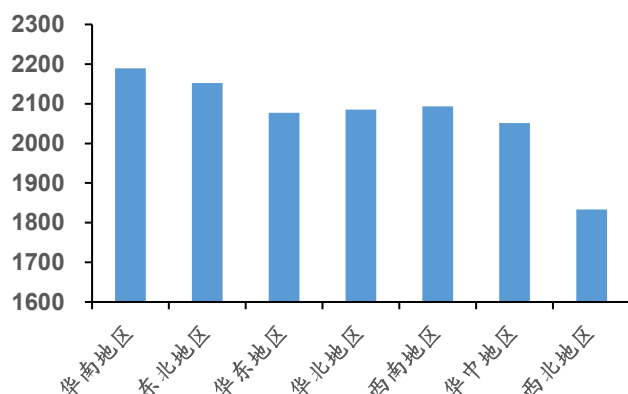
图 38：不同上市公司销售单价（元/吨）



资料来源：同花顺 iFind，各公司年报，信达证券研发中心

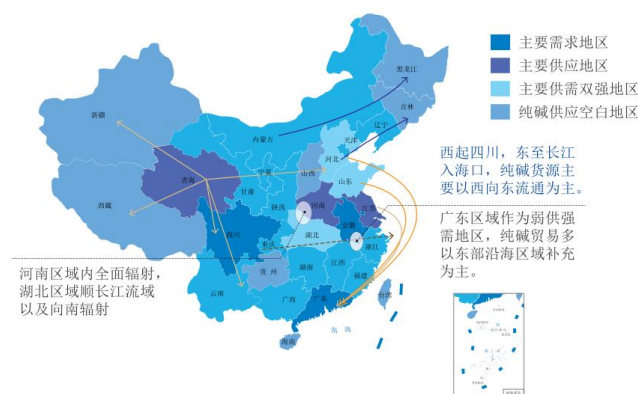
纯碱区域价差分析：（1）我国华北地区和华中地区浮法玻璃产能集中，重碱需求量大，下游行业议价能力较强，是重碱的价格洼地。其中，河北纯碱价格走势对全国其他地区纯碱价格的影响较为显著，是纯碱现货市场的风向标。（2）东北地区纯碱企业较少、距离纯碱主产区较远，物流成本较高，所以市场价格是相对高位。（3）西北地区靠近原料产地，原材料成本处于全国较低水平，但距离消费区域也较远，增加了运输成本，原材料低成本优势和运输距离远的劣势互有抵消。（4）华南地区存在纯碱供应缺口，存在需要外埠纯碱弥补供应缺口的情况，纯碱价格相对其他地区较高。

图 39：2019-2025 年我国不同地区纯碱均价（元/吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心（2025 年截止 8 月 7 日）

图 40：我国纯碱贸易主要流向示意图



资料来源：郑州商品交易所，信达证券研发中心

二、中国纯碱行业成本曲线

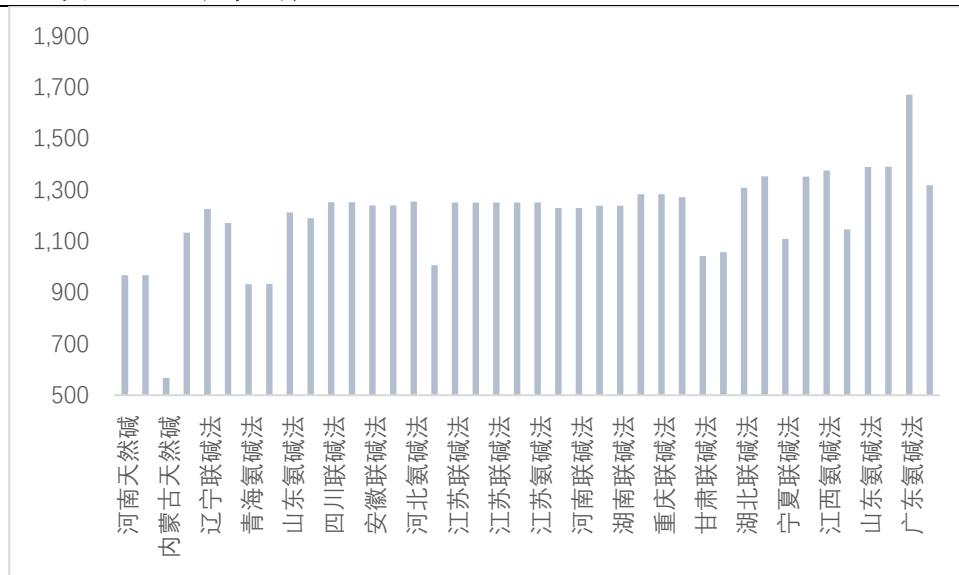
在纯碱行业承压的情况下，我们需要考虑的就是，在不同工艺条件下，不同地区的纯碱企业的竞争力究竟如何。在纯碱行业供需矛盾突出的情况下，企业的经营状况如何。在上市公司披露的数据已经可以作证，部分企业已经进入了亏损，部分企业已经在盈亏平衡附近。那么对于全行业而言，这个比例如何？

我们根据百川盈孚统计的 40 家纯碱企业（百川统计的 46 家企业中有 6 家产能为零的企业不进行测算）来进行成本测算。其中，上市公司的各项单耗我们根据已经披露的数据进行计算，其他非上市公司根据其工艺和行业平均单耗计算。

原材料成本端，我们以 2025 年 8 月的均价，同时根据工厂所处的不同地区来进行计算。

2025 年 8 月，生产成本最低的内蒙古天然碱为 568 元/吨，而生产成本最高的华南氨碱法生产成本为 1671 元/吨，二者的差距超过了 1000 元/吨。除此以外，青海地区的氨碱法由于有极低的自有盐成本，也处于成本曲线的最左侧。

图 41：我国纯碱企业的生产成本（元/吨）



资料来源：同花顺 iFind，百川盈孚，各公司年报，信达证券研发中心

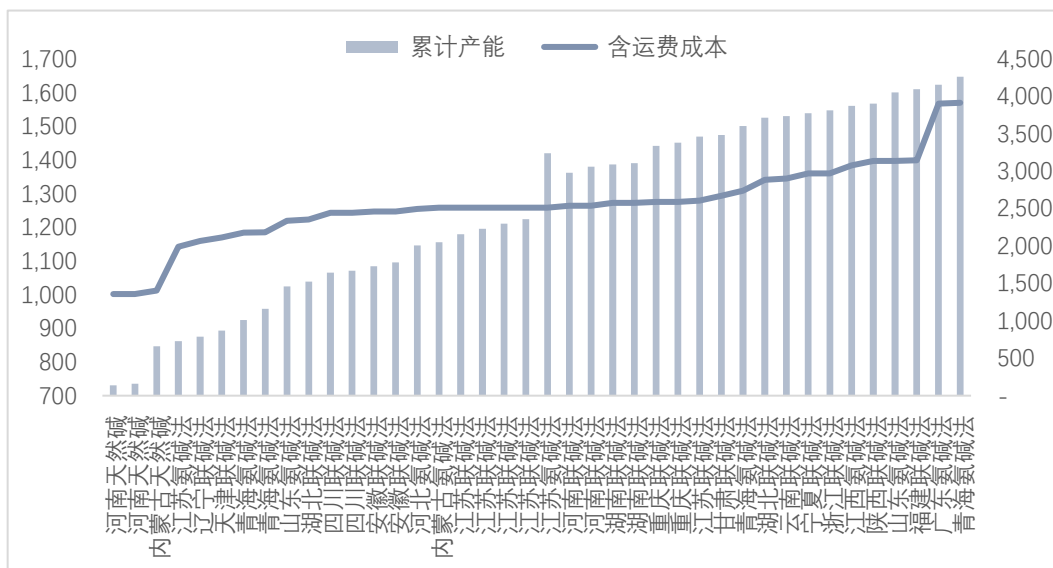
但在直接的生产成本外，因为内蒙古运距较远，因此在内蒙销售的纯碱价格也会较华南地区的价格低。以 2025 年平均来看，蒙西地区的纯碱价格平均为 1087 元/吨，而华南地区的平均销售价格为 1640 元/吨，二者的差距也达到了 553 元/吨。

为了便于比较不同地区的企业之间的成本，我们以华北地区的售价进行衡量。2019 年-2025 年，华东/西南地区与华北地区的销售价格价差不超过 10 元/吨，不额外计算运费。华中地区的较华北售价低 34 元/吨，西北地区低 252 元/吨（蒙西地区 2023-2024 两年平均比西北低 193 元/吨），东北地区高 66 元/吨，华南地区高 104 元/吨，我们将这部分与华北地区的价差通过运费的形式（高的部分进行扣减）来衡量不同地区的成本差异。

在考虑运费之后，纯碱成本最低的为内蒙/河南的天然碱，成本均在 1010 元/吨左右。这部分产能合计 660 万吨。成本在 1150 元/吨-1255 元/吨之间的产能为 1350 万吨。

2025 年 7 月，华北地区的纯碱销售价格均价为 1255 元/吨，即累计 2010 万吨的产能低于该价格。不考虑财务上的三费影响，基本不亏损。占百川统计累计产能的 47.1%。另外需要注意的是，这里的纯碱价格计算的是含税价格，若考虑不含税价格，则不亏损的企业会进一步下降。

图 42：考虑不同地区运费我国纯碱企业的生产成本（元/吨）和累计产能（右轴，万吨）

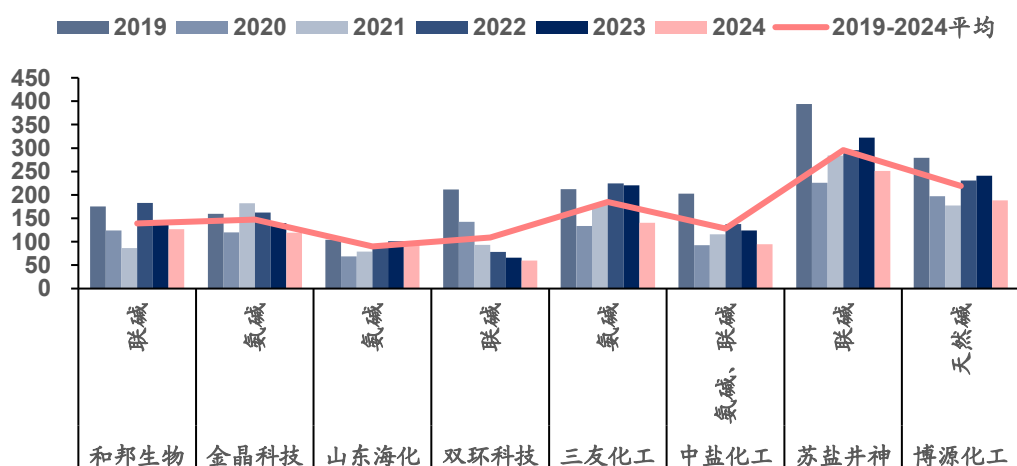


资料来源：同花顺 iFind，百川盈孚，各公司年报，信达证券研发中心

除了生产成本，对于纯碱生产企业而言，另外需要考虑的两个因素就是完全成本和现金成本。完全成本需要包含生产企业的管理费、财务费用和销售费用。根据上市公司的年报数据，我们按照纯碱在对应公司收入的比例来分摊管理费用、财务费用和销售费用。从上市公司来看，2019-2024 年单吨纯碱的平均费用 164 元/吨。

2022 年以来，平均单吨费用呈现下降的趋势，平均费用从 175 元/吨下降至 135 元/吨，主要是销售费用和财务费用下降所致。

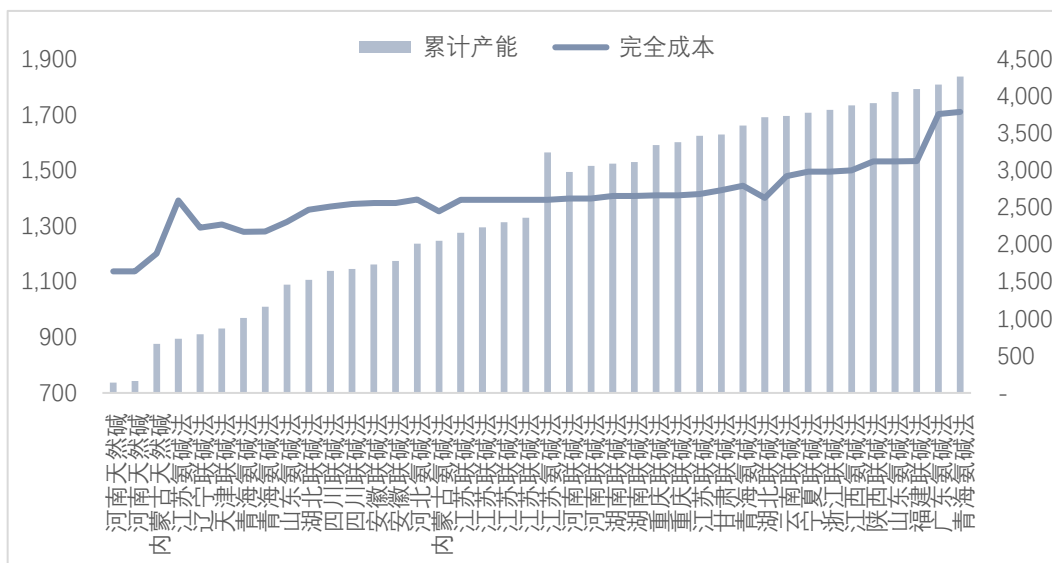
图 43：我国纯碱上市公司的单位费用（元/吨）



资料来源：同花顺 iFind，各公司年报，信达证券研发中心

我们按照 2024 年年报披露的三费来计算上市公司的费用，其他取上市公司 2024 年的平均值 135 元/吨来计算完全成本。以完全成本来计算，成本在 1255 元/吨以下的产能仅有天然碱的 660 万吨，占总产能的 15.5%。

图 44：我国纯碱公司的完全成本（元/吨）和累计产能（右轴，万吨）



资料来源：同花顺 iFind，百川盈孚，各公司年报，信达证券研发中心

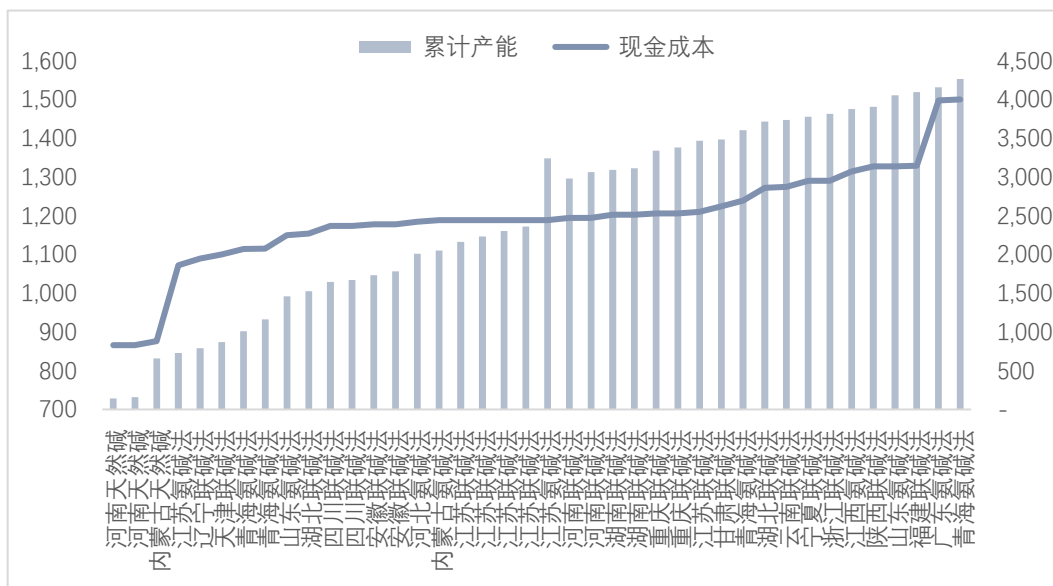
另外，需要考虑的就是各个纯碱企业的现金生产成本。根据山东海化年报（氨碱法）的数据，公司单吨生产成本中，折旧约为 60 元/吨；2023 年/2024 年，中盐化工年报披露（氨碱/联碱法）的单位折旧为 87 元/吨，80 元/吨。

而对于天然碱法，由于博源化工年报未直接披露其折旧费用。根据 2021 年 12 月公司披露的《内蒙古博源银根矿业有限责任公司塔木素天然碱矿采矿权评估报告》，单吨的折旧费用约为 136.84 元/吨。

我们把天然碱法按照 136 元/吨折旧计算，其余的化工合成法按照 70 元/吨计算来计算各家企业的现金成本。

按照该算法，现金成本在 1255 元以下的产能累计为 3605 万吨，占总产能的比例为 84.5%，与纯碱的开工率基本相当。也即意味着，如果要维持不亏现金流，大部分的纯碱企业仍然能够维持生存。

图 45：我国纯碱公司的现金成本（元/吨）和累计产能（右轴，万吨）



资料来源：同花顺 iFind，百川盈孚，各公司年报，信达证券研发中心

三、反内卷何去何从

正如在分析纯碱价格下跌分析中提到，纯碱供需矛盾突出是一方面，而上游原材料价格下跌也对纯碱价格下跌有重要影响。整体来看，我国化工产品的价格存在普遍性的下跌，利润承压。在这样的背景下，中央层面和各部门提出了“反内卷”的工作目标并出台相关政策。

2024 年 7 月，中央政治局会议提出“要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。”

2024 年 12 月，中央经济工作会议首次提出“综合整治‘内卷式’竞争”，整治低价无序竞争、淘汰落后产能、推动行业高质量发展。

2025 年 3 月，《政府工作报告》提出“综合整治‘内卷式’竞争”，将其作为全年经济社会发展的重要任务。

2025 年 4 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于完善价格治理机制的意见》，明确提出“防止经营者以低于成本的价格开展恶性竞争”。

2025 年 7 月，五部委联合发布老旧装置摸底评估通知，《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》。对石化化工行业主体设备设施达到设计使用年限、或实际投产运行超过 20 年的生产装置摸底评估，全面推进石化化工行业老旧装置安全化、绿色化、数字化综合改造提升，防范化解安全环境风险，促进行业高质量发展。

表 4：我国反内卷相关政策

	部门	内容
2024/7/30	中共中央政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
2024/12/12	中央经济工作会议	中央经济工作会议提出“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”必须统筹好培育新动能和更新旧动能的关系，因地制宜发展新质生产力。
2025/3/5	《政府工作报告》	纵深推进全国统一大市场建设。加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025/4/2	《关于完善价格治理机制的意见》	强化事前引导预防和事中事后监管，维护市场价格秩序。综合运用公告、指南、提醒告诫、行政指导、成本调查等方式，推动经营主体依法经营。防止经营者以低于成本的价格开展恶性竞争。
2025/7/25	《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》	强化标准引领和政策支持，全面推进石化化工行业老旧装置安全化、绿色化、数字化综合改造提升，防范化解安全环境风险，促进行业高质量发展

资料来源：中国政府网、中国氯碱工业协会、国家林草局、国家公园管理局，信达证券研发中心

那么，具体到纯碱上，该如何反内卷？

1、价格端

从反内卷对价格的标准来看，在价格端主要提出的是“防止经营者以低于成本的价格开展恶性竞争”。

但是，关于成本的核定，仍没有统一的标准。如果按照完全成本来制定价格，则按照 2025 年 7 月的纯碱均价计算，仅有 15.5% 的纯碱产能成本低于该价格，价格有明显的上涨空间。

但如果从现金成本来考虑，则当前（2025 年 7 月均价）价格与大部分纯碱企业的现金成本相当。则价格不具备从政策角度大幅调整的空间。

2、供给端

纯碱供需失衡，最大的问题确实在于供给端在近 2 年大幅增加，使得出现了产能过剩的情况。但是结构来看，近两年增加的产能主要是成本低、能耗低、环境友好的天然碱产能，因此也符合产能发展方向。

那么从产能淘汰的角度来看，首先我们需要考虑的一个指标就是能耗。

根据《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）》，氨碱法（轻质）纯碱能效标杆水平为 320 千克标准煤/吨，基准水平为 370 千克标准煤/吨；联碱法（轻质）纯碱能效标杆水平为 160 千克标准煤/吨，基准水平为 245 千克标准煤/吨；氨碱法（重质）纯碱能效标杆水平为 390 千克标准煤/吨，基准水平为 420 千克标准煤/吨；联碱法（重质）纯碱能效标杆水平为 210 千克标准煤/吨，基准水平为 295 千克标准煤/吨。截至 2020 年底，我国纯碱行业能效优于标杆水平的产能约占 36%，能效低于基准水平的产能约占 10%。

根据中盐内蒙古化工股份有限公司关于上海证券交易所《关于对中盐内蒙古化工股份有限公司重大资产重组草案的问询函》的回复，纯碱产品能耗限额计算国家标准为 GB 29140《纯碱单位产品能源消耗限额》。《纯碱单位产品能源消耗限额》在进行能耗统计时，统计范围为从原料加工到纯碱产品进库所有主要生产系统、辅助生产系统和附

属生产系统的能耗，包括事故损耗、设备维修、开停车和年度大修过程的能耗；天然碱法包括采卤工序的能耗，合成碱法不包括纯碱装置附属的氯化钙、合成氨、氯化铵干燥和热电生产过程的能耗。

表 5：不同工艺的能耗

工艺类别	能耗水平（kgce/t 重质纯碱）
天然碱法	289.98-335
氨碱法	365
联碱法	557

资料来源：中盐化工公告，信达证券研发中心

根据中盐化工公告的统计，天然碱法的能耗在 300 kgce/t 左右，氨碱法 365kgce/t，而联碱法则 557kgce/t。因此联碱法虽然在成本上有一定的优势，在能耗上并不具备显著优势。

当然，除了能耗，环境污染也是必须考虑的因素，化工合成法中，氨碱法污染较联碱法显著更高。

其次，我们需要考虑是产能置换。

从发改委公布的产业结构目录来看，纯碱（井下循环制碱、天然碱除外）已经在限制名单序列。而存量的纯碱产能，除部分产能满足井下循环制碱条件外，其他的化工合成法产能均为限制类产能。

而 2023 年以来的产能扩张，除了天然碱外，仍有部分化工合成法产能。这里面，存在着部分产能置换的产能。

比如，以连云港碱业的产能来看，2025 年 5 月 18 日，连云港碱业新产能投产，连云港碱业搬迁升级改造项目总投资约 58.3 亿元，占地 1200 余亩，选址燕尾港临港产业区，建设内容包括年产 110 万吨联碱装置、40 万吨合成氨装置。

新产能 110 万吨纯碱置换了公司原 130 万吨产能，从纯碱来说，产能下降 30 万吨，同时生产工艺从氨碱法改为联碱法。新项目总生产能力为 242 万吨，但企业废水年排放量由搬迁前的 1200 万吨减少至 180 万吨；氮氧化物年排放量由搬迁前的 564 吨减少至 7 吨，二氧化硫年排放量由搬迁前的 282 吨减少至 2.3 吨。

这也就意味着，近年来部分新产能的投放，可能本身就伴随着自身产能的淘汰。

另外，根据中盐化工《关于对中盐内蒙古化工股份有限公司重大资产重组草案的问询函》的回复，公司在为保证中盐碱业开发建设天然碱项目前期采矿权竞拍价款支付、溶采试验投入等资金需要，公司拟在对中盐碱业完成收购后对中盐碱业增资，增加中盐碱业注册资本至 80 亿元。增资资金来源如下：（1）引入战略投资者：公司拟通过本次增加中盐碱业注册资本时机，引入战略投资者，计划引入资金规模不超过 39.20 亿元；中盐化工增资金额将不超过 48.80 亿元，实际增资金额将在引入战略投资者后确定。相关工作正在开展过程中。其中，山东海化股份有限公司、内蒙古蒙盐盐业集团有限公司已签署意向《合资协议》，分别拟对中盐碱业增资不超过 23.20 亿元、8 亿元。

从中盐公告的意象的增资企业来看，山东海化在山东地区拥有氨碱产能 300 万吨，若未来中盐碱业 500 万吨项目投产，作为股东方的山东海化存在一定的存量产能置换的空间。

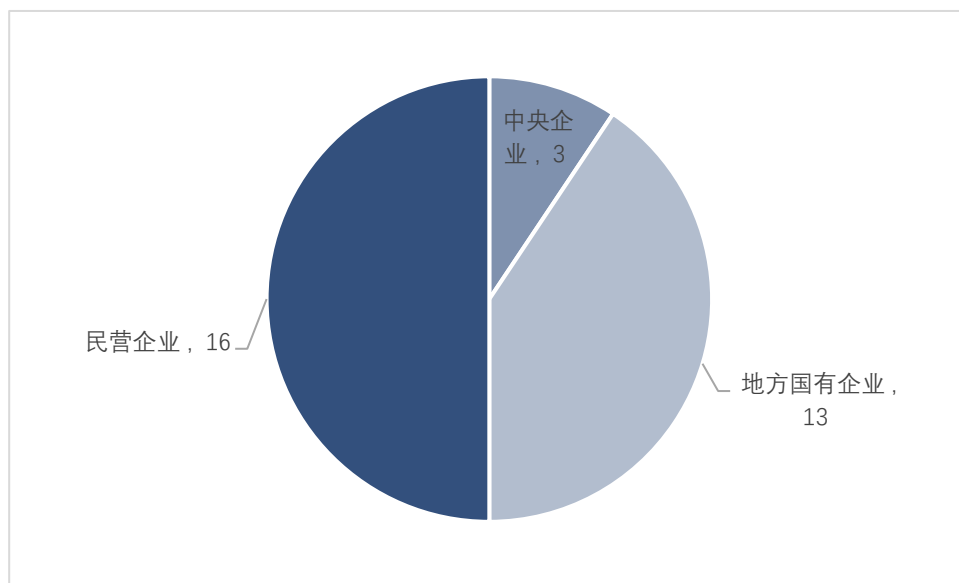
产能淘汰

在需求承压的情况下，除了因为能耗被限制、或进行产能置换，如果纯碱供需的矛盾仍然突出价格低迷，那么则只有通过市场进行相应的产能出清。

产能出清的可能性，一方面要考虑成本曲线，成本越高的产能承压能力越差，另一方面也要考虑企业的属性和体量，国有企业因为肩负着当地的生产和民生保障等相关职能，在产能淘汰方面进度会相对较低。

根据百川盈孚统计的正在生产的 40 个纯碱工厂，其中有 32 家公司，按照企业性质来划分，央企 3 家，地方国企 13 家，民营企业（含外资投资）16 家。整体来看，央企国企占比 50%。

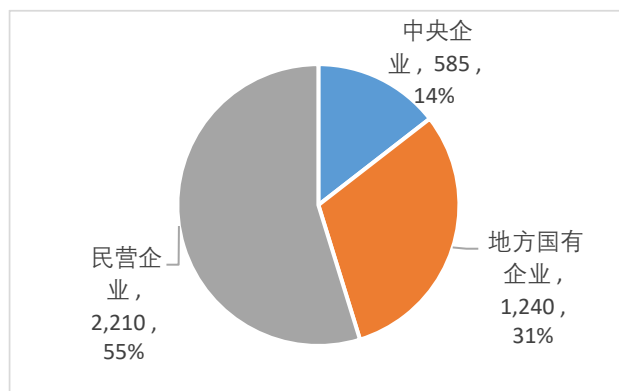
图 46：我国纯碱企业性质



资料来源：同花顺 iFind，百川盈孚，信达证券研发中心，截止 2025 年 8 月

而从产能来看，民营企业产能 2210 万吨，占比 55%，中央企业产能 585 万吨，占比 14%，地方国有企业产能 1240 万吨，占比 31%。

图 47：我国纯碱不同属性企业产能及占比（万吨，%）



资料来源：同花顺 iFind，百川盈孚，信达证券研发中心，截止 2025 年 8 月

我们从企业属性、产能规模（单厂）、单位成本三个维度来衡量纯碱企业的抗风险能力。

从企业属性来看，中央企业 > 地方国有企业 > 民营企业。

从产能规模上来看，我国纯碱企业的产能平均规模为 106 万吨，低于 100 万吨的产能整体装置规模偏小。

从成本上来看，我们以含运费的成本来考量，最低的天然碱产能 1002 元/吨，最高的青海氨碱 1570 元/吨。75%分位的成本为 1273 元/吨，50%分位的成本为 1258 元/吨。我们认为高于 75%分位的产能属于成本较高，具有一定的风险。

表 6：我国纯碱企业产能（万吨）、成本、企业性质

公司名称	纯碱地区工艺	含运费成本	产能	企业性质
河南中源化学股份有限公司	河南天然碱	前 25%	140	民营企业
桐柏海晶碱业有限责任公司	河南天然碱	前 25%	20	民营企业
内蒙古博源银根化工有限公司	内蒙古天然碱	前 25%	500	民营企业
江苏苏盐井神股份有限公司	江苏氨碱法	前 25%	70	地方国有企业
大化集团大连化工股份有限公司	辽宁联碱法	前 25%	60	民营企业
天津渤化永利化工股份有限公司	天津联碱法	前 25%	80	地方国有企业
中盐内蒙古化工股份有限公司-青海发投碱业有限公司	青海氨碱法	前 25%	140	中央企业
中盐内蒙古化工股份有限公司-中盐青海昆仑碱业有限公司	青海氨碱法	前 25%	150	中央企业
山东海化股份有限公司	山东氨碱法	50%	300	地方国有企业
应城市新都化工有限责任公司	湖北联碱法	50%	65	民营企业
四川和邦生物科技股份有限公司	四川联碱法	50%	120	民营企业
四川广宇化工股份有限公司	四川联碱法	50%	25	民营企业
安徽德邦化工有限公司	安徽联碱法	50%	60	民营企业
中盐安徽红四方股份有限公司	安徽联碱法	50%	50	中央企业
唐山三友化工股份有限公司	河北氨碱法	50%	230	地方国有企业

中盐内蒙古化工股份有限公司	内蒙古氨碱法	50%	40	中央企业
实联化工(江苏)有限公司	江苏联碱法	75%	110	民营企业
江苏华昌化工股份有限公司	江苏联碱法	75%	70	民营企业
中海华邦化工有限责任公司	江苏联碱法	75%	70	民营企业
徐州丰成盐化工有限公司	江苏联碱法	75%	60	民营企业
河南金山化工有限责任公司	河南联碱法	75%	620	民营企业
昊华骏化集团有限公司	河南联碱法	75%	80	地方国有企业
湘潭碱业有限公司	湖南联碱法	75%	140	地方国有企业
冷水江金富源碱业有限公司	湖南联碱法	75%	20	民营企业
重庆湘渝盐化股份有限公司	重庆联碱法	75%	500	地方国有企业
重庆和友实业股份有限公司	重庆联碱法	>75%	70	民营企业
中盐内蒙古化工股份有限公司-中盐昆山有限公司	江苏联碱法	>75%	60	中央企业
金昌氨碱源化工有限公司	甘肃联碱法	>75%	80	地方国有企业
青海盐湖工业股份有限公司	青海氨碱法	>75%	140	中央企业
湖北三环科技股份有限公司	湖北联碱法	>75%	150	地方国有企业
云南云维股份有限公司	云南联碱法	>75%	300	地方国有企业
宁夏日盛高新产业股份有限公司	宁夏联碱法	>75%	65	民营企业
杭州龙山化工有限公司	浙江联碱法	>75%	120	民营企业
江西晶昊盐化有限公司	江西氨碱法	>75%	25	地方国有企业
陕西兴化化学股份有限公司	陕西联碱法	>75%	60	地方国有企业
山东海天生物化工有限公司	山东氨碱法	>75%	50	民营企业
福州耀隆化工集团公司	福建联碱法	>75%	230	地方国有企业
广东南方碱业股份有限公司	广东氨碱法	>75%	40	地方国有企业
唐山三友化工股份有限公司-青海五彩矿业股份有限公司	青海氨碱法	>75%	110	地方国有企业

资料来源：百川盈孚，同花顺 ifind，信达证券研发中心

整体来看，行业“反内卷”需从三方面发力：一是供给优化，加快高成本氨碱法、联碱法产能退出，控制低水平产能扩张，天然碱企业通过规模效应进一步降低成本；二是需求提振，期待房地产政策宽松带动平板玻璃需求回暖，光伏行业“反内卷”后产能出清、需求回归增长；三是政策引导，依托“双碳”政策推动行业能耗标准提升，淘汰落后产能，鼓励天然碱等绿色工艺发展。

综合来看，如果没有强制性的退出，产能的出清仍需时间消化。纯碱的价格下跌从2023年年底至今持续近两年时间，但一方面在成本的同步下降影响下盈利能力并没有急速恶化。联碱法和氨碱法产能进入亏损的时间仍然相对较短。

另一方面，尽管需求偏弱，但平板玻璃的产量仍然维持了稳定，而光伏仍然在贡献增量也使得供需矛盾尽管随着产能投产有所放大，但供过于求的程度并不严重。行业2025年8月开工率仍有8成左右。

但从价格来看，我们认为已经到相对的底部。在需求偏弱的预期已经充分反应的情况下，行业的亏损面加深，必然会带动开工率的下行，即使没有产能的出清，也会因为开工率的下行找到新的平衡。

在行业底部特征显著的情况下，建议关注具备成本优势企业。

天然碱法生产企业：天然碱法相较氨碱法、联碱法，在成本与能耗方面优势明显。其原料自采，工艺流程简单，仅为物理加工，能耗低，单位成本约1000-1200元/吨，远低于其他工艺。投资此类企业，如博源化工，有望享受其低成本运营带来的高利润空间与抗风险能力。

资源优势型合成法企业：部分位于西北地区的合成法企业，如中盐化工，凭借当地丰富的原盐、能源资源，具备一定成本优势。且中盐化工于 2025 年 6 月竞得天然碱采矿权，项目投产后将新增 500 万吨天然碱产能，实现从合成法到天然碱法的产能结构优化，提升企业竞争力与投资价值。

风险因素

- 1、 房地产下行超预期
- 2、 光伏装机量增长不及预期
- 3、 原材料价格大幅上涨的风险
- 4、 政策执行不及预期的风险

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。