

## 北元化工（601568.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月6日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	3.49
总市值	138.63亿
PE-TTM	338.19
PB-MRQ	1.22

## 估值结果

价值	197.96亿
DDM估值	上行空间 43%
状态	偏低估
价值	188.28亿
动态估值	上行空间 36%
状态	偏低估

## 四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

公司是国内氯碱化工行业头部企业，PVC、烧碱产能规模排名靠前。

公司成长空间一般，主要系公司产品增速较低，同时公司采用的技术路线高能耗、高碳排，扩张难度较高；公司盈利趋势一般，主要系行业同质化程度高，竞争激烈，同时短期内供需关系无显著改善；公司产品格局一般，主要系行业壁垒较低，产品同质化程度高，竞争激烈；公司护城河较深，主要系公司具备一定一体化优势和资源优势。

基于公司盈利能力修复并且能维持在接近中枢水平的假设，根据壹评级DDM估值及动态估值模型，我们认为公司估值状态为偏低估。

## 我们区别于市场的观点

市场观点：行业周期性强，历史竞争较为激烈，当前行业景气仍处于较低水平，出于对盈利能力是否还会下降以及能否修复的担忧，市场无法给出合理估值。

我们的观点：短期景气度几乎不影响公司的估值，周期股的魅力在于景气低谷时无人问津，可以用便宜的价格买到优质的公司。基于公司远期盈利能力可实现修复并且能维持在接近中枢水平的假设，我们认为公司估值偏低估，具备长期投资价值。

## 风险提示

环保政策风险：公司采用的电石法PVC技术路线属于高能耗、高碳排的工艺，相较乙烯法PVC有较大差距，若未来环保政策持续收紧，电石法PVC的竞争力或出现下降。

原材料价格上涨风险：电石是电石法PVC的核心原料，由于电石属于高能耗、高碳排的产品，在环保政策持续推进的情况下可能出现供给收缩。公司电石自给率不高，若电石价格重估，公司的竞争力或出现下降。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	8
表2：公司整体业绩预测 .....	9
表3：公司分业务业绩预测 .....	9
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	9
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	9

## 1. 基本信息

北元化工是国内领先的氯碱化工企业，由陕西煤业化工集团控股，依托陕北地区丰富的煤炭与原盐资源，构建“电—电石—聚氯乙烯（PVC）—烧碱”一体化产业链。公司拥有年产110万吨PVC、80万吨烧碱、50万吨电石及配套热电装置的产能，PVC和烧碱产能均位居全国前列。

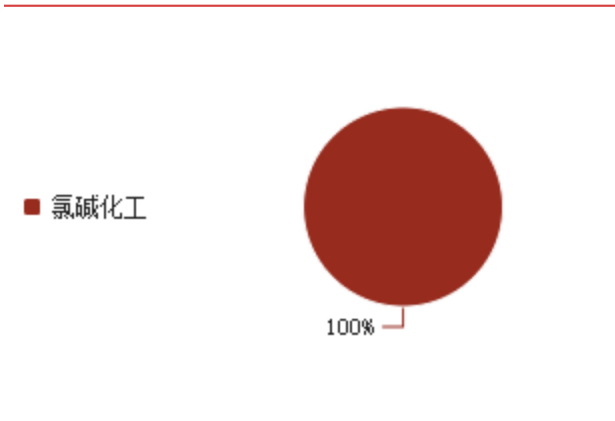
## 2. 业务介绍

对于北元化工公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

氯碱化工：

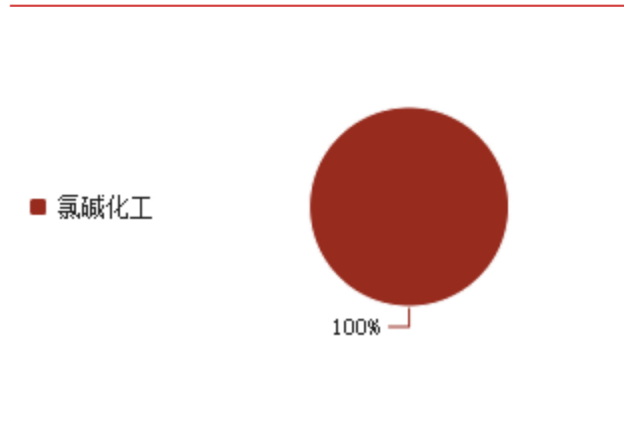
氯碱化工以电解食盐水为核心，主产烧碱和氯气，氯气进一步与乙炔或乙烯反应生成PVC（聚氯乙烯）。北元化工采用电石法路线：上游依赖原盐、煤炭（用于发电及制电石）和石灰石；中游通过自备电厂供电支撑高耗能电解与电石生产；下游PVC广泛用于管材、型材等建材领域，烧碱则应用于氧化铝、造纸、化工等行业。行业竞争高度同质化，产品标准化程度高，企业胜负关键在于成本控制。电石法虽原料自主性强（尤其在富煤地区），但流程长、能耗高、碳排大，吨PVC电耗超3000度，且产生大量电石渣；相比之下，乙烯法工艺清洁、能耗低，但严重依赖进口乙烯，成本受油价波动影响大。公司依托陕北“煤—盐”资源禀赋，构建煤电—电石—氯碱一体化体系，显著降低外购能源与原料风险。然而，该模式也导致其成为典型的高能耗、高碳排产业，在“双碳”政策下面临长期转型压力，新增产能难度较高。因公司PVC、烧碱的主要消费市场在国内，因此我们将该业务的竞争市场界定于国内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

北元化工商业模式是典型的“资源驱动型重资产制造”：高资产、低研发、低营销，竞争优势来源于煤—电—氯碱一体化。公司背靠陕西煤业化工集团，原材料供应稳定，供应商集中度高。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司重资产特征显著，电石炉、电解槽、自备电厂等装置投资大、折旧高，且需持续配套环保设施。一体化布局虽降本，但也同时锁定巨额资本。2025年，公司固定资产67亿元，占总资产比例为47%。

### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

氯碱与电石法PVC工艺成熟，技术迭代慢，公司研发聚焦安全运行与节能微调，无重大创新投入。行业属性决定其无需高强度研发，竞争力源于资源与规模，非技术突破。2025年，公司研发费用0.78亿元，研发费用率为0.87%。

### 3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

PVC与烧碱为标准化大宗品，客户采购基于价格与供应稳定性，无需品牌推广，营销费用率极低，竞争核心是成本与交付能力，非渠道或广告驱动。2025年，公司销售费用0.49亿元，销售费用率0.55%。

### 3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

2025年，公司供应商CR5为62%，供应商中关联交易占45%，若剔除关联交易，供应商集中度较低。公司依托股东陕西煤业化工集团，原材料供应稳定，并且集团化采购有利于帮助公司降低采购成本。

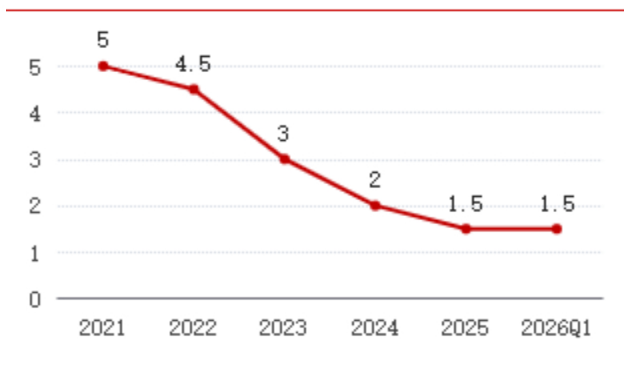
## 4. 历史经营绩效

北元化工过去四年呈现“盈利下滑、成长停滞、运营稳健、回报平淡”的特征：身处地产链深度绑定的氯碱赛道，在供给过剩与需求萎缩双重冲击下，即便一体化成本优势也难阻利润回落；无新增产能导致成长失速，但良好的收现与占款能力体现生意底色扎实；股东回报受制于行业景气低位，表现平平。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



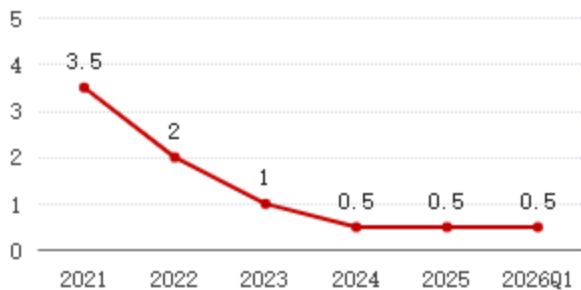
数据来源：公司财报，壹评级

2021 - 2024年，公司盈利显著承压。主因PVC行业产能持续释放，叠加地产新开工面积大幅下滑，管材、型材等核心需求萎缩，导致PVC价格中枢下移。公司虽具有一定成本优势，但产品同质化严重，无法主导定价，价差收窄直接侵蚀利润。

## 4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



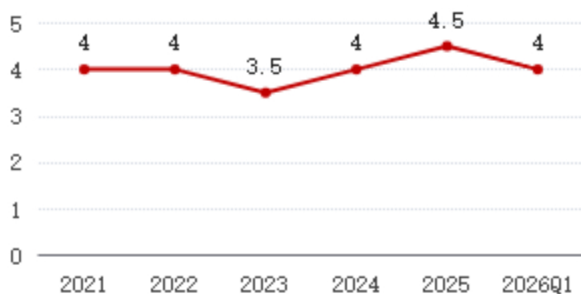
数据来源：公司财报，壹评级

公司近年无新增产能投放，实体扩张停滞。在行业景气下行背景下，收入与利润双双回落，缺乏新业务支撑增长。成长动能从“产能驱动”转入“存量维持”，规模效应难以对冲价格下跌，成长性明显弱化。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



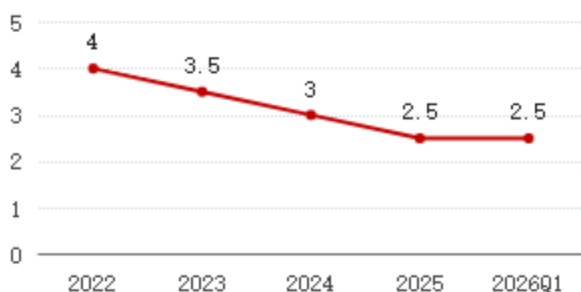
数据来源：公司财报，壹评级

公司对上下游占款表现较好，近三年平均上下游净占款/净资产在10%以上；公司收现能力表现较好，近五年经营性现金流/净利润大于120%。综合占款能力和收现能力来看，公司业务控制力表现良好。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

受盈利下滑影响，公司分红绝对额逐年减少，尽管股利支付率超100%，但股息率持续下降，2025年仅1.3%。另外，公司股价受氯碱板块景气压制，资本利得表现疲软。整体而言，公司股东回报表现一般。

## 5. 四维评级

公司成长空间一般，主要系公司产品增速较低，同时公司采用的技术路线高能耗、高碳排，扩张难度较高；公司盈利趋势一般，主要系行业同质化程度高，竞争激烈，同时短期内供需关系无显著改善；公司产品格局一般，主要系行业壁垒较低，产品同质化程度高，竞争激烈；公司护城河较深，主要系公司具备一定一体化优势和资源优势。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间一般，主要系公司产品增速较低，同时公司采用的技术路线高能耗、高碳排，扩张难度较高。公司上市募集资金至今仍有大部分未使用，亦可见公司扩张能力有限。

氯碱化工(2.5星):

氯碱行业需求增速维持在5%以内，增长较为缓慢。由于电石法PVC属于高能耗、高碳排工艺，在双碳政策持续推进的情况下扩张难度较高。公司目前持续推进氯产品的附加值提升，如CPE及CPVC项目，未来有望为公司贡献一定业绩增量。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势一般，主要系行业同质化程度高，竞争激烈，同时短期内供需关系无显著改善。

氯碱化工(2.5星):

公司主要产品为烧碱和PVC。由于烧碱行业高景气，目前仍有较多烧碱装置准备投产，投产过程中或将导致烧碱行业景气下降。由于PVC景气度较低，未来两年内预计没有PVC产能投放，PVC行业景气有望实现修复。由于烧碱景气趋于下降，PVC景气趋于上升，总体而言公司氯碱业务的景气趋于稳定。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产品格局一般，主要系行业壁垒较低，产品同质化程度高，竞争激烈。公司在行业中具备一定成本优势，竞争力较强。

氯碱化工(2星):

氯碱化工属于最基础的化工行业，行业壁垒较低，国内烧碱行业CR5约15%，PVC行业CR5约25%，行业相当分散。由于行业不存在显著竞争优势的企业，行业的格局短期内并不会出现太大变化，仍将以高烈度的价格竞争为主。行业对上下游的议价力尚可，存在少量新进入者（需一体化实现原材料配套的大型化工企业，如万华化学），替代品风险较低。

### 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司具备一定一体化优势和资源优势。公司地处陕西，有廉价的煤炭资源，公司利用凭借煤电-电石-氯碱一体化优势，可获取一定超额利润。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
氯碱化工	(3星) 公司是国内氯碱化工头部企业，国内占率约3%，经壹评级调整后，平滑周期波动，稳态期公司ROIC为14%，超额收益显著。公司业务控制力较强，整体而言护城河宽度星级较高。	(3星) 公司该业务的护城河主要在于一体化优势和资源优势。该护城河持续性较强。公司一体化程度较高，可通过自发电带来显著成本优势。同时公司地处陕西，煤炭成本较低，公司原材料采购成本存在明显优势。电石法PVC属于高能耗高碳排工艺，扩张难度较高，因此公司自发电的优势有望长期维持，即护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

公司所处行业存在一定周期性，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值状态为偏低估。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为氯碱化工，我们对其进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

量：考虑到电石法PVC扩张难度较高，同时公司扩张主要为氯的附加值提升，因此我们预计公司未来产能保持不变，开工率和产销率维持现有水平。

价：短期内，我们预计PVC景气修复，而烧碱景气回落，因PVC弹性更高且产能权重更大，公司双吨收入呈增长趋势，将由2025年的0.36万元/吨上升至2028年的0.4万元/吨。双吨收入定义为（PVC收入+烧碱收入）/（PVC销量+烧碱销量）。长期而言，我们认为公司双吨收入将向历史水平回归，因此我们预计公司双吨收入为0.44万元/吨。

盈利能力假设：

短期内：我们预计在PVC景气修复的带动下，公司双吨毛利将得以修复，将由2025年的0.05万元/吨上升至2028年的0.08万元/吨。

长期而言：我们认为电石法PVC的竞争力将弱于乙烯法PVC，这对公司盈利能力将形成一定负面影响，同时公司持续推进氯的附加值提升，因此可以部分抵消竞争力下降带来的影响。综合以上两点，我们预计公司双吨毛利为0.08万元/吨（略低于2017年-2025年均值0.106万元/吨）。

表2：公司整体业绩预测

北元化工	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	109.7	100.8	89.4	88.1	91.2	92.9	94.7	97.8
归母净利润(亿)	3.7	2.3	1.1	6.4	9.6	11.6	12.8	11.8
归母净利润增速(%)	-74.3	-37.9	-53.1	491.4	49.0	21.7	9.6	-7.8
经营性净利润(亿)	2.4	1.5	0.8	5.7	9.0	11.1	12.4	11.4
经营性净利润增速(%)	-81.3	-37.9	-49.5	655.2	58.1	24.0	11.6	-8.1
经营性归母净利润(亿)	2.4	1.5	0.8	5.7	9.0	11.1	12.4	11.4
经营性归母净利润增速(%)	-81.3	-37.9	-49.5	655.2	58.1	24.0	11.6	-8.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

氯碱化工	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	109.7	100.8	89.4	88.1	91.2	92.9	94.7	97.8
收入增速(%)	-12.9	-8.1	-11.3	-1.4	3.5	1.9	1.9	3.3
经营性净利润(亿)	2.4	1.5	0.8	5.7	9.0	11.1	12.4	11.4
经营性净利率(%)	2.2	1.5	0.8	6.4	9.8	12.0	13.1	11.7
经营性净利润增速(%)	-81.3	-37.9	-49.5	655.2	58.1	24.0	11.6	-8.1

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
氯碱化工	1.1%	中低-	一般	较强	7.5%	11.45	11.4
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
氯碱化工(亿)	48.3	97.7	146.0	42.3	-	-	188.3
公司整体测算(亿)	48.3	97.7	146.0	42.3	-	-	188.3

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
氯碱化工(亿)	98.8	56.9	155.6	42.3	-	-	198.0
公司整体测算(亿)	98.8	56.9	155.6	42.3	-	-	198.0

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处的氯碱化工行业透明度一般，主要产品价格易获取，但原材料价格难获取，产能扩张等关键数据不易跟踪；公司信息披露规范完整，定期报告和临时公告较为详实，但与市场交流较少，信息充分度一般。

业绩预测层面：我们对公司产能假设较为保守，对公司的盈利能力假设较为保守，即我们对公司的业绩预测较为保守。公司有较高概率实现甚至超过我们预测的业绩。

总体而言，公司估值确定性较高。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。