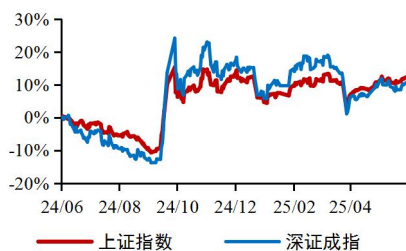


## 信义山证汇通天下

## 研究早观点

2025 年 6 月 10 日 星期二

## 市场走势



资料来源：最闻

## 【今日要点】

【公司评论】湖北宜化(000422.SZ)：湖北宜化-多元化大型化工企业，疆煤优质资产并表打开成长空间

【公司评论】胜宏科技(300476.SZ)：胜宏科技（300476）首次覆盖：“软硬兼具”的高端 PCB 龙头，AI 算力需求带来超预期增长空间

## 国内市场主要指数

| 指数     | 收盘        | 涨跌幅% |
|--------|-----------|------|
| 上证指数   | 3,399.77  | 0.43 |
| 深证成指   | 10,250.14 | 0.65 |
| 沪深 300 | 3,885.25  | 0.29 |
| 中小板指   | 6,398.91  | 0.30 |
| 创业板指   | 2,061.29  | 1.07 |
| 科创 50  | 997.61    | 0.60 |

资料来源：最闻

## 分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

## 【今日要点】

【公司评论】湖北宜化(000422.SZ)：湖北宜化-多元化大型化工企业，疆煤优质资产并表打开成长空间

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

### 【投资要点】

- **多元化大型化工企业，具备上游资源和生产基地布局优势。**公司业务涵盖煤化工、氯碱化工、磷氟化工、精细化工等多个领域。2024 年，公司化学肥料、聚氯乙烯、氯碱产品、其他精细化工产品收入分别 76.5、41.3、15.3、18.1 亿元，占比分别为 45.1%、24.4%、9.0%、10.7%。截至 2024 年底，公司化肥产能全国排名第三，聚氯乙烯产能全国排名第五，季戊四醇产能排名全球第二、亚洲第一。公司具备上游资源和生产基地布局优势，在磷资源丰富的宜昌及周边松滋设立磷酸二铵生产基地，在内蒙古、新疆、青海等资源富集的西部地区布局生产基地，有效降低生产成本，提高产品市场竞争力，增强公司的持续盈利能力和可持续发展能力。
- **化肥基本盘稳固，静待氮肥和 PVC 景气修复。**(1) 化肥业务：氮肥方面，公司依托新疆煤炭资源优势，成本优势突出，具备较强的竞争力，且氮肥市场经过长期调整，已处于景气底部，未来可期。磷肥方面，公司通过布局磷矿、磷铵一体化增强磷肥竞争优势。(2) 氯碱业务：截至目前，公司具备 PVC 产能 72 万吨/年，上游配 105 万吨/年电石，具备一体化成本优势，烧碱产能 69 万吨/年，预计 2025 年烧碱价格偏强，维持“以碱补氯”格局。未来，公司受益于一体化布局优势将具备较强竞争力。
- **疆煤资产并表，打开成长空间。**2024 年 12 月，公司发布公告拟以现金 32.08 亿元从宜化集团收购宜昌新发投 100%股权，2025 年 6 月完成过户，公司持有新疆宜化股权比例由 35.597%上升至 75%，对应宜化矿业股权上升至 40.44%。产能方面，上市公司新增尿素 60 万吨/年、PVC30 万吨/年、烧碱 25 万吨/年、煤炭 3000 万吨/年，进一步扩大规模优势。且向上游布局煤炭资源，宜化矿业煤炭保有资源量为 21.08 亿吨，可采储量为 13.20 亿吨。宜化集团承诺宜化矿业煤矿业务归母净利润 25-27 三年累计不低于 30.12 亿元，成长空间进一步打开。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.4/ 11.8/ 12.4 亿元，对应 PE 分别为 14.3/ 11.3/ 10.8 倍。看好公司“化肥+煤炭+煤化工”的产业链布局，疆煤资产并表后，煤炭资源优势有望打开成长空间，维持“增持-B”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险、煤炭价格波动风险、主要原材料价格波动风险、安全与环保风险。

【公司评论】胜宏科技(300476.SZ)：胜宏科技（300476）首次覆盖：“软硬兼具”的高端 PCB 龙头，AI 算力需求带来超预期增长空间

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

**【投资要点】**

- **国内高端 PCB 龙头，多层板/HDI 板技术领先，通过收购形成“软硬兼具”布局。**公司作为 PCB 硬板龙头，经过近二十载行业深耕，积累了深厚的技术与经验，公司多层板和 HDI 板技术行业领先，目前 24 层 6 阶 HDI 产品和 32 层高多层板已实现大批量出货，并具备 70 层高精密多层线路板、28 层 8 阶高密度互连 HDI 板量产能力。公司产品广泛应用于大数据中心、人工智能、汽车电子、工业互联等领域，并和英伟达、特斯拉、AMD、微软等国内外知名品牌保持长期合作。2023 年，公司通过收购 PSL 切入 PCB 软板业务，形成“软硬兼具”的产品布局。
- **算力需求爆发+汽车电动化、智能化、轻量化驱动 PCB 行业快速增长，高附加值产品需求旺盛。**服务器方面，算力需求增加带来 AI 服务器中的 PCB 用量大幅提升，其中新增 GPU 模组的相关 PCB 产品会是主要价值增量，同时，AI 服务器高速传输需求和总线标准提高带动 PCB 规格及材料双重升级。英伟达 GB200 系列的升级有望带动 PCB 单机价值量进一步提升。汽车电子方面，汽车电气化、智能化和轻量化趋势推动汽车单车 PCB 价值量显著提升，鉴于汽车对数据传输的可靠性的要求不断提高，车用 PCB 中高频 PCB、HDI 板、FPC 等中高阶 PCB 应用不断增长。根据 Prismark，2024—2028 年，全球 PCB 行业产值将以 5.4% 的年复合增长率成长，到 2028 年预计超过 900 亿美元。随着电子产品对 PCB 板的高密度、高精度、高性能要求更加突出，未来多层板、HDI 板、封装基板等高端 PCB 产品的需求增长将日益显著。
- **公司在产品、客户、产能三端发力，AI 算力需求带来超预期增长空间。**产品方面，公司收购 PSL 形成“软硬兼具”布局，随着公司产品结构不断丰富，有助于提升公司整体竞争力，并提升公司市场份额。随着高阶 HDI 线路板、高端多层、高频高速等高附加值产品的占比不断提升，公司产品结构逐步优化。客户方面，公司紧密绑定优质客户，和英伟达、特斯拉、AMD、微软等国内外知名品牌保持长期深度合作，长期的合作基础为公司 HDI 板进入大客户供应链建立壁垒，使得公司充分受益于英伟达 AI 服务器出货量的快速增长。产能方面，公司积极完善产能布局，规划国内国外产能双重保障。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 46.50/65.81/81.49 亿元，同比增长 302.8%/41.5%/23.8%，对应 EPS 为 5.39/7.63/9.45 元，PE 为 18.6/13.1/10.6 倍。公司作为 PCB 硬板龙头，受益于 AI 服务器需求增长带来的高端 PCB 需求增长，公司板顺利导入大客户并占据优势份额，首次覆盖给予“买入-A”评级。
- **风险提示：**AI 算力需求不及预期风险；原材料价格变动风险；汇率波动风险；宏观经济波动风险。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

