

盈利水平回暖，绿色天然碱项目投产在即

远兴能源(000683)

评级:	增持	股票代码:	000683
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	11.15/6.34
目标价格:		总市值(亿)	266.92
最新收盘价:	7.37	自由流通市值(亿)	241.50
		自由流通股数(亿)	3,276.83

事件概述

2023年3月31日，公司发布2022年年报，2022年公司实现营业收入109.87亿元，同比-9.54%；实现归母净利润26.60亿元，同比-46.25%。

2023年4月25日，公司发布2023年一季度报告，一季度公司实现营业收入25.04亿元，同比-6.46%，环比-4.90%；实现归母净利润6.52亿元，同比-17.5%，环比+106.98%。

分析判断:

▶ 主营产品量价齐升，原料成本下跌利好利润修复

2022年，公司原煤采购价格较上年增长20.11%，从收入端看，2022年公司主要产品量价齐升，其中自产纯碱/小苏打/尿素分别实现营业收入36.68/23.26/37.94亿元，分别同比+47.66%/+42.35%/+19.65%；毛利率57.71%/52.6%/29.60%，分别同比+8.03%/+5.87%/-0.22pct，公司2021年四季度剥离煤炭与甲醇产业是2022年收入与利润下滑的主要因素。据中国煤炭工业协会和百川盈孚数据，2023年第一季度，我国原煤供给同比增长5.5%，供给端较为充足，截至2023年4月25日，动力煤价格约910元/吨，较2022年均价998元/吨跌幅超过9%。我们认为，随着煤炭供给高位运行和下游地产需求恢复，公司原材料成本有望持续回落，营收继续增长，利润逐渐修复。

▶ 天然碱法具有明显优势，纯碱需求有望随下游放量

据公司年报数据，2022年我国纯碱在产产能3029万吨，联碱法、氨碱法、天然碱法纯碱产能比重分别为48.1%、46.6%、5.3%。2022年全国尿素产能6634万吨，产量5761万吨，同比增长3.6%；表观消费量5479万吨（实物），同比增长8.7%。据中商产业研究院，从纯碱生产工艺看，化工合成法在生产纯碱的过程中，能耗较高、同时存在着环境污染的问题，在我国减少碳排放、发展循环经济的背景下，未来新增产能受到限制；天然碱法绿色环保、低成本和低污染，相对其他工艺具有明显优势。据百川盈孚数据，2022年我国重质纯碱均价约2798元/吨，同比+5.8%，2023年初以来，纯碱价格在库存和开工率先降后升下呈现先涨后跌的态势，截至2023年4月25日，重质纯碱均价约为2563元/吨。我们认为，2023年为光伏玻璃放量和房地产复苏之年，纯碱作为玻璃最重要原材料，市场需求规模有望继续扩大。

▶ 原材料矿产自有资源丰富，新建天然碱项目即将投产

矿产原材料方面，截至2022年底，公司在河南安棚碱矿拥有探明储量19308万吨，保有储量13087万吨；河南吴城碱矿拥有探明储量3267万吨，保有储量2008.93万吨；内蒙古查干诺尔碱矿累计拥有探明储量1134万吨，保有储量203.33万吨；内蒙古阿拉善塔木素天然碱矿保有资源矿石量和可采储量分别为107836.40万吨和29690.01万吨；此外，公司持有蒙大矿业34%股权，蒙大矿业纳林河二号矿井煤炭保有资源量和可采储量分别为11.57亿吨和7.11亿吨。产品方面，截至2022年底，公司拥有纯碱产能180万吨，小苏打产能110万吨，尿素产能154万吨，三种产品产能均居国内前列；在建的阿拉善天然碱项目投资211亿元，规划建设纯碱产能780万吨/年、小苏打产能80万吨/年，一期500万吨/年纯碱、40万吨/年小苏打项目计划于2023年6月投料试车。我们认为，随着新建项目建成投产，公司作为天然碱龙头有望在环保政策升级和落后产能出清趋势下持续提升市占率。

投资建议

结合纯碱行业景气变化，我们下调公司 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年预测，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 146.81/181.84/202.08 亿元（此前 2023、2024 年为 157.00、204.94 亿元），归母净利润分别为 37.53/47.17/53.79 亿元（此前 2023、2024 年为 44.07、49.65 亿元），EPS 分别 1.02/1.28/1.46 元。对应 2023 年 4 月 27 日收盘价 7.37 元，PE 分别为 7/6/5 倍。我们认为，受“双碳”政策和房地产回暖预期驱动，光伏玻璃和建筑玻璃有望实现放量，且上游天然碱市场占比有望逐渐扩大，公司为国内天然碱一体化龙头公司，我们看好公司未来成长，维持“增持”评级。

风险提示

上游原材料价格波动加剧，产品价格波动加剧，下游需求不及预期，项目投产不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,145	10,987	14,681	18,184	20,208
YoY (%)	57.8%	-9.5%	33.6%	23.9%	11.1%
归母净利润(百万元)	4,948	2,660	3,753	4,717	5,379
YoY (%)	7166.1%	-46.2%	41.1%	25.7%	14.0%
毛利率 (%)	41.4%	40.8%	41.7%	43.8%	43.5%
每股收益 (元)	1.36	0.73	1.02	1.28	1.46
ROE	42.5%	21.2%	23.0%	22.5%	20.4%
市盈率	5.42	10.10	7.21	5.74	5.03

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,987	14,681	18,184	20,208	净利润	3,190	4,402	5,595	6,344
YoY (%)	-9.5%	33.6%	23.9%	11.1%	折旧和摊销	887	983	1,035	1,084
营业成本	6,506	8,558	10,211	11,422	营运资金变动	-359	86	1,957	-922
营业税金及附加	242	424	546	606	经营活动现金流	3,250	4,910	7,307	4,827
销售费用	163	220	273	303	资本开支	-3,265	-1,140	-1,340	-1,340
管理费用	803	1,028	1,273	1,415	投资	-162	-616	-588	-597
财务费用	154	162	130	83	投资活动现金流	-3,341	-1,025	-296	81
研发费用	164	176	236	323	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	-10	-10	-10	债务募资	748	-381	-427	-412
投资收益	793	734	1,637	2,021	筹资活动现金流	-2,251	-553	-584	-554
营业利润	3,700	4,881	7,184	8,120	现金净流量	-2,342	3,331	6,427	4,354
营业外收支	-42	10	-190	-190					
利润总额	3,658	4,891	6,994	7,930	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	468	489	1,399	1,586	成长能力				
净利润	3,190	4,402	5,595	6,344	营业收入增长率	-9.5%	33.6%	23.9%	11.1%
归属于母公司净利润	2,660	3,753	4,717	5,379	净利润增长率	-46.2%	41.1%	25.7%	14.0%
YoY (%)	-46.2%	41.1%	25.7%	14.0%	盈利能力				
每股收益	0.73	1.02	1.28	1.46	毛利率	40.8%	41.7%	43.8%	43.5%
					净利率	24.2%	25.6%	25.9%	26.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	8.9%	10.8%	11.1%	11.3%
货币资金	2,062	5,394	11,820	16,174	净资产收益率 ROE	21.2%	23.0%	22.5%	20.4%
预付款项	130	154	190	210	偿债能力				
存货	776	918	1,189	1,136	流动比率	0.85	1.22	1.58	2.16
其他流动资产	5,072	5,615	6,121	6,212	速动比率	0.35	0.71	1.14	1.67
流动资产合计	8,041	12,081	19,321	23,733	现金比率	0.22	0.54	0.97	1.47
长期股权投资	3,124	3,624	4,124	4,624	资产负债率	44.0%	39.1%	37.3%	30.7%
固定资产	9,819	9,890	9,910	9,881	经营效率				
无形资产	837	910	983	1,056	总资产周转率	0.39	0.45	0.47	0.45
非流动资产合计	21,822	22,597	23,295	23,951	每股指标 (元)				
资产合计	29,862	34,677	42,616	47,683	每股收益	0.73	1.02	1.28	1.46
短期借款	2,673	2,291	1,864	1,452	每股净资产	3.41	4.43	5.72	7.18
应付账款及票据	4,932	4,524	7,083	5,779	每股经营现金流	0.88	1.34	1.99	1.31
其他流动负债	1,888	3,090	3,301	3,740	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9,492	9,905	12,248	10,972	估值分析				
长期借款	2,085	2,085	2,085	2,085	PE	10.10	7.21	5.74	5.03
其他长期负债	1,566	1,566	1,566	1,566	PB	2.30	1.66	1.29	1.03
非流动负债合计	3,651	3,651	3,651	3,651					
负债合计	13,143	13,556	15,899	14,622					
股本	3,622	3,622	3,622	3,622					
少数股东权益	4,189	4,838	5,715	6,681					
股东权益合计	16,719	21,122	26,717	33,061					
负债和股东权益合计	29,862	34,677	42,616	47,683					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。