



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

800 万吨天然碱矿大发现，纯碱十年新征程正起航！

—— 远兴能源（000683.SZ）深度报告

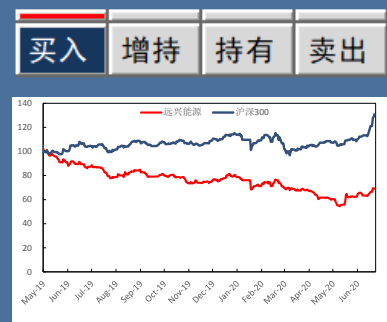
2020 年 9 月 1 日

张燕生 化工行业首席分析师
洪英东 分析师

证券研究报告

公司研究——深度报告

远兴能源 (000683.SZ)



张燕生 化工行业首席分析师
执业编号: S1500517050001
联系电话: +86 10 83326847
邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 分析师
执业编号: S1500520080002
联系电话: +86 10 83326848
邮箱: hongyingdong@cindasc.com

远兴能源相对沪深 300 表现

资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.8.28)

收盘价(元)	2.52
52周内股价波动区间(元)	1.59
最近一月涨跌幅(%)	2.79
总股本(亿股)	30.57%
流通 A 股比例(%)	39.24
总市值(亿元)	90.58%

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

800 万吨天然碱矿大发现，纯碱十年新征程正起航！

2020 年 9 月 1 日

本期内容提要:

- ◆ **独占国内天然碱矿，盈利能力远超同行。**公司主营业务之一为纯碱，公司拥有纯碱产能 180 万吨，小苏打产能 100 万吨。我国纯碱产能 3337 万吨，占全球纯碱产能的 40%以上，其中化学合成法（氨碱法、联碱法）产能占比达 94，天然碱法仅占 6%，公司目前可开采的天然碱矿仅有河南桐柏县拥有安棚和吴城两个天然碱矿区，以及在内蒙古锡林郭勒盟拥有的查干诺尔碱矿，全部为公司所有。天然碱法相较于化学合成法，不仅在成本上低 30-40%，具有显著的成本优势，且产品品质高、环境污染小。目前，国内化学合成法天然碱企业的毛利率普遍在 10-30% 之间，而公司的毛利率持续维持在 50%以上，远超同行盈利能力！
- ◆ **800 万吨天然碱矿大发现，三分天下格局大变。**2019 年 3 月 1 日，公司参股子公司银根矿业获得由内蒙古自治区阿拉善盟自然资源局颁发的《矿产资源勘查许可证》，共有六个天然碱普查区块，勘查矿种为天然碱，总面积为 353.34 平方公里。根据公司大股东与中国化学签订的合作协议，该矿建设预计达到约 800 万吨纯碱，如果项目达产，加上公司现有的 180 万吨天然碱产能，我国天然碱产能预计将由现在的 6%提高至近三分之一，国内纯碱行业将迎来行业格局的大变化，一方面，高成本的化学合成法淘汰，另一方面，如果银根矿业装入公司，公司将成为国内纯碱行业的绝对龙头，有望显著提升纯碱的议价能力！
- ◆ **尿素盈利稳定，煤炭有望得到改善。**除纯碱外，公司还有尿素、煤炭和甲醇业务。公司的尿素业务保持相对稳定的销量和盈利能力，2020 年上半年，公司实现尿素产量 89.39 万吨，产量较上期增幅 69.06%，销量增幅 57.27%。尽管受到农化零增长政策的影响，但公司的尿素毛利率持续保持在 20%以上。近三年来，公司主要受到煤炭开采受阻产量下降的影响，拖累了公司整体的盈利，根据公司 2020 年半年报，公司二水平项目进展顺利，预计 2020 年底建成投运，2021 年恢复 450 万吨/年正常产能。随着煤炭产能的提升，煤炭盈利能力有望得到显著改善！
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别达到 75.87、87.51、90.86 亿元，同比增长-1.37%、15.34%、3.83%，归属母公司股东的净利润分别为 2.51、9.37、10.12 亿元，同比增长-62.7%、272%、8.08%，2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.06 元，0.24 元和 0.26 元。对应 2020 年的 PE 为 39 倍、2021 年 PE 为 11 倍，由于 2020 年公司煤炭产能尚未恢复，以 2021 年进行估值，行业平均为 14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。。
- ◆ **风险因素：**1、煤炭产能恢复不及预期的风险。2、纯碱价格大幅下跌的风险。3、纯碱项目开发不及预期的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,923.58	7,693.22	7,587.65	8,751.61	9,086.61
增长率 YoY %	-13.40%	-13.79%	-1.37%	15.34%	3.83%
归属母公司净利润(百万元)	1,300.61	673.48	251.20	937.31	1,012.96
增长率 YoY%	7.17%	-48.22%	-62.70%	273.13%	8.07%
毛利率%	41.32%	36.50%	29.60%	37.40%	38.21%
净资产收益率 ROE%	13.98%	6.73%	2.43%	8.58%	8.51%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.17	0.06	0.24	0.26
市盈率 P/E(倍)	8	15	39	11	10
市净率 P/B(倍)	1.01	0.97	0.95	0.87	0.80

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价以 2020 年 8 月 28 日收盘价计算

目 录

投资聚焦	1
一、天然碱龙头负重前行!	2
(一) 公司简介	2
(二) 公司经营状况	3
二、800 万吨天然碱大发现, 纯碱迎十年大变局!	5
(一) 全球最大纯碱市场, 天然碱占比不足 10%!	5
(二) 市场相对分散, 天然碱成本优势显著!	8
(三) 累库存叠加疫情价格深跌, 下游玻璃涨价带动价格上涨!	10
(四) 新发现天然碱矿, 远兴三分天下!	13
三、尿素保持稳定, 煤矿有望改善!	14
(一) 尿素整体维持稳定	14
(二) 煤炭短期遇困, 明年有望改善	17
四、盈利预测、估值与投资评级	20
(一) 盈利假设	20
(二) 公司估值及评级	21
五、风险因素	22

表 目 录

表 1 公司主要产品产能 (万吨)	2
表 2 我国百万吨以上纯碱企业产能 (万吨)	8
表 3 2020-2022 年公司主要业务产量及业务收入预测 (万吨, 元/吨, 百万元, %)	20
表 4 公司盈利预测 (百万元)	21
表 5 公司盈利预测 (百万元)	22

图 目 录

图 1 公司营业收入及同比增速 (百万元, %)	3
图 2 公司归母净利润及同比增速 (百万元)	3
图 3 公司主营业务收入 (万元)	4
图 4 公司主营业务收入占比 (%)	4
图 5 公司毛利率和净利率 (%)	4
图 6 公司各项业务毛利率 (%)	4
图 7 纯碱产量及同比增速 (万吨, %)	5
图 8 公司各项业务毛利率 (%)	5
图 9 氨碱法生产工艺	6
图 10 联碱法生产工艺	6
图 11 天然碱法生产工艺	7
图 12 我国纯碱工艺占比 (%)	8
图 13 纯碱上市公司毛利率 (%)	9
图 14 2019 年上市公司纯碱生产成本对比 (元/吨)	10
图 15 公司纯碱生产成本 (元/吨)	10
图 16 纯碱下游需求	11
图 17 平板玻璃产量及增速 (万重量箱, %)	11
图 18 氧化铝产量及增速 (万吨, %)	11
图 19 纯碱库存 (万吨)	12
图 20 重质纯碱、轻质纯碱及玻璃期货价格 (元/吨)	12
图 21 银根矿业股权结构	13
图 22 公司尿素销量和毛利率 (万吨, %)	15
图 23 尿素产能、产量及同比增速 (万吨, %)	15
图 24 尿素产能、产量及同比增速 (万吨, %)	16
图 25 尿素主要港口库存 (万吨)	17
图 26 公司煤炭销量和毛利率 (万吨, %)	18
图 27 甲醇产能占比 (%)	18
图 28 甲醇产能占比 (%)	19
图 29 内蒙甲醇与工业用天然气价格 (元/吨, 元/方)	19
图 30 内蒙甲醇与动力煤期货价格 (元/吨)	19

投资聚焦

与市场主流认识的不同

天然碱成本优势突出，无惧价格涨跌。市场对于纯碱公司的盈利和估值，主要关注的纯碱价格的涨跌。2020 年以来，由于纯碱价格大幅下行使得大部分纯碱企业处于亏损状态！但是，公司是国内唯一拥有天然碱资源的企业，天然碱工艺相较于国内其他企业采用的化学合成法工艺具有显著的成本优势，即使在当前价格底部区间，公司的纯碱业务仍然有 50% 的毛利率！

煤炭业务有望改善。2020 年中报，公司由盈转亏，实质上是受到煤炭产能受限和甲醇业务的影响，但公司纯碱业务仍然保持强劲的盈利能力。2020 年底，公司煤炭产能有望恢复，公司将摆脱包袱、轻装上阵。

核心推荐逻辑

天然碱资源稀缺，价格底部区间加速行业格局变化。公司为我国唯一拥有天然碱矿资源的企业，产能占全国的约 6%，目前纯碱价格位于底部区间，使得化学合成法大部分企业不能盈利，而公司的天然碱由于成本优势仍然维持较强盈利能力。公司参股公司已经获得近 800 万吨/年的天然碱矿探矿权，随着该矿的开发，国内纯碱行业将迎来极大的格局变化，化学合成法中大部分成本较高的产能将面临淘汰！

一、天然碱龙头负重前行！

（一）公司简介

内蒙古远兴能源股份有限公司，是一家以天然碱化工、煤化工、天然气化工为主导现代化能源化工企业，公司于 1997 年 1 月 31 日在深圳证券交易所挂牌上市。

从化工业务来看，公司主要有碱（纯碱+小苏打）、甲醇和尿素三大类产品。公司在有“中国天然碱之都”美誉的河南桐柏县形成了生产能力 200 万吨以上的中国天然碱循环经济示范基地；在乌审旗乌审召生态工业园区建成生产规模 100 万吨/年的中国最大的天然气制甲醇基地；在乌审旗蒙大工业园区建成年产 100 万吨煤制化肥项目，在兴安盟建成年产 60 万吨煤制化肥项目。公司是国内最大的以天然碱法制纯碱和小苏打的生产企业，纯碱产能居全国第四位；小苏打产能居全国第一位，占全行业 60%左右。公司所属企业的“远兴”牌和“马兰”牌商标是中国驰名商标，纯碱和小苏打是公司主要的利润来源。

除了化工业务，公司还拥有自有的煤炭产能。公司控股 70%的博源煤化工湾图沟煤矿，探明储量为 2.53 亿吨，可采储量为 1.38 亿吨。此外，公司持有蒙大矿业纳林河二号矿井 34%股份，该煤矿探明储量和可采储量分别为 12.31 亿吨和 7.44 亿吨。但博源煤化工湾图沟煤矿可采工作面开采条件但受复杂地质环境的制约，产量持续受到影响，2019 年，公司煤炭产量仅为 72 万吨，较 2017 年 328 万吨大幅下降。

表 1 公司主要产品产能（万吨）

		产能（万吨）	保有储量（亿吨）
碱业	纯碱	180.00	
	小苏打	100.00	
天然气化工	甲醇	100.00	
煤化工	尿素	182.00	
煤炭	湾图沟煤矿（70%股权）		1.38
	纳林河二号矿（34%股权）		7.44

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

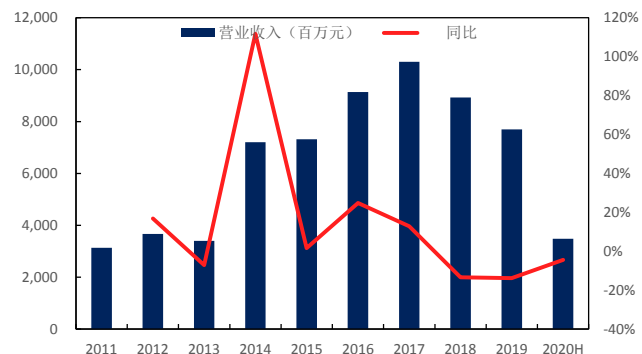
（二）公司经营状况

从公司的营业收入净利润来看，受到公司煤炭产量持续下降的影响，公司营业收入自 2018 年以来持续下滑，2020 年上半年，公司实现营业收入 34.83 亿元，同比下降 4.47%，尽管仍然同比下降，但是在煤炭产量企稳的情况下，公司在今年疫情影响各类化学品价格的情况下，营业收入下降的幅度有所收窄。

从净利润来看，公司碱业和尿素盈利较为稳定，但受到煤炭和甲醇亏损的影响，公司净利润自 2018 年以来大幅下降。2020 年上半年，在煤炭和甲醇继续亏损的情况下，由于纯碱价格下跌，纯碱盈利收窄，导致公司上半年由盈转亏，亏损 7743 万元。

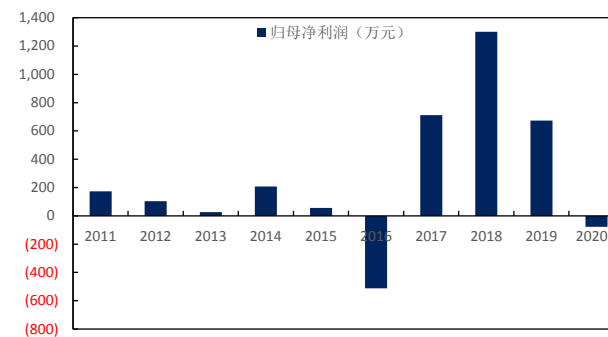
从各主要子公司来看，河南中源化学（纯碱、小苏打）实现净利润 1.34 亿，内蒙古博大实业（尿素）实现净利润 1.25 亿；而博源煤化工（煤炭）亏损 7741 万，博源联合化工（甲醇）亏损 1.14 亿元。

图 1 公司营业收入及同比增速（百万元，%）



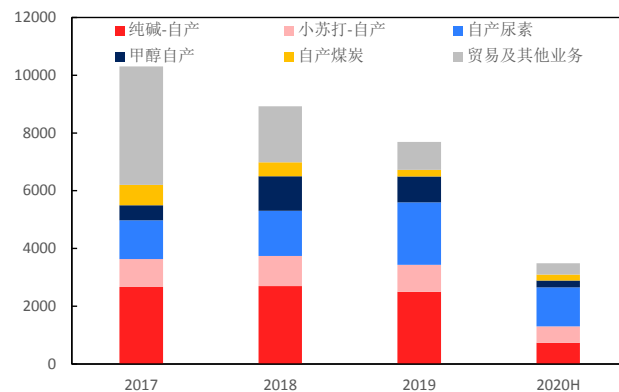
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2 公司归母净利润及同比增速（百万元）

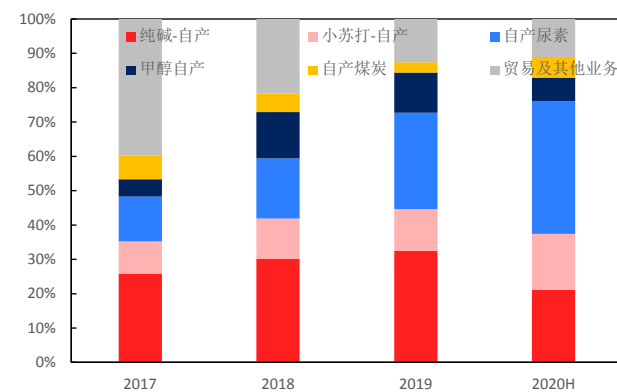


资料来源：万得，信达证券研发中心

从业务构成来看，公司碱业（纯碱+小苏打）收入相对稳定，占公司收入的 40%-50%，公司尿素收入随着产能的提升占比有所提高，2020 年上半年，尿素收入已经占公司收入的 38%。同时，公司煤炭收入持续下降，同时，公司也逐渐收缩了盈利能力较差的贸易业务及其他业务，贸易及其他业务收入已经从 2017 年的近 40% 下降至 2020 年上半年的 12%。

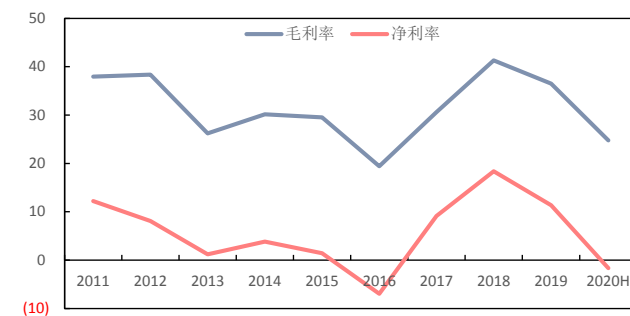
图3 公司主营业务收入（万元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

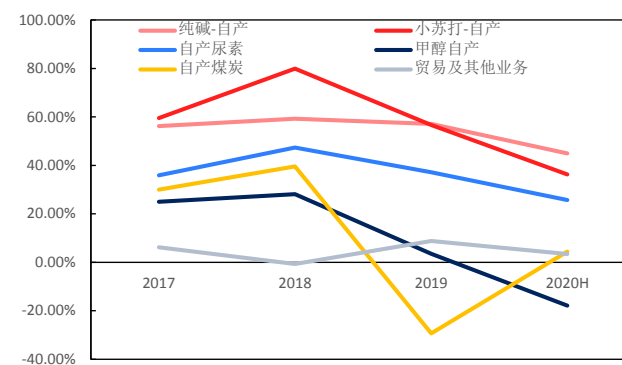
图4 公司主营业务收入占比（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

从公司的销售毛利率和净利率来看，2016-2018年，受益于公司各项产品毛利率提升，公司综合毛利率提升；2018年以来，随着公司煤炭毛利率大幅下降，公司综合毛利率/净利率也呈现出下降的趋势。而2020年以来，由于纯碱价格受疫情影响大幅下跌，导致纯碱毛利率下行，公司毛利率和净利率都再次大幅下降。

图5 公司毛利率和净利率（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图6 公司各项业务毛利率（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、800 万吨天然碱大发现，纯碱迎十年大变局！

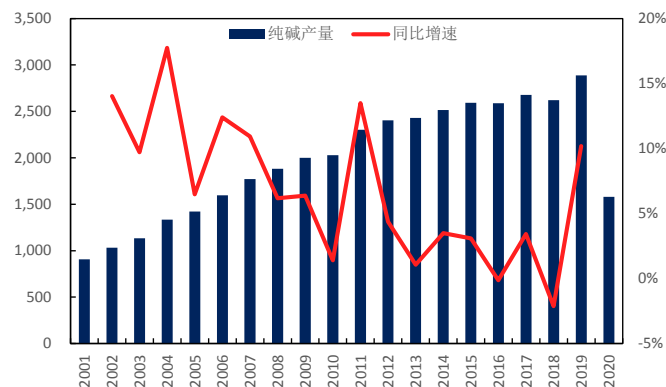
（一）全球最大纯碱市场，天然碱占比不足 10%！

纯碱（碳酸钠），易溶于水并呈碱性，广泛应用于制玻璃、印染、冶金、无机盐、洗涤剂等领域，是工业生产中最基础的化工产品之一，中国是全球纯碱产量第一大国，也是全球纯碱消费第一大国。根据百川统计，截止 2020 年 8 月，我国纯碱产能 3337 万吨，占全球纯碱产能的 40%以上。

根据国家统计局数据，2019 年，我国纯碱产量 2887 万吨，同比增加 10.2%，自 2011 年以来首次增速再度突破 10%。从产量变化来看，在 2008 年以前，我国纯碱产量持续保持高速增长，2008 金融危机导致增速有所放缓。2011 年以后，随着我国经济增速放缓和经济结构调整，纯碱产量增速整体回落，保持在 5%以下。

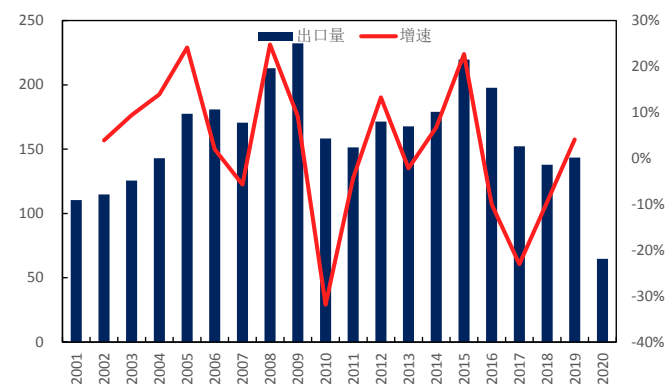
由于我国纯碱产能整体过剩，我国纯碱出口量远大于进口。我国纯碱进口量每年在 20 万吨左右，而出口量约在 100-200 万吨，2017 年以来，在我国纯碱产量增速下滑的情况下，出口也明显下降，从 200 万吨下降至 150 万吨左右。

图 7 纯碱产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心，2020 年为截止 7 月数据

图 8 公司各项业务毛利率（%）

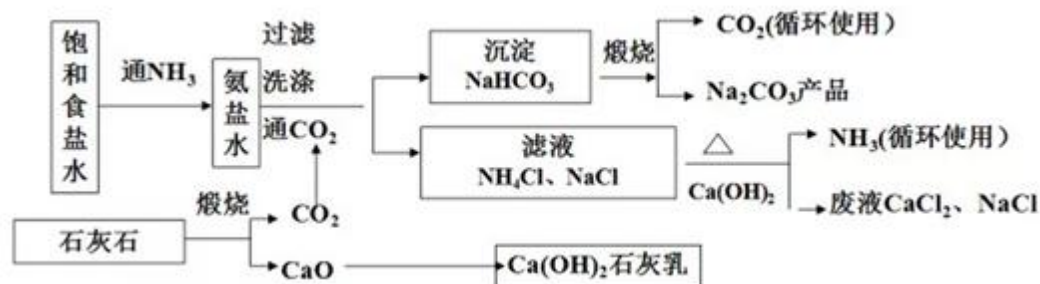


资料来源：海关总署，信达证券研发中心，2020 年为截止 7 月数据

从纯碱的生产工艺来看，分为两大类，第一类为化学合成法，又分为联碱法和氨碱法，第二类为天然法。

氨碱法又称索尔维法，是最传统的纯碱生产方法。该方法原材料主要为氯化钠原盐、石灰石和氨气等，二氧化碳和氨气能循环利用。

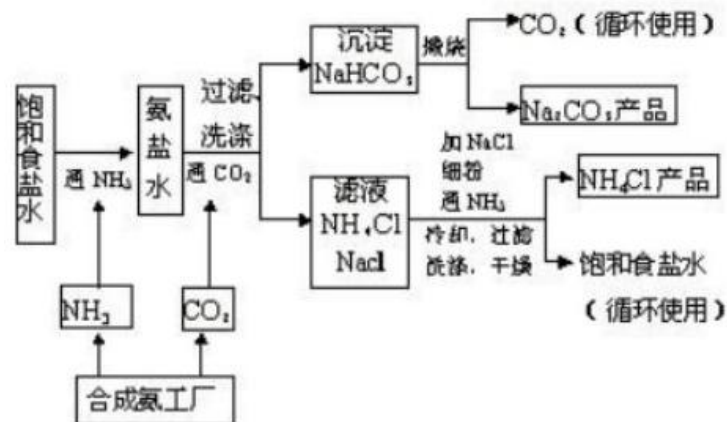
图 9 氨碱法生产工艺



资料来源：信达证券研发中心

联碱法又称侯德榜法，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。

图 10 联碱法生产工艺



资料来源：信达证券研发中心

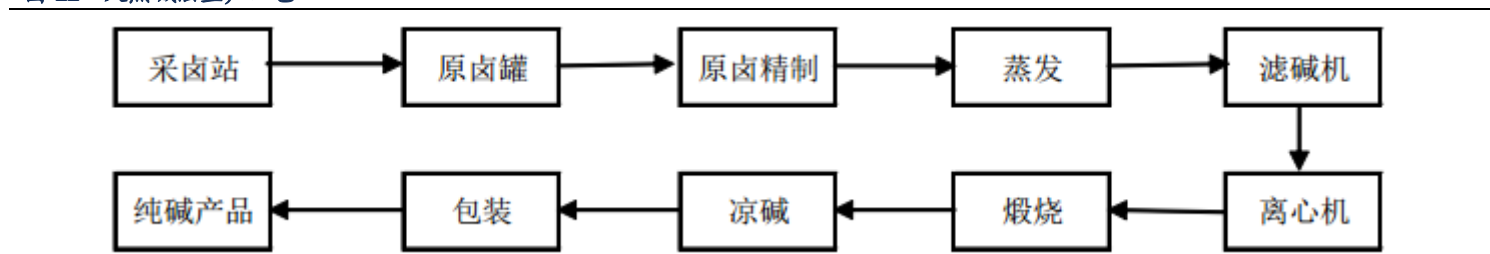
不同于以上两种化工合成的方式，天然碱法即通过从天然矿物碱中物理提纯的方式，获取纯碱，具体分三类：

倍半碱流程：矿石开采-溶解-澄清去杂质-循环母液-三效真空结晶-240 度煅烧。

卤水碳化流程：天然卤水-碳化塔碳化为重碱-干燥-煅烧为粗碱-用硝酸钠在 155 度漂白-煅烧（用二氧化碳）。

一水碱流程：矿石开采-破碎到 7 厘米以下-200 度停留 30 分钟-粗碱-溶解、澄清-三效真空结晶-240 度煅烧。

图 11 天然碱法生产工艺



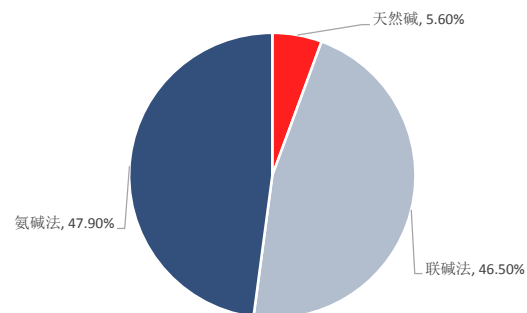
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

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，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。

而从我国的纯碱产能分类来看，由于天然碱资源稀缺，我国天然碱目前产能仅有公司在河南桐柏县拥有安棚和吴城两个天然碱矿区，以及在内蒙古锡林郭勒盟拥有的查干诺尔碱矿，总产能仅为180万吨，占全国产能的不足6%，剩下的均为化学合成法，其中联碱法和氨碱法纯碱产量占总产量的比例分别为46.5%、47.9%。

图 12 我国纯碱工艺占比 (%)



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

(二) 市场相对分散，天然碱法成本优势显著！

从我国纯碱的产能分布来看，我国纯碱产能在 100 万吨以上的企业共 13 家，总产能为 2110 万吨，占全国产能的 63%，产能相对分散，在其中，仅有中源化学（远兴能源子公司）为天然碱法产能。

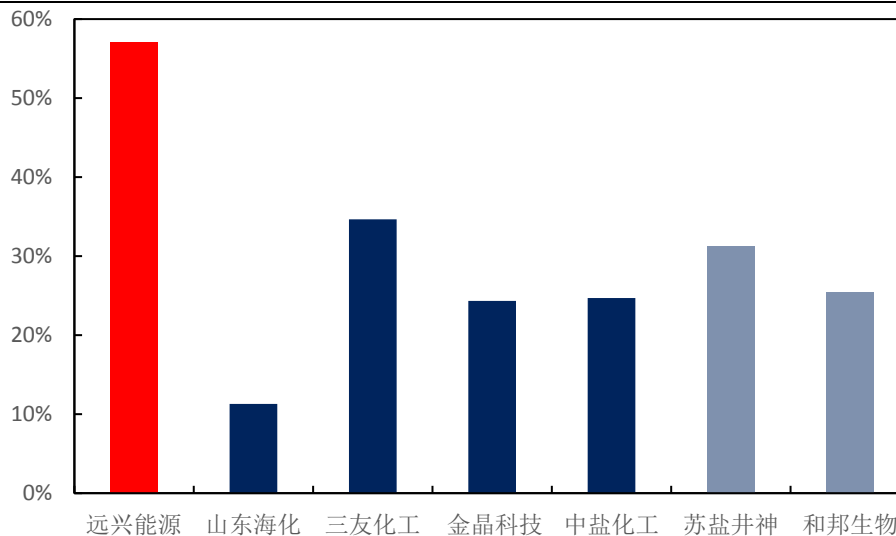
表 2 我国百万吨以上纯碱企业产能（万吨）

省份	企业名称	产能	工艺
山东	山东海化股份有限公司	300	氨碱法
河南	河南金山化工有限责任公司	300	联碱法
河北	唐山三友化工股份有限公司	230	氨碱法
山东	山东海天生物化工有限公司	150	氨碱法
青海	中盐青海昆仑碱业有限公司	150	氨碱法
青海	青海发投碱业有限公司	140	氨碱法
河南	河南中源化学股份有限公司	140	天然碱
江苏	连云港碱业有限公司	130	氨碱法
四川	四川和邦生物科技股份有限公司	120	联碱法
青海	青海盐湖工业股份有限公司	120	氨碱法
青海	青海五彩矿业有限公司	110	氨碱法
江苏	实联化工(江苏)有限公司	110	联碱法
湖北	湖北三环科技股份有限公司	110	联碱法

资料来源：百川，信达证券研发中心

根据纯碱上市公司披露的数据，2019 年，远兴能源纯碱业务的毛利率 57.08%，显著高于其他以纯碱为主营业务的上市公司，其他以化学合成法生产纯碱的公司的毛利率基本处于 10%-30%之间。

图 13 纯碱上市公司毛利率（%）

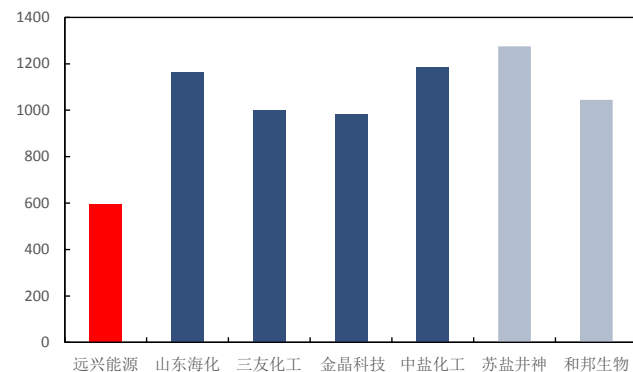


资料来源：万得，信达证券研发中心

从生产成本来看，远兴能源纯碱生产成本约为 595 元，而化学合成法的生成成本基本在 1000-1200 元/吨左右。且天然碱法的生产成本相对固定，主要受到能源（煤炭）价格影响，而化学合成法则受到原材料价格的影响。

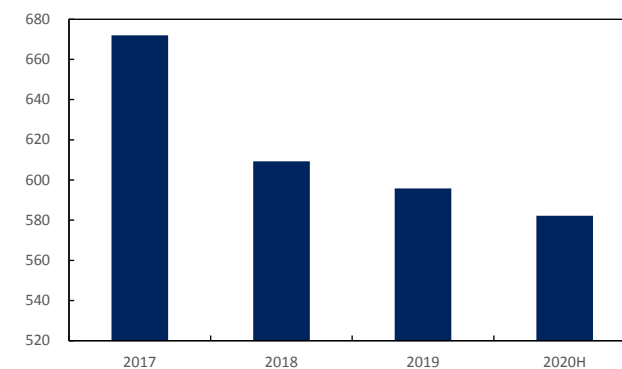
除此以外，远兴能源天然碱法的生产成本随着采卤过程中溶解面积的增大，在煤炭价格相对固定的情况下，生产成本也呈现逐渐下降的趋势。

图 14 2019 年上市公司纯碱生产成本对比（元/吨）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 15 公司纯碱生产成本（元/吨）

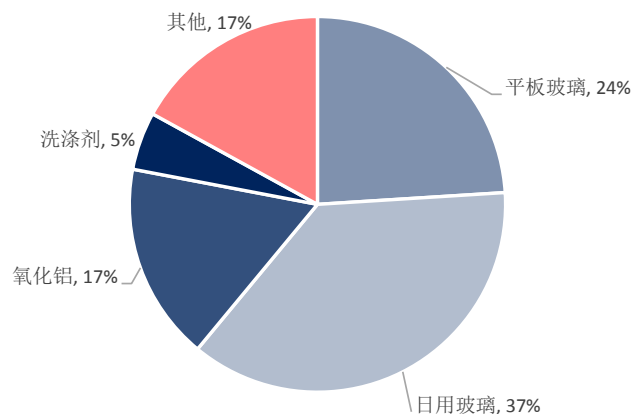


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（三）累库存叠加疫情价格深跌，下游玻璃涨价带动价格上涨！

纯碱广泛应用于建材、轻工、化工、冶金、纺织等工业部门和人们的日常生活中。根据智研咨询统计，其下游需求中，平板玻璃占总应用的 24%，日用玻璃消费占比为 37%，氧化铝占 17%、合成洗涤剂占 5%，纯碱的需求弹性主要集中在玻璃和氧化铝领域。

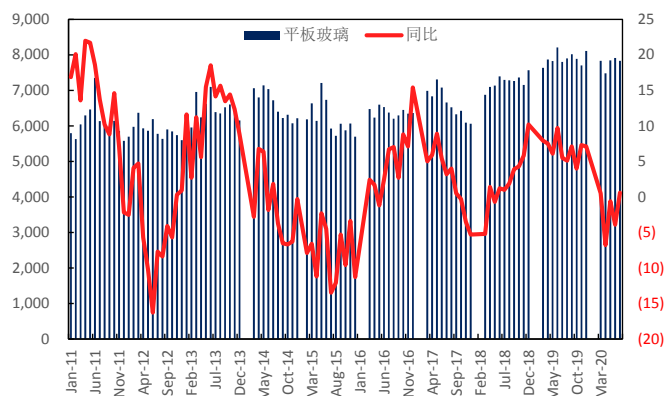
图 16 纯碱下游需求



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

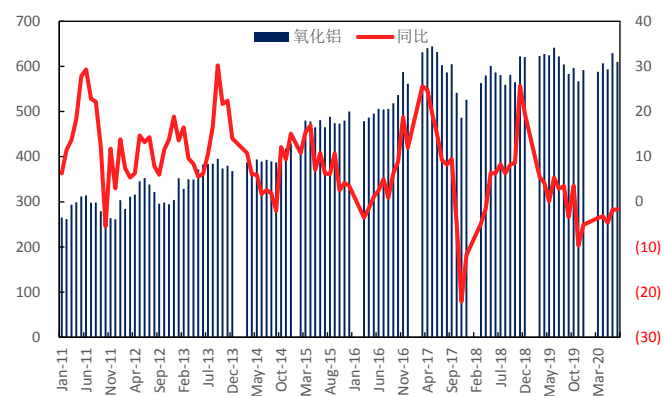
从下游玻璃产量来看，玻璃产量增速自 2018 年 12 月以来持续下降，2020 年以来受疫情影响已经负增长。随着国内疫情相对得到控制，2020 年 7 月玻璃产量增速转正。从氧化铝来看，氧化铝自 2019 年 4 季度以来，仍处于持续负增长。

图 17 平板玻璃产量及增速（万重量箱，%）



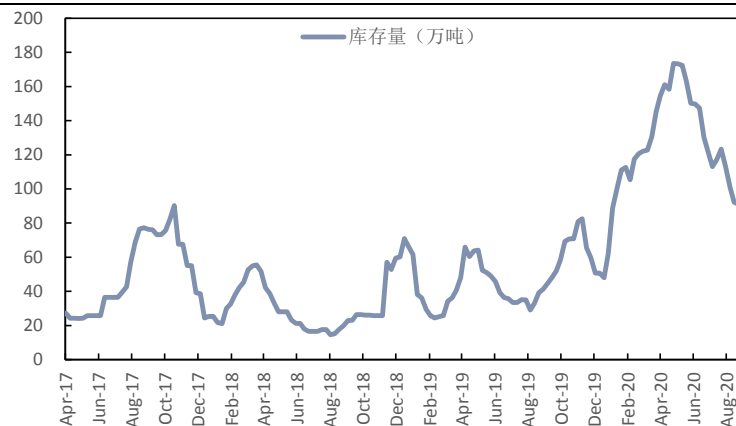
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18 氧化铝产量及增速（万吨，%）



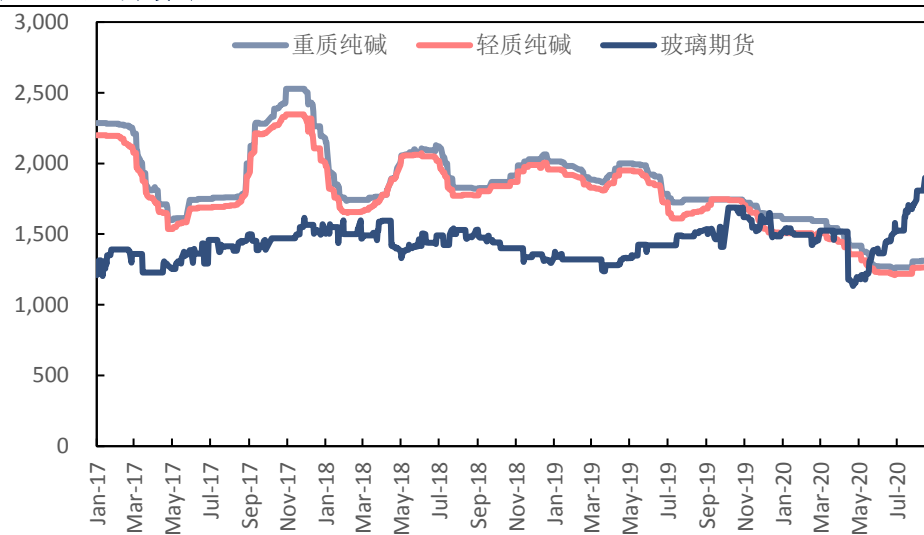
资料来源：万得，信达证券研发中心

由于 2019 年纯碱产量同比高速增长，而下游需求相对较为疲软，导致纯碱库存迅速上升，2020 年 5 月纯碱库存达到 170 万吨的高点。随着 6 月以来下游需求相对回升，以及部分纯碱工厂因为洪水等灾害影响停产及日常检修，纯碱库存迅速下降，截止 2020 年 8 月底，已下降至 91 万吨，但仍处于相对高位。

图 19 纯碱库存 (万吨)


资料来源：百川，信达证券研发中心

受库存高企影响，2020年6月重质纯碱价格跌一度跌破1300元/吨，跌至历史低点。随着库存的下降及下游玻璃价格上涨，纯碱价格自8月以来显著回升，2020年8月底，重质纯碱价格回升至1700元/吨。

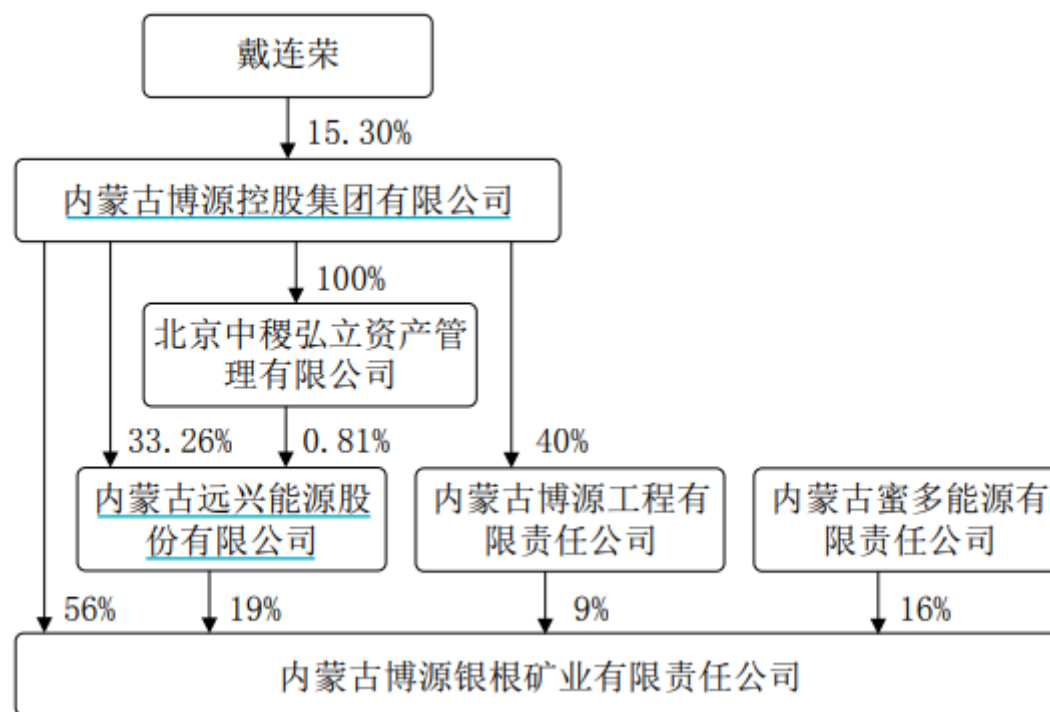
图 20 重质纯碱、轻质纯碱及玻璃期货价格 (元/吨)


资料来源：万吨，信达证券研发中心

（四）新发现天然碱矿，远兴三分天下！

2019 年 3 月 5 日，公司参股子公司内蒙古博源银根矿业有限责任公司于 2019 年 3 月 1 日获得由内蒙古自治区阿拉善盟自然资源局颁发的《矿产资源勘查许可证》，共有六个天然碱普查区块，勘查矿种为天然碱，总面积为 353.34 平方公里。公司持有银根矿业 19% 的股权。

图 21 银根矿业股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2020 年 1 月 11 日，中国化学公告，中国化学工程股份有限公司的全资子公司中国五环工程有限公司、中化二建集团有限公司、中国化学工程第六建设有限公司与内蒙古博源控股集团有限公司分别签署了《阿拉善塔木素天然碱开发利用项目设计、采购及施工 EPC/EP 总承包框架协议》、《阿拉善塔木素天然碱开发利用项目建筑安装总承包框架协议》和《阿拉善塔木素天然碱开发利用项目建筑安装总承包框架协议》。

项目建设规模：年产 780 万吨纯碱、80 万吨小苏打及配套的公辅工程。

建设内容：围绕上述建设规模，总体产能按年产 780 万吨纯碱、80 万吨小苏打加工装置配置，包括 7 条纯碱生产线、1 条小苏打生产线。

协议有效期：协议自 2020 年 1 月 9 日起开始生效，有效期为十年。

如果项目建设投产，国内将在公司原有的 180 万吨天然碱产能基础上新增 780 万吨天然碱产能，由于化学合成法纯碱产能受到国家政策限制，且天然碱法较化学合成法优势显著，大概率替代成本较高的相关产能，则待内蒙古项目投产后，国内天然碱产能将占总体产能的近 30%。

根据公司 2019 年 1 月公告，银根矿业取得天然碱矿探矿权，与公司天然碱业务存在潜在同业竞争关系，公司控股股东内蒙古博源控股集团有限公司承诺 5 年内将银根矿业注入上市公司或对外转让，解决与公司的潜在同业竞争。若 5 年内装入上市公司，公司将成为国内纯碱产能最大，且成本优势显著的纯碱生产企业。

根据公司 2020 年中报，公司参股子公司银根矿业天然碱资源勘探工作已经完成，目前正进行资源储量备案。

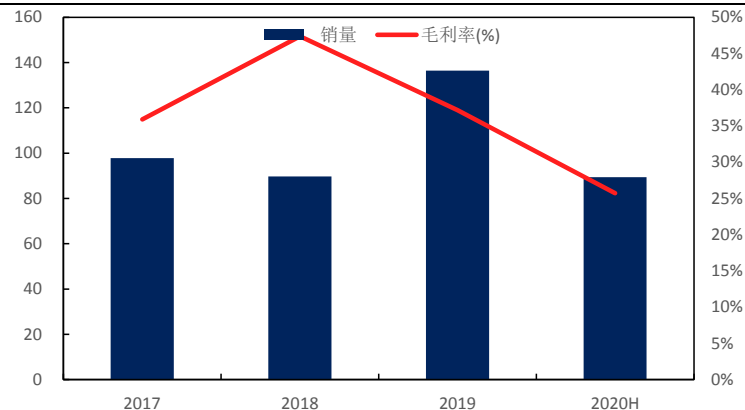
三、尿素保持稳定，煤矿有望改善！

除纯碱主营业务以外，公司还有尿素、天然气制甲醇和煤矿三块业务。

（一）尿素整体维持稳定

2020 年上半年，公司实现尿素产量 89.39 万吨，产量较上期增幅 69.06%，销量增幅 57.27%，主要原因为 2019 年 6 月份子公司 30/52 化肥项目完工进入正式生产状态。从公司尿素的销量来看，2018 年以来，随着新项目的投产，公司尿素销量保持稳定增长，但随着价格自 2017 年高点以来小幅回落，尿素毛利率有所下降，但整体仍保持在 20%以上，是公司除纯碱以外盈利能力第二强的板块。

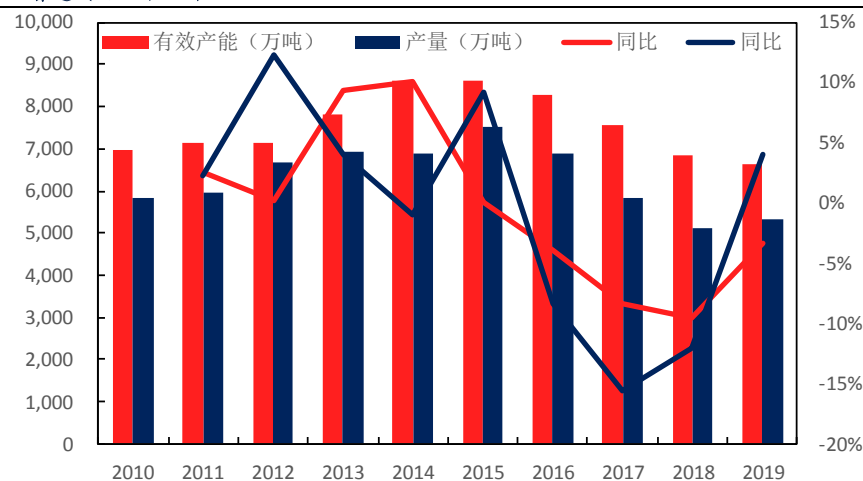
图 22 公司尿素销量和毛利率（万吨，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

根据百川统计，截止 2019 年底，我国尿素产能为 6621 万吨，自 2015 年以来，我国已经淘汰近 2000 万吨尿素产能。但我国尿素产能仍然呈现相对过剩的状态。从产量来看，随着 2015 年以来产能的退出，尿素的产量也逐步下滑，从 2015 年的 7512 万吨下降至 2018 年的 5118 万吨，2017/2018 连续两年尿素产量同比下降超过 10%，产量下降的速度远大于产能退出的速度。2019 年，随着尿素价格的回暖，在产能继续减少的情况下，产量小幅增加 4%，达到 5326 万吨。

图 23 尿素产能、产量及同比增速（万吨，%）



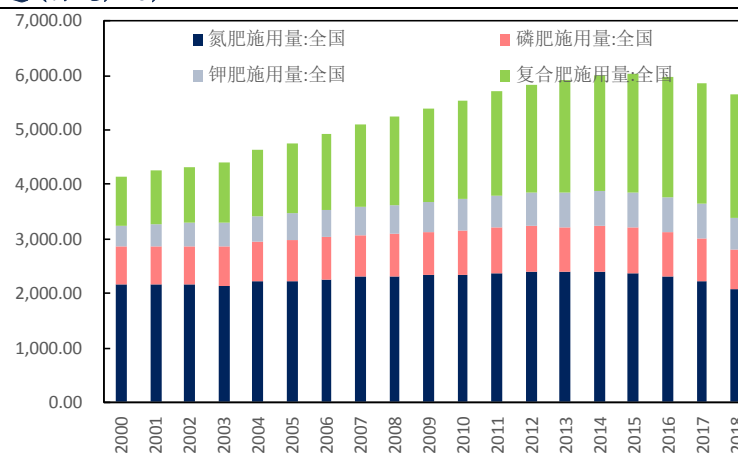
资料来源：百川，信达证券研发中心

从需求来看，尿素是氮、磷、钾三大基础肥之一。2015 年来，我国出台了化肥施用量的政策指导，至 2020 年，我国化肥使用量将进入零增长状态。

从实际的下游化肥施用量来看，自 2015 年以来，化肥施用量下降明显，2015 年至 2018 年，化肥施用量从 6000 万吨下降至 5650 万吨，下降了约 5%。而其中，复合肥基本维持在 2200 万吨左右，主要下降为单质肥氮肥、磷肥和钾肥，而由于氮肥占比最高，氮肥的降幅也最为显著。氮肥施用量从 2360 万吨下降至 2060 万吨，下降了约 300 万吨。

但相比于产量的大幅下降，需求相对而言仍然较为稳定。

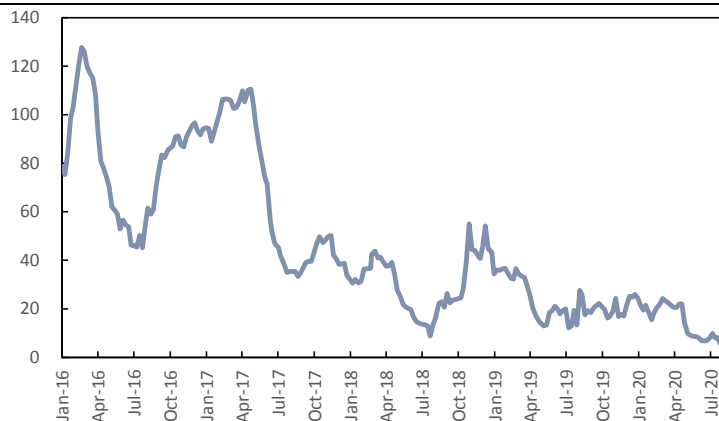
图 24 尿素产能、产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

从港口库存来看，自 2019 年以来，我国尿素港口库存持续处于相对低位。这也使得尽管产能相对过剩且下游需求有所下降的情况下，尿素价格仍然维持在相对高位。

图 25 尿素主要港口库存（万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

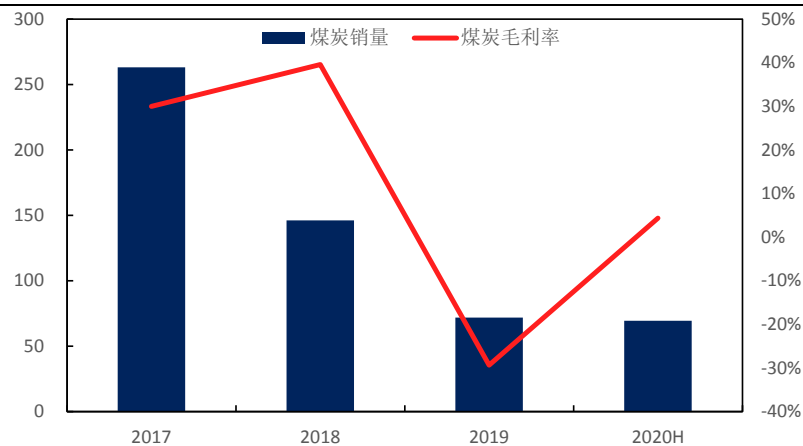
（二）煤炭短期遇困，明年有望改善

公司的煤炭主要有两款，公司控股 70% 的博源煤化工湾图沟煤矿，探明储量为 2.53 亿吨，可采储量为 1.38 亿吨。此外，公司持有蒙大矿业纳林河二号矿井 34% 股份，该煤矿探明储量和可采储量分别为 12.31 亿吨和 7.44 亿吨。

从公司的煤炭销量来看，2017 年以来，公司煤炭销量持续下降，从 2017 年的 263 万吨下降至 2019 年的 71.95 万吨，降幅达到 70%。主要原因为公司煤炭可采面地质条件复杂，产量减少，这也使得公司 2019 年的煤炭毛利率降至 -29.31%，严重拖累公司盈利。2020 年上半年，公司煤炭产量较上期增幅 166.97%，销量增幅 169.78%，也使得公司毛利率大幅回升。

根据公司半年报披露，公司二水平项目进展顺利，预计 2020 年底建成投运，2021 年恢复 450 万吨/年正常产能。随着煤炭产能的提升，煤炭盈利能力有望得到显著改善。

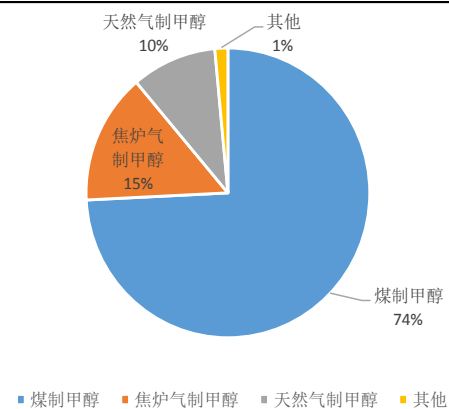
图 26 公司煤炭销量和毛利率（万吨，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司还拥有 100 万吨天然气制甲醇产能，从我国甲醇产能来看，主要分为煤制甲醇、焦炉气制甲醇和天然气制甲醇。由于我国富煤、贫油、少气的能源结构，在我国甲醇产能中，煤制甲醇为主要生产工艺，占比 74%，其次为焦炉气制甲醇，焦炉气制甲醇为焦化产能的副产，占比约为 15%，天然气制甲醇约为 10%。

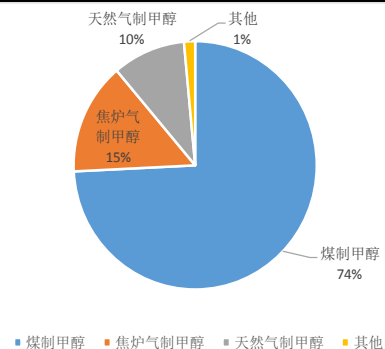
图 27 甲醇产能占比 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

与煤制甲醇、焦炉气制甲醇相比，由于近年来我国下游天然气需求的爆发，导致天然气价格上涨，因此天然气制甲醇的制造成本具有明显劣势。且随着我国大量煤制甲醇、甲醇制烯烃项目的投产，甲醇产能相对过剩，使得甲醇价格大幅下降，进一步影响了天然气制甲醇的盈利。

图 28 甲醇产能占比 (%)



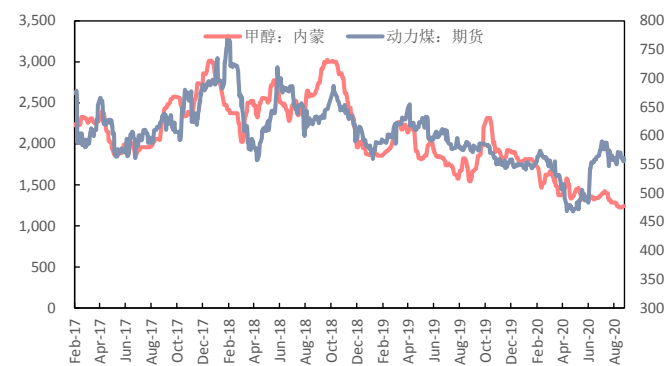
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 29 内蒙甲醇与工业用天然气价格 (元/吨, 元/方)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30 内蒙甲醇与动力煤期货价格 (元/吨)



资料来源：万得，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

（一）盈利假设

（1）从产量上，我们预计 2020-2022 年公司纯碱业务产量保持稳定在 180 万吨，小苏打产量随着产能新增至 100 万吨，公司小苏打产量预计在 90 万吨左右；对于公司非碱业务，我们预计尿素、甲醇产量保持稳定，煤炭产量 2020-2022 年分别为 145、300、350 万吨。

（2）价格上，我们认为 2020 年纯碱和小苏打由于下游需求下降的因素，价格维持相对低位，2021-2022 年有所回升；尿素价格维持在 2020 年水平

表 3 2020-2022 年公司主要业务产量及业务收入预测（万吨，元/吨，百万元，%）

	2018	2019	2020H	2020E	2021E	2022E
纯碱自产						
产量	180	180	69.55	159.55	180	180
价格	1496.15	1388.17	1058.20	1150.00	1250.00	1300.00
收入	2693.07	2498.7	735.98	1834.825	2250	2340
毛利率	59.28%	57.08%	44.98%	49.57%	54.00%	56.15%
小苏打自产						
产量	61.57	58.00	46.45	92.90	90.00	90.00
价格	1702.63	1614.02	1221.29	1300.00	1500.00	1600.00
收入	1048.3	936.09	567.29	1207.7	1350	1440
毛利率	79.97%	56.62%	36.24%	42.31%	42.31%	54.00%
尿素自产						
产量	89.74	136.46	89.39	178.78	180.00	180.00
价格	1738.10	1582.78	1506.67	1500.00	1500.00	1500.00
收入	1559.8	2159.85	1346.81	2681.7	2700	2700
毛利率	47.36%	37.19%	25.71%	30.00%	32.70%	29.70%
甲醇自产						
产量	53.38	54.06	22.07	49.07	50.00	50.00
价格	2253.92	1663.69	1077.71	1100.00	1300.00	1300.00
收入	1203.18	899.42	237.85	539.77	650	650
毛利率	28.08%	3.48%	-17.92%	-9.09%	11.54%	11.54%

煤炭自产

产量	146.16	71.95	69.44	145.82	300.00	350.00
价格	328.73	320.67	303.96	310.00	310.00	310.00
收入	480.47	230.71	211.07	452.0544	930	1085
毛利率	39.58%	-29.31%	4.37%	6.45%	35.48%	35.48%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

（二）公司估值及评级

我们采用相对估值法对公司进行估值。

表 4 公司盈利预测（百万元）

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,923.58	7,693.22	7,587.65	8,751.61	9,086.61
增长率 YoY %	-13.40%	-13.79%	-1.37%	15.34%	3.83%
归属母公司净利润(百万元)	1,300.61	673.48	251.20	937.31	1,012.96
增长率 YoY%	7.17%	-48.22%	-62.70%	273.13%	8.07%
毛利率%	41.32%	36.50%	29.60%	37.40%	38.21%
净资产收益率 ROE%	13.98%	6.73%	2.43%	8.58%	8.51%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.17	0.06	0.24	0.26
市盈率 P/E(倍)	8	15	39	11	10
市净率 P/B(倍)	1.01	0.97	0.95	0.87	0.80

资料来源：公司年报，信达证券研发中心，以 2020 年 8 月 28 日收盘价

我们采用相对估值法对公司进行估值。我们选取主要的纯碱生产企业的估值进行对比。

表 5 公司盈利预测（百万元）

代码	公司名称	股价	市值（亿）	EPS				PE				PB
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
平均								22	33	14	11	1
600586.SH	金晶科技	3.63	52	(0.02)				-	-	-	-	1.3
000822.SZ	山东海化	4.71	42	0.40	0.25	0.36	0.45	12	19	13	11	1.3
600409.SH	三友化工	5.75	119	0.28	0.12	0.38	0.50	21	46	15	12	1.1
603077.SH	和邦生物	1.38	122	0.04				32	-	-	-	1.1
000683.SZ	远兴能源	2.52	99	0.33	0.06	0.24	0.26	8	39	11	10	1.0

资料来源：公司年报，信达证券研发中心，除公司外，其他取万得一致预期，以 2020 年 8 月 28 日收盘价

盈利预测与评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别达到 75.87、87.51、90.86 亿元，同比增长-1.37%、15.34%、3.83%，归属母公司股东的净利润分别为 2.51、9.37、10.12 亿元，同比增长-62.7%、272%、8.08%，2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.06 元，0.24 元和 0.26 元。对应 2020 年的 PE 为 39 倍、2021 年 PE 为 11 倍，由于 2020 年公司煤炭产能尚未恢复，以 2021 年进行估值，行业平均为 14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险因素

- 1、煤炭产能恢复不及预期的风险。
- 2、纯碱价格大幅下跌的风险。
- 3、纯碱项目开发不及预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,420.17	6,083.96	5,942.60	6,526.62	7,066.52
货币资金	4,497.70	1,983.08	2,264.14	2,809.21	3,327.55
应收票据	724.69	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	167.74	630.27	155.88	179.80	186.68
预付账款	97.77	48.41	52.93	54.29	55.64
存货	400.15	512.81	560.69	575.07	589.35
其他	532.12	2,909.39	2,908.94	2,908.25	2,907.30
非流动资产	17,193.51	17,435.29	18,180.51	18,964.45	19,845.60
长期股权投资	618.35	1,099.10	1,099.10	1,099.10	1,099.10
固定资产(合计)	9,075.56	12,671.69	13,315.14	14,330.03	15,175.66
无形资产	892.18	863.35	844.40	808.57	777.92
其他	6,607.44	2,801.15	2,921.87	2,726.74	2,792.92
资产总计	23,613.68	23,519.26	24,123.11	25,491.06	26,912.11
流动负债	10,311.27	9,120.29	9,418.33	9,571.85	9,680.37
短期借款	4,349.80	4,160.98	4,160.98	4,160.98	4,160.98
应付票据	2,436.30	1,733.00	1,894.81	1,943.39	1,991.65
应付账款	1,823.57	1,519.68	1,661.57	1,704.17	1,746.49
其他	1,701.60	1,706.63	1,700.97	1,763.31	1,781.25
非流动负债	1,552.07	2,240.62	2,240.62	2,240.62	2,240.62
长期借款	371.77	522.50	522.50	522.50	522.50
其他	1,180.30	1,718.12	1,718.12	1,718.12	1,718.12
负债合计	11,863.34	11,360.91	11,658.95	11,812.47	11,920.99
少数股东权益	1,945.09	1,954.81	2,029.21	2,306.70	2,606.61
归属母公司股东权益	9,805.25	10,203.54	10,434.95	11,371.89	12,384.51
负债和股东权益	23,613.68	23,519.26	24,123.11	25,491.06	26,912.11

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,923.58	7,693.22	7,587.65	8,751.61	9,086.61
同比(%)	-13.40%	-13.79%	-1.37%	15.34%	3.83%
归属母公司净利润	1,300.61	673.48	251.20	937.31	1,012.96
同比(%)	7.17%	-48.22%	-62.70%	273.13%	8.07%
毛利率(%)	41.32%	36.50%	29.60%	37.40%	38.21%
ROE%	13.98%	6.73%	2.43%	8.58%	8.51%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.17	0.06	0.24	0.26
P/E	8	15	39	11	10
P/B	1.01	0.97	0.95	0.87	0.80
EV/EBITDA	5.19	6.47	8.80	5.25	4.90

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,923.58	7,693.22	7,587.65	8,751.61	9,086.61
营业成本	5,236.25	4,885.23	5,341.35	5,478.30	5,614.35
营业税金及附加	273.75	187.98	201.51	232.42	234.89
销售费用	478.43	426.12	405.80	468.05	485.96
管理费用	753.63	776.82	986.40	870.36	942.46
研发费用	129.97	128.11	126.36	145.74	151.32
财务费用	258.86	256.24	236.83	232.12	216.10
减值损失合计	-71.30	153.92	-19.65	-26.83	-7.31
投资净收益	142.70	214.16	133.65	163.50	170.44
其他	-8.97	30.96	17.15	15.98	16.57
营业利润	1,997.72	1,123.93	459.86	1,530.94	1,635.83
营业外收支	-103.18	-19.38	-66.42	-63.47	-49.84
利润总额	1,894.55	1,104.54	393.44	1,467.46	1,585.99
所得税	256.09	231.60	67.84	253.03	273.47
净利润	1,638.46	872.94	325.60	1,214.44	1,312.53
少数股东损益	337.85	199.47	74.40	277.50	299.91
归属母公司净利润	1,300.61	673.48	251.20	936.94	1,012.62
EBITDA	2,999.89	2,379.83	1,749.14	2,928.40	3,143.06
EPS(当年)(元)	0.33	0.17	0.06	0.24	0.26

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,738.55	1,521.61	2,330.66	2,682.41	2,827.60
净利润	1,638.46	872.94	325.60	1,214.44	1,312.53
折旧摊销	808.21	913.19	1,069.00	1,161.78	1,264.14
财务费用	297.13	362.09	286.70	299.15	292.92
投资损失	-142.70	-214.16	-133.65	-163.50	-170.44
营运资金变动	-917.45	-567.49	746.88	150.30	106.13
其它	54.90	155.03	36.14	20.24	22.32
投资活动现金流	-1,291.11	-664.20	-1,743.11	-1,838.20	-2,016.33
资本支出	-1,541.36	-415.09	-1,876.76	-2,001.70	-2,186.77
长期投资	67.20	10.30	133.65	163.50	170.44
其他	183.05	-259.40	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,131.59	-697.74	-306.49	-299.15	-292.92
吸收投资	89.33	8.03	-19.80	0.00	0.00
借款	-687.16	-220.68	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	465.13	366.83	286.70	299.15	292.92
现金流净增加额	-684.06	159.93	281.06	545.06	518.34

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 年管理工作经历。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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

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 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	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。