

天然碱一体化龙头，高成长性优质标的

远兴能源(000683)

事件概述

2022年8月20日，公司发布公告，银根矿业已完成相应的公司变更登记手续，届时远兴能源共持有银根矿业60%股权，实现对银根矿业的控制。

分析判断：

► 公司为天然碱龙头，聚焦主业盈利能力显著增强

公司是国内最大的天然碱法制纯碱和小苏打的企业，拥有纯碱产能180万吨/年（全国第四），小苏打产能110万吨/年（全国第一），此外公司还拥有合成氨与尿素产能80、154万吨/年。2021年以来纯碱、尿素行业维持高景气，公司业绩和盈利能力显著增强，2021年实现营业收入121.49亿元，同比+57.81%；归母净利润创历史新高，达49.51亿元，同比大幅增长7171.11%；2022年前三季度，公司实现营业收入83.54亿元，同比-10.95%；实现归母净利润23.45亿元，同比+12.93%。

► 收购大型天然碱项目，具有巨大成长弹性

公司于2022年8月20日收购的银根矿业（60%）旗下内蒙古阿拉善地区拥有天然碱矿物量约7.09亿吨，是亚洲最大的天然碱矿。银根矿业的天然碱项目计划建设780万吨/年纯碱和80万吨/年小苏打项目，一期计划建设纯碱500万吨/年、小苏打40万吨/年产能，预计2023年6月建成投产；二期280万吨/年、小苏打40万吨/年产能计划2025年12月建设完成。该项目建成后公司纯碱和小苏打权益产能将分别达到615、138万吨/年，有望为公司带来巨大业绩弹性。

投资建议

公司新增天然碱制纯碱产能成本大幅低于当前市场上同类公司，明后年下游需求边际向好，我们预计2022-2024年公司收入分别为115.96/157.00/204.94亿元，归母净利润分别为30.77/44.07/49.65亿元，EPS分别为0.84/1.20/1.62元。对应2022年11月30日收盘价8.12元，PE分别为10/7/5倍。我们认为，受“双碳”政策驱动，光伏玻璃和碳酸锂市场将持续旺盛，纯碱供需紧平衡态势将延续。随着公司天然碱项目投产释放，低能耗和低污染的天然碱产品将为公司业绩提供充分弹性，我们看好公司未来成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

能源价格波动风险，下游需求不及预期，天然碱项目投产不及

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	8.12
股票代码：	000683
52周最高价/最低价：	11.15/6.34
总市值(亿)	294.09
自由流通市值(亿)	266.08
自由流通股数(百万)	3,276.83



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

相关研究

- 1.
- 2.
- 3.

预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,698	12,149	11,596	15,700	20,494
YoY (%)	0.1%	57.8%	-4.5%	35.4%	30.5%
归母净利润(百万元)	68	4,951	3,077	4,407	5,965
YoY (%)	-89.9%	7171.1%	-37.8%	43.2%	35.4%
毛利率 (%)	24.5%	41.4%	42.8%	50.3%	53.8%
每股收益 (元)	0.02	1.36	0.84	1.20	1.62
ROE	0.7%	32.3%	17.1%	19.6%	21.0%
市盈率	406.00	5.97	9.69	6.77	5.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 国内天然碱绝对龙头，煤化工一体化优势显著.....	4
2. 各项产品迎来景气周期，业绩大幅增长.....	5
3. 收购大型天然碱项目，有望释放巨大业绩弹性.....	6
4. 盈利预测与投资建议.....	8
4.1. 盈利预测.....	8
4.2. 可比公司估值.....	9
4.3. 投资建议.....	9
4.4. 风险提示.....	9

图表目录

图 1 公司产品布局.....	4
图 2 公司营业收入（百万元；%）.....	5
图 3 公司归母净利润（百万元）.....	5
图 4 公司利润率情况（%）.....	5
图 5 公司各项费用率（%）.....	5
图 6 公司产品收入情况（百万元）.....	6
图 7 公司产品毛利润情况（百万元）.....	6
图 8 2022 年 H1 公司收入构成（%）.....	6
图 9 2022 年 H1 公司毛利润构成（%）.....	6
图 10 银根矿业交易前后股权结构.....	7
表 1 截止 2022 年 8 月底公司主要产品产能情况.....	7
表 2 收入拆分.....	8
表 2 可比公司估值.....	9

1.国内天然碱绝对龙头，煤化工一体化优势显著

远兴能源（000683），总部位于内蒙古鄂尔多斯市，1997年登陆深交所主板，主要业务包括天然碱化工和煤化工 2 个产业板块共 3 种产品，分别为纯碱、小苏打、尿素。公司是国内最大的天然碱法制纯碱和小苏打的企业，纯碱产能 180 万吨/年，产能全国第四，小苏打产能 110 万吨/年，产能全国第一。此外公司还拥有合成氨与尿素产能 80、154 万吨/年。公司于 2021 年进行战略调整，合计出售博源水务 51%、博源联化 80%及博源煤化工 70%股权，并注销了远兴江山，实现对煤炭开采和甲醇业务等部分煤化工业务剥离。

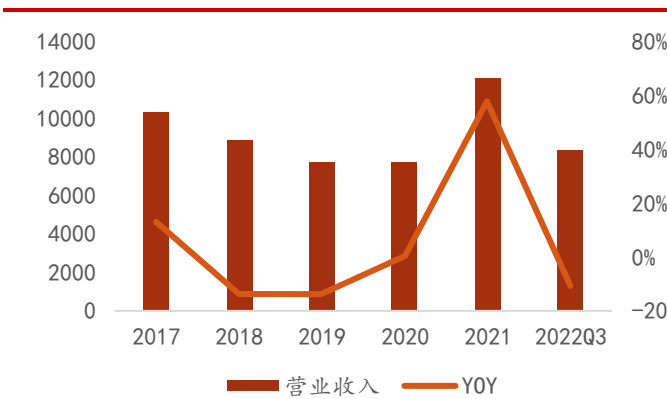
图 1 公司产品布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

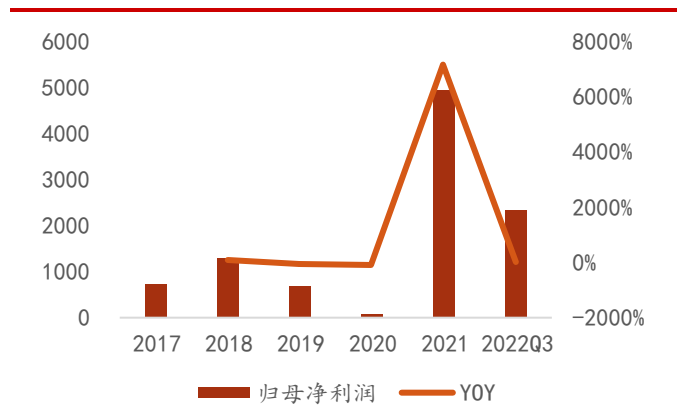
2018 年以来受动力煤减产影响，公司收入、利润体量阶段性下滑，但 2020 年下半年以来，公司动力煤价格触底之后暴力反弹，同时纯碱、尿素等其他产品价格持续上行，公司盈利能力明显回升。2021 年，公司实现营业收入 121.49 亿元，同比+57.81%；归母净利润创历史新高，达 49.51 亿元，同比大幅增长 7171.11%。2022 年前三季度，纯碱、尿素行业维持高景气周期，公司纯碱、小苏打及尿素产品产销两旺，产品均价高于去年同期，但由于 2021 年公司对外转让部分子公司股权，剥离了部分业务，公司合并报表范围也相应调整。2022 年前三季度，公司实现营业收入 83.54 亿元，同比-10.95%；实现归母净利润 23.45 亿元，同比+12.93%。

图 2 公司营业收入（百万元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

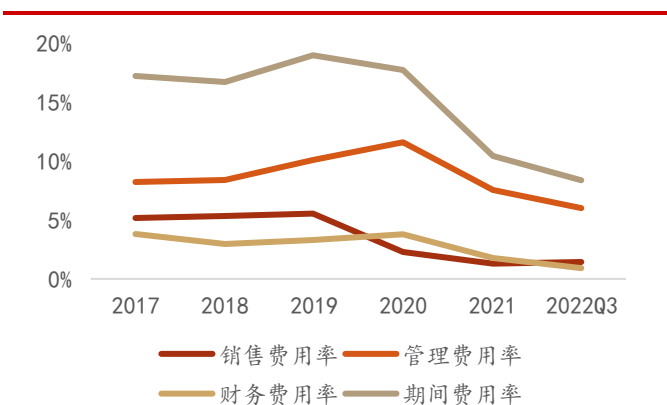
图 3 公司归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

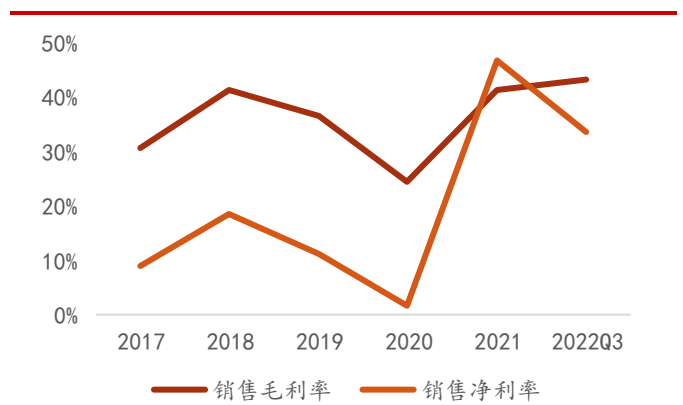
近年来公司各项费用率明显下降，2022 年前三季度期间费用率为 8.36%，较 2020 年-9.37pct。随着公司主营产品价格上涨，公司利润率也大幅上升，2022 年前三季度公司销售毛利率为 43.29%，较 2020 年+18.83pct；销售净利率为 33.60%，较 2020 年+31.96pct。

图 4 公司利润率情况 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司各项费用率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

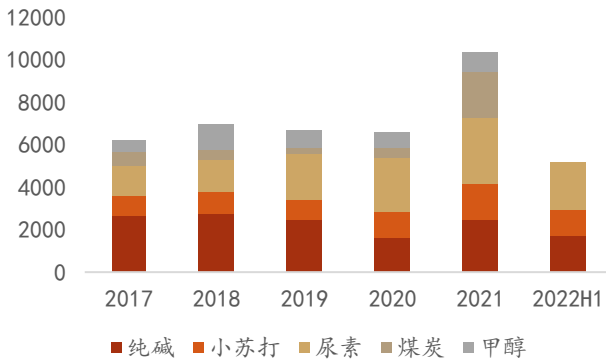
2. 各项产品迎来景气周期，业绩大幅增长

公司主要利润来源为纯碱（天然碱）、小苏打和尿素，2021 年分别贡献了 28.84、16.34、31.71 亿元；实现毛利润（不含贸易）12.34、7.64、9.46 亿元，其中公司自产纯碱毛利率 49.68%，单吨均价约 1689 元，单吨成本约 850 元，单吨毛利润约 839 元。2022 年上半年公司主营产品纯碱、小苏打和尿素分别实现收入 17.35、11.52、23.15 亿元收入与 10.05、6.23、856 亿元毛利润（不含贸易），各产品毛利润超过 2020 年全年水平，毛利率分别为 57.94%、54.92%、36.98%。

天然碱生产过程中不涉及其他化工产品，采用天然碱法生产纯碱和小苏打，与氨碱法、联碱法工艺相比，具有绿色环保、低能耗、低成本的特点和优势，在生产过程

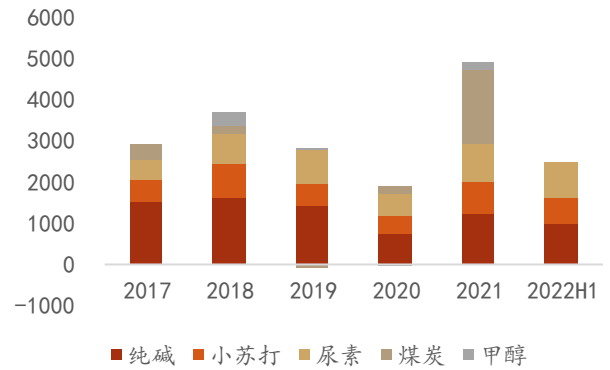
中整体成本波动不大。横向对比 A 股化学碱企业，毛利率通常较行业均值高 30 个 pct 左右，我们假设纯碱价格维持在 2600 元/吨以上，公司天然纯碱的单吨毛利将超过 1300 元。

图 6 公司产品收入情况（百万元）



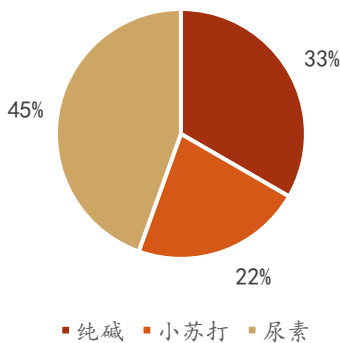
资料来源：公司公告，华西证券研究所
注：细分产品主要是指自产产品，不含贸易

图 7 公司产品毛利润情况（百万元）



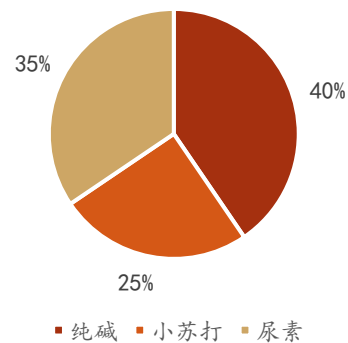
资料来源：公司公告，华西证券研究所
注：细分产品主要是指自产产品，不含贸易

图 8 2022 年 H1 公司收入构成 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所
注：细分产品主要是指自产产品，不含贸易

图 9 2022 年 H1 公司毛利润构成 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所
注：细分产品主要是指自产产品，不含贸易

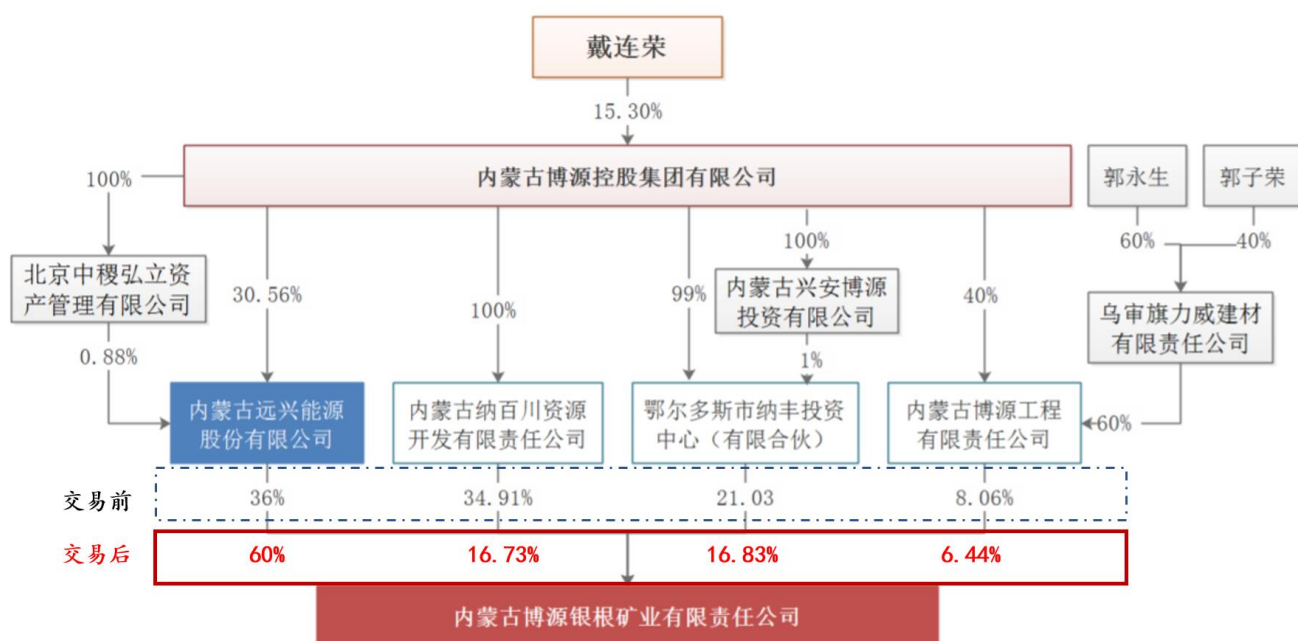
3. 收购大型天然碱项目，有望释放巨大业绩弹性

根据公司 2019 年 3 月 6 日公告显示，公司控股股东博源集团旗下银根矿业取得内蒙古阿拉善地区天然碱的探矿权，该矿区总面积为 353.34 平方公里。截止 2019 年 5 月 13 日，共完成钻孔 11 个，累计进尺 7,302 米，平均孔深 663.8 米，其中 7 个钻孔发现天然碱矿层，矿层深度 413.89-650.41 米，含天然碱矿地层厚度 160.76-218.91 米，天然碱矿层单层厚度 0.01-1.5 米，累计矿层厚度 1.3-23.75 米。银根矿业对已发现的天然碱矿石进行抽样化验，矿石品位（以碳酸钠计）29.2%-69.5%，平均品位约 49.5%。

2021年12月24日公司发布公告，公司拟以现金购买股权、现金增资的方式实现对银根矿业的股权增持。2022年8月20日，银根矿业已就本次交易相关事宜办理完毕相应的公司变更登记手续，远兴能源已成为持有银根矿业60%股权的股东，实现对银根矿业的控制。

根据公司公告和阿拉善官方媒体，目前已探明该矿区天然碱矿物量约7.09亿吨，为亚洲最大的天然碱矿，未来公司计划建设780万吨/年纯碱和80万吨/年小苏打项目，项目分两期建设：一期计划建设纯碱500万吨/年、小苏打40万吨/年产能，预计2023年6月建设完成；二期280万吨/年、小苏打40万吨/年产能计划2025年12月建设完成。该项目建成后公司纯碱和小苏打权益产能将达到615、138万吨/年，有望为公司带来巨大的业绩弹性。

图 10 银根矿业交易前后股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1 截止 2022 年 8 月底公司主要产品产能情况

主要产品	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	合计权益产能 (万吨/年)	备注
纯碱	180	147	780	615	在建产能为控股子公司银根矿业 (60%) 项目：一期计划纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年 2023 年 6 月建设完成；二期 280 万吨/年、小苏打 40 万吨/年计划 2025 年 12 月建设完成。
小苏打	110	90	80	138	
尿素	160	123	—	123	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设：

- 1、公司天然碱项目一期纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年产能预计 2023 年 6 月建成投产，预计 2023 年产能爬坡，2024 年实现满产。
- 2、2022-2024 年纯碱分别实现销售 150、329、510 万吨，销售价格为 2400、2300、2300 元/吨，毛利率分别为 59%、65%、65%；小苏打分别实现销售 102、116、139 万吨，销售价格 2140、2120、2120 元/吨，毛利率分别为 55%、58%、58%；尿素分别实现销售 157、160、163 万吨，销售价格 2760、2700、2650 元/吨，毛利率分别为 36%、36%、37%。
- 3、公司其他收入和各项费用率保持稳定。

表 2 收入拆分

项目		2021A	2022E	2023E	2024E
纯碱	收入 (百万元)	2484	3599	7429	11730
	成本 (百万元)	1250	1476	2600	4106
	毛利润 (百万元)	1234	2124	4829	7625
	毛利率 (%)	50%	59%	65%	65%
小苏打	收入 (百万元)	1634	2176	2459	2947
	成本 (百万元)	871	979	1033	1238
	毛利润 (百万元)	764	1197	1426	1709
	毛利率 (%)	47%	55%	58%	58%
尿素	收入 (百万元)	3171	4321	4312	4317
	成本 (百万元)	2225	2766	2760	2720
	毛利润 (百万元)	946	1556	1552	1597
	毛利率 (%)	30%	36%	36%	37%
煤炭	收入 (百万元)	2125			
	成本 (百万元)	352			
	毛利润 (百万元)	1772			
	毛利率 (%)	83%			
甲醇	收入 (百万元)	995			
	成本 (百万元)	779			
	毛利润 (百万元)	216			
	毛利率 (%)	22%			
其他	收入 (百万元)	1740	1500	1500	1500
	成本 (百万元)	1643	1410	1410	1409
	毛利润 (百万元)	97	90	90	91
	毛利率 (%)	6%	6%	6%	6%
合计	收入 (百万元)	12149	11596	15700	20494
	成本 (百万元)	7120	6631	7803	9473
	毛利润 (百万元)	5029	4965	7897	11021
	毛利率 (%)	41%	43%	50%	54%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2.可比公司估值

选取纯碱行业内产能较大的公司作为可比公司，这些公司与远兴能源产品结构、竞争格局和市场相近，具有较好的可比性，包括三友化工（286 万吨/年权益产能）、山东海化（300 万吨/年产能）、金晶科技（150 万吨/年产能），三家公司 2022-2024 年 Wind 一致预测 PE 均值为 11、8、7 倍。公司未来纯碱权益产能将达到 615 万吨/年，且公司纯碱业务毛利率显著高于可比公司，当前 2022-2024 年 PE 仅为 10、7、5 倍，估值相对偏低。

表 3 可比公司估值

简称	总市值 (亿元)		EPS (元/股)				PE		
	2022/11/30	2021A	2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E
三友化工	137.07	0.81	0.68	0.85	1.05	12.47	9.74	7.84	6.35
山东海化	75.01	0.68	1.42	1.49	1.53	6.10	5.88	5.63	5.47
金晶科技	117.30	0.92	0.49	0.69	0.94	24.70	16.78	11.83	8.72
均值						14.42	10.80	8.43	6.85
远兴能源	294.09	1.36	0.84	1.20	1.62	5.97	9.69	6.77	5.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所（三友化工、山东海化、金晶科技盈利预测均为 wind 一致预测）

4.3.投资建议

公司新增天然碱制纯碱产能成本大幅低于当前市场上同类公司，明后年下游需求边际向好，我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 115.96/157.00/204.94 亿元，归母净利润分别为 30.77/44.07/49.65 亿元，EPS 分别为 0.84/1.20/1.62 元。对应 2022 年 11 月 30 日收盘价 8.12 元，PE 分别为 10/7/5 倍。我们认为，受“双碳”政策驱动，光伏玻璃和碳酸锂市场将持续旺盛，纯碱供需紧平衡态势将延续。随着公司天然碱项目投产释放，低能耗和低污染的天然碱产品将为公司业绩提供充分弹性，我们看好公司未来成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

4.4.风险提示

能源价格波动风险：公司生产所需煤矿受到市场供求和国际形势影响，价格波动会导致成本波动，进而影响公司业绩。

下游需求不及预期：未来项目建成投产后，市场环境可能会发生较大不利变化，市场需求增速可能低于预期。

天然碱项目投产不及预期：公司在项目建设进度、投产时间等方面可能会受到外部因素影响，影响公司产能释放。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,149	11,596	15,700	20,494	净利润	5,686	4,367	5,594	7,993
YoY (%)	57.8%	-4.5%	35.4%	30.5%	折旧和摊销	1,113	963	1,013	1,063
营业成本	7,120	6,630	7,802	9,472	营运资金变动	-425	2,289	-2,114	3,092
营业税金及附加	433	347	471	615	经营活动现金流	3,489	6,468	3,392	10,401
销售费用	157	139	236	307	资本开支	-766	-1,140	-1,340	-1,340
管理费用	910	696	1,178	1,639	投资	1,852	-690	-720	-710
财务费用	208	103	66	44	投资活动现金流	1,087	-557	-652	-4
研发费用	157	139	204	328	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-15	-10	-10	-10	债务募资	-815	-358	-274	-302
投资收益	3,905	1,276	1,413	2,049	筹资活动现金流	-1,891	-845	-387	-404
营业利润	6,650	4,842	7,182	10,182	现金净流量	2,686	5,066	2,353	9,993
营业外收支	-333	10	-190	-190					
利润总额	6,317	4,852	6,992	9,992	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	631	485	1,398	1,998	成长能力				
净利润	5,686	4,367	5,594	7,993	营业收入增长率	57.8%	-4.5%	35.4%	30.5%
归属于母公司净利润	4,951	3,077	4,407	5,965	净利润增长率	7171.1%	-37.8%	43.2%	35.4%
YoY (%)	7171.1%	-37.8%	43.2%	35.4%	盈利能力				
每股收益	1.36	0.84	1.20	1.62	毛利率	41.4%	42.8%	50.3%	53.8%
					净利率	40.8%	26.5%	28.1%	29.1%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	18.9%	9.8%	12.2%	12.8%
货币资金	4,328	9,394	11,748	21,741	净资产收益率 ROE	32.3%	17.1%	19.6%	21.0%
预付款项	99	82	100	120	偿债能力				
存货	676	314	846	564	流动比率	0.99	1.32	1.88	2.33
其他流动资产	3,359	2,903	4,061	3,901	速动比率	0.67	1.07	1.53	2.08
流动资产合计	8,461	12,693	16,755	26,325	现金比率	0.51	0.98	1.32	1.92
长期股权投资	4,804	5,304	5,804	6,304	资产负债率	34.8%	32.7%	26.4%	25.6%
固定资产	10,065	10,148	10,181	10,165	经营效率				
无形资产	971	1,038	1,109	1,179	总资产周转率	0.49	0.40	0.46	0.49
非流动资产合计	17,777	18,647	19,499	20,289	每股指标 (元)				
资产合计	26,238	31,339	36,254	46,614	每股收益	1.36	0.84	1.20	1.62
短期借款	3,192	2,834	2,560	2,258	每股净资产	4.17	4.91	6.11	7.73
应付账款及票据	2,449	3,941	3,293	5,605	每股经营现金流	0.95	1.76	0.92	2.83
其他流动负债	2,873	2,836	3,079	3,436	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,515	9,612	8,932	11,299	估值分析				
长期借款	345	345	345	345	PE	5.97	9.69	6.77	5.00
其他长期负债	279	279	279	279	PB	1.75	1.65	1.33	1.05
非流动负债合计	624	624	624	624					
负债合计	9,139	10,235	9,556	11,923					
股本	3,673	3,673	3,673	3,673					
少数股东权益	1,776	3,065	4,253	6,281					
股东权益合计	17,100	21,104	26,698	34,691					
负债和股东权益合计	26,238	31,339	36,254	46,614					

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。