

天然碱项目投产，为公司带来长期成长性

2023 年 07 月 10 日

► **事件：**6 月 28 日，公司在建的阿拉善塔木素天然碱开发利用项目一期第一条 150 万吨/年纯碱生产线顺利打通工艺流程并产出产品。

► **天然碱项目逐步投产，将为公司带来成长性。**公司是国内老牌纯碱生产企业之一，深耕天然碱行业多年，经过多年的持续稳定发展，截至 2022 年底公司拥有纯碱在产产能 180 万吨/年，小苏打在产产能 110 万吨/年，尿素在产产能 154 万吨/年，纯碱、小苏打及尿素产能均居国内前列。公司在建的阿拉善天然碱项目规划建设纯碱产能 780 万吨/年、小苏打产能 80 万吨/年，其中一期 500 万吨/年纯碱、40 万吨/年小苏打项目计划于 2023 年底前分产线逐步投产。我们认为，公司阿碱项目产能规模大，两期项目建成后，规模效应有望带来单吨成本下降，为公司带来长期成长性。

► **天然碱成本优势显著，公司资源储备丰富。**相比于化学合成法，天然碱法工艺的能耗较低，对自然环境的污染较少，根据百川盈孚数据，2023 年 6 月联碱法、氨碱法、天然碱法纯碱平均成本分别为 1374、1556 和 778 元/吨，成本优势明显。我国天然碱资源主要集中在河南和内蒙古，截至 2022 年底，公司在河南桐柏县拥有安棚和吴城两个天然碱矿区，在内蒙古拥有查干诺尔碱矿和塔木素天然碱矿，其中安棚碱矿拥有探明储量 19308 万吨，保有储量 13087 万吨；吴城碱矿拥有探明储量 3267 万吨，保有储量 2008.93 万吨；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；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，公司丰富资源储备可保障长期的发展。

► **地产竣工端支撑平板玻璃需求保持平稳，光伏玻璃保持快速增长。**政策支持房地产企业降杠杆、降负债、“保交楼”情况下，wind 数据显示，截至 23 年 5 月国内房屋竣工面积累计同比达 19.6%，房地产竣工交付量持续回升带动平板玻璃需求回暖。另一方面，随着全球光伏装机高速增长，叠加组件中双玻渗透率的逐步提升，光伏玻璃需求量持续高速增长。根据中国光伏协会预测，2021-2025 年全球光伏装机 170GW、230GW、305GW、230GW 和 355GW，假设双玻比例逐年提升，对应纯碱需求为 213 万吨、290 万吨、388 万吨、423 万吨和 460 万吨，CAGR 达到 21.2%，光伏玻璃对纯碱的需求有望保持快速增长。

► **投资建议：**公司是国内稀缺的天然碱法纯碱龙头，随着内蒙阿拉善项目的逐步投产，公司有望保持长期成长。我们预测公司未来三年业绩将快速增长，预计 2023-2025 公司实现归母净利润 31.51 亿元、38.25 亿元、43.35 亿元，7 月 10 日收盘价对应 PE 为 8、7、6 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新产能投产进度不及预期，下游地产端需求修复不及预期，纯碱价格持续大幅下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10987	12998	16286	18101
增长率 (%)	-9.5	18.3	25.3	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2660	3151	3825	4335
增长率 (%)	-46.2	18.5	21.4	13.3
每股收益 (元)	0.73	0.87	1.06	1.20
PE	10	8	7	6
PB	2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 10 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.04 元


分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李家豪

执业证书：S0100122060011

电话：15919000973

邮箱：lijiahao@mszq.com

相关研究

1.把握确定性，拥抱新技术——化工行业

2022 年度中期投资策略-2022/07/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10987	12998	16286	18101
营业成本	6506	7901	9906	10868
营业税金及附加	242	375	470	523
销售费用	163	180	226	251
管理费用	803	967	1211	1346
研发费用	164	181	226	251
EBIT	3094	3415	4272	4891
财务费用	154	182	186	148
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	793	938	977	996
营业利润	3700	4172	5063	5739
营业外收支	-42	0	0	0
利润总额	3658	4172	5063	5739
所得税	468	475	577	654
净利润	3190	3696	4486	5085
归属于母公司净利润	2660	3151	3825	4335
EBITDA	3981	4435	5582	6514

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2062	3327	6491	9350
应收账款及票据	100	112	144	158
预付款项	130	316	198	326
存货	776	846	1121	1197
其他流动资产	4972	4547	4364	4708
流动资产合计	8041	9148	12318	15740
长期股权投资	3124	4062	5039	6035
固定资产	9819	11666	13387	15085
无形资产	837	838	838	838
非流动资产合计	21822	25917	28104	29786
资产合计	29862	35065	40422	45526
短期借款	2673	2673	2673	2673
应付账款及票据	4932	4591	6632	6796
其他流动负债	1888	3293	2766	3403
流动负债合计	9492	10557	12071	12872
长期借款	2085	2981	2981	2981
其他长期负债	1566	1650	1650	1650
非流动负债合计	3651	4631	4631	4631
负债合计	13143	15188	16702	17503
股本	3622	3622	3622	3622
少数股东权益	4189	4734	5395	6145
股东权益合计	16719	19877	23720	28023
负债和股东权益合计	29862	35065	40422	45526

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.54	18.31	25.29	11.15
EBIT 增长率	-7.89	10.39	25.08	14.49
净利润增长率	-46.25	18.48	21.38	13.34
盈利能力 (%)				
毛利率	40.78	39.22	39.17	39.96
净利率	24.21	24.24	23.49	23.95
总资产收益率 ROA	8.91	8.99	9.46	9.52
净资产收益率 ROE	21.23	20.81	20.87	19.81
偿债能力				
流动比率	0.85	0.87	1.02	1.22
速动比率	0.35	0.43	0.63	0.84
现金比率	0.22	0.32	0.54	0.73
资产负债率 (%)	44.01	43.31	41.32	38.45
经营效率				
应收账款周转天数	3.33	3.14	3.23	3.19
存货周转天数	43.55	39.09	41.32	40.21
总资产周转率	0.39	0.40	0.43	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.87	1.06	1.20
每股净资产	3.46	4.18	5.06	6.04
每股经营现金流	0.90	1.41	1.95	1.71
每股股利	0.15	0.18	0.22	0.24
估值分析				
PE	10	8	7	6
PB	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.45	6.69	5.31	4.55
股息收益率 (%)	2.13	2.52	3.06	3.47

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3190	3696	4486	5085
折旧和摊销	887	1019	1310	1623
营运资金变动	-359	1125	2012	239
经营活动现金流	3250	5108	7057	6176
资本开支	-3265	-3858	-2519	-2310
投资	-162	0	0	0
投资活动现金流	-3341	-4162	-2474	-2310
股权募资	0	0	0	0
债务募资	748	1065	-549	0
筹资活动现金流	-2251	319	-1419	-1007
现金净流量	-2342	1265	3164	2860

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026