

2023年08月24日

远兴能源 (000683.SZ)

公司快报

景气下行业绩承压，阿碱项目逐步投产

投资要点

◆ **事件：** 2023年8月21日远兴能源发布半年报，上半年实现收入 53.56 亿元，同比-8.54%；归母净利润 10.52 亿元，同比-34.85%；扣非归母净利润 10.86 亿元，同比-31.46%；毛利率 36.62%同比-6.7pct；净利率 23.77%同比-9.83pct。单季度看，Q2 实现收入 28.52 亿元，同比-10.28%环比 13.91%；归母净利润 4.00 亿元，同比-51.47%环比-38.59%；扣非归母净利润 4.32 亿元，同比-45.48%环比-33.84%；毛利率 32.30%同比-15.32pct 环比-9.25pct；净利率 17.35%同比-15.39pct 环比-13.74pct。

◆ **产品景气下行，业绩承压明显。**受宏观经济形势和供应增加导致的供需错配影响，上半年尤其二季度公司主营产品价格出现不同程度震荡下行，盈利收缩拖累业绩。根据 wind 数据，纯碱 23H1 均价 2633 元/吨同比-1.78%，其中 Q2 均价 2490 元/吨同比-11.36%环比-10.40%；小苏打 23H1 均价 2015 元/吨同比-16.05%，Q2 均价 1771 元/吨同比-31.45%环比-21.69%；尿素 23H1 均价 2491 元/吨同比-12.88%，Q2 均价 2307 元/吨同比-24.62%环比-14.52%。自产产品分开来看，纯碱 23H1 产量 83.22 万吨同比 19.90%，收入 18.25 亿元同比 5.20%，毛利率 57.97%同比提升 0.03pct；小苏打 23H1 产量 55.48 万吨同比 2.02%，收入 9.17 亿元同比-20.44%，毛利率 39.88%同比下滑 15.04pct；尿素 23H1 产量 84.60 万吨同比 0.69%，收入 21.29 亿元同比-8.04%，毛利率 23.76%同比下滑 13.22pct。同时 23H1 公司财务费用 1.38 亿元同比增加 0.99 亿元，主要因为阿碱项目建设贷款增加。此外 23H1 来自联合合营公司投资收益 3.28 亿元同比减少 0.29 亿元，主要因为蒙大矿业主营煤炭价格下跌影响。

◆ **阿碱项目陆续投产释放，强化规模成本优势。**公司已于 2021 年通过转让子公司方式剥离煤炭、甲醇业务，聚焦天然碱和尿素产品发展。截止 2022 年底拥有纯碱产能 180 万吨，小苏打 110 万吨，尿素 154 万吨。控股子公司银根矿业在建的阿拉善塔木素天然碱（简称阿碱）项目规划建设年产 780 万吨纯碱和 80 万吨小苏打，其中先行建设的一期包含 500 万吨/年纯碱和 40 万吨/年小苏打，第一条 150 万吨/年纯碱生产线已于 2023 年 6 月 28 日投产，目前正在优化爬坡中，一期剩余产线也将陆续投产。公司待一期达产另将适时启动二期项目 280 万吨/年纯碱、40 万吨/年小苏打建设，全部建成后远兴能源将具备 960 万吨纯碱、190 万吨小苏打，成为纯碱、小苏打行业绝对龙头，同时成本有望进一步降低。

◆ **投资建议：**远兴能源为国内资源稀缺的天然碱龙头，阿碱一期项目产线陆续投产释放产能，规模成本优势强化，助力公司穿越周期实现成长。预测公司 2023-2025 年收入分别为 123.08 / 160.38 / 179.58 亿元，同比增长 12.0% / 30.3% / 12.0%，归母净利润分别为 24.07 / 31.70 / 36.62 亿元，同比增长-9.5% / 31.7% / 15.5%，对应 PE 分别为 10.7x / 8.2x / 7.1x；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

基础化工 | 纯碱III

投资评级

增持-B(首次)

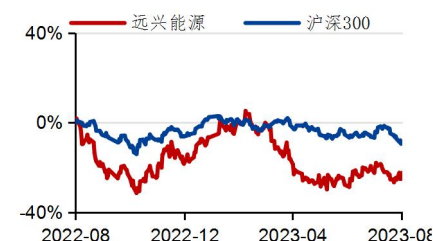
股价(2023-08-24)

7.14 元

交易数据

总市值（百万元）	25,859.36
流通市值（百万元）	23,387.78
总股本（百万股）	3,621.76
流通股本（百万股）	3,275.60
12 个月价格区间	9.62/6.60

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.38	6.27	-13.2
绝对收益	-2.19	1.42	-23.72

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsc.cn

相关报告



◆ **风险提示：**项目建设低于预期；能耗用水等指标申请审批低于预期；产品价格大幅波动；原材料大幅波动；大股东债务问题；子公司诉讼风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,149	10,987	12,308	16,038	17,958
YoY(%)	57.8	-9.6	12.0	30.3	12.0
净利润(百万元)	4,951	2,660	2,407	3,170	3,662
YoY(%)	7171.1	-46.3	-9.5	31.7	15.5
毛利率(%)	41.4	40.8	40.3	41.1	42.2
EPS(摊薄/元)	1.37	0.73	0.66	0.88	1.01
ROE(%)	33.3	19.1	15.7	17.3	16.8
P/E(倍)	5.2	9.7	10.7	8.2	7.1
P/B(倍)	1.7	2.1	1.8	1.5	1.2
净利率(%)	40.8	24.2	19.6	19.8	20.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

纯碱：随阿碱项目释放销量逐步提升，价格因供需失衡有下行压力，成本有下降空间。预计 2023-2025 年收入增速分别为 50.0%、65.5%、19.2%，毛利率分别为 56.0%、52.0%、52.0%。

小苏打：随阿碱项目释放销量逐步提升，价格因供需失衡有下行压力，成本有下降空间。预计 2023-2025 年收入增速分别为-3.3%、5.8%、7.1%，毛利率分别为 45.0%、42.0%、42.0%。

尿素：暂无扩产在建及规划，预计销量保持稳定，价格因需求疲弱有下行压力。预计 2023-2025 年收入增速分别为-11.4%、0.0%、0.0%，毛利率分别为 25.0%、25.0%、25.0%。

表 1：公司业务分拆和预测

远兴能源	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计					
收入（百万元）	12149	10987	12308	16038	17958
YoY(%)	57.8%	-9.6%	12.0%	30.3%	12.0%
毛利(百万元)	5028	4480	4956	6596	7577
YoY(%)	167.0%	-10.9%	10.6%	33.1%	14.9%
毛利率(%)	41.4%	40.8%	40.3%	41.1%	42.2%
纯碱					
收入（百万元）	2484	3668	5500	9100	10850
YoY(%)	51.5%	47.7%	50.0%	65.5%	19.2%
毛利(百万元)	1234	2116	3080	4732	5642
毛利率(%)	49.7%	57.7%	56.0%	52.0%	52.0%
小苏打					
收入（百万元）	1634	2326	2250	2380	2550
YoY(%)	32.2%	42.4%	-3.3%	5.8%	7.1%
毛利（百万元）	764	1224	1013	1000	1071
毛利率(%)	46.7%	52.6%	45.0%	42.0%	42.0%
尿素					
收入（百万元）	3171	3794	3360	3360	3360
YoY(%)	28.1%	19.6%	-11.4%	0.0%	0.0%
毛利（百万元）	946	1123	840	840	840
毛利率(%)	29.8%	29.6%	25.0%	25.0%	25.0%
其他（贸易及其他业务）					
收入（百万元）	1740	1198	1198	1198	1198
YoY(%)	52.4%	-31.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利（百万元）	97	17	24	24	24
毛利率(%)	5.6%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、估值对比

远兴能源为天然碱龙头，我们选择纯碱行业中盐化工、三友化工、山东海化作为可比公司，2023-2023 平均 PE 分别为 10.7x/8.4x/7.3x，远兴能源对应 PE 分别为 10.8x /8.1x /7.1x，公司为国内纯碱龙头，拥有天然碱稀缺资源和成本优势，阿碱项目正陆续投产释放产能，盈利能力和成长优势显著。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600328. SH	中盐化工	9.86	145	1.04	1.18	1.32	9.4	8.3	7.5
603077. SH	和邦生物	2.39	211	0.33	0.38	0.42	7.3	6.4	5.6
600409. SH	三友化工	5.94	123	0.39	0.56	0.68	15.4	10.6	8.7
平均值							10.7	8.4	7.3
000683. SZ	远兴能源	7.14	259	0.66	0.88	1.01	10.8	8.1	7.1

资料来源：数据截止日期 2023 年 8 月 24 日，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8461	8041	9005	10488	11507
现金	4328	2062	2462	3528	4490
应收票据及应收账款	98	100	122	167	157
预付账款	99	130	126	208	166
存货	676	776	864	1243	1074
其他流动资产	3260	4972	5431	5342	5621
非流动资产	17777	21822	22925	25077	26334
长期投资	4804	3124	3624	4124	4624
固定资产	10065	9819	11384	13467	14871
无形资产	971	837	771	711	654
其他非流动资产	1937	8042	7146	6775	6186
资产总计	26238	29862	31930	35565	37841
流动负债	8515	9492	9490	9747	8136
短期借款	3192	2673	2761	3300	2795
应付票据及应付账款	2449	4932	4555	4030	2891
其他流动负债	2873	1888	2175	2418	2450
非流动负债	624	3651	3255	2897	2490
长期借款	345	2085	1689	1331	924
其他非流动负债	279	1566	1566	1566	1566
负债合计	9139	13143	12745	12644	10626
少数股东权益	1776	4189	4790	5583	6498
股本	3673	3622	3622	3622	3622
资本公积	1722	204	204	204	204
留存收益	10024	8652	11451	15069	19149
归属母公司股东权益	15324	12531	14394	17338	20717
负债和股东权益	26238	29862	31930	35565	37841

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3489	3250	3146	4254	4613
净利润	5686	3190	3008	3963	4578
折旧摊销	1113	887	845	1042	1247
财务费用	208	154	356	400	389
投资损失	-3905	-793	-500	-500	-500
营运资金变动	-425	-359	-610	-715	-1173
其他经营现金流	813	169	47	63	71
投资活动现金流	1087	-3341	-1495	-2757	-2076
筹资活动现金流	-1891	-2251	-1512	-3469	-1071

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.37	0.73	0.66	0.88	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.90	0.87	1.17	1.27
每股净资产(最新摊薄)	4.23	3.46	3.97	4.79	5.72

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12149	10987	12308	16038	17958
营业成本	7120	6506	7352	9443	10381
营业税金及附加	433	242	327	435	500
营业费用	157	163	160	208	233
管理费用	910	803	862	1123	1257
研发费用	157	164	148	192	216
财务费用	208	154	356	400	389
资产减值损失	-31	-34	0	0	0
公允价值变动收益	-152	-24	-47	-63	-71
投资净收益	3905	793	500	500	500
营业利润	6650	3700	3557	4673	5410
营业外收入	9	5	9	9	8
营业外支出	342	47	107	127	156
利润总额	6317	3658	3458	4555	5262
所得税	631	468	450	592	684
税后利润	5686	3190	3008	3963	4578
少数股东损益	735	530	602	793	916
归属母公司净利润	4951	2660	2407	3170	3662
EBITDA	7516	4783	4462	5740	6611

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	57.8	-9.6	12.0	30.3	12.0
营业利润(%)	2595.5	-44.4	-3.9	31.4	15.8
归属于母公司净利润(%)	7171.1	-46.3	-9.5	31.7	15.5
获利能力					
毛利率(%)	41.4	40.8	40.3	41.1	42.2
净利率(%)	40.8	24.2	19.6	19.8	20.4
ROE(%)	33.3	19.1	15.7	17.3	16.8
ROIC(%)	28.1	17.7	15.2	17.1	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	34.8	44.0	39.9	35.6	28.1
流动比率	1.0	0.8	0.9	1.1	1.4
速动比率	0.6	0.3	0.4	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	106.1	110.8	110.8	110.8	110.8
应付账款周转率	2.3	1.8	1.6	2.2	3.0
估值比率					
P/E	5.2	9.7	10.7	8.2	7.1
P/B	1.7	2.1	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	3.8	7.2	7.7	6.0	5.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn