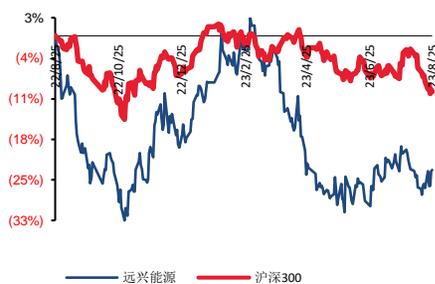


基础化工 化学原料

Q2 业绩短期承压，阿碱项目构筑远期成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,622/3,276
总市值/流通(百万元)	25,932/23,453
12 个月最高/最低(元)	9.90/6.45

相关研究报告:

远兴能源(000683)《2023Q1 业绩环比回升，阿碱项目稳步推进》——2023/05/03

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522120001

证券分析师：王海涛

电话: 010-88695269

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523010001

事件: 公司近期发布 2023 年半年报，上半年实现营业收入 53.56 亿元，同比下降 8.54%；实现归母净利润 10.52 亿元，同比下降 34.85%。

碱业、尿素毛利率下滑导致业绩短期承压。 公司主要从事天然碱法制纯碱和小苏打、煤制尿素等产品的生产和销售，2023H1 碱业、尿素的营收占比分别为 51%、40%，毛利率同比分别下滑 4.42%、13.12%，其中小苏打毛利率同比下滑 15.04%。据百川数据，2023Q2 重质纯碱均价 2576 元/吨，同比下降 12.19%，环比下降 12.58%；轻质纯碱 Q2 单季度均价 2290 元/吨，同比下降 16.33%，环比下降 18.41%。

纯碱行业库存低位，年内供需可能依然偏紧。 据百川数据，截至 2023 年 8 月 18 日，纯碱行业库存降至 18.23 万吨的历史低位。需求方面，据公司公告，截至 2023 年 6 月，全国浮法玻璃生产线日熔量较 2022 年底增加 5,560 吨，增幅 3.4%；光伏玻璃日熔量为 8.9 万吨/日，较 2022 年底增加 1.4 万吨，增幅 18.8%。供给侧来看，2023 年实际新增产能主要是远兴阿碱项目，但年内新增产量可能低于市场预期，年内供需可能依然偏紧。

阿碱项目首条产线投产，远期成长值得期待。 报告期内，内蒙古博源银根矿业的阿拉善塔木素天然碱项目累计投入 88.34 亿元，一期项目首条 150 万吨/年纯碱生产线于 2023 年 6 月 28 日投料，顺利打通工艺流程并产出产品，目前正进行调试、优化和完善。后续公司将按照项目整体建设安排，对其余生产线逐条投料试车。阿碱一期项目规划纯碱产能 500 万吨、小苏打 40 万吨，将为公司带来显著增量。

投资建议: 预计公司 2023-2025 年归母净利润 25.40/30.80/38.12 亿元，对应 EPS 为 0.70/0.85/1.05 元，对应当前股价 PE 为 9.84/8.07/6.49X，维持“买入”评级。

风险提示: 产品价格下跌、需求下滑、项目推进不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,986.51	12,128.48	15,390.47	18,135.03
(+/-%)	-9.57%	10.39%	26.90%	17.83%
归母净利润(百万元)	2,659.72	2,539.54	3,080.22	3,812.44
(+/-%)	-46.28%	-4.52%	21.29%	23.77%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.70	0.85	1.05
市盈率(PE)	10.74	9.84	8.07	6.49

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,328	2,062	5,310	9,531	14,806	营业收入	12,149	10,987	12,128	15,390	18,135
应收和预付款项	197	230	248	302	374	营业成本	7,120	6,506	7,611	9,651	11,443
存货	676	776	707	988	1,200	营业税金及附加	433	242	331	436	470
其他流动资产	3,260	4,944	5,272	6,342	7,538	销售费用	157	163	180	255	268
流动资产合计	8,461	8,041	11,574	17,210	23,975	管理费用	910	803	886	1,296	1,384
长期股权投资	4,804	3,124	3,799	4,677	4,635	财务费用	208	154	159	157	155
投资性房地产	252	244	325	432	492	资产减值损失	-15	0	111	153	98
固定资产	10,065	9,819	11,356	12,495	13,731	投资收益	3,905	793	875	1,110	1,309
在建工程	296	6,029	5,435	5,428	6,084	公允价值变动	-152	-24	0	0	0
无形资产开发支出	971	837	828	584	455	营业利润	6,650	3,700	3,709	4,513	5,491
长期待摊费用	46	38	31	23	15	其他非经营损益	-333	-42	-125	-167	-111
其他非流动资产	1,647	7,737	7,371	7,522	8,373	利润总额	6,317	3,658	3,583	4,346	5,380
资产总计	26,238	29,862	33,823	39,601	47,403	所得税	631	468	538	652	807
短期借款	3,192	2,673	2,673	2,673	2,673	净利润	5,686	3,190	3,046	3,694	4,573
应付和预收款项	2,449	4,932	4,380	5,396	7,219	少数股东损益	735	530	506	614	760
长期借款	345	2,085	2,606	3,340	4,338	归母股东净利润	4,951	2,660	2,540	3,080	3,812
其他非流动负债	272	1,558	2,701	2,701	2,701						
负债合计	9,139	13,143	14,470	16,554	19,784	预测指标					
股本	3,673	3,622	3,622	3,622	3,622		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1,722	204	308	308	308	毛利率	41.39%	40.78%	37.25%	37.29%	36.90%
留存收益	10,024	8,652	10,659	13,757	17,609	销售净利率	40.76%	24.21%	20.94%	20.13%	21.24%
归母公司股东权益	15,324	12,531	14,658	17,738	21,550	销售收入增长率	57.81%	-9.57%	10.39%	26.90%	17.83%
少数股东权益	1,776	4,189	4,695	5,309	6,070	EBIT 增长率	182.38%	-11.21%	27.04%	15.12%	20.24%
股东权益合计	17,100	16,719	19,353	23,047	27,620	净利润增长率	7171%	-46%	-5%	22%	24%
负债和股东权益	26,238	29,862	33,823	39,601	47,403	ROE	32%	21%	17%	17%	18%
						ROA	18.9%	8.9%	7.5%	7.8%	8.1%
现金流量表(百万)						ROIC	14%	12%	13%	13%	13%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS (X)	1.36	0.73	0.70	0.86	1.06
经营性现金流	3,489	3,250	3,254	4,553	6,250	PE (X)	5.37	10.74	9.84	8.07	6.49
投资性现金流	1,087	-3,341	-2,580	-2,736	-2,653	PB (X)	1.75	2.27	1.70	1.41	1.16
融资性现金流	-1,891	-2,251	1,075	514	742	PS (X)	2.21	2.58	2.06	1.62	1.38
现金增加额	2,686	-2,342	1,760	2,331	4,339	EV/EBITDA (X)	6.14	7.93	4.39	3.67	2.62

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。