

评级: 买入 (首次)

市场价格: 6.05

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

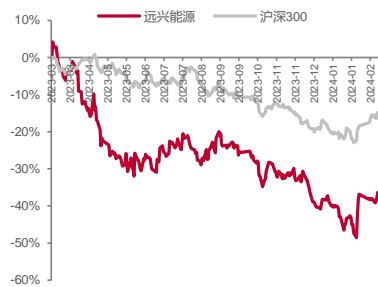
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12,149	10,987	11,501	15,944	17,245
增长率 yoy%	58%	-10%	5%	39%	8%
净利润 (百万元)	4,951	2,660	1,479	2,796	3,207
增长率 yoy%	7171%	-46%	-44.4%	89.1%	14.7%
每股收益 (元)	1.32	0.71	0.40	0.75	0.86
每股现金流量	0.93	0.87	0.72	1.23	1.46
净资产收益率	29%	16%	8%	13%	12%
P/E	4.6	8.5	15.3	8.1	7.1
P/B	1.5	1.8	1.7	1.5	1.3

备注: 股价截取至 2024 年 2 月 29 日

基本状况

总股本(百万股)	3,740
流通股本(百万股)	3,281
市价(元)	6.05
市值(百万元)	22,628
流通市值(百万元)	19,852

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【中泰化工】纯碱深度报告: 稳增长与新能源共振, 纯碱景气有望延续 20220706

【中泰化工】远兴能源 2022 年一季报点评: 供需紧张推涨纯碱价格, 天然碱项目打开成长空间 20220515

报告摘要

- **国内天然碱法稀缺标的, 阿拉善项目助力成长。** 公司为目前国内天然碱龙头企业, 2021 年战略性剔除煤炭、天然气制甲醇及下游延伸业务后, 聚焦天然碱、小苏打和尿素业务。公司控股 60% 的子公司银根矿业持续推进阿拉善天然碱项目, 预计合计新建纯碱产能 780 万吨/年、小苏打产能 80 万吨/年。根据公司公告, 一期纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年中一线、二线、三线 400 万吨纯碱已达产, 四线 100 万吨已投料试车。截至 2024 年 2 月, 公司天然碱、小苏打和尿素产能分别为 680/150/154 万吨/年, 位于行业前列。同时二期纯碱 280 万吨/年、小苏打 40 万吨/年持续推进, 计划 2025 年 12 月完工, 推动公司持续打开成长空间。
- **供给产能持续释放, 行业格局逐步趋于宽松。**
- **需求端: 浮法玻璃支撑传统市场, 光伏玻璃需求快速提振。** 根据百川盈孚, 2023 年我国纯碱需求量为 2639 万吨, 浮法玻璃为核心下游, 占比达 43.3%, 日熔量自 2023 年年初以来逐步上升, 截至 2024 年 1 月末已提升至 17.5 万吨/天; 另一下游光伏玻璃增速较快, 光伏玻璃占比从 2022 年的 13.6% 提升至 2023 年的 17.3%, 并且未来有望维持高速增长的趋势。2023 年由于海内外价差走阔, 年内出口持续增长, 全年累计出口 148.9 万吨, 预计未来随着国内产能持续释放, 出口将进一步提高。根据我们测算, 预计 2024/2025/2026 年纯碱需求为 2898/2938/2989 万吨, 同比+9.8%/+1.4%/+1.7%。
- **供给端: 纯碱产能持续投放。** 根据百川盈孚, 2023 年行业总产能为 4165 万吨, 产量为 2720 万吨。2023 年较 2022 年累计新增 680 万吨 (其天然碱法 400 万吨), 预计 2024/2025/2026 年新增产能 340/270/370 万吨。预计 2024/2025/2026 年纯碱产量达到 3223/3484/3829 万吨, 同+18.5%/+8.1%/+9.9%。
- **未来供需格局趋于宽松。** 目前下游浮法玻璃、光伏玻璃日熔量高位, 由于 2023 年远兴和金大地等 680 万吨产能逐步投产和释放, 行业或逐步迎来供需转换。根据测算, 预计 2024/2025/2026 年供给-需求为 157/341/591 万吨。
- **天然碱法成本优势穿越周期, 公司持续扩产静待业绩释放。** 通过复盘 2017-2024 年三种工艺路线的生产成本表现, 天然碱法较联碱法 (扣除氯化铵) / 氨碱法分别低 488.7/771.9 元/吨, 具备绝对成本优势。并且, 天然碱法/联碱法成本优势与煤炭价格正相关, 动力煤价格为 500 元/吨时, 天然碱法成本较联碱法低 360.7 元/吨; 动力煤价格为 1400 元/吨时, 天然碱法成本较联碱法低 625.8 元/吨。由于环保和能耗等政策限制, 新建产能准入门槛提高, 天然碱法产能在限制类发展的范畴之外, 天然碱法优势凸显。2023 年末公司 580 万吨纯碱产能均为天然碱法, 成本优势显著; 同时阿拉善天然碱矿品位更好, 成本进一步降低, 随着阿拉善 780 万吨纯碱项目持续推进, 预计 2023/2024/2025/2026 年公司纯碱权益产量为 188.0/368.0/392.0/535.4 万吨, 公司充分受益量增弹性。
- **盈利预测:** 预计公司 2023-2025 年营业收入为 115.0/159.4/172.5 亿元, 归母净利润为 14.8/28.0/32.1 亿元, 同比增长-44.4%/+89.1%/+14.7%, EPS 分别为 0.4/0.8/0.9 元。以 2024 年 2 月 29 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 15.3/8.1/7.1。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险, 产能投放不及预期的风险, 下游需求不及预期的风险, 行业新增产能超预期, 信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、远兴能源：国内天然碱行业龙头，阿拉善项目助力发展	- 5 -
1.1 天然碱资源壁垒高筑，持续扩能打开成长空间	- 5 -
1.2 聚焦主业，盈利提升	- 7 -
二、纯碱行业：供给产能持续释放，行业格局逐步趋于宽松	- 9 -
2.1 供给：23 年为纯碱投产大年，有望迎来大量新增产能	- 9 -
2.2 需求：浮法玻璃支撑传统市场，光伏玻璃需求快速提振	- 14 -
2.3 供需：供需格局或将重塑	- 16 -
2.4 成本：天然碱法位于成本曲线左侧，具备穿越周期的强竞争力	- 17 -
三、尿素行业：产能持续新增，需求或迎来复苏	- 19 -
3.1 供给端：行业产能持续扩容，未来集中度有望提升	- 19 -
3.2 需求端：农业刚需支撑，经济复苏或拉动工业需求	- 21 -
四、公司优势：收购银根矿业稳居龙头，成本优势打开成长空间	- 22 -
4.1 成本资源优势：少数天然碱矿企业，资源成本壁垒高筑	- 23 -
4.2 规模优势：阿拉善项目持续推进，规模优势进一步扩大	- 24 -
五、盈利预测	- 27 -
六、风险说明	- 28 -

图表目录

图表 1: 远兴能源发展沿革	- 5 -
图表 2: 戴连荣为实际控制人 (截至 2023 年 Q3)	- 6 -
图表 3: 公司产业链图	- 6 -
图表 4: 营收波动式增长	- 7 -
图表 5: 归母净利润波动较大	- 7 -
图表 6: 毛利率波动式增长	- 8 -
图表 7: 期间费用率持续降低	- 8 -
图表 8: 公司各产品营收情况	- 8 -
图表 9: 公司各产品毛利情况	- 8 -
图表 10: 公司净利率、ROE 和资产负债率情况	- 9 -
图表 11: 营收以内蒙古和河南为主	- 9 -
图表 12: 纯碱价格历史复盘	- 9 -
图表 14: 全球纯碱历年产能稳定增长	- 10 -
图表 15: 2022 年全球纯碱产能分布	- 10 -
图表 16: 国内纯碱企业产能统计 (截至 2024 年 2 月)	- 11 -
图表 17: 纯碱企业产能政策	- 12 -
图表 18: 我国纯碱行业历年产能产量	- 12 -
图表 19: 纯碱行业 2023 年起预计新增产能 (万吨)	- 13 -
图表 20: 纯碱行业月度开工率	- 13 -
图表 21: 纯碱行业月度产量 (万吨)	- 13 -
图表 22: 样本浮法玻璃企业原料重碱库存 (天)	- 14 -
图表 23: 碱厂库存持续低位	- 14 -
图表 24: 2023 年纯碱下游主要为玻璃制品	- 14 -
图表 25: 我国历年纯碱消费量波动上行	- 14 -
图表 26: 浮法玻璃日熔量走势图 (万吨)	- 15 -
图表 27: 我国及全球光伏终端装机总量	- 15 -
图表 28: 政策推动装机快速增长	- 15 -
图表 29: 2023 年以来, 多晶硅料价格持续下跌	- 16 -
图表 30: 中国光伏玻璃日熔量及其同比	- 16 -
图表 31: 纯碱行业供需平衡表	- 17 -
图表 32: 氨碱法价差 (元/吨)	- 17 -
图表 33: 联碱法价差 (元/吨)	- 17 -
图表 34: 天然碱法价差 (元/吨)	- 18 -
图表 35: 国内氨碱法、联碱法、天然碱法占比	- 18 -
图表 36: 天然碱法成本穿越周期 (元/吨)	- 18 -
图表 37: 动力煤对不同纯碱路线的敏感性分析	- 19 -
图表 38: 尿素图片	- 19 -
图表 39: 产业链图 (气头和煤头尿素方法)	- 19 -
图表 40: 我国尿素产能趋稳	- 20 -
图表 41: 2023 年国内尿素产能集中度低	- 20 -
图表 42: 尿素行业扩产情况 (万吨)	- 20 -
图表 43: 国内尿素需求稳定增长	- 21 -
图表 44: 下游需求以农业和工业为主 (2022 年)	- 21 -

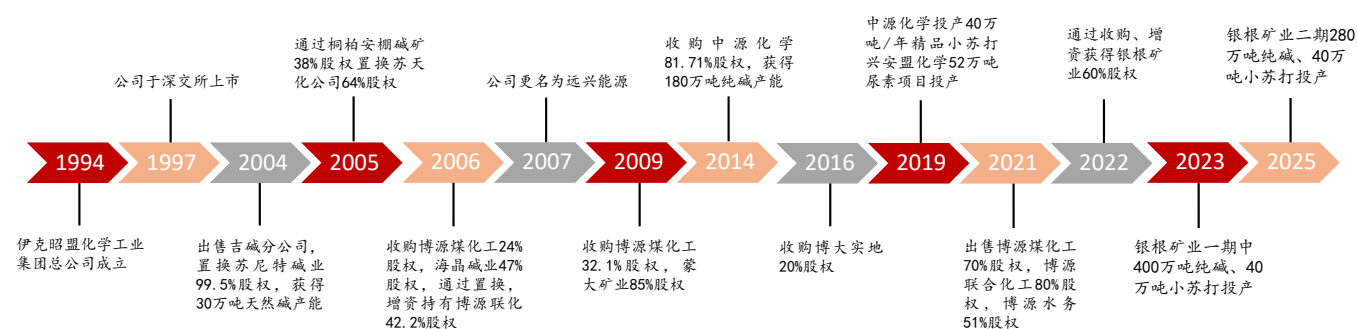
图表 45: 下游农作物耕种面积及尿素消耗	- 21 -
图表 46: 农作物价格变化	- 21 -
图表 47: 我国人造板产量稳步上升	- 22 -
图表 48: 三聚氰胺产能产量情况	- 22 -
图表 49: 中国尿素社会库存情况 (万吨)	- 22 -
图表 50: 尿素价格触底反弹 (元/吨)	- 22 -
图表 51: 中源化学天然碱矿储量及其分布	- 23 -
图表 52: 纯碱企业生产成本对比 (元/吨)	- 23 -
图表 53: 银根矿业天然碱矿储量及其分布	- 24 -
图表 54: 银根矿业成本拆分	- 24 -
图表 56: 银根矿业产能逐步释放	- 25 -
图表 57: 阿拉善天然碱项目持续推进中	- 26 -
图表 58: 公司尿素营收及毛利持续上升	- 26 -
图表 59: 公司尿素毛利率水平处行业中上游	- 26 -
图表 60: 远兴能源业绩拆分	- 27 -
图表 61: 可比公司估值 (可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期)	- 28 -
图表 62: 盈利预测	- 29 -

一、远兴能源：国内天然碱行业龙头，阿拉善项目助力发展

1.1 天然碱资源壁垒高筑，持续扩能打开成长空间

- 国内稀有天然碱标的。1994 年公司前身伊克昭盟化工总公司成立，1997 年在深交所挂牌上市。2014 年收购中源化学 81.7% 股权获得 180 万吨天然碱产能，2021 年剥离煤炭、天然气制甲醇等业务，专注纯碱和小苏打、煤制尿素行业。2022 年通过收购增资获得银根矿业 60% 股权，随后持续推进阿拉善天然碱项目，项目规划纯碱产能 780 万吨/年、小苏打产能 80 万吨/年。截至 2024 年 2 月，阿拉善一期 500 万吨纯碱和 40 万吨小苏打已投产；公司合计纯碱产能 680 万吨/年，小苏打产能 150 万吨/年，尿素产能 154 万吨/年，天然碱、小苏打和尿素产能均位居行业前列。二期 280 万吨纯碱和 40 万吨小苏打产能建设持续推进，预计全部投产后公司将位居行业龙头地位。

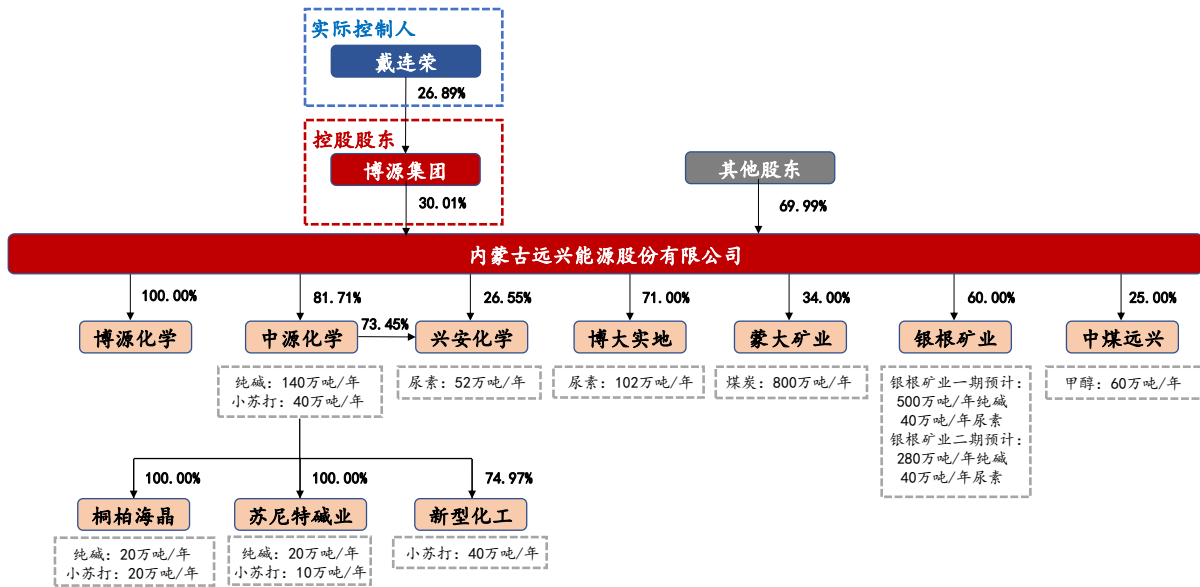
图表 1: 远兴能源发展沿革



资料来源：公司公告、公司官网、中泰证券研究所

- 实际控制人为博源集团董事长戴连荣。截至 2023 年 Q3，实控人戴连荣通过博源集团间接持股 8.1%。戴连荣持有博源集团 26.9% 的股权，公司控股股东博源集团持有公司 30.0% 股权。

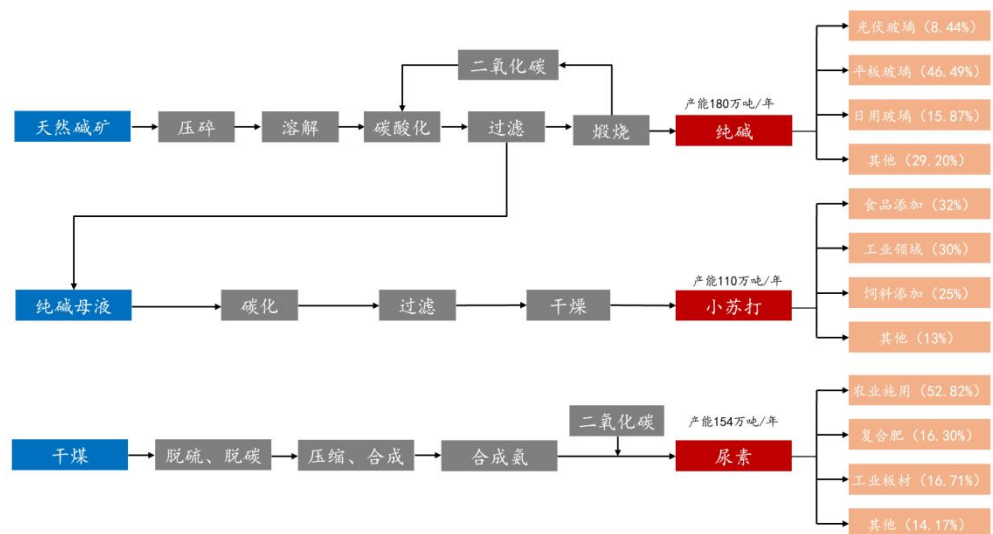
图表 2: 戴连荣为实际控制人 (截至 2023 年 Q3)



资料来源: 公司公告、百川盈孚、中泰证券研究所

- **聚焦天然碱、小苏打和尿素业务。**2021 年公司剔除煤炭、甲醇业务后聚焦碱业和尿素业务, 公司拥有天然碱矿资源, 为国内天然碱法制纯碱和小苏打龙头企业, 2022 年纯碱产能为 180 万吨, 产量 154.4 万吨, 开工率 85.8%, 下游应用于玻璃、冶金、造纸、印染、合成洗涤剂、食品医药等行业; 小苏打产能 110 万吨, 产量 114.9 万吨, 开工率 104.5%, 主要用于食品、饲料、医药卫生等行业。同时煤制尿素产能 154 万吨, 产量 161.0 万吨, 开工率 104.5%, 下游需求来自农业、车用尿素、电力脱硝、人造板制造等。

图表 3: 公司产业链图

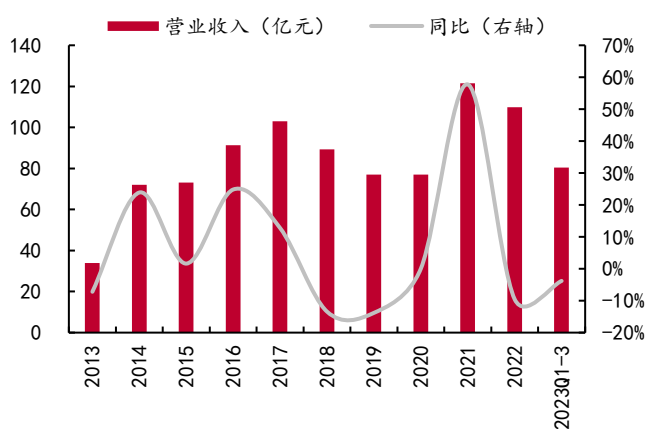


来源: 公司公告、百川盈孚、华经产业研究院、中泰证券研究所

1.2 聚焦主业，盈利提升

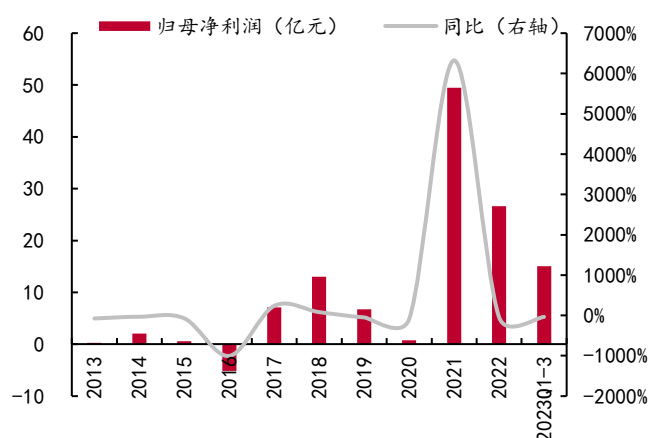
- 产品结构不断优化，近年盈利能力优异。**2013-2017年，公司营收由33.9亿元上涨至103.0亿元，4年CAGR为32.0%；2018-2020年营收，利润下跌主要是碱业、尿素、煤炭等行业景气下行导致；2021-2022年营收利润快速上涨主要是因为光伏和锂电拉动，汽车、建筑等主营产品下游需求增长，纯碱价格上涨，同时公司剥离煤炭和甲醇业务，转让博源煤化工、博源联合化工等子公司带来业绩增长21.2亿元所致；2023Q1-3公司营收为80.4亿元，同比下降3.8%；归母净利润15.1亿元，同比下降35.8%。2023Q3公司营收为26.8亿元，同比增长7.3%，环比下降5.96%；归母净利润4.5亿元，同比下降37.9%，环比增长13.5%。

图表 4: 营收波动式增长



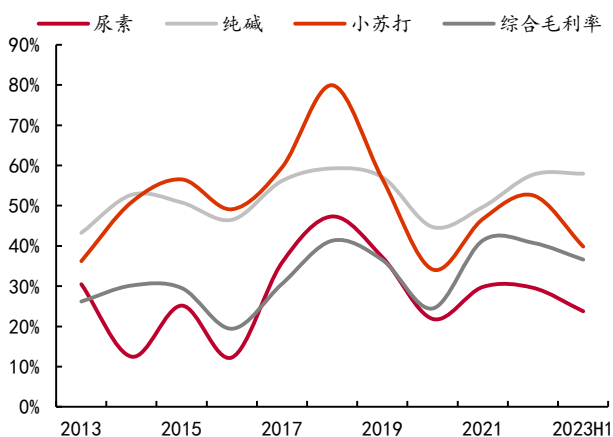
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 归母净利润波动较大

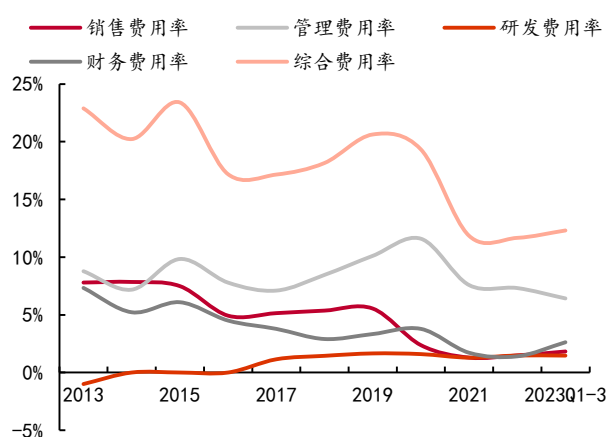


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 毛利率波动式增长，期间费用率持续降低。**公司主营产品纯碱、小苏打、尿素毛利率波动明显，2018年尿素和小苏打盈利能力提升，2020年疫情影响下游需求疲软产品毛利率下滑，导致综合毛利率下滑至24.5%，2021年随着下游版块复苏各产品毛利率恢复。2023年H1综合毛利率为36.6%，纯碱、小苏打、尿素毛利率分别为58.0%、39.9%以及23.8%，公司整体展现出较强盈利水平。公司期间费用率维持逐步下降趋势，从2013年的22.9%降低至2023年Q1-3的12.3%。主要来自公司的销售团队管理能力和资金使用效率的提高，导致销售、财务费用率降低。

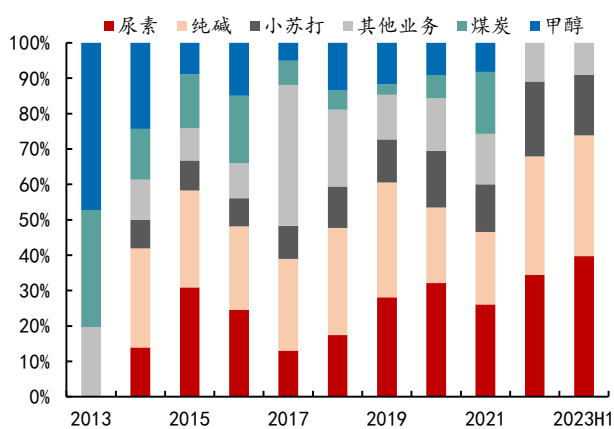
图表 6: 毛利率波动式增长


来源: 公司公告、中泰证券研究所

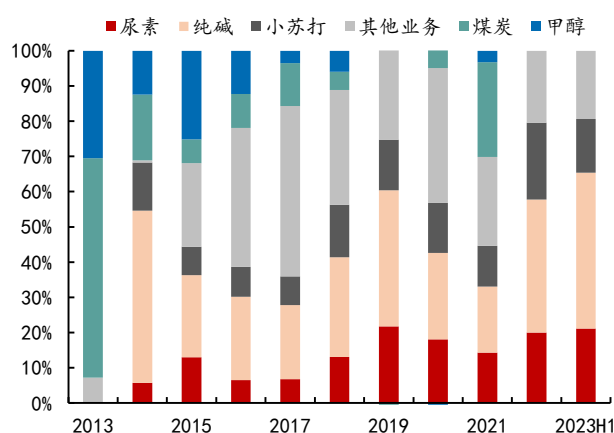
图表 7: 期间费用率持续降低


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 产品结构持续优化、逐步聚焦碱业尿素。**2013 年公司业务构成主要由煤炭、甲醇组成, 近年公司逐步剥离煤炭、甲醇业务, 聚焦于纯碱、小苏打和尿素的生产销售, 2023 年 H1 三种产品累计营收占比 90.9%, 毛利占比 80.6%。纯碱营收占比 34.1%, 毛利占比 44.2%; 小苏打营收占比 17.1%, 毛利占比 15.28%; 尿素营收占比 39.8%, 毛利占比 21.1%。

图表 8: 公司各产品营收情况


来源: 公司公告、中泰证券研究所

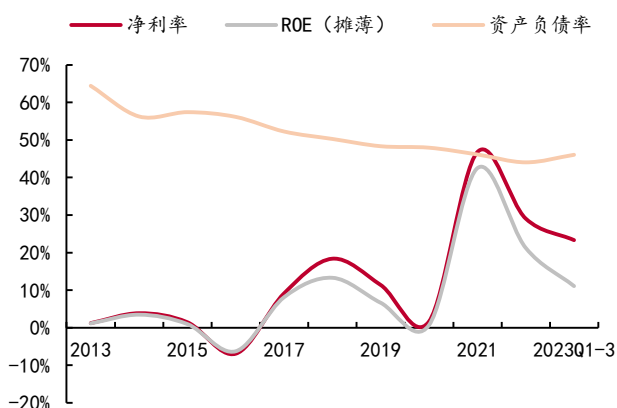
图表 9: 公司各产品毛利情况


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 净利率、ROE 波动较大, 资产负债率持续下降。**公司净利率 ROE 随行业景气影响较大, 2016 年净利率、ROE 分别下降至-6.9%以及-6.3%, 主要是化肥、煤炭和甲醇价格快速下滑且公司计提部分停产企业资产减值所致; 2020 年净利率、ROE 分别下降至 1.6%以及 0.7%, 主要是下游需求疲软, 产品价格下行所致; 2021 年受益于纯碱价格上行, 盈利水平恢复, 净利率与 ROE 均达到 40.0%以上高位。2023 年 Q1-3 实现净利率 23.3%, ROE 为 11.1%, 盈利水平稳定。公司资产负债率由 2013 年的 64.4%连年下降至 2023 年 Q1-3 的 46.0%, 偿债能力持续增强。公司起家于内蒙市场, 涉及化肥、煤炭和甲醇业务, 后期逐步开拓河南市场, 布局纯碱、小苏打业务。内蒙、河南两地营收累计占比近 100%, 地区集中度高; 2023 年 H1 内蒙古和河南地区营收占比分别为 51.7%和

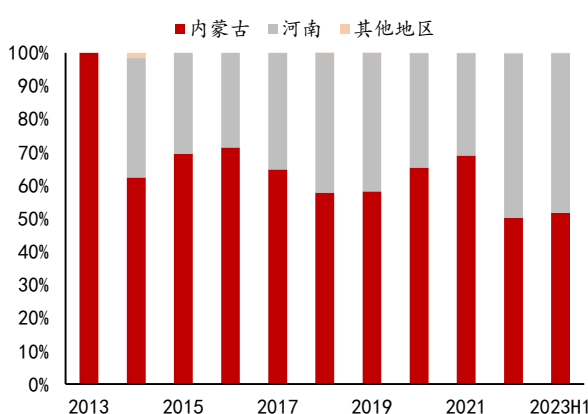
48.2%。

图表 10: 公司净利率、ROE 和资产负债率情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 11: 营收以内蒙古和河南为主

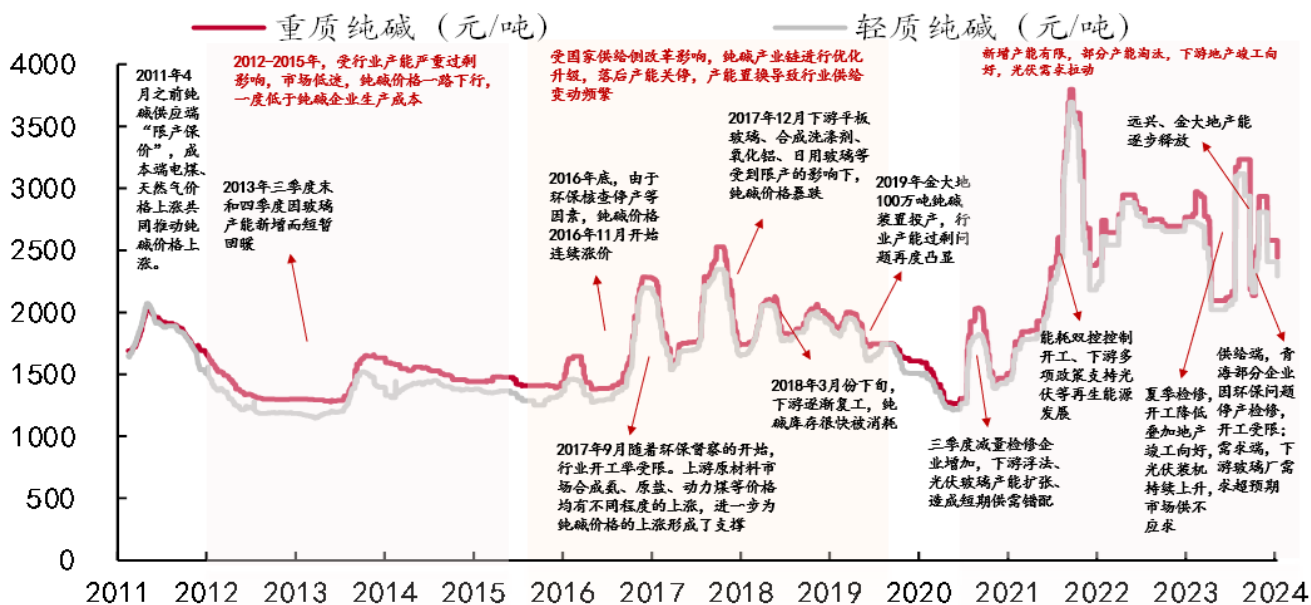


来源：公司公告、中泰证券研究所

二、纯碱行业：供给产能持续释放，行业格局逐步趋于宽松

2.1 供给：23 年为纯碱投产大年，有望迎来大量新增产能

图表 12: 纯碱价格历史复盘

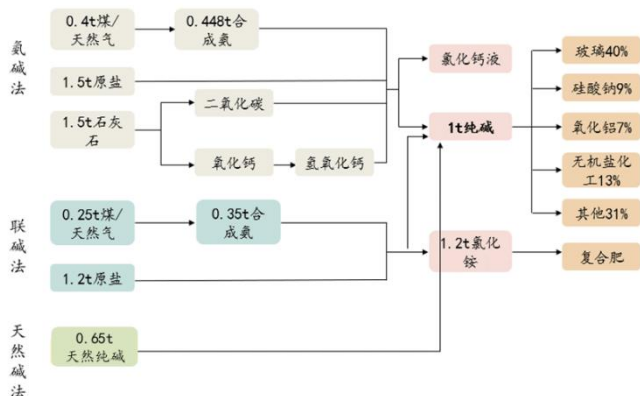


资料来源：Wind、智研咨询、卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所

- 纯碱制备方法有三种，下游主要用于玻璃制品的生产。纯碱又名苏打，化学式为 Na_2CO_3 是“三酸两碱”中的两碱之一，有“化工之母”的美誉。纯碱有氨碱法、联碱法、天然碱法的合成路径，2021 年氨碱法制纯碱和联碱法制纯碱的产能占比分别约为 46% 和 50%，天然碱法尚不足 5%。氨碱法产品纯度较高，但副产物处理难度较大。联碱法食盐利用率高，但产品品控难度较大。天然碱法环保简单、节约成本，但依赖碱矿

资源。下游主要用于平板玻璃、玻璃制品和陶瓷釉的生产。

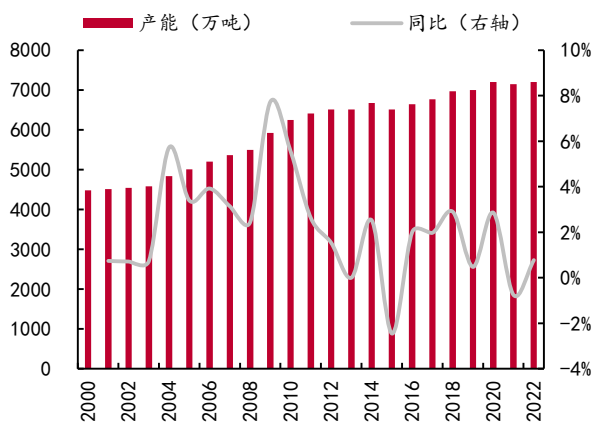
图表 13: 纯碱行业产业链



来源：百川盈孚、中泰证券研究所

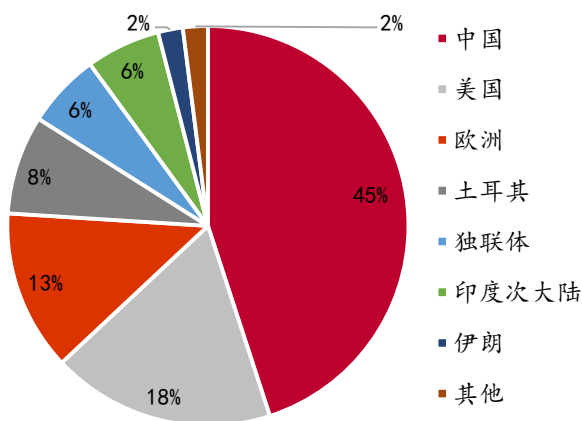
- **全球纯碱产能逐年增长，中国产能占比不断提升。**2000-2022年，全球纯碱产能从4481万吨增长至7200万吨，12年的CAGR为2.4%。近十年纯碱产能同比增速慢于2000年到2010年。2000年以后，中国纯碱产能逐渐增加，在全球范围内的比例越来越大。2000年，全球纯碱产能为4481万吨，产量为3421万吨，中国产量占据全球的24%，为834万吨；2022年年底，中国纯碱产能已经达到3243万吨，占据全球的45%。就目前来看，中国、北美及西欧是全球纯碱的主要生产地区，合计纯碱生产产能占据全球总产能的80%以上，中国是目前全球纯碱产能占比最大的国家，其次为美国，美国纯碱产能的全球占比为18%。

图表 14: 全球纯碱历年产能稳定增长



来源：中国建筑玻璃与工业玻璃网、立鼎产业研究院、研精毕智咨询、美尔雅期货、佰舸斯达贸易公司、工业矿物、新思界、中泰证券研究所

图表 15: 2022 年全球纯碱产能分布



来源：智研资讯、中泰证券研究所

- **远兴能源跃居行业龙头。**根据卓创和百川数据，截至2月全国企业产能达到4265万吨。天然碱法龙头远兴能源目前产能680万吨/年，位居行业第一；河南金山目前产能620万吨/年，位居行业第二，中盐化工2021年9月收购青海发投，产能达到415万吨/年，位居行业第三。

图表 16: 国内纯碱企业产能统计 (截至 2024 年 2 月)

上市公司	生产企业	产能 (万吨)	市场份额	制备工艺	所在省份
中盐化工	青海发投	140	3.28%	氨碱法	青海
	青海昆仑	150	3.52%	氨碱法	青海
	中盐化工	40	0.94%	氨碱法	内蒙古
	中盐昆山	85	1.99%	联碱法	江苏
未上市	河南金山	620	14.54%	联碱法	河南
三友集团	青海五彩	110	2.58%	氨碱法	青海
	三友化工	230	5.39%	氨碱法	河北
公司A	公司A	300	7.03%	氨碱法	山东
远兴能源	银根矿业	500	11.72%	天然碱法	内蒙古
	中源化学	140	3.28%	天然碱法	河南
	苏尼特碱业	20	0.47%	天然碱法	河南
	桐柏海晶	20	0.47%	天然碱法	河南
金晶科技	山东海天	150	3.52%	氨碱法	山东
和邦生物	四川和邦	120	2.81%	联碱法	四川
盐湖股份	青海盐湖	120	2.81%	氨碱法	青海
*ST双环	湖北双环	110	2.58%	联碱法	湖北
未上市	实联化工	110	2.58%	联碱法	江苏
其他		1300	30.48%		
合计		4265	100.00%		

来源: 卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所

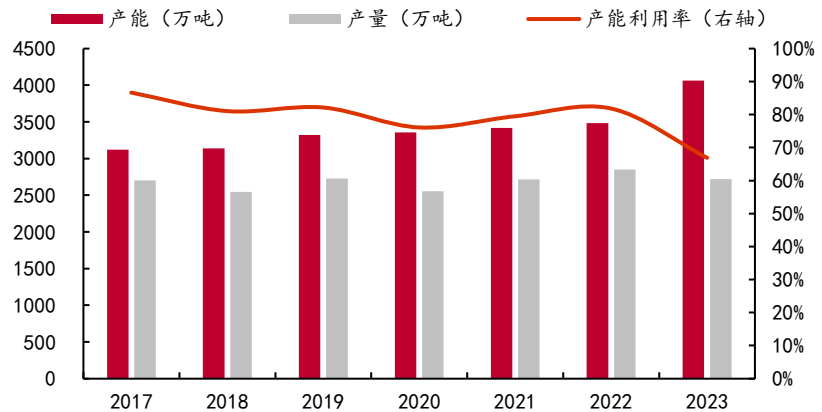
- 政策推动纯碱高耗能旧产清出, 天然碱法不在限制中。**2011年, 发改委将新建纯碱项目列为限制类发展项目, 并设置“十二五”期间行业产能上限 3000 万吨; 2021年, 内蒙古宣布当年起不再审批纯碱新增产能, 但不包括 120 万吨/年以上的天然碱产能。2022年, 国家发改委指示 2025年, 纯碱领域能效标杆水平以上产能比例达到 50%, 基准水平以下产能基本清零。总体来看, 纯碱行业的新增项目准入受到政策的严格管制, 但天然碱法由于其环保及产品优势, 被排除在限制类发展的范畴之外。

图表 17: 纯碱企业产能政策

时间	发布机构	政策	内容
2010年5月	工信部	《纯碱行业准入条件》	氨碱厂、联碱厂、天然碱厂设计能力分别不得小于120、60、40万吨/年，其中重质纯碱设计能力分别不得小于80%、60%、80%。联碱厂必须全部生产干氯化铵。
2011年4月	国家发改委	《产业结构调整指导目录》	所有新建纯碱项目均被列为限制类发展项目。
2011年7月	国家发改委	《中国纯碱行业“十二五”发展规划》	到2015年，控制纯碱生产能力在3000万吨以内，氯化铵生产能力在1500万吨以内。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	新建纯碱（井下循环制碱、天然碱除外）属于限制类；采用背压（抽背）型热电联产属于鼓励类。
2020年1月	国家发改委	《西部地区鼓励类产业目录（2020年本）》	新建120万吨/年及以上天然碱综合利用项目被列为内蒙古自治区鼓励类产业。
2020年6月	工信部	《中华人民共和国工业和信息化部公告2020年第27号》	废止《纯碱行业准入条件》。
2021年3月	内蒙古自治区发改委	《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》	从2021年起，不再审批纯碱新增产能项目，但不包括内蒙古自治区新建120万吨/年及以上天然碱综合利用项目。
2021年11月	国家发改委	《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平2021年版》	氨碱法（轻质）纯碱能效标杆水平/基准水平为320/370千克标准煤/吨；氨碱法（重质）纯碱能效标杆水平/基准水平为390/420千克标准煤/吨；联碱法（轻质）纯碱能效标杆水平/基准水平为160/245千克标准煤/吨；联碱法（重质）纯碱能效标杆水平/基准水平为210/295千克标准煤/吨。
2022年2月	国家发改委	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南》	到2025年，纯碱领域能效标杆水平以上产能比例达到50%，基准水平以下产能基本清零。

来源：发改委、工信部、内蒙古发改委、中泰证券研究所

- 行业新增大量产能，天然碱法为主要增量。**2023-2025 年远兴能源、金山化工和连云港碱厂等的企业有较大产能新增计划。2023 年累计投产 680 万吨(阜丰集团 2023 年末投产未计入)，其中天然碱法约 400 万吨，为新增产能的主要力量。预计 2024 年-2026 年纯碱新产能持续投放。考虑行业的新增产能及拟淘汰产能的进度，到 2025 年，行业总产能将突破 4500 万吨，总体来看，行业未来新增产能较为有限，主要是受政策掣肘。

图表 18: 我国纯碱行业历年产能产量


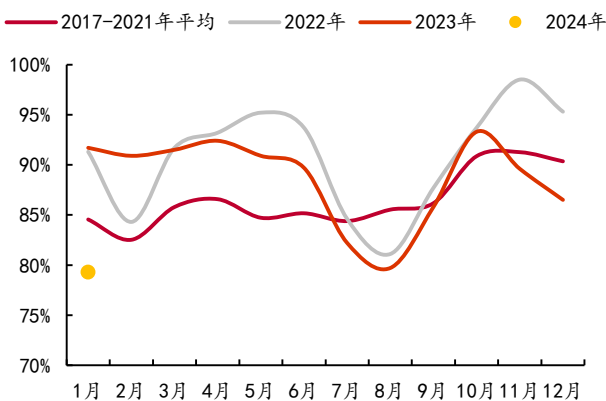
来源：百川盈孚、中泰证券研究所

图表 19: 纯碱行业 2023 年起预计新增产能 (万吨)

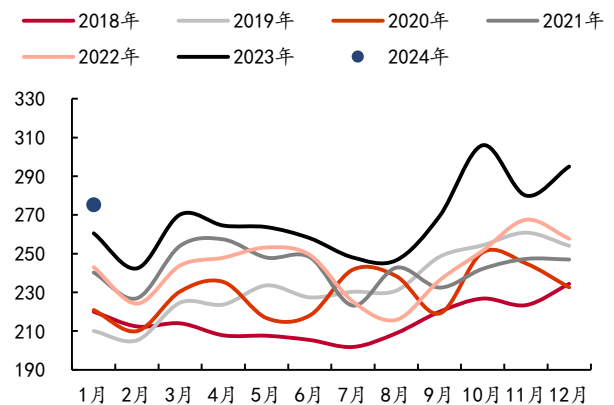
公司名称	地点	工艺	扩建/新建产能	投产进度
2023年新增				680
河南金大地	漯河市	联碱法	30	2023年1月投产
中盐红四方	合肥	联碱法	20	2023年5月投产
湘渝盐化	重庆	联碱法	20	2023年9月投产
金大地五期	漯河市	联碱法	200	70万吨合成氨, 2022年5月23日动工, 2023年11月投产
远兴能源一期	阿拉善盟	天然碱法	400	一线150万吨6月投产, 二线150万吨9月投产, 三线100万吨11月投产
其他			10	
2024年新增				340
远兴能源一期	阿拉善盟	天然碱法	100	2024年2月投产
连云港德邦	连云港	联碱法	60	计划2024年1月投产
天冠集团	河南	天然碱法	30	计划2024年5月投产
连云港碱业	连云港	联碱法	120	计划2024年6月投产
阜丰集团	呼伦贝尔市	联碱法	30	30万吨合成氨, 计划2023年12月投产未投产, 推迟至2024年
2025年新增				240-290
新都化工	应城市	联碱法	40-90	合成氨改造扩产, 规划70万吨合成氨, 2025年产能达到100-150万吨
湖北金江新材料	荆州	联碱法	200	120万吨合成氨, 预计2025年投产
2026年新增				370
远兴能源二期	阿拉善盟	天然碱法	280	初步计划2025年年底建成, 2026年投产
湖南湘衡盐业	衡东	-	90	40万吨合成氨, 初步计划2023年5月开工, 2026年5月投产
时间未定				330
江苏井神	淮安	氨碱法	240	时间未定
中天碱业	桐柏	天然碱法	30	2022年7月16日动工
河南心连心	新乡	联碱法	60	初步规划, 目前处在调研阶段

来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

- 新建产能逐步释放, 行业格局或将重塑。** 根据卓创资讯, 夏季为行业传统检修旺季, 2023年7月行业开工下滑至82.2%, 产量下滑至248.0万吨, 行业短期处于供不应求局面。随着检修结束和新建产能逐步释放, 截至2024年1月末, 纯碱月度产量达到275.3万吨, 未来行业供需格局或将重塑。

图表 20: 纯碱行业月度开工率


来源: 卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所

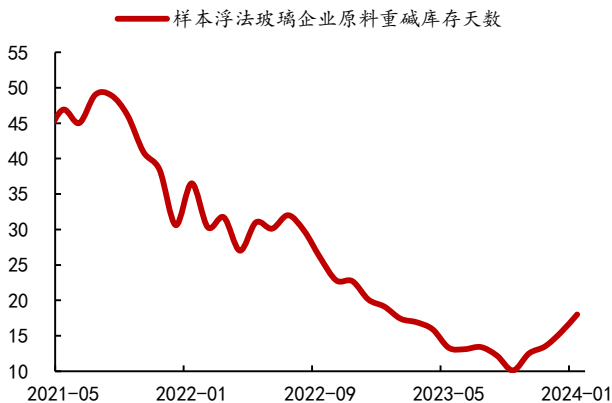
图表 21: 纯碱行业月度产量 (万吨)


来源: 卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所

- 供需或将反转, 累库雏形显现。** 纯碱总库存近年来中枢位置为60.9万吨, 受益于下游地产需求和光伏需求的拉动, 2023年库存处于低位, 截至12月末工厂月度库存约34.0万吨, 相较于2022年初高位去库149.5万吨。近期随着新增产能释放, 累库趋势初显。根据卓创和隆众数据, 截至2024年2月18日, 纯碱厂库存、玻璃厂原料库存均有所回升, 分

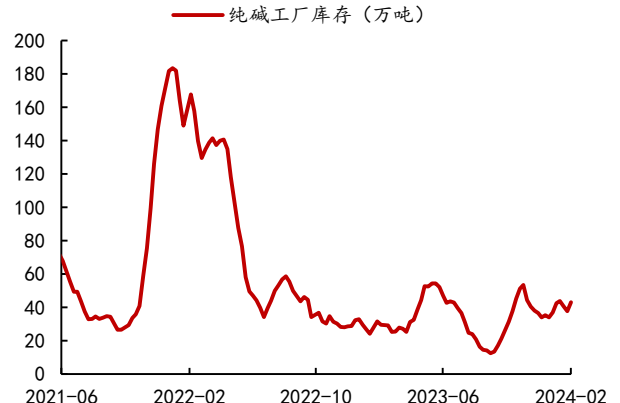
别为 43.0 万吨、18 天。

图表 22: 样本浮法玻璃企业原料重碱库存 (天)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 23: 碱厂库存持续低位

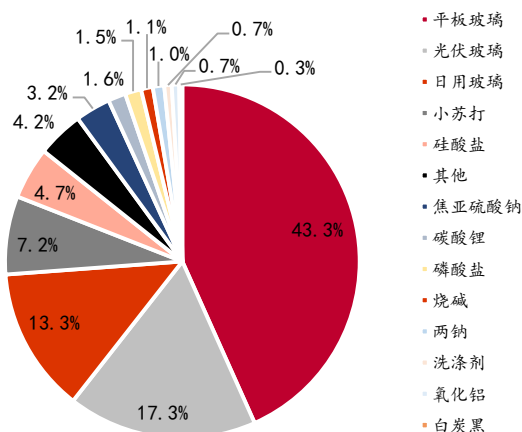


来源: 隆众资讯、中泰证券研究所

2.2 需求: 浮法玻璃支撑传统市场, 光伏玻璃需求快速提振

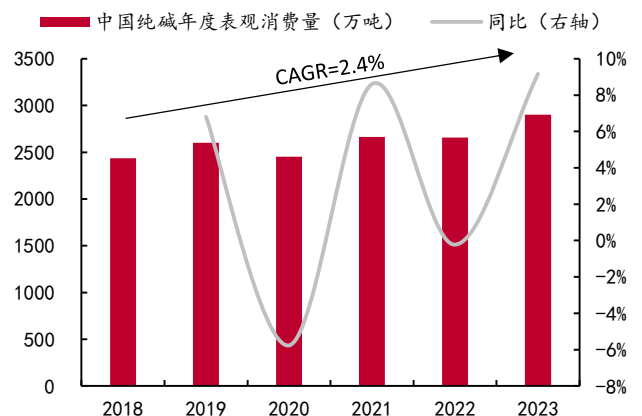
- **纯碱消费波动上行, 玻璃需求贡献主要增量。**根据百川盈孚 2023 年纯碱下游消费量统计, 纯碱下游主要用于玻璃制品, 平板玻璃、光伏玻璃、日用玻璃的占比分别约为 43.3%、17.3%和 13.3%, 此外还有硅酸盐、焦亚硫酸钠、磷酸盐、小苏打等, 占比较小且分散, 合计占比 26.2%。除 2018 年受供给总量制约和 2020 年受新冠疫情影响外, 纯碱表观消费量基本保持逐年增长的态势。2018-2023 年, 纯碱表观消费量从 2436.9 万吨增长至 2901.6 万吨, 5 年 CAGR 为 2.4%。纯碱下游浮法玻璃支撑传统市场, 光伏玻璃新增产能持续投放, 纯碱下游需求良好。

图表 24: 2023 年纯碱下游主要为玻璃制品



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 25: 我国历年纯碱消费量波动上行

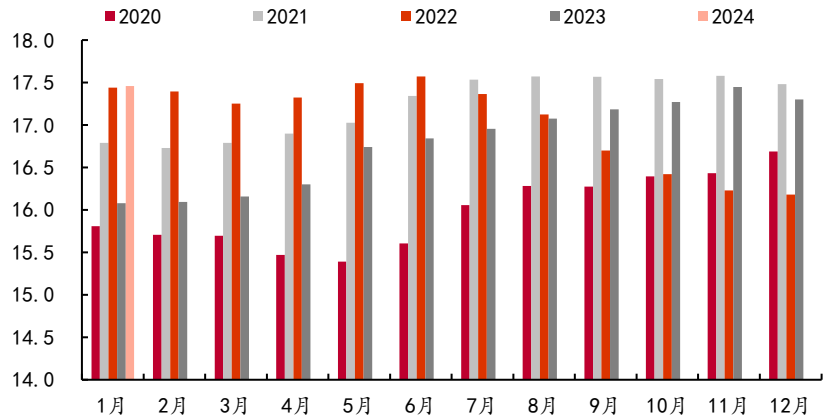


来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

- **浮法日熔量水平处于较高位置, 未来或略有下滑。**2022 年末, 受益于地产政策的推动, 我国地产竣工端于 2023 年初逐步复苏, 带动下游浮法玻璃需求增长。截至 2024 年 1 月末, 我国浮法玻璃日熔量 17.5 万吨,

保持较高位置。目前下游地产竣工需求较好，浮法玻璃产量有望维持较高位置。

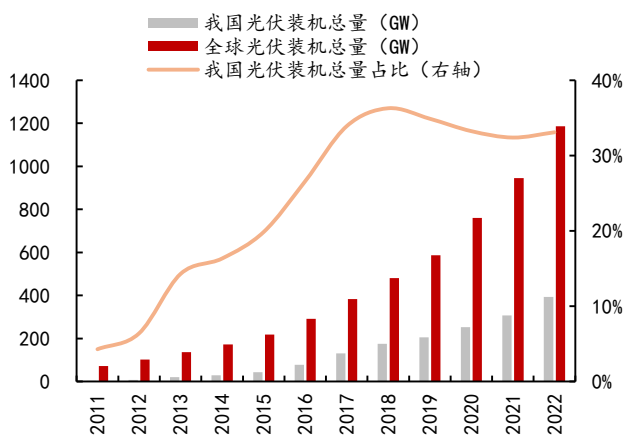
图表 26: 浮法玻璃日熔量走势图 (万吨)



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

- 光伏终端装机快速增长。**2020年10月，工信部通知，允许合法合规开展产能置换新建光伏玻璃项目，国家能源局也在2021年5月提出，要逐年提高光伏发电量占全社会用电量的比重。通过放开对产能置换的限制并加快推进存量项目建设，推进光伏发电项目储备，光伏及光伏玻璃行在政策的支持下逐步发力。2011-2022年，我国光伏装机总量从3.1GW增长至392.6GW，11年CAGR为55.3%，远高于同期全球光伏装机量的11年CAGR为29.0%。我国近几年来光伏装机总量的全球占比一直保持在30%以上，由于双碳目标的设定，我们长期看好包括光伏在内的可再生能源的成长空间。

图表 27: 我国及全球光伏终端装机总量



来源：CPIA、Wind、IEA、国家能源局、中泰证券研究所

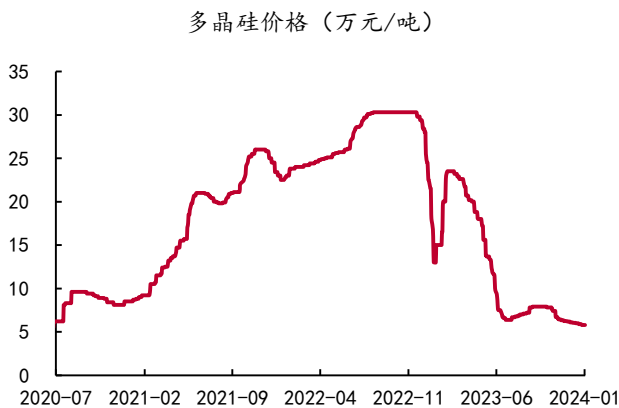
图表 28: 政策推动装机快速增长

日期	部门	文件	政策
2020-10	工信部		允许合法合规开展产能置换新建光伏玻璃项目
2021-05	能源局	《国家能源局关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	2021年，全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到11%左右，后续逐年提高，确保2025年非化石能源消费占一次性能源消费的比重达到20%左右。2021年户用光伏发电项目国家财政补贴预算额度为5亿元。
2021-07	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	光伏压延玻璃项目可不制定产能置换方案。2021年8月起实施。

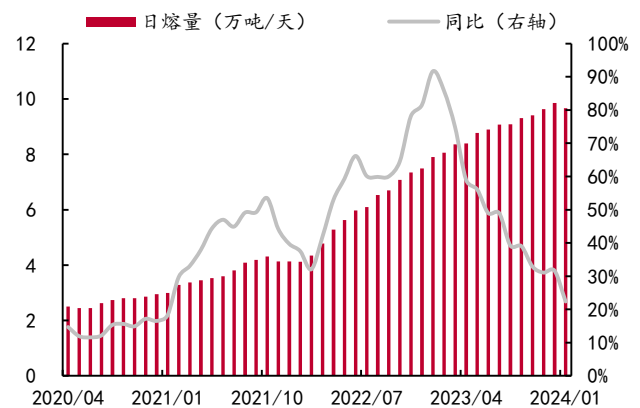
来源：工信部、国家能源局、中泰证券研究所

- 预计未来光伏装机带动光伏玻璃需求提升。****成本端：**随着通威股份、新特能源、天宝新能源等新增硅料产能投产，硅料供给端持续增长，供需结构逐步改善，2023年以来多晶硅硅料价格持续下行，截至2024年2

月 18 日达到 5.9 万元/吨。**需求端**：光伏行业招标项目陆续启动，终端电站装机推进加速，组件厂订单充足，大多数开工率维持较高水平，需求端具备强支撑。**供需展望**：目前光伏产业链持续处于上下游博弈阶段，随着多晶硅料价格持续下行，光伏玻璃逐步去库，预计未来随着上下游博弈进入平衡点时，光伏装机需求有望持续超预期。政策鼓励光伏玻璃产能建设，日熔量稳定增长。光伏玻璃日熔量保持稳定增长，日熔量从 2020 年年初的 2.5 万吨增长至 2024 年 1 月的 9.7 万吨，未来随着光伏产线继续投产，光伏玻璃日熔量持续提升。

图表 29: 2023 年以来，多晶硅料价格持续下跌


来源：百川盈孚、中泰证券研究所

图表 30: 中国光伏玻璃日熔量及其同比


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

2.3 供需：供需格局或将重塑

- 2023 年供需紧平衡，未来供给格局或将改变。**供给端：2023 年存在大量新建产能投产，主要有远兴 400 万吨和金大地 200 万吨，2024 年约 340 万吨产能继续投放，供给端整体看呈现宽松格局。需求端：受益于地产政策拉动，2023 年玻璃需求旺盛，截至 2024 年 1 月末，我国浮法玻璃日熔量 17.5 万吨，2024 年或略有下滑。2023 年为光伏行业投产大年，截至 12 月末光伏玻璃日熔量为 9.9 万吨。预计 2024 年光伏玻璃产能持续投放，光伏玻璃对纯碱的需求拉动或进一步增加。

图表 31: 纯碱行业供需平衡表

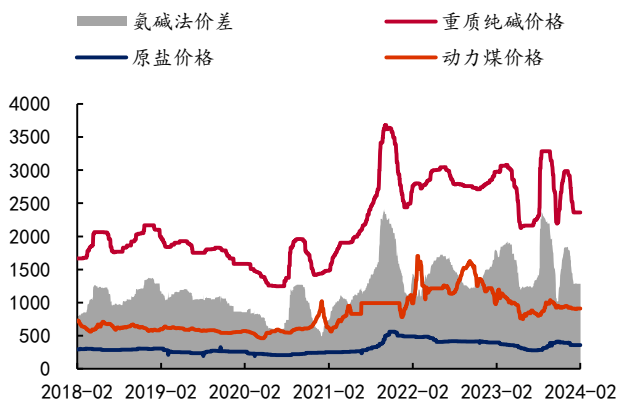
指标		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总供给 (万吨)	产能	3416	3485	4165	4505	4775	5145
	产量	2716	2852	2720	3223	3484	3829
	开工率	79.5%	81.8%	65.3%	72%	73%	74%
	进口	23.7	11.4	68.3	11.4	9.1	7.3
	总供给	2739.7	2863.5	2788.4	3234	3493	3837
总需求 (万吨)	总需求	2739.7	2863.5	2788.4	3077	3152	3246
	出口	75.9	205.5	148.9	178.7	214.5	257.3
	消费量(表观/预测)	2664	2658	2639	2898	2938	2989
	平板玻璃	1246	1152	1229	1167	1109	1053
	日用玻璃	447	446	376	384	391	399
	光伏玻璃	218	360	489	791	870	957
	其他	753	717.8	546	556	568	579
供给-需求(万吨)		0	0	0	157	341	591

来源: Wind、百川盈孚、卓创资讯、中泰证券研究所

2.4 成本: 天然碱法位于成本曲线左侧, 具备穿越周期的强竞争力

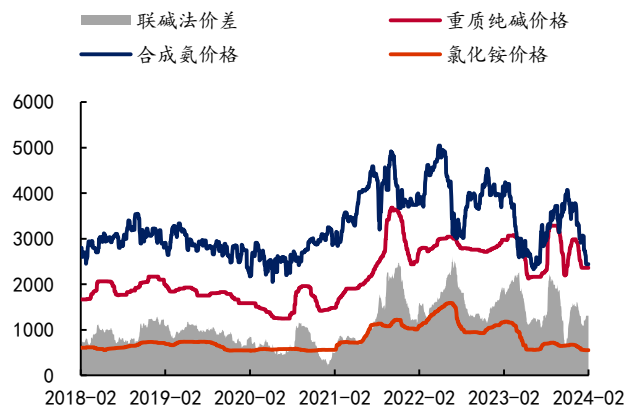
- 纯碱价格滑落, 价差水平下降。**根据 Wind 数据, 截至 2023 年 4 月 12 日, 重质纯碱价格约 3039 元/吨。随后开始下滑, 主要是由于远兴投产预期导致价格下行, 导致纯碱价差下降。7-8 月由于是检修季叠加青海环保问题导致供给端紧缺, 纯碱价格有所反弹, 价差略有恢复。后随着检修结束和新建产能释放, 价格呈逐步下滑趋势。截至 2024 年 2 月 18 日, 重质纯碱价格约为 2361 元/吨

图表 32: 氨碱法价差 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

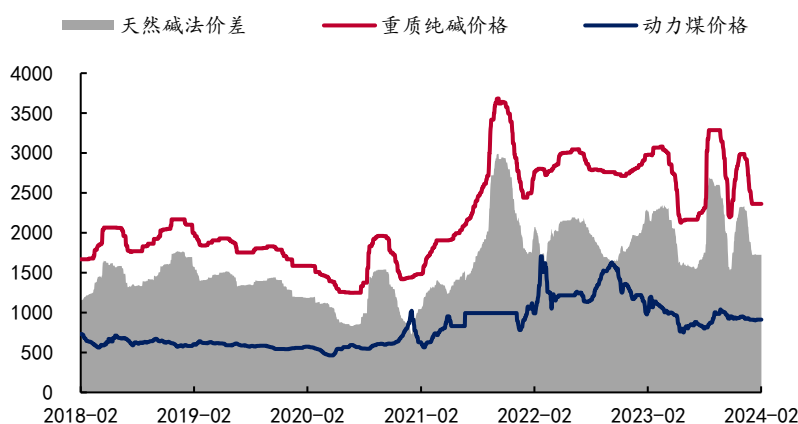
图表 33: 联碱法价差 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

- 价差水平: 天然碱法>氨碱法>联碱法。**截至 2024 年 2 月 18 日, 天然碱法/氨碱法/联碱法价差分别为 1723.3/1285.6/1307.3 元/吨, 其中天然碱法成本优势明显, 价差较氨碱法/联碱法分别高出 437.8/416.0 元/吨。

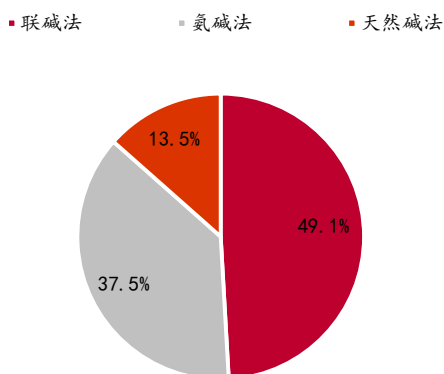
图表 34: 天然碱法价差 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

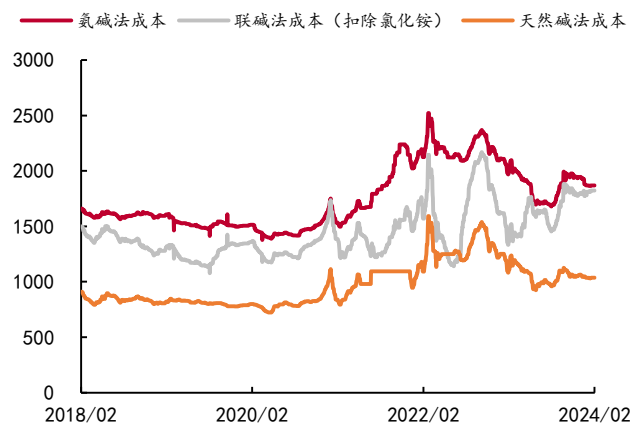
- **天然碱成本优势穿越周期。**目前国内天然碱法产能较为稀缺。根据百川盈孚,2023 年我国联碱法、氨碱法和天然碱法占比分别为 49.1%、37.5% 和 13.5%。对比 2017-2024 年初纯碱三种生产路线的成本,天然碱法具备穿越周期的成本优势。近 7 年数据显示,天然碱法生产成本较联碱法生产成本(扣除氯化铵)低 488.7 元/吨(2022 年 4 月由于联碱法复产氯化铵价格高位导致联碱法生产成本略低于天然碱法),较氨碱法生产成本低 771.9 元/吨,具备绝对成本优势。

图表 35: 国内氨碱法、联碱法、天然碱法占比



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 36: 天然碱法成本穿越周期 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

- **煤炭价格为影响氨碱法/联碱法(扣除氯化铵)/天然碱法成本核心因素。**当动力煤价格为 500 元/吨,氨碱法/联碱法(扣除氯化铵)/天然碱法生产成本分别为 1543.1/1182.3/750.0 元/吨,当动力煤价格增至 1400 元/吨,氨碱法/联碱法(扣除氯化铵)/天然碱法生产成本分别为 2038.1/2005.8/1380.0 元/吨,天然碱法成本优势依旧存在。动力煤价格从 500 元/吨提升至 1400 元/吨时,氨碱法/联碱法(扣除氯化铵)/天然碱法生产成本变动分别为 495.0/823.5/630.0 元/吨。

图表 37: 动力煤对不同纯碱路线的敏感性分析

纯碱成本敏感性分析										
动力煤价格 (元/吨)	500	600	700	800	900	1000	1100	1200	1300	1400
氨碱法成本 (元/吨)	1543.1	1598.1	1653.1	1708.1	1763.1	1818.1	1873.1	1928.1	1983.1	2038.1
联碱法成本 (扣掉氯化铵) (元/吨)	1182.3	1273.8	1365.3	1456.8	1548.3	1639.8	1731.3	1822.8	1914.3	2005.8
天然碱法成本 (元/吨)	750.0	820.0	890.0	960.0	1030.0	1100.0	1170.0	1240.0	1310.0	1380.0

来源: 百川盈孚、Wind、中泰证券研究所 (备注: 除动力煤外, 其他价格为近 7 年平均价格)

三、尿素行业: 产能持续新增, 需求或迎来复苏

3.1 供给端: 行业产能持续扩容, 未来集中度有望提升

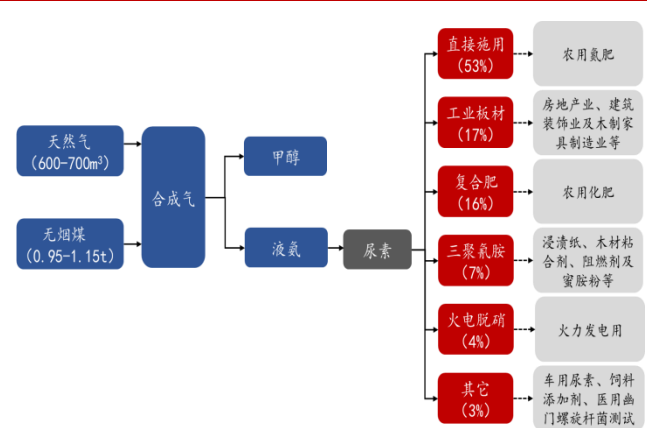
- 尿素为目前含氮量最高的氮肥。尿素下游以农肥为主, 农业需求占到 69%, 作为氮肥可以以直接施用, 也可以和磷、钾肥生产复合肥, 其中直接施用占比 53%, 复合肥占比 16%。根据生产合成氨的原料可区分不同尿素种类, 目前主流生产工艺主要是煤制尿素和天然气制尿素。

图表 38: 尿素图片



来源: 郑州商品交易所、中泰证券研究所

图表 39: 产业链图 (气头和煤头尿素方法)

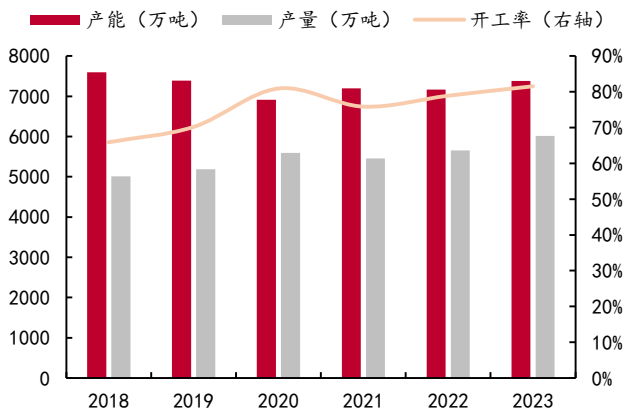


来源: 百川盈孚、公司公告、中泰证券研究所

- 行业持续新建产能, 集中度未来有望提升。2016 年中国氮肥工业协会发布《氮肥行业“十三五”发展指南》, 产能控制在 8150 万吨, 淘汰落后产能 1350 万吨。2016-2020 年供给侧改革去产能, 根据卓创数据, 尿素产能从 2016 年起下滑至 2020 年的 6913 万吨, 随后保持稳定, 2023 年我国尿素产能 7381 万吨。根据百川盈孚, 2024 和 2025 年预计投放 711 和 659 万吨产能。尿素行业集中度较低, CR5 为 18.1%, 产能排名前五分别为山西天泽 300 万吨、山西润银 300 万吨、河南心连心 280 万

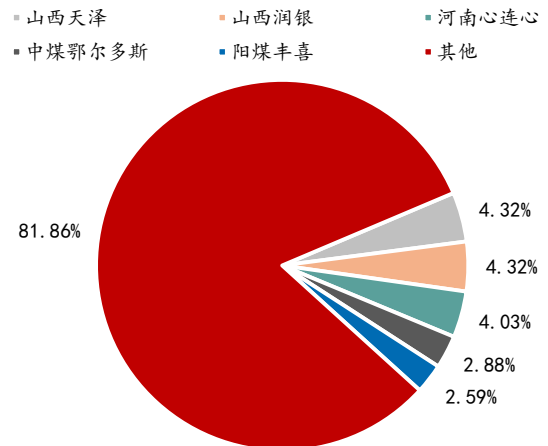
吨、中煤鄂尔多斯 200 万吨和阳煤丰喜 180 万吨。整体集中度有望提升。

图表 40: 我国尿素产能趋稳



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 41: 2023 年国内尿素产能集中度低



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 42: 尿素行业扩产情况 (万吨)

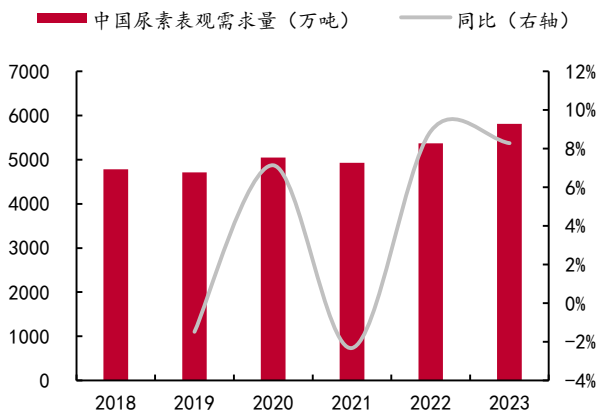
年份	省份	企业	产能	投产日期	工艺	性质
2023年	山东	山东晋控明水化工集团有限公司	40	2023年1月投产	粉煤气化	改造投产
	新疆	新疆中能万源化工有限公司	80	2023年6月投产	粉煤气化	扩建
	黑龙江	七台河物盛清洁能源有限公司	30	2023年7月投产	固定床	新投
	山东	山东晋控明水化工集团有限公司	60	2023年9月投产	粉煤气化	改造投产
	河南	河南心连心化学工业集团股份有限公司	80	2023年9月投产	水煤浆	扩建
	湖北	华鲁恒升(荆州)有限公司	100	2023年11月投产	水煤浆	扩建
	安徽	安徽昊源化工集团有限公司	100	2023年10月投产	粉煤气化	扩建
2023年累计新增			490			
2024年	山东	山东晋煤日月新材料有限公司	20	预计2024年1季度投产	水煤浆	改造投产
	山东	兖矿鲁南化工有限公司	40	预计2024年2-4月投产	水煤浆	改造投产
	河南	河南晋开集团延化化工有限公司	80	预计2024年2季度投产	粉煤气化	改造投产
	甘肃	靖远煤业集团刘化化工有限公司	35	预计2024年4月投产	粉煤气化	产能置换
	陕西	陕西龙华集团煤业科技发展有限公司	80	预计2024年上半年投产	水煤浆气化	新投
	新疆	新疆奥福化工有限公司	52	预计2024年7月投产	/	新投
	安徽	安徽象盛化工有限公司	60	预计2024年7月以后投产	粉煤气化	扩建
	陕西	陕西陕化煤化工集团有限公司	60	预计2024年10月投产	水煤浆气化	升级改造
	江苏	江苏晋煤恒盛化工股份有限公司	80	预计2024年下半年投产	粉煤气化	改造投产
	湖北	华鲁恒升(荆州)有限公司	52	预计2024年下半年投产	水煤浆	扩建
	陕西	陕西龙门煤化工有限责任公司	52	预计2024年下半年投产	/	新投
山东	山东润银生物化工股份有限公司	100	预计2024年投产	水煤浆	扩建	
2024年累计新增			711			
2025年	内蒙古	鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	52	预计2025年初投产	水煤浆	扩建
	江苏	江苏双多化工有限公司	60	预计2025年投产	/	改造投产
	河南	河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	80	预计2025年投产	/	扩建
	新疆	新疆新冀能源化工有限公司	80	预计2025年投产	水煤浆	新投
	山东	阳煤平原化工有限公司	80	预计2025年投产	/	新建
	山东	山东润银生物化工股份有限公司	100	预计2025年投产	水煤浆	扩建
	江西	江西心连心化学工业有限公司	120	预计2025年投产	/	扩建
	甘肃	靖远煤业集团刘化化工有限公司	35	预计2025年底前投产	粉煤气化	产能置换
河北	河北正元氢能科技有限公司	52	待定	粉煤气化	扩建	
2025年累计新增			659			

来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

3.2 需求端：农业刚需支撑，经济复苏或拉动工业需求

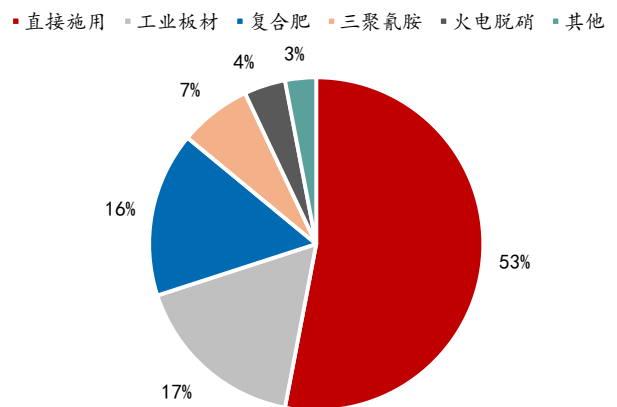
- **我国尿素需求持续增长，下游以农用和工业为主。**根据卓创资讯、百川盈孚数据，我国尿素需求从2018年4781.1万吨增至2023年5814.2万吨，5年CAGR为4.0%，保持稳定增长趋势，尿素下游消费结构主要分为农业和工业用途，其中农业用途为69%，来自于化肥用途的尿素和复合肥生产，目前我国耕地面积稳步增长支撑尿素需求；工业用途主要来自工业板材、三聚氰胺等领域，受房地产行业影响较大，预计2024年略有向下。

图表 43: 国内尿素需求稳定增长



来源：卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所

图表 44: 下游需求以农业和工业为主 (2022 年)



来源：百川盈孚、中泰证券研究所

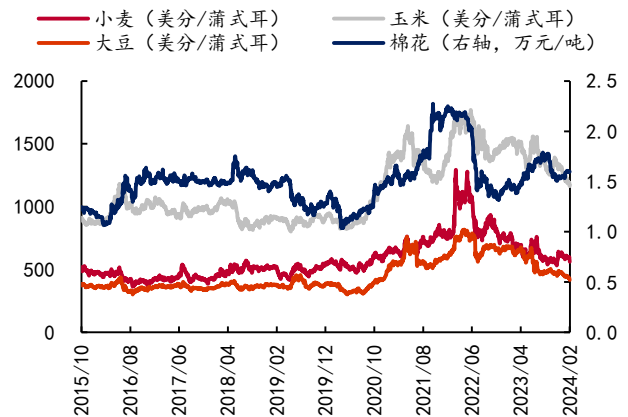
- **农作物耕作面积小幅提升，农作物价格存在波动。**2022年主要农作物播种面积小幅上升，主要豆类播种面积增加0.3亿亩；但对应尿素消耗下降至3242.2万吨。根据国家统计局数据，我国目前农作物价格逐步回落，截至2024年2月16日，我国小麦、玉米、大豆、棉花价格分别为561.5、1173.5、416.5美分/蒲式耳和1.6万元/吨，价格存在波动。

图表 45: 下游农作物耕种面积及尿素消耗

播种面积 (亿亩)						
年份	稻谷	小米	玉米	豆类	薯类	总播种面积
2021	4.49	3.54	6.50	1.52	1.10	17.14
2022	4.42	3.53	6.46	1.78	1.08	17.27
2022年变化量	-0.07	-0.01	-0.04	0.26	-0.02	0.13
同比 (%)	-1.57%	-0.21%	-0.59%	17.36%	-2.02%	0.73%
对应尿素消耗 (万吨)						
年份	稻谷	小米	玉米	豆类	薯类	总尿素消耗
2021	1068.62	722.16	1326.00	66.62	74.80	3258.20
2022	1051.79	720.67	1318.22	78.19	73.29	3242.16
2022年变化量	-0.07	-0.01	-0.04	0.26	-0.02	0.13
同比 (%)	-1.57%	-0.21%	-0.59%	17.36%	-2.02%	0.73%

来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 46: 农作物价格变化

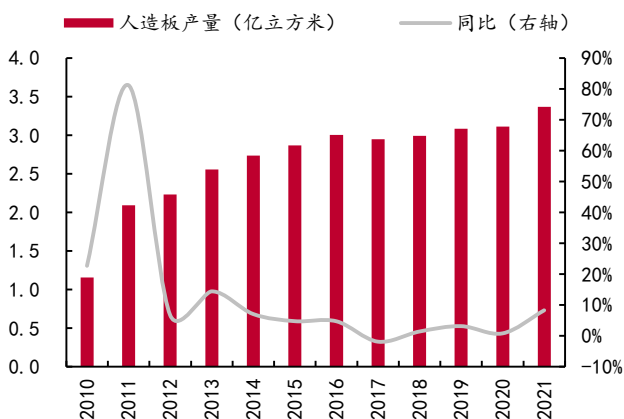


来源：Wind、中泰证券研究所

- **人造板需求稳定增长，三聚氰胺产量略有下行。**三聚氰胺产能略有萎缩，

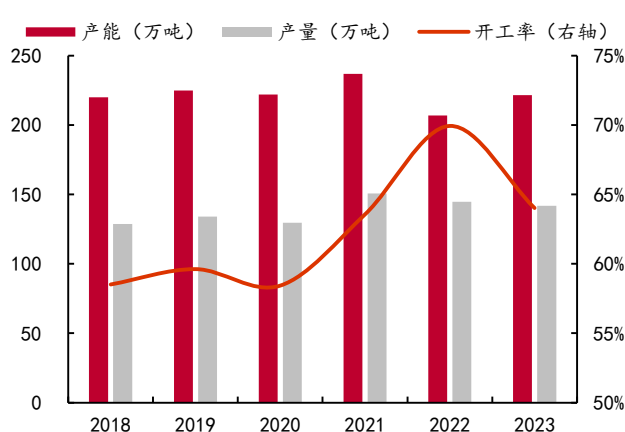
产量保持增长,2023年我国三聚氰胺产量141.8万吨,同比下降2.1%,主要是因为下游景气较差,预计2023年随着下游复苏,三聚氰胺产量恢复增长。根据中国林产工业协会、国家林草局产业发展规划院的《中国人造板产业报告2022》,2021年我国人造板产量3.4亿立方米,同比增长8.3%,再创历史新高;消费量约3.2亿立方米,同比增长7.5%。预计未来中国人造板类产品生产能力保持稳定增长。

图表 47: 我国人造板产量稳步上升



来源: Wind、中泰证券研究所

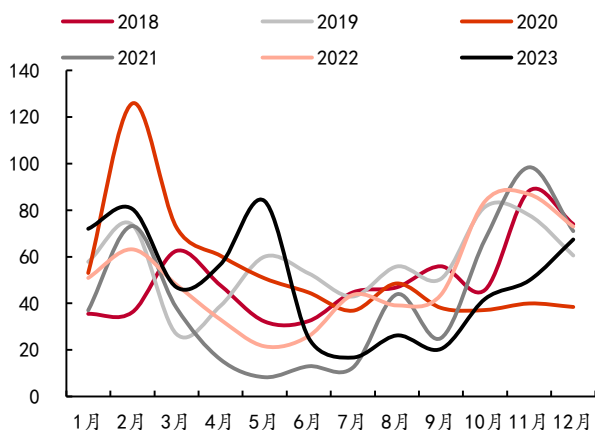
图表 48: 三聚氰胺产能产量情况



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

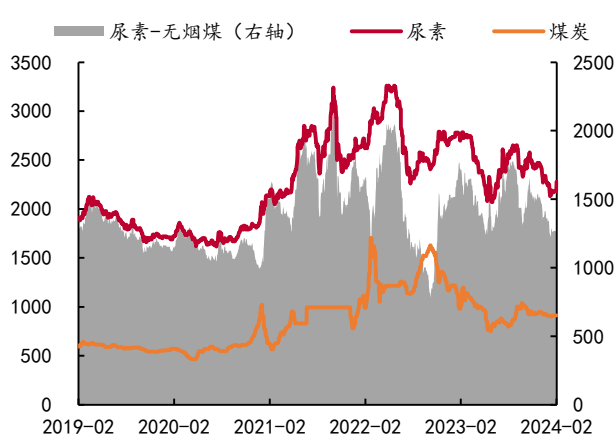
- **社会库存增加,价格价差略有下行。**尿素行业季节性特征较为显著,生产端冬季较弱,消费端春季最强,出口端农需淡季对应出口旺季,库存端春季去库,秋季累库。目前整体库存逐步提升,2023年12月库存为67.4万吨。2023年初,煤炭价格下行,同时下游需求较弱,导致尿素价格价差下滑,根据Wind,截至2024年2月18日,尿素价格降低至2280元/吨,煤炭价格跟降导致价差为1359元/吨。

图表 49: 中国尿素社会库存情况(万吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 50: 尿素价格触底反弹(元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

四、公司优势: 收购银根矿业稳居龙头, 成本优势打开成长空间

4.1 成本资源优势：少数天然碱矿企业，资源成本壁垒高筑

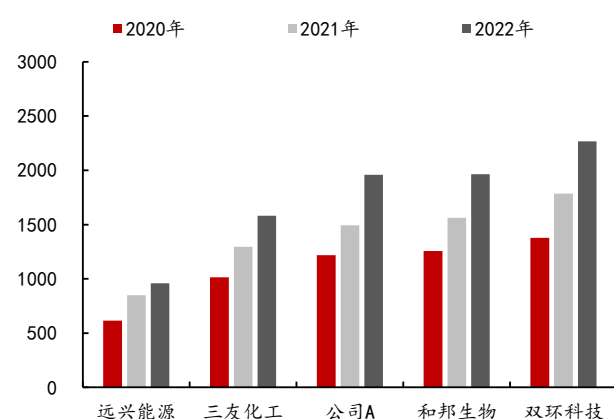
- 天然碱矿资源优势，成本优势显著。**我国天然碱矿资源较少，子公司中源化学拥有三个天然碱矿区，河南桐柏县的安棚天然碱矿品位为 48.8%，探明储量 1.93 亿吨，吴城天然碱矿品位为 43.9%，探明储量 3267 万吨；位于内蒙古锡林郭勒盟的查干诺尔天然碱矿品位较低，品位为 27.2%，探明储量 1134 万吨。公司为国内少数拥有天然碱矿的企业，资源壁垒高筑。综合 2020-2022 年三年数据，公司天然碱法成本优势显著，成本始终维持 1000 元以下，远低于氨碱法联碱法成本。2022 年远兴能源营业成本为 958.2 元/吨，成本优势明显。

图表 51: 中源化学天然碱矿储量及其分布

名称	位置	矿产品位 (%)	矿区面积 (km ²)	探明储量 (万吨)	保有储量 (万吨)	开采方式
安棚天然碱矿	河南桐柏县	48.80	32.60	19308	13087	地下开采
吴城天然碱矿		43.88	4.90	3267	2008.93	地下开采
查干诺尔天然碱矿	内蒙古锡林郭勒盟	27.17	7.78	1134	203.33	露天开采

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 52: 纯碱企业生产成本对比 (元/吨)



来源：各公司公告、中泰证券研究所

- 增资收购银根矿业，高品质天然碱矿成本优势进一步提高。**公司于 2022 年通过增资、收购获取银根矿业 60% 股权，塔木素天然碱矿分为天然碱和苏打两种矿石类型，已探明矿区合计保有矿石量 10.8 亿吨，平均品位为 65.8%，天然碱矿品质高于中源化学。根据公司公告测算，银根矿业天然碱矿一期、二期成本分别为 623.6 元/吨、494.0 元/吨，项目平均成本为 549.8 元/吨，较吴城、安棚天然碱矿纯碱生产成本分别为 825.1 元/吨、902.1 元/吨，分别低 275.3 元/吨、352.3 元/吨预计未来天然碱矿全部投产后，纯碱成本进一步降低，优势进一步凸显。

图表 53: 银根矿业天然碱矿储量及其分布

矿区	矿种	矿石类型	保有矿石量 (亿吨)	保有矿物量 (亿吨)	平均品位
塔木素矿区2区	天然碱矿	天然碱	2.03	1.36	66.85%
		苏打	1.67	1.14	67.83%
		小计	3.71	2.49	67.29%
塔木素矿区5区	天然碱矿	天然碱	3.55	2.23	62.84%
		苏打	3.53	2.37	67.08%
		小计	7.08	4.60	64.95%
合计			10.78	7.09	65.76%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 54: 银根矿业成本拆分

	银根矿业一期	银根矿业二期
一、单位生产成本 (元/吨)	573.73	458.78
单吨原材料不含税价格 (元/吨)	237.49	200.24
单吨燃料及动力不含税价格 (元/吨)	24.98	24.45
单位工资及福利费 (元/吨)	32.43	8.08
单位修理费 (元/吨)	91.11	43.38
单位折旧费 (元/吨)	136.84	136.84
单位摊销费 (元/吨)	3.46	3.46
单位安全费用 (元/吨)	7.80	7.80
单位矿山地质环境治理恢复基金 (元/吨)	2.81	2.81
单位其他费用 (元/吨)	36.81	31.72
二、单位管理费用 (元/吨)	19.46	4.85
三、单位财务费用 (元/吨)	12.63	12.63
四、单位销售费用 (元/吨)	17.81	17.75
单位总成本费用 (元/吨)	623.63	494.01

来源: 公司公告、中泰证券研究所

4.2 规模优势: 阿拉善项目持续推进, 规模优势进一步扩大

- 公司为天然碱和小苏打行业龙头。2023 年公司天然碱产能 580 万吨/年, 小苏打产能 150 万吨/年, 权益产能纯碱 387 万吨/年, 小苏打 106 万吨/年。同时公司尿素产能 154 万吨/年, 位居行业前列, 权益产能 117 万吨/年。持股 34% 的蒙大矿业拥有煤炭产能 800 万吨/年, 权益产能 272 万吨; 持股 25% 的中煤远兴拥有甲醇产能 60 万吨/年, 权益产能 15 万吨。

图表 55: 2023 年公司产能情况

产品	子公司	持股比例	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	所在省份
纯碱	中源化学	81.71%	140	114	河南
	苏尼特碱业	81.71%	20	16	内蒙古
	桐柏海晶	81.71%	20	16	河南
	银根矿业	60.00%	400	240	内蒙古
	合并		580	387	
小苏打	中源化学	81.71%	40	33	河南
	桐柏海晶	81.71%	20	16	河南
	苏尼特碱业	81.71%	10	8	内蒙古
	博源新型化工	61.26%	40	25	河南
	银根矿业	60.00%	40	24	内蒙古
	合并		150	106	
尿素	博大实地	71.00%	102	72	内蒙古
	兴安化学	86.57%	52	45	内蒙古
	合并		154	117	
煤炭	蒙大矿业	34.00%	800	272	内蒙古
甲醇	中煤远兴	25.00%	60	15	内蒙古

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 银根矿业持续推进阿拉善天然碱项目。**持股 60% 的银根矿业持续推进阿拉善塔木素天然碱开发利用项目，于 2021 年 6 月 9 日获得塔木素天然碱矿的采矿许可证，开采矿种为天然碱，生产规模为 860 万吨/年。公司将依托该矿产资源进行纯碱以及小苏打生产，其中项目一期产能为纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年，目前一期 400 万吨产能投产，四线 100 万吨于 2024 年 2 月投料试生产；项目二期产能为纯碱 280 万吨/年、小苏打 40 万吨/年，二期计划 2025 年 12 月建设完成；累计新增产能纯碱 780 万吨/年，小苏打 80 万吨/年。

图表 56: 银根矿业产能逐步释放

单位: (万吨)		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
纯碱	产能	180	680	680	960	960	960
	产量	154	256.6	556.6	596.0	835	835
	开工率	85.6%	37.7%	81.9%	62.1%	87.0%	87.0%
	权益产能	147	387	447	615	615	615
	权益产量	125.8	188.0	368.0	392.0	535.4	535.4
小苏打	产能	110	150	150	190	190	190
	产量	115	118.5	146.6	150.5	195	195
	开工率	104.5%	79.0%	97.7%	79.2%	102.6%	102.6%
	权益产能	82	106	106	130	130	130
	权益产量	85.2	86.6	103.4	105.8	132.2	132.2
尿素	产能	154	154	154	154	154	154
	产量	161	161	161	161	161	161
	开工率	104.5%	104.5%	104.5%	104.5%	104.5%	104.5%
	权益产能	117	117	117	117	117	117
	权益产量	122.8	122.8	122.8	122.8	122.8	122.8

备注：纯碱一期500万吨，第一条150万吨于6月投料，第二条150万吨于8月份投料，第三条100万吨于11月投料，第四条100万吨于2024年2月投料（一线二线投料后调试时间较长，2023年贡献产量较少，三线于年末投料，几乎不贡献产量）；假设二期280万吨于2025年12月投产。

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 阿拉善天然碱项目持续推进，助力公司成就行业龙头。**根据公司公告，2023 年 6 月 28 日银根矿业阿碱项目一期工程第一条 150 万吨/年纯碱

生产线顺利打通全部工艺流程并产出纯碱，标志着第一条生产线投料试车一次成功。根据公司公告，2024年1月，阿拉善一线二线均已达产，三线持续试车中。截至2024年2月，三线已基本达产，四线投料试车。且小苏打产能已于2023年10月初投料试车。预计随着一期二期项目产能建设完毕，公司将跃居行业龙头位置，优势更加显著。

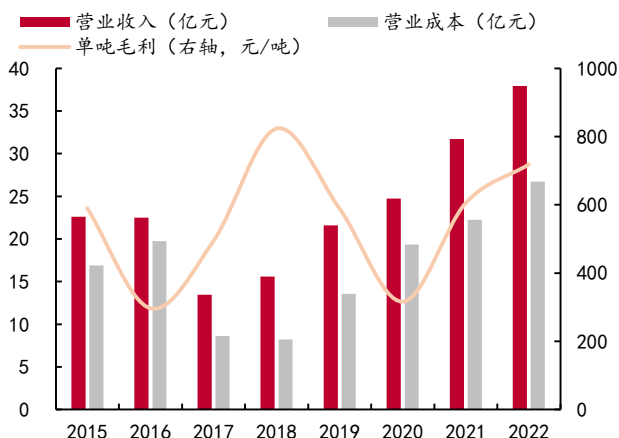
图表 57: 阿拉善天然碱项目持续推进中



来源：公司公告、中泰证券研究所

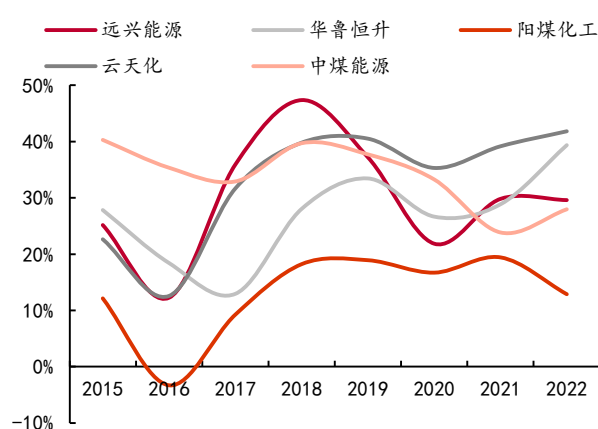
- **尿素产能逐步释放，盈利能力稳定提高。**近几年公司产能持续释放，产能利用率不断提高，规模优势凸显。2022年尿素业务营收37.9亿元，毛利11.2亿元，同比2021年的9.5亿元上升18.8%。随着规模增大，毛利率水平提高，2022年毛利率29.6%，在尿素行业中处于中上游地位，与尿素行业龙头差距较小。

图表 58: 公司尿素营收及毛利持续上升



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 59: 公司尿素毛利率水平处行业中上游



来源：各公司公告、中泰证券研究所

五、盈利预测

- **业绩预测核心假设:**
- **纯碱:** 从产量看, 2023 年公司 400 万吨纯碱产能建成投产, 2024 年四线 100 万吨产能已投料, 假设 2023-2025 年纯碱产量分别为 256.6、556.6、596.0 万吨。**价格:** 随着远兴能源纯碱产能投产, 纯碱价格预计会略有下行, 预计 2024 年价格会以氨碱法成本支撑。公司纯碱成本预计随着银根矿业产能投产持续降低。
- **小苏打:** 2023 年 40 万吨建成, 假设 2023-2025 年纯碱产量分别为 118.5、146.6、150.5 万吨。价格维稳, 成本随着银根矿业产能投产持续降低。

图表 60: 远兴能源业绩拆分

产品	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯碱	营收 (亿元)	24.8	36.7	49.1	89.1	101.4
	毛利 (亿元)	12.3	21.2	29.0	48.1	57.2
	毛利率	50%	58%	59%	54%	56%
	成本 (亿元)	12.5	15.5	20.2	40.9	44.2
小苏打	营收 (亿元)	16.3	23.3	19.1	23.6	24.2
	毛利 (亿元)	7.6	12.2	7.9	11.6	12.0
	毛利率	47%	53%	42%	49%	49%
	成本 (亿元)	8.7	11.0	11.1	12.0	12.3
尿素	营收 (亿元)	31.7	37.9	34.8	34.8	34.8
	毛利 (亿元)	9.5	11.2	9.3	9.3	9.3
	毛利率	30%	30%	27%	27%	27%
	成本 (亿元)	22.3	26.7	25.5	25.5	25.5
甲醇	营收 (亿元)	10.0				
	毛利 (亿元)	2.2				
	毛利率	22%				
	成本 (亿元)	7.8				
煤炭	营收 (亿元)	21.3				
	毛利 (亿元)	17.7				
	毛利率	0.8				
	成本 (亿元)	3.5				
其他业务	营收 (亿元)	17.4	12.0	12.0	12.0	12.0
	毛利 (亿元)	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2
	毛利率	6%	2%	2%	2%	2%
	成本 (亿元)	16.4	11.8	11.8	11.8	11.8

来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

- 预计公司 2023-2025 年营业收入为 115.0/159.4/172.5 亿元, 归母净利润为 14.8/28.0/32.1 亿元, 同比增长-44.4%/+89.1%/+14.7%, EPS 分别为 0.4/0.8/0.9 元。以 2024 年 2 月 29 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 15.3/8.1/7.1。我们选取了同为纯碱行业的上市公司三友化工、中盐化工和双环科技作为可比公司, 可比公司 2023/2024/2025 年平均 PE 为 14.2/8.9/7.9 (对应 2024 年 2 月 29 日收盘价)。公司作为国内天然碱龙头, 成本优势显著, 盈利能力远超同行, 同时新建 780 万吨天然碱项目, 未来直指行业龙头。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 61: 可比公司估值 (可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)			PE				PB
		2024/2/29	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2024/2/29
600409.SH	三友化工	107.76	9.89	5.98	10.35	11.65	12.42	18.02	10.42	9.25	0.81
600328.SH	中盐化工	114.39	18.64	11.20	15.68	17.64	8.18	10.28	7.29	6.48	0.99
000707.SZ	双环科技	31.61	8.73	-	-	-	4.18	-	-	-	1.64
	平均						8.26	14.15	8.85	7.87	1.15
000683.SZ	远兴能源	226.28	26.60	14.79	27.96	32.07	5.44	15.30	8.09	7.06	1.61

资料来源: Wind、中泰证券研究所

六、风险说明

- **原材料及产品价格波动:** 公司原材料和产品对公司盈利能力产生较大影响, 若原材料和产品价格波动较大, 则影响公司业绩预期。
- **产能投放不及预期的风险:** 公司营收及业绩增量有赖于募投项目产能投放节奏, 若募投项目进展不及预期, 可能导致公司业绩实现不及预期。
- **下游需求不及预期的风险:** 纯碱下游主要为浮法玻璃和光伏玻璃, 若地产开工不及预期或光伏装机不及预期, 将影响纯碱价格从而影响公司业绩。
- **行业新增产能超预期:** 若行业新增产能持续超预期, 或引起行业供需格局恶化, 产品价格或持续下行, 影响公司业绩。
- **使用信息滞后或更新不及时风险:** 报告中使用的需求/产能扩张等相关信息, 存在信息滞后或更新不及时风险, 从而导致测算结果与实际情况有偏差。

图表 62: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,062	3,450	8,656	15,180	营业收入	10,987	11,501	15,944	17,245
应收票据	0	0	0	0	营业成本	6,506	6,861	9,017	9,382
应收账款	100	22	115	78	税金及附加	242	253	351	380
预付账款	130	137	181	188	销售费用	163	253	239	259
存货	776	819	1,076	1,119	管理费用	803	978	1,164	1,259
合同资产	0	0	0	0	研发费用	164	171	237	257
其他流动资产	4,972	5,204	7,203	7,788	财务费用	154	160	134	147
流动资产合计	8,041	9,632	17,230	24,353	信用减值损失	-34	-34	-34	-34
其他长期投资	244	244	244	244	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	3,124	3,124	3,124	3,124	公允价值变动收益	-24	-24	-24	-24
固定资产	9,819	9,415	9,105	8,880	投资收益	793	460	460	460
在建工程	5,952	6,052	6,052	5,952	其他收益	18	18	18	18
无形资产	837	673	525	392	营业利润	3,700	3,237	5,214	5,974
其他非流动资产	1,846	1,838	1,832	1,827	营业外收入	5	5	5	5
非流动资产合计	21,822	21,346	20,882	20,419	营业外支出	47	1,011	47	47
资产合计	29,862	30,978	38,112	44,773	利润总额	3,658	2,231	5,172	5,932
短期借款	2,673	520	226	335	所得税	468	285	662	759
应付票据	2,606	2,748	3,611	3,757	净利润	3,190	1,946	4,510	5,173
应付账款	2,326	2,453	3,224	3,354	少数股东损益	530	467	1,714	1,966
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,660	1,479	2,796	3,207
合同负债	497	521	722	780	NOPLAT	3,324	2,086	4,626	5,301
其他应付款	319	319	319	319	EPS (按最新股本摊薄)	0.71	0.40	0.75	0.86
一年内到期的非流动负债	467	467	467	467					
其他流动负债	605	655	722	750	主要财务比率				
流动负债合计	9,492	7,681	9,290	9,762	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	2,085	3,825	5,565	7,305	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-9.6%	4.7%	38.6%	8.2%
其他非流动负债	1,566	1,566	1,566	1,566	EBIT增长率	-41.6%	-37.3%	121.8%	14.6%
非流动负债合计	3,651	5,391	7,131	8,871	归母公司净利润增长率	-46.3%	-44.4%	89.1%	14.7%
负债合计	13,143	13,072	16,421	18,633	获利能力				
归属母公司所有者权益	12,531	13,250	15,322	17,804	毛利率	40.8%	40.3%	43.4%	45.6%
少数股东权益	4,189	4,656	6,369	8,335	净利率	29.0%	16.9%	28.3%	30.0%
所有者权益合计	16,719	17,906	21,691	26,139	ROE	15.9%	8.3%	12.9%	12.3%
负债和股东权益	29,862	30,978	38,112	44,773	ROIC	21.1%	17.9%	22.1%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率	44.0%	42.2%	43.1%	41.6%
					债务权益比	40.6%	35.6%	36.1%	37.0%
					流动比率	0.8	1.3	1.9	2.5
					速动比率	0.8	1.1	1.7	2.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	3	2	2	2
					应付账款周转天数	94	125	113	126
					存货周转天数	40	42	38	42
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.71	0.40	0.75	0.86
					每股经营现金流	0.87	0.72	1.23	1.46
					每股净资产	3.35	3.54	4.10	4.76
					估值比率				
					P/E	8.5	15.3	8.1	7.1
					P/B	1.8	1.7	1.5	1.3
					EV/EBITDA	7.2	9.8	4.9	3.8

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资资讯业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人资讯建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。