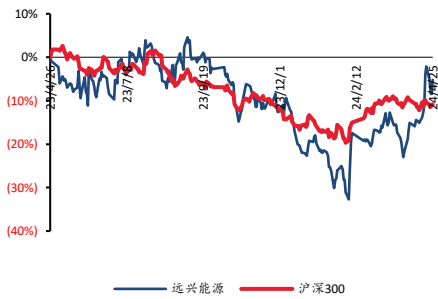


天然碱成本优势明显，阿碱项目持续放量

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	37.31/37.31
总市值/流通(亿元)	257.05/257.05
12个月内最高/最低价(元)	7.8/4.62

相关研究报告

<<Q2 业绩短期承压,阿碱项目构筑远期成长>>--2023-08-28

<<2023Q1 业绩环比回升,阿碱项目稳步推进>>--2023-05-04

证券分析师: 王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

研究助理: 陈桢迪

E-MAIL: chenad@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124010006

事件: 公司近期发布 2023 年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营收 120.44 亿元, 同比+9.62%, 实现归母净利润 14.10 亿元, 同比-46.99%, 实现扣非归母净利润 24.14 亿元, 同比-9.40%; 公司拟每股派发现金红利人民币 0.3 元(含税), 合计分配利润约 11.19 亿元, 占 2023 年归母净利润的 79.36%。2024 年 Q1 实现营收 32.80 亿元, 同比+31.03%, 实现归母净利润 5.69 亿元, 同比-12.70%。

2023 年 Q4 扣非业绩同比大增, 阿碱项目持续放量。 公司 2023 年 Q4 实现营收 40.06 亿元, 同比+52.18%, 实现扣非净利润 8.76 亿元, 同比+157.1%, 归母净利润-0.96 亿元, 主要系公司就参股子公司乌审旗蒙大矿业有限责任公司诉讼事项计提预计负债 9.64 亿元影响。据 2023 年报, 银根矿业阿拉善塔木素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, 其中一期规划建设纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年, 二期规划建设纯碱 280 万吨/年、小苏打 40 万吨/年。一期项目于 2023 年 6 月投料试车, 截至目前, 第一条、第二条和第三条生产线已达产, 第四条生产线正在试车, 公司已经具备纯碱产能 680 万吨/年, 小苏打 150 万吨/年, 合成氨、尿素产能 80 万吨/年、154 万吨/年。公司产业链布局以纯碱和小苏打为主, 现有装置可实现纯碱和小苏打产量调节、协同协作。项目二期已于 2023 年 12 月启动建设, 计划 2025 年 12 月建成, 阿碱项目产能逐步释放将贡献明显增量。

天然碱成本优势明显, 公司资源储备丰富, 保障长远发展。 相比于氨碱法、联碱法, 公司的天然碱工艺相对简单, 成本优势明显。据 2023 年报, 公司自产纯碱产量 269 万吨、销量 257 万吨, 营收 53.7 亿元, 实现销售均价 2091 元/吨, 成本 21.71 亿元, 以产量计, 折合平均成本 808 元/吨。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 1.9 亿吨，保有储量 1.2 亿吨；吴城碱矿拥有探明储量 3267 万吨，保有储量 1928 万吨；查干诺尔碱矿累计拥有探明储量 1134 万吨，保有储量 182 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 10.8 亿吨和 2.97 亿吨，是目前国内已探明的最大天然碱矿，为公司长远发展提供坚实保障。

投资建议：基于产品价格情况及未来公司产能规划，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 25.70/29.49/33.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.69/0.79/0.90 元，对应当前股价 PE 分别为 10.0/8.7/7.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格下跌、项目投产不及预期、行业产能过剩风险、下游需求不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,044	14,839	16,371	18,290
营业收入增长率(%)	9.62	23.21	10.32	11.72
归母净利（百万元）	1,410	2,570	2,949	3,376
净利润增长率(%)	-46.99	82.25	14.77	14.48
摊薄每股收益（元）	0.39	0.69	0.79	0.90
市盈率（PE）	15.05	10.00	8.72	7.61

资料来源：iFind, 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)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,062	3,568	5,789	6,814	10,246
应收和预付款项	230	154	237	260	264
存货	776	535	784	847	860
其他流动资产	4,972	3,064	3,046	3,198	2,722
流动资产合计	8,041	7,321	9,857	11,119	14,092
长期股权投资	3,124	3,742	4,360	4,977	5,595
投资性房地产	244	258	258	258	258
固定资产	9,819	17,729	21,387	25,860	29,084
在建工程	6,029	2,107	1,750	1,250	875
无形资产开发支出	837	1,478	1,451	1,611	1,869
长期待摊费用	38	131	137	167	210
其他非流动资产	9,771	8,649	11,341	12,752	15,839
资产总计	29,862	34,094	40,682	46,874	53,729
短期借款	2,673	2,460	2,181	1,844	1,568
应付和预收款项	4,932	3,110	4,334	5,029	4,951
长期借款	2,085	4,342	5,655	7,307	9,047
其他负债	3,454	6,251	6,597	6,294	6,630
负债合计	13,143	16,163	18,767	20,474	22,196
股本	3,622	3,740	3,731	3,731	3,731
资本公积	204	573	649	649	649
留存收益	8,652	9,519	12,089	15,038	18,414
归母公司股东权益	12,531	13,486	16,133	19,082	22,458
少数股东权益	4,189	4,445	5,783	7,318	9,075
股东权益合计	16,719	17,931	21,916	26,400	31,533
负债和股东权益	29,862	34,094	40,682	46,874	53,729

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	3,250	3,141	7,632	6,956	8,514
投资性现金流	-3,341	-3,616	-5,580	-6,890	-6,137
融资性现金流	-2,251	1,890	169	959	1,055
现金增加额	-2,342	1,415	2,221	1,025	3,432

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,987	12,044	14,839	16,371	18,290
营业成本	6,506	7,094	8,124	8,722	9,591
营业税金及附加	242	240	296	338	369
销售费用	163	232	286	316	353
管理费用	803	838	1,080	1,146	1,189
财务费用	154	317	264	276	314
资产减值损失	0	-63	116	49	55
投资收益	793	550	677	747	835
公允价值变动	-24	-7	-7	-7	-7
营业利润	3,700	3,680	5,301	6,059	7,019
其他非经营损益	-42	-1,028	-468	-513	-670
利润总额	3,658	2,652	4,833	5,547	6,350
所得税	468	508	926	1,063	1,217
净利润	3,190	2,144	3,907	4,484	5,133
少数股东损益	530	734	1,338	1,535	1,757
归母股东净利润	2,660	1,410	2,570	2,949	3,376

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	40.78%	41.09%	45.25%	46.72%	47.56%
销售净利率	24.21%	11.71%	17.32%	18.01%	18.46%
销售收入增长率	-9.54%	9.62%	23.21%	10.32%	11.72%
EBIT 增长率	-7.89%	13.66%	44.96%	14.23%	14.44%
净利润增长率	-46.25%	-46.99%	82.25%	14.77%	14.48%
ROE	21.23%	10.45%	15.93%	15.45%	15.03%
ROA	8.91%	4.14%	6.32%	6.29%	6.28%
ROIC	12.30%	10.89%	13.33%	12.82%	12.44%
EPS (X)	0.73	0.39	0.69	0.79	0.90
PE (X)	10.74	15.05	10.00	8.72	7.61
PB (X)	2.27	1.63	1.59	1.35	1.14
PS (X)	2.58	1.82	1.73	1.57	1.41
EV/EBITDA (X)	7.93	5.80	4.22	3.67	3.02

资料来源: iFind, 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。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



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证券投资咨询业务资格，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。