

二季度纯碱价格新低，公司业绩仍然保持高度稳健

核心观点

公司发布 2025 年半年报。其中，2025 年二季度，纯碱价格继续下行，但由于煤炭原料价格同样下跌、尿素盈利改善等原因，公司仍然实现了 4 亿的单季度归母净利润，环比+19%，充分彰显了成本优势和业绩稳健性。二季度纯碱价格已经下行至大多数行业企业无法盈利、或者盈利微薄的程度，后续景气改善空间大。同时，公司阿拉善二期项目在建，后续成长同样可观。

事件

2025 年半年报：上半年公司实现营收 59.16 亿元，同比-16.31%；实现归母净利润 7.43 亿元，同比-38.57%。其中 Q2 单季实现归母净利润 4.04 亿元，同比-38%，环比+19%。

简评

Q2 纯碱价格新低，而公司成本优势再次彰显

二季度，纯碱无论是期货还是现货价格都再创近年来新低，部分厂商现货出厂价一度跌至 1000 元/吨左右，相比于 2023 年已经腰斩有余。但公司盈利维持了相对稳定、且单季度业绩相比二季度还有环比增长，再次彰显了相对于同行业的明显优势。

二季度公司能够环比增长的原因，本文分析如下：（1）如下图，虽然二季度纯碱价格继续下行，但是由于当地煤炭价格也出现明显下滑，因此实际上单吨纯碱的盈利基本上和一季度相差不大；

（2）公司年产尿素约 154 万吨，二季度尿素出口部分放开、煤炭价格下行，均利好尿素盈利改善；（3）公司参股蒙大矿业（34% 股权）主营业务为煤炭开采。虽然煤价下跌，但其在 25H1 取得净利润 4.89 亿元、上市公司因此确认投资收益 1.66 亿元，相比 24H1 有明显增长，为公司贡献了可观业绩支撑。

阿拉善项目一期投产顺利，二期项目正在有序启动

公司阿拉善项目所在的阿拉善塔木素天然碱矿区，是目前国内已探明的最大天然碱矿，保有资源矿石量和可采储量分别为 107,836.40 万吨和 29,690.01 万吨，远高于公司现有的河南桐柏安棚、吴城以及内蒙古查干诺尔三个天然碱矿区所拥有保有资源矿石量和可采储量之和。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。项目一期共建设四条生产线，目前已经全部达产。

博源化工 (000683.SZ)

维持

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

SFC 编号:BVG915

邓天泽

dengtianze@csc.com.cn

010-56135295

SAC 编号:S1440522080003

发布日期：2025 年 08 月 10 日

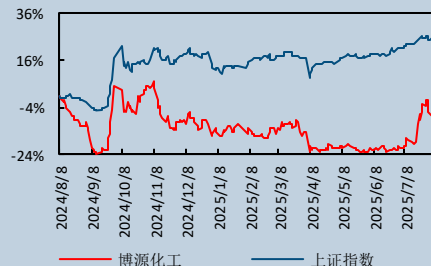
当前股价：5.62 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.84/12.02	9.34/-0.42	-12.73/-39.67
12 月最高/最低价 (元)		6.88/4.74
总股本 (万股)		371,873.91
流通 A 股 (万股)		331,870.95
总市值 (亿元)		208.99
流通市值 (亿元)		186.51
近 3 月日均成交量 (万)		5126.83
主要股东		
内蒙古博源控股集团有限公司		30.18%

股价表现



项目二期规划投资约 55 亿元，计划于 2025 年 12 月建成。阿拉善塔木素天然碱矿区的丰富资源储备可保障公司长期的发展，随着该项目产能的逐步释放，将提振公司未来业绩信心，铸就公司长期价值。

盈利预测与估值：预计公司 2025、2026、2027 年分别实现归母净利润 15.98、20.89、25.09 亿元，分别对应 13X、10X、9X PE，维持买入评级。

图表 1：预测和比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12043.56	13263.92	11959.45	14640.65	16357.68
YoY (%)	9.62%	10.13%	-9.83%	22.42%	11.73%
净利润(百万元)	1409.92	1811.20	1598.35	2088.66	2509.22
YoY (%)	-46.99%	28.46%	-11.75%	30.68%	20.14%
ROE (%)	10.45%	12.49%	10.49%	12.89%	14.46%
EPS (摊薄/元)	0.379	0.487	0.430	0.562	0.675
P/E (倍)	15.27	11.89	13.47	10.31	8.58
P/B (倍)	1.60	1.49	1.41	1.33	1.24

资料来源: wind, 中信建投

风险提示：

- 1、项目产能投产进度不及预期：**公司阿拉善一期项目目前已经完全投产，但是二期项目还在建设过程中。如该项目建设不及预期，可能导致预期投产时间向后推延。
- 2、地产或光伏行业需求持续低迷，导致纯碱景气度持续低于预期的风险：**纯碱前两大需求分别是平板玻璃和光伏玻璃，2025 年以来，光伏增速下行、地产行业持续向下，这构成了纯碱行业景气度下行的重要原因之一；如果地产或光伏行业需求继续低于预期，纯碱行业需求也可能持续不振。
- 3、诉讼风险：**蒙大矿业目前仍在诉讼事件之中，公司此前已经在报表中预计提相应影响。但随着后续诉讼事件进展，不排除还会有其他变化。

分析师介绍

卢昊

中信建投证券石化能源及化工行业首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 7 年证券研究经验。

邓天泽

复旦大学物理学本科，人民大学金融学硕士。2019 年 7 月加入中信建投化工组，主要覆盖煤化工、吸附分离材料、饲料氨基酸、纯碱、钾肥、民爆等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk