博源化工(000683)

报告日期：2025 年 08 月 11 日

银根矿业一期爬坡顺利，煤炭价格下滑产品盈利回暖业绩超预期

——博源化工 2025H1 点评

报告导读

博源化工 8 月 7 日发布 2025 年中报，报告期内实现营收 59.16 亿元，同比下降 16.31%；实现归母净利润 7.43 亿元，同比下降 38.57%；实现扣非后归母净利润 7.43 亿元，同比下降 38.49%。其中，2025Q2 实现营业总收入 30.48 亿元，同比下降 23.31%，环比增长 6.26%，实现扣非后归母净利润 4.09 亿元，同比下降 36.18%，环比增长 22.09%。公司业绩超预期。

投资要点

❑ **公司业绩超预期，纯碱保持供需双增长态势**

公司 2025H1 子公司银根矿业阿拉善塔木素天然碱项目一期生产线投产，产销量增长，但业绩仍受到纯碱、小苏打、尿素产品价格下滑影响；2025Q2 环比增长主要是原材料煤炭价格下跌较多，单吨盈利有所修复。天然碱法制纯碱和小苏打为公司主导产品，产销量位于行业前列。报告期内，公司共生产各类产品 515.71 万吨，其中纯碱 339.46 万吨，小苏打 73.97 万吨，尿素 88.23 万吨，其它化工产品 14.05 万吨。根据百川盈孚数据，重质纯碱 2025 上半年均价为 1483.92 元/吨，同比下降 33.32%，25Q2 单季度均价 1470.03 元/吨，同比下降 31.61%，环比下降 1.86%；轻质纯碱 2025 上半年均价为 1373.32 元/吨，同比下降 34.04%，25Q2 单季度均价 1336.34 元/吨，同比下降 34.04%，环比下降 5.24%。尿素 2025 上半年均价 1814.07 元/吨，同比下降 18.35%，25Q2 单季度均价 1869.61 元/吨，同比下降 15.46%，环比上升 6.32%。小苏打 2025 上半年均价 1430.24 元/吨，同比下降 22.03%，25Q2 单季度均价 1329.34 元/吨，同比下降 26.90%，环比下降 10.01%。毛利润方面，纯碱 25Q2 单季度毛利润 92.18 元/吨，同比下降 82.86%，环比增加 258.68%；尿素 25Q2 单季度毛利润 179.47 元/吨，同比下降 60.70%，环比增加 273.43%；小苏打 25Q2 单季度毛利润 294.33 元/吨，同比下降 36.90%，环比下降 23.73%。2025 上半年，煤炭均价 709.5 元/吨，同比下降 16.50%，25Q2 单季度均价 671.08 元/吨，同比下降 19.07%，环比下降 10.27%。2025 年，预计纯碱行业供应端仍保持增长态势，增量多体现在年底；需求端增速受浮法玻璃消费抑制影响或有放缓；国内新能源汽车产销保持高增长，对碳酸锂的消费增加，碳酸锂对纯碱需求仍有增长预期；此外，2025 年预计纯碱出口市场复苏，出口体量或有所增长。

❑ **天然碱法成本优势显著，公司天然碱矿资源储量丰富且品质优良**

纯碱被誉为“工业之母”，是不可或缺的基础化学品之一。经过多年的发展，公司目前纯碱产能为 680 万吨/年，为国内天然碱制碱龙头企业。天然碱法不仅有突出的环保、节能优势，并且成本优势突出。根据百川盈孚数据，截止到 2025 年第 31 周，天然碱法制碱成本为 679.33 元/吨，而联碱法/氨碱法成本分别为 1245.73/1395 元/吨，天然碱法成本低于联碱法/氨碱法。公司天然碱资源丰富，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 19,308 万吨，保有储量 11,646 万吨；吴城碱矿拥有探明储量 3,267 万吨，保有储量 1,842 万吨；查干诺尔碱矿累计拥有探明储量 1,134 万吨，保有储量 168.79 万吨；阿拉善塔木素天然碱矿保有固体天然碱矿石量 105,225.21 万吨，矿物量 69,224.59 万吨。公司在国内已探明具有开采价值的天然碱资源中占据重要份额，储量丰富且品质优良，为长期稳定经营发展提供了坚实的资源保障。

❑ **银根矿业项目分批投产，战略聚焦更名新篇章**

投资评级：买入(维持)

分析师：李辉
执业证书号：S1230521120003
lihui01@stocke.com.cn

分析师：李佳骏
执业证书号：S1230524090001
lijiajun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥5.80
总市值(百万元)	21,568.69
总股本(百万股)	3,718.74

股票走势图

相关报告

1 《银根项目有序放量，产能储备充足业绩稳步增长》 2025.05.12
2 《银根项目有序放量，半年报业绩符合预期》 2024.07.30
3 《银根矿业一期顺利投产，产能翻倍稳步推进》 2024.04.17

控股子公司银根矿业规划配套建设 780 万吨/年纯碱，80 万吨/年小苏打项目，其中一期产能为纯碱 500 万吨/年，小苏打 40 万吨/年，前三条共 400 万吨/年纯碱生产线已达产，第四条线 100 万吨/年已投料，正在试车过程中。银根二期产能为纯碱 280 万吨/年，小苏打 40 万吨/年，已于 2023 年年底启动，预计于 2025 年 12 月建设完成。2025 年 4 月，公司规划依托阿拉善塔木素天然碱开发利用项目，建设碳回收综合利用 120 万吨/年小苏打项目，总投资 35.60 亿元，建设总周期 20 个月。控股子公司银根水务于 2024 年 7 月取得了水量为 500 万立方米/年的水权；2025 年 3 月通过内蒙古自治区水权收储转让中心有限公司取得水量为 50 万立方米/年的水权；公司阿拉善塔木素天然碱开发利用项目累计取得水权 1,050 万立方米/年，满足项目当前生产用水需要。项目顺利投产后公司纯碱总产能将达到 960 万吨，小苏打产能将达到 350 万吨，为公司业绩增长提供基础。随着公司主营业务的转变及新增项目的达产，2025 年 5 月，公司由"内蒙古远兴能源股份有限公司"更名为"内蒙古博源化工股份有限公司"，更好地提升市场认知度。

❑ **盈利预测与估值**

公司是国内天然碱龙头企业，塔木素天然碱项目成功投产后公司产销有望高速增长，但由于产品价格大幅下滑，单吨盈利不如预期，下调公司盈利预测。预计 2025-2027 年营业收入分别为 121.34/139.38/141.54 亿元，归母净利润分别为 14.88/18.29/19.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.40/0.49/0.51 元，对应 PE 分别为 14.50/11.79/11.33 倍。

❑ **风险提示**

新项目建设不及预期，房地产景气持续低迷，政策变动、原材料价格波动等风险；

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13263.92	12134.22	13938.45	14154.00
(+/-) (%)	10.13%	-8.52%	14.87%	1.55%
归母净利润	1811.20	1487.56	1829.39	1903.54
(+/-) (%)	28.46%	-17.87%	22.98%	4.05%
每股收益(元)	0.49	0.40	0.49	0.51
P/E	11.91	14.50	11.79	11.33

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6543	7856	9501	10825
现金	3800	3564	5721	7061
交易性金融资产	166	65	77	102
应收账项	51	85	91	128
其它应收款	78	231	193	183
预付账款	89	120	119	120
存货	772	786	815	872
其他	1588	3005	2485	2359
非流动资产	29333	31043	32881	33982
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4246	3704	3897	3949
固定资产	19323	21537	24291	25500
无形资产	1573	1685	1896	1993
在建工程	1728	1784	435	64
其他	2463	2333	2362	2476
资产总计	35876	38900	42381	44807
流动负债	9913	9892	10175	10481
短期借款	1601	2245	2102	1982
应付款项	3687	4470	4392	4605
预收账款	0	0	0	0
其他	4625	3177	3681	3894
非流动负债	6340	6968	7553	6954
长期借款	3947	4547	4847	4447
其他	2394	2421	2707	2507
负债合计	16254	16860	17728	17435
少数股东权益	5127	5764	6548	7364
归属母公司股东权	14496	16276	18105	20009
负债和股东权益	35876	38900	42381	44807

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4507	2328	5253	4730
净利润	2874	2125	2613	2719
折旧摊销	1517	1427	1676	1899
财务费用	374	476	516	476
投资损失	(463)	(506)	(485)	(496)
营运资金变动	1855	(1273)	916	269
其它	(1650)	80	15	(137)
投资活动现金流	(1319)	(2652)	(3074)	(2494)
资本支出	(1272)	(3651)	(3013)	(2663)
长期投资	(630)	630	(210)	(70)
其他	582	369	149	238
筹资活动现金流	(2897)	88	(22)	(897)
短期借款	(860)	644	(143)	(119)
长期借款	(395)	600	300	(400)
其他	(1642)	(1155)	(179)	(377)
现金净增加额	291	(235)	2157	1339

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13264	12134	13938	14154
营业成本	7836	8045	8997	9122
营业税金及附加	236	242	268	269
营业费用	382	291	335	340
管理费用	989	849	976	991
研发费用	124	113	130	132
财务费用	374	476	516	476
资产减值损失	(126)	(70)	(72)	(81)
公允价值变动损益	(73)	(57)	(62)	(44)
投资净收益	463	506	485	496
其他经营收益	15	20	20	19
营业利润	3603	2516	3087	3214
营业外收支	(200)	(16)	(13)	(14)
利润总额	3402	2500	3075	3199
所得税	529	375	461	480
净利润	2874	2125	2613	2719
少数股东损益	1062	638	784	816
归属母公司净利润	1811	1488	1829	1904
EBITDA	5179	4370	5219	5530
EPS（最新摊薄）	0.49	0.40	0.49	0.51

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	10.13%	-8.52%	14.87%	1.55%
营业利润	-2.09%	-30.16%	22.69%	4.10%
归属母公司净利润	28.46%	-17.87%	22.98%	4.05%
获利能力				
毛利率	40.92%	33.70%	35.46%	35.55%
净利率	21.67%	17.51%	18.75%	19.21%
ROE	9.65%	7.14%	7.84%	7.32%
ROIC	13.13%	9.61%	10.61%	10.39%
偿债能力				
资产负债率	45.31%	43.34%	41.83%	38.91%
净负债比率	49.26%	48.73%	49.04%	47.64%
流动比率	0.66	0.79	0.93	1.03
速动比率	0.58	0.71	0.85	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.32	0.34	0.32
应收账款周转率	240.06	197.23	197.76	205.24
应付账款周转率	2.78	2.61	2.83	2.66
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.40	0.49	0.51
每股经营现金	1.21	0.63	1.41	1.27
每股净资产	3.88	4.38	4.87	5.38
估值比率				
P/E	11.91	14.50	11.79	11.33
P/B	1.50	1.33	1.19	1.08
EV/EBITDA	6.01	7.66	6.24	5.69

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn