

中盐化工 (600328.SH) 纯碱行业龙头央企，稀缺天然碱项目打开成长空间

2025年08月27日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
金益腾（分析师）
张晓锋（分析师）
毕挥（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

bihui@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790523080001

日期	2025/8/27
当前股价(元)	8.12
一年最高最低(元)	9.57/6.71
总市值(亿元)	119.06
流通市值(亿元)	119.06
总股本(亿股)	14.66
流通股本(亿股)	14.66
近3个月换手率(%)	97.15

股价走势图


数据来源：聚源

● 公司为纯碱行业龙头，拟建天然碱项目，首次覆盖给予“买入”评级

公司实际控制人为中国盐业集团有限公司。经过了持续资产整合之后，公司建成了集“制盐、盐化工、精细化工、高分子材料、生物制药”为一体的循环经济产业链，建成以“两碱、两钠、两树脂”为龙头的盐化工产业集群，拥有36万吨/年烧碱、390万吨/年纯碱、6.5万吨/年金属钠等产能。2024年以来，纯碱景气持续下行，拖累公司业绩。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.48、1.52、3.46亿元，EPS分别为0.10、0.10、0.24元，当前股价对应PE分别为80.6、78.5、34.4倍，但考虑公司预计2027年天然碱项目投产，天然碱工艺成本明显低于其他工艺，公司成长性凸显，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 纯碱行业新增产能压力较大，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出

根据百川盈孚测算的各工艺成本，截至2025年8月1日，联碱法、氨碱法、天然碱法的工艺成本分别为1,246、1,395、679元/吨，按照该工艺成本测算，当前仅天然碱工艺盈利尚可。同时参考海外经验来看，天然碱工艺在全球纯碱竞争中占据主导地位。根据中国能源网报道，美国凭借丰富的天然碱矿资源以及先进的生产技术，长期在全球纯碱出口领域占据主导地位。美国拥有着全球99%的天然碱资源，其贸易量在全球纯碱总贸易量中约占比50%，在国际纯碱市场上具有较高的影响力和话语权。综上，我们认为，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出。

● 公司取得大型天然碱矿采矿权，拟建500万吨纯碱，未来成长可期

6月16日，公司控股子公司中盐碱业参与内蒙古自治区通辽市奈曼旗大沁他拉地区天然碱采矿权拍，2025年6月17日，收到通辽市自然资源局《成交确认书》，中盐碱业以68.0866亿元竞得该采矿权。根据重组说明书和通达融媒公众号报道，项目自2025年7月起的24个月之内要完成投产，36个月之内实现年产纯碱500万吨的生产能力。根据公司公告，单吨天然碱法纯碱的完全成本或为822元/吨，明显低于氨碱法、联碱法成本，未来成长可期。

● 风险提示：宏观经济下行、碱矿储量不及预期、项目投资导致的纯碱市场风险。
财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,256	12,893	11,721	12,030	13,824
YOY(%)	-14.6	-20.7	-9.1	2.6	14.9
归母净利润(百万元)	1,188	519	148	152	346
YOY(%)	-36.3	-56.3	-71.5	2.7	127.9
毛利率(%)	24.0	17.5	12.6	14.2	16.1
净利率(%)	9.9	5.3	1.6	1.7	3.3
ROE(%)	12.3	5.2	1.4	1.5	3.5
EPS(摊薄/元)	0.81	0.35	0.10	0.10	0.24
P/E(倍)	10.0	23.0	80.6	78.5	34.4
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司为纯碱等盐化工行业龙头，持续绿色发展，厚植生态底色.....	4
1.1、 公司为纯碱行业龙头，系总部位于内蒙的大型央企.....	4
1.2、 公司实际控制人为中盐集团，实行股权激励彰显发展信心.....	5
1.3、 公司营收、利润主要来自于盐化工业务，业绩波动主要受纯碱景气度影响.....	6
2、 金属钠：公司为金属钠行业龙头.....	7
3、 玻璃产能或见顶，未来纯碱需求增长或有限.....	8
3.1、 城市更新加快、国家补贴刺激装修需求，或支持浮法玻璃需求.....	8
3.2、 光伏玻璃：供需矛盾突出，新增产能或将放缓.....	10
3.3、 纯碱行业新增产能压力较大，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出.....	12
4、 积极改造存量纯碱产能，拟建大型天然碱项目凸显成长优势.....	14
4.1、 青海两碱成本优势明显，积极技改降低成本.....	14
4.2、 公司取得大型天然碱矿采矿权，未来成长可期.....	15
4.2.1、 通辽天然碱矿物量大，水资源配套丰富，交通便利.....	15
4.2.2、 天然碱项目投入较大，公司积极筹措资金.....	16
4.2.3、 天然碱项目的纯碱单吨完全成本或较低.....	17
4.3、 公司低廉价格竞拍取得吉兰泰天然碱探矿权，成长可期.....	18
5、 盈利预测：未来公司有望受益于天然碱项目投产.....	19
6、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 截至 2025 年 8 月 5 日，公司实际控制人为中盐集团.....	6
图 2： 2024 年，公司营收同比下降.....	7
图 3： 主要业务毛利率：2024 年纯碱毛利率同比下降.....	7
图 4： 2025 年 H1 公司归母净利润同比下降.....	7
图 5： 截至 2025 年二季度末，公司资产负债率水平较低.....	7
图 6： 金属钠主要用于靛蓝粉和医药中间体行业等.....	8
图 7： 2025 年 5 月以来，金属钠价格呈现上涨趋势.....	8
图 8： 2021 年以来，中国商品房销售面积呈现下降趋势.....	9
图 9： 2020 年以来，装饰装修产值日益提高.....	10
图 10： 2024 年，平板玻璃消费量同比增长 3.80%.....	10
图 11： 2024 年，平板玻璃产能同比大增.....	10
图 12： 2024 年以来，光伏玻璃价格持续下行.....	11
图 13： 2024 年光伏玻璃产能同比大增 61.62%.....	11
图 14： 2023 年 H2 以来，晶硅光伏组件价格呈下跌趋势.....	11
图 15： 2025 年 7 月，光伏玻璃库存有所下降.....	11
图 16： 2024 年纯碱表观消费量同比增长.....	12
图 17： 2024 年，纯碱有效产能同比增长.....	12
图 18： 2024 年 H2 以来，氨碱、联碱法盈利持续欠佳.....	12
图 19： 截至 2025 年 8 月，纯碱价差已跌至历史低位.....	13
图 20： 2021 年以来，天然碱成本持续低于其他工艺成本.....	13

图 21: 2025 年 7 月, 纯碱行业开工率处于年内低位.....	13
图 22: 截至 2025 年 8 月 7 日, 纯碱工厂库存高企.....	13
图 23: 预计 2027 年, 国内天然碱行业产能占比或达 30.49%	14
表 1: 公司历史上多次资产组合, 形成目前以两碱、两钠为主的业务发展模式.....	4
表 2: 公司为纯碱行业龙头	5
表 3: 部分新增产能规划: 未来仍有较多纯碱新增产能拟投产.....	13
表 4: 天然碱项目建设拟投入 156.71 亿元	16
表 5: 未来公司天然碱项目单吨纯碱完全成本或较低.....	17
表 6: 公司子公司中盐碱业, 以 68.0866 亿元取得通过天然碱采矿权.....	18
表 7: 随着未来公司天然碱项目投产, 有望贡献增量业绩.....	19
表 8: 2025 年, 预计公司 PE 高于可比公司平均值.....	20

1、公司为纯碱等盐化工行业龙头，持续绿色发展，厚植生态底色

1.1、公司为纯碱行业龙头，系总部位于内蒙的大型央企

公司系总部位于内蒙古阿拉善的大型央企。公司全称中盐内蒙古化工股份有限公司（下文简称“公司”、“中盐化工”），实际控制人为中国盐业集团有限公司，总部位于内蒙古阿拉善高新技术产业开发区。公司前身是始建于1953年的“吉兰泰盐场”，1996年完成公司制改革后组建吉兰泰盐业集团公司，1998年吉兰泰盐业集团公司作为主要发起人成立了内蒙古兰太实业股份有限公司，2000年挂牌上市，2005年实际控制人变更为中国盐业集团有限公司（以下简称“中盐集团”），2019年完成重大资产重组，2020年6月更名为“中盐内蒙古化工股份有限公司”。截至2024年底，公司资产总额187.46亿元，年营业收入128.93亿元，年上缴税费9.84亿元，员工9,000余人，是一家拥有资源优势、区位优势、技术优势、管理优势的跨地区、跨行业的大型企业集团。

实控人改制完成后，公司进行了一系列资产整合，聚焦两碱、两钠业务。2018年7月24日收到实际控制人中国盐业总公司的通知，中盐总公司已完成公司制改制，成为国有独资企业，名称正式变更为“中国盐业集团有限公司”。随后，公司开展了一系列资产收并购，2020年，公司收购了氯碱化工100%股权、高分子公司100%股权、纯碱业务经营性资产及负债、中盐昆山100%股权；2021年，公司收购发投碱业100%股权。2018-2021年期间，也将兰峰化工、兰太资源、兰太煤业等两碱业务以外的资产出售，持续聚焦两碱、两钠业务。

表1：公司历史上多次资产组合，形成目前以两碱、两钠为主的业务发展模式

公告披露日期	事件标题	交易标的	交易买方	交易总价值(亿元)
2018/3/13	兰太实业转让兰峰化工81.82%股权	兰峰化工81.82%股权	淄博金丰园化工有限公司；	0.2
2019/3/29	兰太实业转让兰太资源100%股权和部分债权	兰太资源100%股权；兰太资源部分债权	宁夏恒泰；	5.36
2019/12/26	兰太实业定增收购氯碱化工100%股权、高分子公司100%股权、纯碱业务经营性资产及负债、中盐昆山100%股权	氯碱化工100%股权；高分子公司100%股权；纯碱业务经营性资产及负债；中盐昆山100%股权	公司	41.48
2021/4/22	公司收购中盐华东80%股权	中盐华东80%股权	公司	0.4
2021/4/22	兰太实业转让兰太煤业51%的股权及债权	兰太煤业51%的股权及债权	鄂托克旗棋盘井呼武煤矿；	0.75
2021/9/7	公司收购发投碱业100%股权	发投碱业100%股权	公司	28.3

资料来源：Wind、开源证券研究所

经过了持续资产整合之后，公司建成了集“制盐、盐化工、精细化工、高分子材料、生物制药”为一体的循环经济产业链，建成以“两碱、两钠、两树脂”为龙头的盐化工产业集群。依托湖盐、煤炭、石灰石等资源优势，突出发展精细化工，公司产品畅销全国各地。主要生产装置有：

(1) **两碱**: 36 万吨/年烧碱生产线、390 万吨/年纯碱生产线;

(2) **两钠**: 世界产能最大的 6.5 万吨/年金属钠生产线之一、被列入国家 863 计划项目的 800 吨/年高纯钠生产线、公司本部及参股子公司氯酸钠产能 16 万吨/年为国内前三;

(3) **两树脂**: 40 万吨/年聚氯乙烯生产线、23 万吨/年糊树脂生产线、60 万吨/年电石生产线;

(4) **其他配套**: 国内资源配套齐全的 2×135MW 自备电厂, 并拥有总储量 3 亿多吨的湖盐资源。同时公司积极践行“绿水青山就是金山银山”的绿色发展理念, 建立健全环境管理体系, 全面落实节能减排工作, 以《节能降耗三年行动方案》《废水综合治理三年行动方案》为抓手, 不断提高资源利用效率。

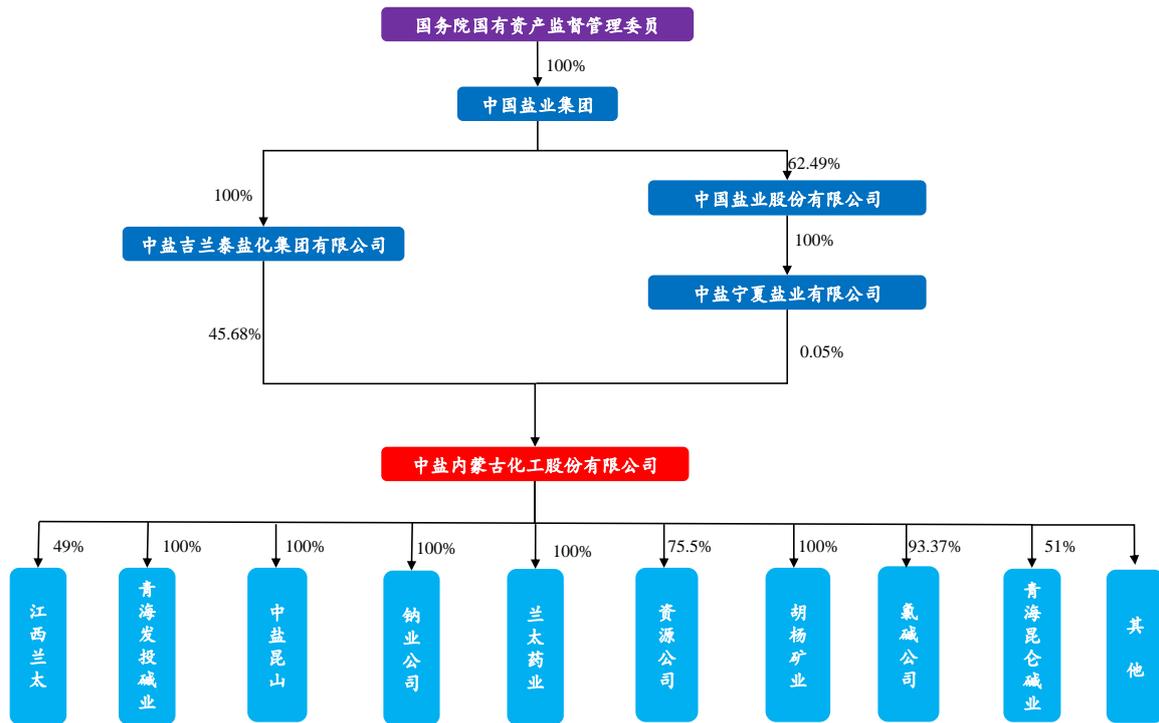
表2: 公司为纯碱行业龙头

板块	产品	子公司		工艺	产能 (万吨/年)	2024 年产能利用率	持股比例	权益产能 (万吨/年)
		名称	2024 年所得税率					
两碱	纯碱	青海发投碱业	25%	氨碱法	140.0	87.15%	100%	140
		青海昆仑碱业	25%	氨碱法	155.0	75.56%	51%	79.1
		盐碱分公司	25%	氨碱法	35.0	123.10%	100%	35
		中盐昆山	25%	联碱法	60.0	137.73%	100%	60
		小计			390.0	93.55%		314.1
两钠	烧碱	氯碱分公司	15%	-	36.0	113.96%	93.73%	33.7
	金属钠	钠业公司	15%	-	6.5	74.86%	100%	6.5
	氯酸钠	钠业公司	15%	-	11.0	81.86%	100%	11
两树脂	PVC 树脂	氯碱分公司	15%	-	40.0	109.08%	93.73%	37.5
	PVC 糊树脂	氯碱分公司	15%	-	10.0	101.70%	93.73%	9.4
		天辰化工	15%		13.0	87.86%	93.73%	12.2
其他	氯化铵	中盐昆山	25%	联碱法	65.0	136.76%	100%	65

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、公司实际控制人为中盐集团, 实行股权激励彰显发展信心

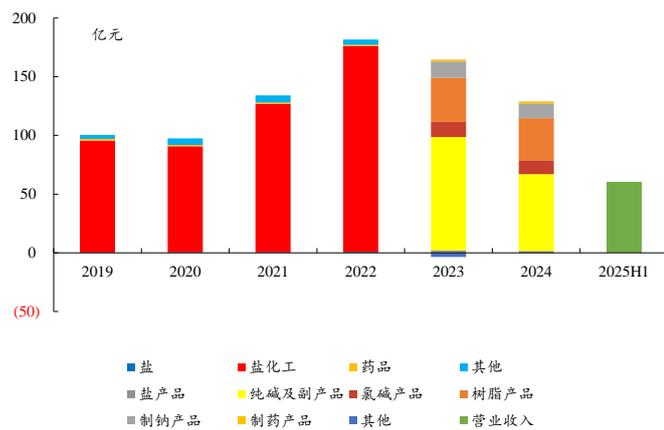
公司实际控制人为中盐集团, 未来将解决同业竞争问题。根据公司重组说明书, 截至 2025 年 8 月 5 日, 中盐吉兰泰盐化集团有限公司持有公司 45.68% 的股份, 为公司控股股东; 中国盐业集团持有中盐吉兰泰盐化集团有限公司 100% 股权, 为公司的实际控制人。公司与实际控制人中盐集团控制的中盐安徽红四方股份有限公司 (以下简称“中盐红四方”) 在纯碱业务、烧碱业务、氯化铵业务、合成氨业务方面存在部分销售区域重合的情形, 目前中盐红四方对纯碱、烧碱、氯化铵、合成氨的销售权已由公司托管。公司在 2019 年资产重组时承诺, 在中盐红四方相关业务、资产具备注入上市公司条件后, 公司将采取包括但不限于资产注入、出售、委托经营等方式, 解决与上市公司 (包括下属控股企业) 在特定区域内的同业竞争问题。

图1：截至 2025 年 8 月 5 日，公司实际控制人为中盐集团


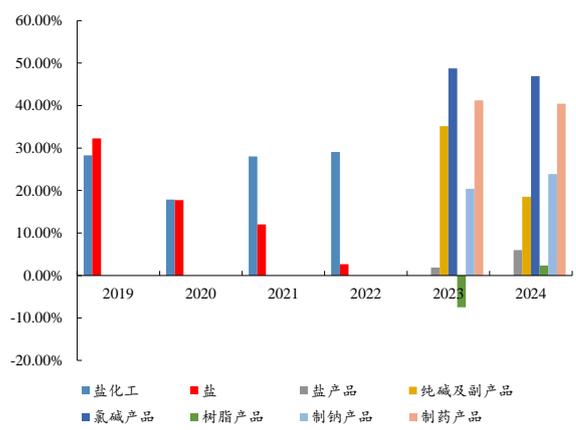
资料来源：公司公告、开源证券研究所 备注：图中仅列示 2024 年报披露的直接或间接持股 50% 以上的子公司。

1.3、公司营收、利润主要来自于盐化工业务，业绩波动主要受纯碱景气度影响

2021-2023 年，公司盐化工业务毛利率保持高位。公司自 2021 年收购发投碱业后，纯碱并表产能跃升至 390 万吨，纯碱景气度波动对公司业绩弹性影响较大。2021 年-2023 年，受益于光伏玻璃产能持续释放、纯碱新增产能释放有限，纯碱年均价保持历史高位。根据百川盈孚数据，2021-2023 年，重质纯碱年均价分别为 2,342、2,802、2,730 元/吨。受益于纯碱高景气，2021-2023 年，公司营收均保持在历史较高水平，分别实现营业收入 134.13、181.63、161.01 亿元。2024 年以来，受纯碱供需矛盾日益突出影响，纯碱价格持续走弱，2024 年及 2025 年 H1，重碱均价分别为 1,961 元/吨、1,471 元/吨，同比分别下降 28.15%、34.15%，拖累公司 2024 年和 2025 年 H1 归母净利润。2021 年-2023 年，受益于纯碱高景气以及公司优越的成本控制能力，公司盐化工业务毛利率始终处于较高水平，公司盐化工业务毛利率分别为 28.04%、29.05%、25.50%。2024 年公司纯碱及副产品业务毛利率为 18.53%，同比下降 16.61pcts，但在纯碱景气同比下行情况下，公司纯碱业务毛利率仍较为优异。

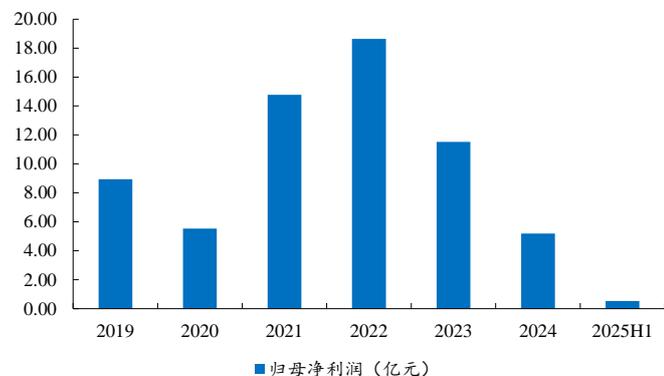
图2：2024年，公司营收同比下降


数据来源：公司公告、开源证券研究所

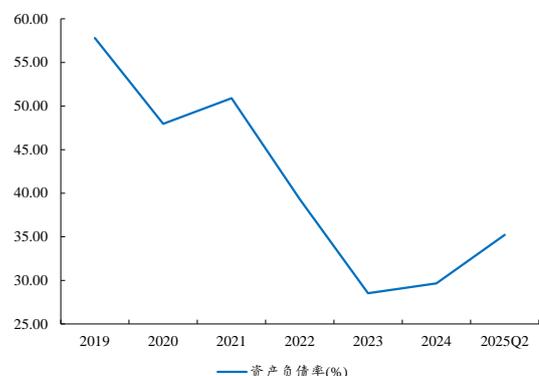
图3：主要业务毛利率：2024年纯碱毛利率同比下降


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024年以来纯碱行业供需矛盾突出，公司归母净利润同比下滑。2024年公司实现归母净利润5.19亿元，同比下降56.32%。2025年H1，公司实现归母净利润0.53亿元，同比下降88.04%。2024年以来，随着内蒙纯碱新产能逐渐达产，光伏玻璃需求不及预期、新增产能减少，纯碱供需矛盾突出，价格持续下跌，致公司2024年以来归母净利润呈现下降趋势。截至2025年二季度末，公司资产负债率仅为35.23%，负债水平较低，未来融资空间充足。

图4：2025年H1公司归母净利润同比下降


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图5：截至2025年二季度末，公司资产负债率水平较低


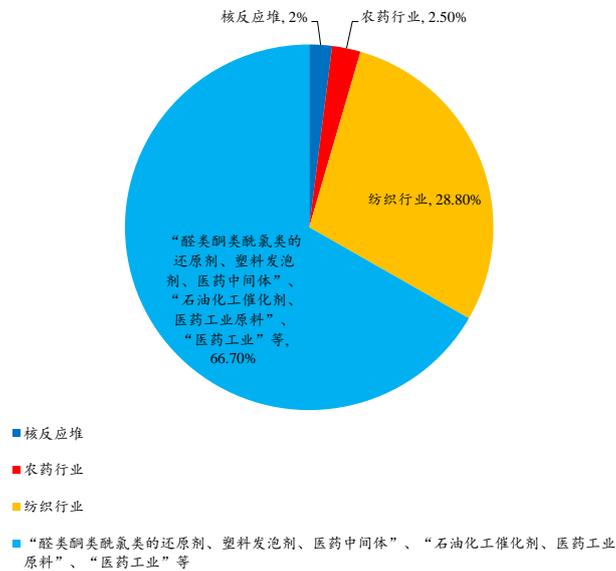
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2、金属钠：公司为金属钠行业龙头

公司金属钠产能全球领先。根据公司年报，金属钠消费领域集中在靛蓝粉和医药中间体行业，少量用于多晶硅领域。2024年全球金属钠产能装置约20.65万吨。产量13.5万吨，公司金属钠产能6.5万吨，占全球产能的31.5%，规模与技术优势处于行业领先地位。同时公司以金属钠生产技术为依托生产高纯钠。高纯钠是一种高纯度金属钠成品，被列入国家863计划项目，产能800吨。公司高纯钠工艺及成本控制在行业内具有优势，该产品可用于反应堆的冷却剂，采取订单式生产模式。2024年，受国际环境复杂多变、全球经济下行影响，产业链出口受到一定影响，同时金属钠行业新增产能扩张，下游行业需求有限，行业整体盈利水平降低。我们预计，

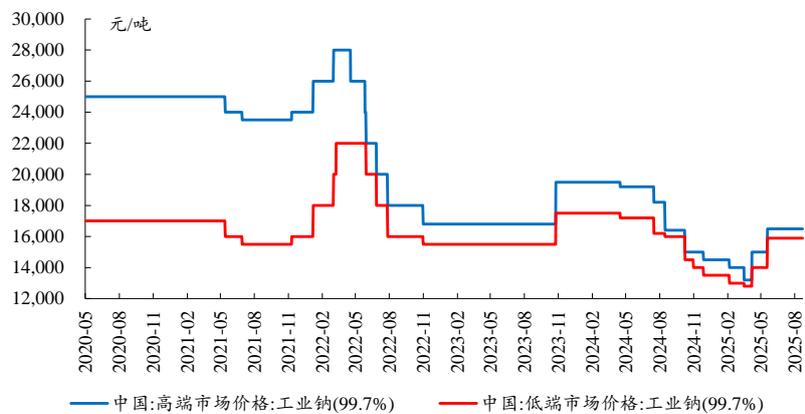
未来金属钠仍需时间消化过剩产能，价格或承压，但公司作为金属钠全球龙头，凭借规模优势铸造低成本的生产优势，有望在金属钠行业竞争中脱颖而出。

图6：金属钠主要用于靛蓝粉和医药中间体行业等



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

图7：2025年5月以来，金属钠价格呈现上涨趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、玻璃产能或见顶，未来纯碱需求增长或有限

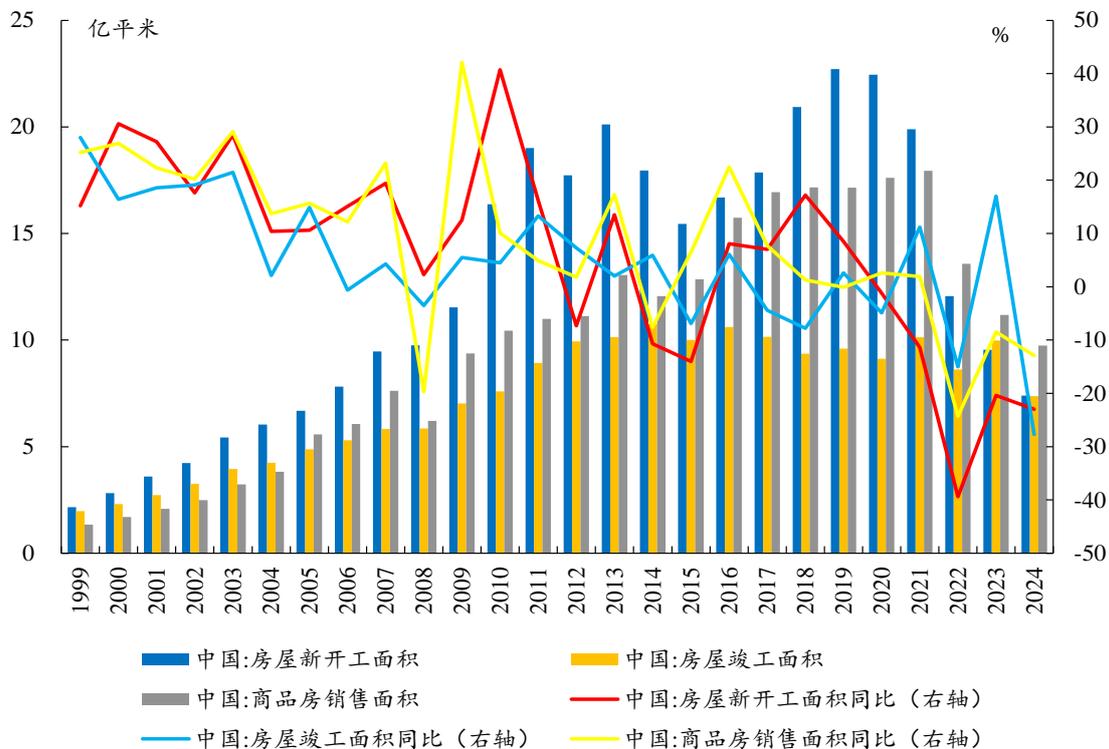
3.1、城市更新加快、国家补贴刺激装修需求，或支持浮法玻璃需求

二手房装修需求有望持续增长，浮法玻璃需求不必悲观。2000年以来，中国房地产步入迅速发展时代。2021年，国内房屋竣工面积为10.14亿平方米，较2001年增长271.43%，复合增长率为6.78%；商品房销售面积为17.94亿平方米，较2001年增长763.52%，复合增长率为11.38%。多数装修材料使用年限寿命短则5-10年，长则15-30年不等。以门窗使用寿命20年计算，如果以2000年为中国地产周期的元年，那2020年开始存量二手房将逐步进入重新装修或者门窗更换的高峰期。根据国家统

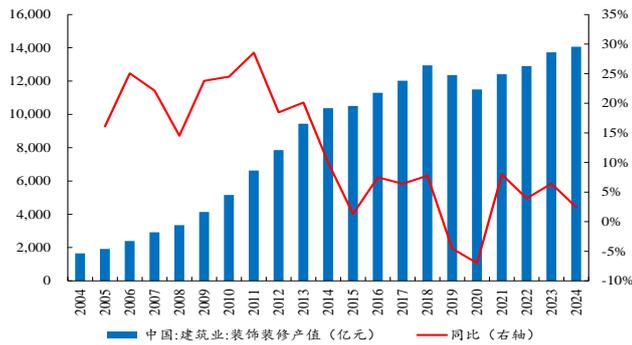
计局、Wind 数据，2022-2024 年房地产竣工面积疲弱，同比分别-15.0%、+17.0%、-27.7%，但同期平板玻璃的表观消费量分别同比-2.94%、-5.12%、+3.80%。但 2020 年以来，装饰装修产值持续提升，由 2020 年的 11,494 亿元增长至 2024 年的 14,062 亿元，年均复合增长率为 5.17%。随着 2005 年以后的房屋逐渐达到 20 年房龄，装修需求有望迎来快速增长。在大多数城市，装修付出的成本远低于购买一套新房的成本，且如今装修工艺已显著高于 20 年前的装修工艺，重新装修可较为显著改善居住体验。随着玻璃生产的性能水平提升，当前商品房、办公楼的窗墙比逐渐提高，持续拉动大面积的玻璃需求增加。

随着城市更新、房龄老旧房屋增多，装修需求有望逐年增长。若新开工到竣工的平均房屋开发周期为 2 年，则 2025 年对应的竣工面积为 2023 年的新开工面积，即 9.54 亿平方米；若门窗使用寿命为 20 年，2025 年对应达到门窗使用寿命的房屋面积为 2005 年对应的房屋销售面积，即 5.58 亿平方米。在前面两种假设条件下，2025 年房屋竣工面积加上达到门窗使用寿命的房屋面积为 15.12 亿平方米。根据新华社报道，住房和城乡建设部相关负责人 2024 年 12 月 25 日表示，2025 年要大力实施城市更新，谋划实施一批城市更新改造项目，全面完成 2000 年底前建成的城镇老旧小区改造任务，并鼓励地方探索居民自主更新改造老旧住宅。而且，随着商品房进入“改善”时代，未来新楼盘的窗墙比或进一步提高，玻璃使用量或较传统楼盘增长。综上，我们认为未来建筑玻璃需求仍有望维持在较高水平，对浮法玻璃需求不必过于悲观。

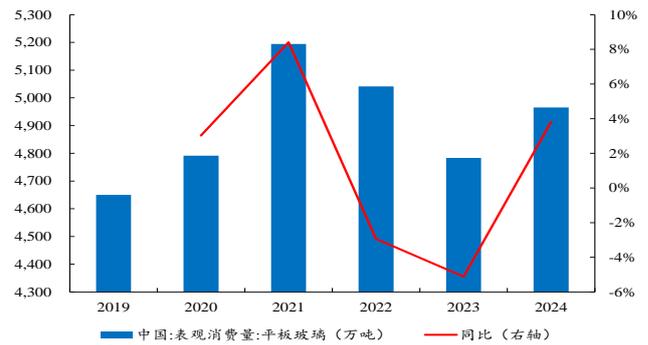
图8：2021 年以来，中国商品房销售面积呈现下降趋势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

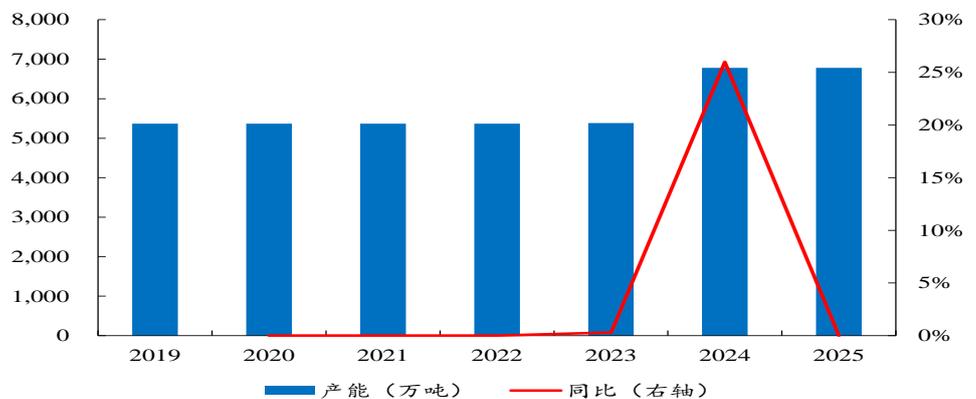
图9：2020年以来，装饰装修产值日益提高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024年，平板玻璃消费量同比增长3.80%


数据来源：Wind、开源证券研究所

未来浮法玻璃产能或继续维持高位。根据《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》，若2013年以来连续停产两年及以上的平板玻璃产能（因省级主管部门制定或同意的错峰生产方案以及因地方规划调整导致此情况的除外），不可以用于产能置换。玻璃冷修放水检修一次的成本较高，时间较长，完成冷修后的玻璃窑炉正常情况可运转6-10年。虽由于房地产竣工需求疲弱，浮法玻璃价格较低，短期内或有一些玻璃企业由于盈利压力较大，暂时放水冷修。我们预计，为了避免成为“僵尸产能”，未来无法用于产能置换，多数浮法玻璃企业仍会维持产线生产。且根据我们前述分析判断，对未来浮法玻璃需求或不悲观，浮法玻璃产能维持高位，支撑纯碱需求。

图11：2024年，平板玻璃产能同比大增


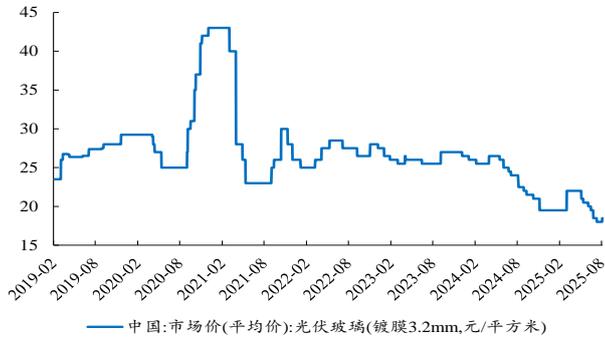
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

3.2、光伏玻璃：供需矛盾突出，新增产能或将放缓

光伏玻璃新增产能快速释放，价格承压下行。2021年以来，随着光伏玻璃产能限制放开，光伏玻璃产能快速扩张。根据百川盈孚数据，光伏玻璃产能由2020年的1,173万吨增长至2024年4,477万吨，涨幅达281.64%，年均复合增速达到39.77%。随着光伏玻璃产能快速投放、下游光伏装机增速放缓，包括光伏玻璃在内的各环节产能快速过剩。库存方面，截至8月1日，光伏玻璃库存由2024年初的68.55万吨上行至251.7万吨，光伏玻璃行业库存压力较大。在产能过剩、库存压力背景下，光

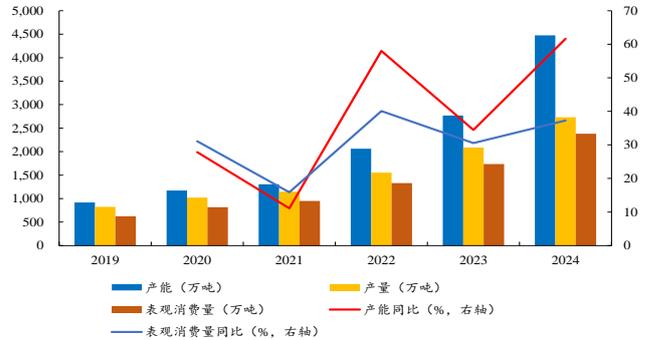
伏玻璃价格持续下滑。根据百川盈孚数据，截至 8 月 5 日，光伏玻璃(镀膜 3.2mm)的价格由 2024 年高点的 26.5 元/平方米下降至 18.5 元/平方米。当前光伏玻璃企业盈利能力进一步承压，未来或有部分光伏玻璃产线逐渐放水冷修，以减缓亏损压力。

图12：2024 年以来，光伏玻璃价格持续下行



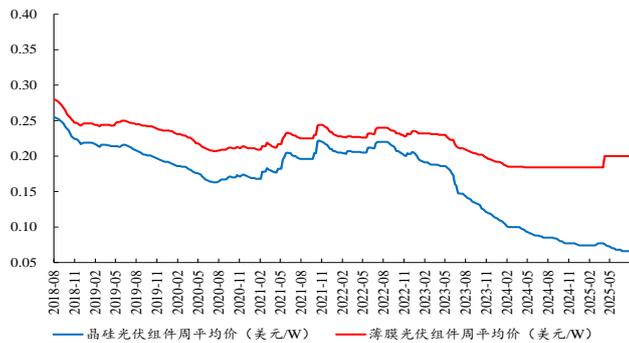
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024 年光伏玻璃产能同比大增 61.62%



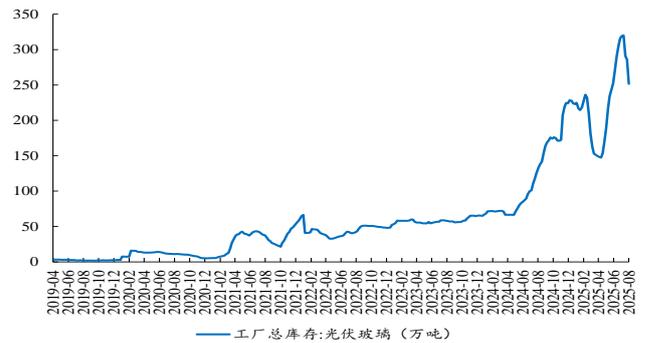
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图14：2023 年 H2 以来，晶硅光伏组件价格呈下跌趋势



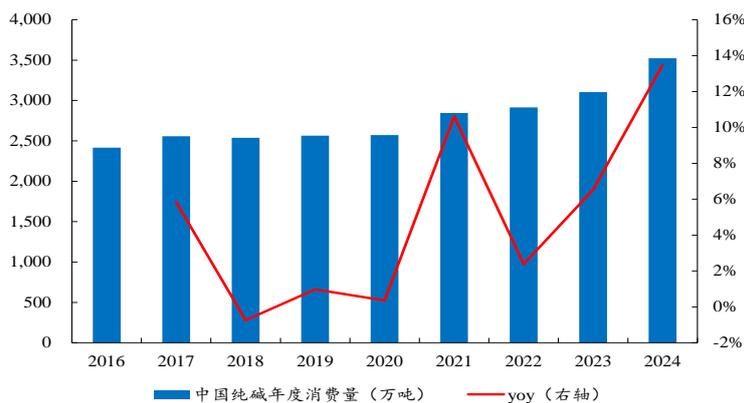
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图15：2025 年 7 月，光伏玻璃库存有所下降



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

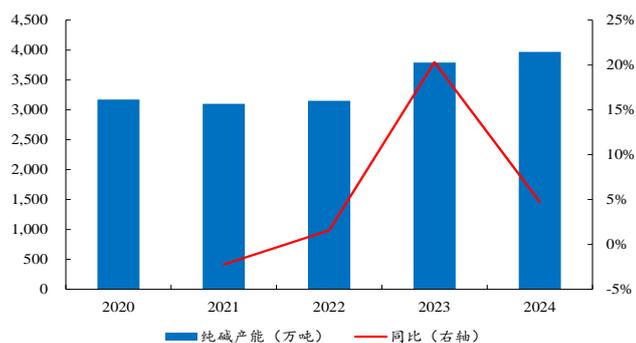
2020 年以来，光伏玻璃产能持续投放，浮法玻璃产能高位运行，持续带动纯碱需求增长。根据卓创资讯数据，2024 年纯碱表观消费量为 3,523.31 万吨，同比增长 13.49%。未来随着光伏玻璃行业持续亏损，其产能增长或放缓，纯碱需求增长亦或将大幅放缓。

图16：2024年纯碱表观消费量同比增长


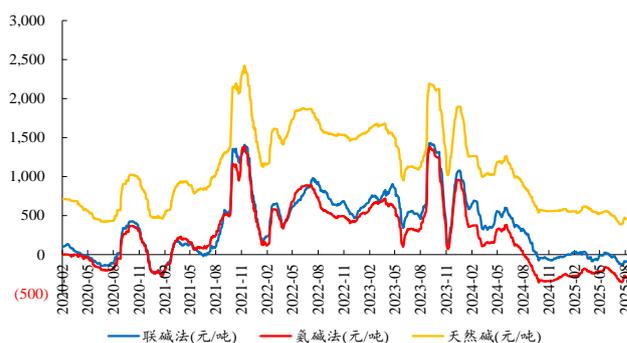
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

3.3、纯碱行业新增产能压力较大，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出

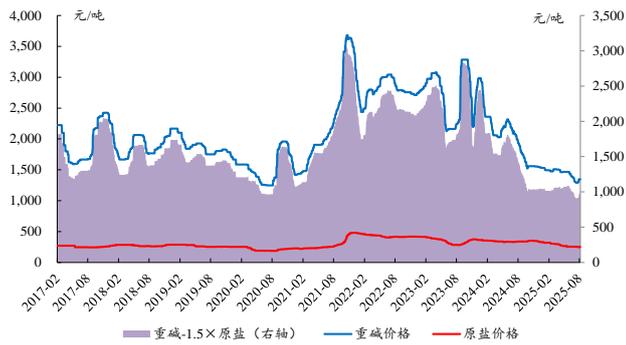
2025年起，预计将有多套纯碱新增装置投产。随着纯碱行业供需失衡加剧，已有落后产能逐渐被淘汰。淘汰产能方面，根据卓创资讯数据，2024年9月，河南金大地淘汰联碱产能70万吨。根据百川盈孚数据，目前纯碱行业有效产能为4,200万吨，同比+5.79%。展望未来，仍有多套装置预计投产：2025年底，博源化工或新增天然碱产能280万吨，产能压力较大；另外还有未来中盐化工在内蒙古通辽拟建天然碱矿开发项目，一期拟建500万吨纯碱产能。这些装置的投产，或进一步加剧纯碱行业供需失衡的局面。

图17：2024年，纯碱有效产能同比增长


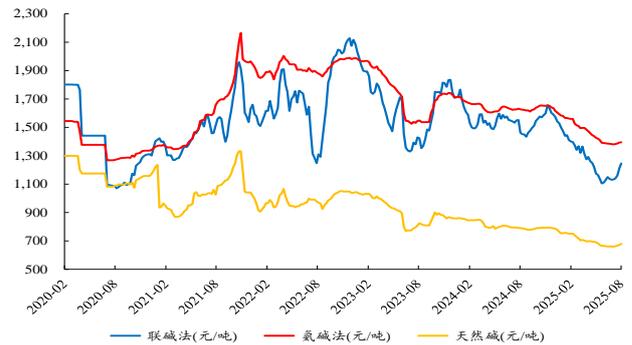
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图18：2024年H2以来，氨碱、联碱法盈利持续欠佳


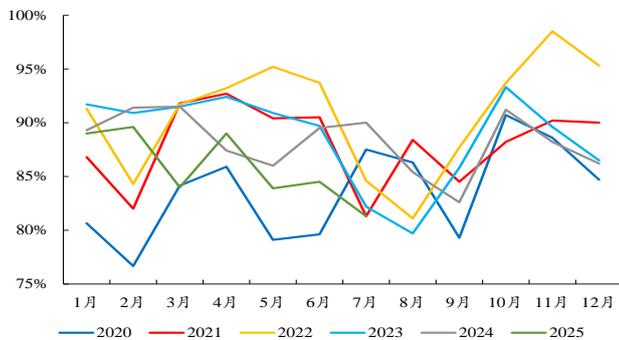
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图19: 截至 2025 年 8 月, 纯碱价差已跌至历史低位


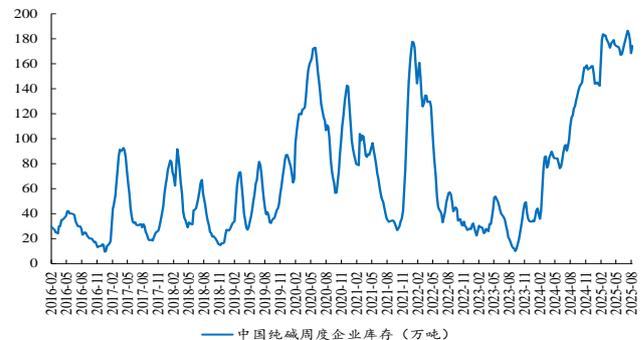
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2021 年以来, 天然碱成本持续低于其他工艺成本


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

图21: 2025 年 7 月, 纯碱行业开工率处于年内低位


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图22: 截至 2025 年 8 月 7 日, 纯碱工厂库存高企


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

表3: 部分新增产能规划: 未来仍有较多纯碱新增产能拟投产

企业	产能(万吨)	生产工艺	预计投产时间	省份
博源化工	280	天然碱	2025-12	内蒙古自治区
雪天盐业	80	联碱法	2026-12	湖南省
中盐化工	500	天然碱法	2027-06	内蒙古自治区

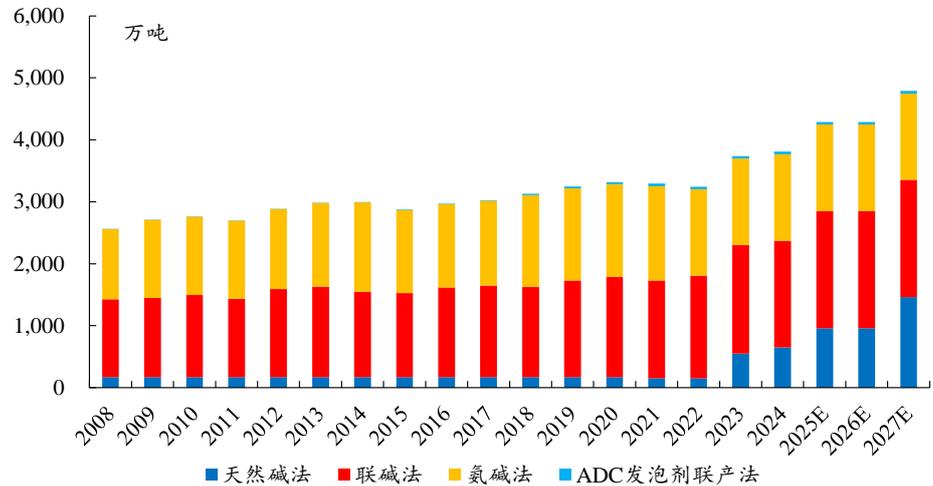
数据来源: 百川盈孚、卓创资讯、开源证券研究所

未来低成本天然碱工艺或将持续脱颖而出。随着光伏玻璃新增产能逐渐减少, 纯碱需求端进一步承压, 而供给端仍有较多新增产能, 供需失衡压力大幅加大, 未来低盈利水平的工艺或被逐步淘汰。截至 2025 年 8 月 5 日, 纯碱价差已跌至接近 2020 年的历史底部水平, 重质纯碱的价格为 1,349 元/吨。根据百川盈孚测算的各工艺成本, 截至 2025 年 8 月 1 日, 联碱法、氨碱法、天然碱法的工艺成本分别为 1,246、1,395、679 元/吨, 按照该工艺成本测算, 当前仅天然碱工艺盈利尚可。随着纯碱供给压力增大, 纯碱企业库存位于历史高位, 未来纯碱新增产能投产进展或不及预期, 行业开工率或将有所分化, 低成本天然碱工艺有望持续较高负荷生产, 成本较高的氨碱法、联碱法开工率或有所下降, 部分产能或逐步出清。

同时参考海外经验来看, 天然碱工艺在全球纯碱竞争中占据主导地位。根据中国能源网报道, 美国凭借丰富的天然碱矿资源以及先进的生产技术, 长期在全球纯碱出口领域占据主导地位。美国拥有着全球 99% 的天然碱资源, 其中怀俄明州绿河地区更是坐拥全球已知的最大天然碱资源之一, 储量高达 600 亿吨, 这足以保障全

球数百年的需求。其贸易量在全球纯碱总贸易量中约占比 50%，在国际纯碱市场上具有较高的影响力和话语权。美国纯碱主要出口至美洲、欧洲、非洲和亚洲等地区，其中出口至北美洲的占比约为 23%，出口至拉丁美洲的占比约为 28%，出口至东南亚的占比约为 26%。综上，我们认为，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出。

图23：预计 2027 年，国内天然碱行业产能占比或达 30.49%



数据来源：卓创资讯、公司公告、开源证券研究所

4、积极改造存量纯碱产能，拟建大型天然碱项目凸显成长优势

4.1、青海两碱成本优势明显，积极技改降低成本

2016 年以来，公司先后多次对青海昆仑进行技改投入。2016 年，公司投资建设昆仑碱业 3×240t/h 循环流化床锅炉脱硫脱硝工程项目、投资建设 7#轻灰煅烧炉项目；2017 年，公司投资建设昆仑碱业蒸氨液治理排放场堰坝项目；2018 年，公司投资建设昆仑碱业吸氨工序节能升级技术改造项目、高效大型压缩机节能减排技术改造项目、产业提质增效及节能环保技术改造项目、产品多元化技术改造项目、5 万吨/年食用小苏打技术改造项目；2019 年，公司投资建设昆仑碱业新增 4#高温高压循环流化床锅炉项目、建设重碱清灰系统新增离心机节能增效技术改造项目；2021 年，投资建设蒸氨钙液资源化综合回收利用节水减排环保技术改造项目。经过公司多次技改投入，昆仑碱业的生产更加节能降耗。

收购发投碱业后，公司对其进行进一步的技改投入。2021 年，青海省国有资产投资管理有限公司将其持有的“发投碱业”通过长沙联合产权交易所公开挂牌转让，公开挂牌转让底价为 28.30 亿元。公司通过公开摘牌方式受让该挂牌股权。2022 年，公司投建约 3,493 万元发投碱业烟气系统超低排放工程项目；2023 年，公司投资建设发投碱业电站节能降碳升级改造项目，项目估算总投资 7.12 亿元，其中一期投资 5.52 亿元，二期投资 1.60 亿元。项目建设 3 台 240t/h 高温高压循环流化床锅炉、1 台 25MW 背压式汽轮发电机组和 1 台 15MW 抽背式汽轮发电机组，项目建成后，在生产期内每吨纯碱生产成本可节约 121.27 元。

公司资源禀赋优异，缔造低成本的“盐化工”业务生产优势。根据公司公告，公司拥有位于内蒙古阿拉善盟的吉兰泰盐湖的全部及位于青海省柴达木盆地的柯柯盐湖的部分资源，储量约 3 亿吨，为公司盐化工产业提供了原材料保证。同时，公司主要产品生产基地内蒙西部及青海德令哈地区煤炭、电力、石灰石资源丰富，为公司发展提供了优质可靠的资源保障，区位优势造就了较低的劳动力和能源成本。公司控股子公司发投碱业在德令哈市拥有石灰石和盐矿采矿权，产能规模分别为 100 万吨/年、50 万吨/年。昆仑碱业和发投碱业纯碱的生产工艺虽为氨碱法，但所处的青海地区资源禀赋优异，公司又先后多次为两个子公司技改投入，生产成本较低。两个子公司纯碱产能合计 295 万吨，其营业收入为公司主要的营业收入来源，较低的生产成本或使得公司可以在未来纯碱行业激烈的竞争中构筑盈利底部。

4.2、公司取得大型天然碱矿采矿权，未来成长可期

经过重大资产重组，中盐碱业取得大型天然碱“采矿权”，公司成为中盐碱业的控股股东：

2025 年 1 月 11 日，公司与中国石油天然气股份有限公司开展合作，拟与其全资子公司中石油太湖（北京）投资有限公司（共同出资成立中石油中盐（内蒙古）碱业有限公司，以开展天然碱及相关伴生资源采矿权获取及资源开采、加工等事项。设立的合资公司注册资本 4,000 万元，其中中石油太湖占股 51%，公司占股 49%。

6 月 16 日，中盐碱业参与内蒙古自治区通辽市奈曼旗大沁他拉地区天然碱采矿权竞拍，2025 年 6 月 17 日，收到通辽市自然资源局《成交确认书》，中盐碱业以 68.0866 亿元竞得该采矿权。

6 月 20 日，由太湖投资提出，经股东双方友好协商，公司拟同意太湖投资通过减资退出其中盐碱业的全部股权及相关权益。减资后，中盐化工将持有中盐碱业 100% 的股权。本次收购构成资产交易，不构成关联交易，不会导致上市公司控制权的变更。鉴于中盐碱业前述矿业权涉及金额较大，本次交易构成《上市公司重组管理办法》规定的重大资产重组。

8 月 6 日，为保证中盐碱业开发建设天然碱项目资金需要，公司拟对中盐碱业投资，增加中盐碱业注册资本至 80.00 亿元。为降低公司财务费用，优化中盐碱业资本结构，分散投资风险，加快天然碱资源开发项目建设，公司拟通过本次增加中盐碱业注册资本时机，引入战略投资者，计划引入资金规模不超过 39.20 亿元，实际增资金额将在引入战略投资者后确定。经协商，山东海化及内蒙古蒙盐业集团有限公司同意对中盐碱业增资，并已签署意向《合资协议》，约定山东海化增资不超过 23.20 亿元，蒙盐集团增资不超过 8.0 亿元。其他投资人将在产权交易所挂牌时确定，具体对象及投资金额暂不确定。

8 月 9 日，根据公司 2025 年第六次临时股东会决议公告，《关于本次重组方案的议案》、《关于〈中盐内蒙古化工股份有限公司参股公司减资之重大资产重组报告书（草案）〉及其摘要的议案》等议案经股东大会审议通过。中盐碱业正式成为公司的控股子公司。

4.2.1、通辽天然碱矿物量大，水资源配套丰富，交通便利

矿物量较大。根据政府出让公告，中盐（内蒙古）碱业有限公司竞得的天然碱采矿权矿物量 14.47 亿吨（含盐量 \leq 9.54%的资源量为 5.21 亿吨，共伴生天然碱矿物量 9.26 亿吨）。

水资源配套丰富。矿区内河网密布，北有老哈河、西辽河，中有教来河、孟可河，南有茫牛河、杜贵河及柳河支流，以教来河水系为主。教来河贯穿勘查区东部，发源于赤峰市敖汉旗努鲁尔虎山，为西辽河的支流，流经敖汉旗、奈曼旗、开鲁县、到科尔沁区后先注入清河，然后汇入吐尔基山水库。现教来河已干涸，成为耕地。

燃料资源获取便利。根据公司互动平台上的投资者问答，公司天然碱项目含配套热电装置，包含在天然碱项目整体建设项目中，可同步批复，无审批障碍。该项目周边 400 公里内有“元宝山”露天煤矿及锡林郭勒盟众多煤炭资源，燃料供应有充足保证。内蒙古地区有丰富的风、光电资源，公司将制定科学经济的开发方案，如有必要将尽最大可能利用绿电，实现项目绿色可持续运行。

交通区位优势明显。矿区位于奈曼旗大沁他拉镇北部，科尔沁沙地南缘。奈曼旗区位优势独特，地处东北与华北交汇中心，居东北三省与内蒙古结合部，既属于中国西部大开发地区，又处于环渤海经济圈内，同时还受振兴东北老工业基地的辐射和带动，发展潜力较大。矿区与外部乡镇级水泥公路已连接，道路运输条件良好，满足矿区生产、生活的需要。

矿区用电、通讯等基础配套完善。矿区用电由国网奈曼旗供电公司大沁他拉中心供电，全所供电面积 1,903.99km²，专用变压器 1,589 台，514,909 千伏安，全年售电量约为 8.25 亿千瓦时满足矿区生活及生产用电。移动、联通、电信通讯网络已覆盖全区，通讯效果良好。

埋藏深度略深。奈曼碱矿层与地层产状一致，产状较陡，埋深 1,248.41m~2,684.23m，倾角 10°~25°。

4.2.2、天然碱项目投入较大，公司积极筹措资金

天然碱项目投资较大。根据重组说明书，通辽市自然资源局在天然碱矿权出让公告中提出“竞得采矿权之日起 24 个月内投产，36 个月内达产”要求；在与标的公司签署的《采矿权出让合同》中约定“乙方（标的公司）要在竞得采矿权之日起 24 个月内投产，36 个月内达产，实现年纯碱产能 500 万吨；小苏打 0-60 万吨产能（小苏打/纯碱产能根据市场情况调节）。根据通达融媒公众号报道，按照合同约定和企业投资意向，自 2025 年 7 月起的 24 个月之内要完成投产，36 个月之内实现年产纯碱 500 万吨的生产能力。到 2035 年，完成固定资产投资 1000 亿元以上，纯碱年产能力保持在 1000 万吨。公司天然碱项目将在溶采试验后编制正式可行性研究报告。参考中油辽河工程有限公司编制的《奈曼 500 万吨/年天然碱矿产能源综合开发工程预可行性研究》及北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的《估值报告》，标的公司天然碱项目预计投入金额 156.71 亿元，而矿权价款 68.09 亿，项目合计总投资为 224.80 亿元。

表4：天然碱项目建设拟投入 156.71 亿元

投入阶段	预计投入金额（亿元）	预计投入时间
溶采试验投入	2.5	2025 年下半年
无形资产投入	5.62	2025 年下半年
	13.7	2025 年下半年
固定资产投入	50.89	2026 年
	60.59	2027 年
	23.4	2028 年上半年

投入阶段	预计投入金额（亿元）	预计投入时间
合计	156.71	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司积极筹措资金开发天然碱项目。

- (1) **公司自有资金：**截至 2025 年 7 月 31 日，公司可用货币资金余额 33.42 亿元，银行承兑汇票（具有背书转让支付功能，具有一定类似现金的作用）余额 13.58 亿元，合计 47 亿元。公司计划以 25 亿元用于天然碱项目投资，其余资金用于公司日常生产经营。
- (2) **引入战投。**公司通过本次增加中盐碱业注册资本时机，引入战略投资者，计划引入资金规模不超过 39.20 亿元；中盐化工增资金额将不超过 48.80 亿元，实际增资金额将在引入战略投资者后确定。相关工作正在开展过程中。其中，山东海化股份有限公司、内蒙古蒙盐盐业集团有限公司已签署意向《合资协议》，分别拟对中盐碱业增资不超过 23.20 亿元、8 亿元。其他投资人将在产权交易所挂牌时确定，具体对象及投资金额暂不确定。
- (3) **债务融资。**除公司在中盐碱业层面引入战略投资者增资 39.20 亿元外，其余资金均来自于债务融资。公司拟通过本次控股合并中盐碱业，向银行申请 20 亿元并购贷款，年利率为 2.67%，期限为 7 年，还款方式为到期一次性还本。相关工作正在开展过程中。前述资金来源足以覆盖本次天然碱采矿权 68.0866 亿元价款支付及项目前期投入资金。债务融资成本费用化将影响当期业绩，尤其在项目建设后期及投产初期的利息确认高峰阶段，公司即期回报可能会被摊薄，归母净利润减少。其中建设期：2025 年下半年至 2028 年上半年融资成本费用化金额分别为 0.44 亿元、0.82 亿元、0.66 亿元、0.33 亿元；投产初期：2028 年下半年至 2029 年全年融资成本费用化金额分别为 2.26 亿元和 2.53 亿元。
- (4) **后续偿付安排：**公司经营稳健且持续盈利，并拥有较大额度未使用的银行授信。基于已构建的多重偿付保障体系及当前经营状况，预计相关还款安排不会对公司持续经营造成重大不利影响。

4.2.3、天然碱项目的纯碱单吨完全成本或较低

根据公司公告，未来 500 万吨天然碱项目投产后，其单吨纯碱完全成本或达 822 元/吨，或显著低于氨碱法和联碱法的工艺成本。

表5：未来公司天然碱项目单吨纯碱完全成本或较低

序号	项目名称	单位	数值
1	项目评价期(含建设期3年)	年	23
2	总投资(不含税)	亿元	211.3
2.1	其中:建设投资	亿元	203.2
2.1.1	钻采投资	亿元	29.94
2.1.2	地面投资	亿元	173.22
2.3	建设期利息	亿元	3.14
2.4	流动资金	亿元	4.98
3	产碱量/商品量	亿吨	1.11/1

序号	项目名称	单位	数值
4	总成本费用	亿元	719.9
5	总经营成本	亿元	498.2
6	总操作成本费用	亿元	473.7
7	内部收益率	%	12.84
8	财务净现值	亿元	34.8
9	投资回收期	年	9.02
10	单位操作成本	元/吨碱	474
11	单位折耗	元/吨碱	193
12	单位期间费用	元/吨碱	53.6
13	单位税金	元/吨碱	101.8
14	单位完全成本	元/吨碱	822

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、公司低廉价格竞拍取得吉兰泰天然碱探矿权，成长可期

国内天然碱资源稀缺，天然碱探矿权难能可贵。根据公司公告，2025年5月15日，内蒙古自治区自然资源网上交易系统公开挂牌出让内蒙古自治区阿拉善左旗吉兰泰镇天然碱矿普查探矿权（以下简称“吉兰泰天然碱探矿权”）。该勘查区块从地质构造特征和沉积学等方面分析，存在可溶性无机盐天然碱的可能，为此在吉兰泰区域进行风险勘探，以期发现可溶性天然碱矿藏。根据相关地质资料分析，吉兰泰凹陷白垩系地层中含有大量碳酸盐岩，与同一地质年代形成的天然碱矿具有相类似的成矿条件。2025年6月30日，公司通过公开竞拍方式，以人民币92.90万元获得吉兰泰天然碱探矿权。本次获得的探矿权勘查矿种为天然碱，但天然碱的储量及品位均存在不确定性，尚需进一步开展勘探，后期将根据勘探情况决定是否探转采。

表6：公司子公司中盐碱业，以68.0866亿元取得通辽天然碱采矿权

公司	碱矿名称/项目名称/地址	保有储量(亿吨)	矿权获取方式	获取时矿权性质	费用
	安棚碱矿	1.16	收购中源化学 81.71%股权	采矿权	31.51亿元
	吴城碱矿	0.18		采矿权	
	查干诺尔碱矿	0.0169		采矿权	
博源化工	阿拉善塔木素天然碱矿	10.52 (保有固体矿石量)	挂牌	探矿权	708万元
	内蒙古自治区额济纳旗哈达贺休盐湖矿区外围卤水矿普查2区	-	挂牌	探矿权	120.50万元
公司	内蒙古自治区通辽市奈曼旗大沁他拉地区天然碱采矿权	14.22 (固体矿石量)	挂牌	采矿权	68.0866亿元
	内蒙古自治区阿拉善左旗吉兰泰镇天然碱矿普查探矿权	-	挂牌	探矿权	92.90万元

公司	碱矿名称/项目名称/地址	保有储量 (亿吨)	矿权获取方式	获取时矿权性质	费用
-	新疆塔里木盆地	初步探明的资源量 逾千亿吨, 可与油气 资源协同开发	勘探阶段	-	-
-	青海盐湖	-	勘探阶段	-	-

数据来源: 博源化工公司公告、中盐化工公司公告、中国化工报、开源证券研究所

5、盈利预测: 未来公司有望受益于天然碱项目投产

核心假设:

- (1) 公司 500 万吨天然碱项目 2027 年中投产;
- (2) 2025-2027 年, 公司纯碱业务毛利率分别为 8.0%、11.0%、15.0%;
- (3) 2025-2027 年, 氯碱业务毛利率保持稳定。

表7: 随着未来公司天然碱项目投产, 有望贡献增量业绩

产品	指标 (单位)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盐产品	营业收入 (亿元)	2.27	1.56	1.56	1.56	1.56
	毛利 (亿元)	0.04	0.09	0.09	0.09	0.09
	毛利率 (%)	1.87%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%
纯碱及副产品	营业收入 (亿元)	96.32	65.43	51.77	53.00	69.03
	毛利 (亿元)	33.85	12.13	4.14	5.83	10.35
	毛利率 (%)	35.14%	18.53%	8.00%	11.00%	15.00%
氯碱产品	营业收入 (亿元)	12.92	11.85	12.20	12.57	12.94
	毛利 (亿元)	6.30	5.56	5.72	5.89	6.07
	毛利率 (%)	48.74%	46.89%	46.89%	46.89%	46.89%
树脂产品	营业收入 (亿元)	37.51	35.79	36.86	37.97	39.11
	毛利 (亿元)	-2.81	0.84	0.92	1.14	1.37
	毛利率 (%)	-7.48%	2.35%	2.50%	3.00%	3.50%
制钠产品	营业收入 (亿元)	14.00	12.54	12.91	13.30	13.70
	毛利 (亿元)	11.14	9.54	9.81	9.98	10.14
	毛利率 (%)	20.44%	23.87%	24.00%	25.00%	26.00%
制药产品	营业收入 (亿元)	1.57	1.90	1.90	1.90	1.90
	毛利 (亿元)	0.92	1.13	1.13	1.13	1.13
	毛利率 (%)	41.25%	40.46%	40.46%	40.46%	40.46%
营业收入合计 (亿元)		161.01	128.93	117.21	120.30	138.24
毛利合计 (亿元)		38.39	22.54	14.75	17.05	22.22
总毛利率 (%)		23.84%	17.49%	12.58%	14.17%	16.07%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 备注: 其他业务收入占比较低, 故不予列示。

我们预计公司当前股价对应 2025-2027 年 PE 均高于可比公司同期的平均 PE, 2024 年以来, 纯碱景气持续下行, 拖累公司业绩。我们预计 2025 年-2027 年纯碱供需矛盾仍较为突出, 公司业绩或持续承压。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.48、1.52、3.46 亿元, EPS 分别为 0.10、0.10、0.24 元, 当前股价对应 PE 分别为 80.6、78.5、34.4 倍, 但考虑公司预计 2027 年天然碱项目投产, 天然碱工艺成

本明显低于其他工艺，公司成长性凸显，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表8：2025年，预计公司PE高于可比公司平均值

证券代码	证券简称	8月27日		EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
		总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603299.SH	苏盐井神	87.62	11.21	0.98	0.94	1.10	1.30	11.3	11.9	10.2	8.7
000683.SZ	博源化工	238.37	6.41	0.49	0.46	0.56	0.58	13.1	13.9	11.4	11.1
600409.SH	三友化工	126.54	6.13	0.24	0.32	0.41	0.59	22.3	19.1	14.9	10.4
平均值								14.9	15.3	12.4	10.2
600328.SH	中盐化工	119.06	8.12	0.35	0.10	0.10	0.24	23.0	80.6	78.5	34.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除博源化工、中盐化工外，其他公司盈利预测均来自于Wind一致预测。）

6、风险提示

宏观经济下行：公司后续主要从事天然纯碱的开发利用，其经营业绩和发展前景在很大程度上受宏观经济发展状况的影响，宏观经济的波动会影响纯碱行业下游需求，进而影响公司纯碱业务的盈利能力和财务状况。

碱矿实际储量不及预期：公司竞拍获得的天然碱矿权公示的资源情况来自于专业机构出具的《勘探报告》。基于目前矿产资源储量的估算方法的科学性程度的限制，矿山资源储量预估值与实际值可能存在差异，基础储量与实际可采储量可能存在差异，实际开采的矿物品位和勘探报告中的平均品位存在差异，该等差异可能导致标的公司矿业权价值和未来年份的开发效益存在不确定性。

项目投资导致的纯碱市场风险：公司天然碱项目投产后，未来新增产能可能对纯碱市场价格形成一定影响，进而导致一部分高成本的化学合成碱产能退出市场。尽管公司位于西北地区的化学合成碱产能在行业内具备一定资源、成本优势，但天然碱项目投产后，仍可能对公司现有纯碱产能形成一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4970	4483	6258	7196	7380
现金	1754	1124	3539	3763	4089
应收票据及应收账款	921	1197	729	1248	1023
其他应收款	29	72	20	75	34
预付账款	120	182	92	190	134
存货	942	903	874	917	1096
其他流动资产	1204	1004	1004	1004	1004
非流动资产	13685	14263	12571	12071	12549
长期投资	275	240	220	197	175
固定资产	11090	11273	9832	9422	9954
无形资产	652	1161	1203	1274	1346
其他非流动资产	1668	1588	1316	1178	1074
资产总计	18655	18746	18829	19267	19929
流动负债	4773	5006	4692	5143	5614
短期借款	391	659	659	659	659
应付票据及应付账款	2332	2672	2147	2709	2748
其他流动负债	2050	1675	1886	1776	2207
非流动负债	740	556	945	1233	1422
长期借款	203	56	445	734	922
其他非流动负债	536	500	500	500	500
负债合计	5512	5562	5636	6377	7036
少数股东权益	944	1021	1062	1109	1220
股本	1472	1472	1472	1472	1472
资本公积	7022	6846	6846	6846	6846
留存收益	3781	3897	4025	4158	4461
归属母公司股东权益	12199	12164	12130	11781	11674
负债和股东权益	18655	18746	18829	19267	19929

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1629	582	1576	1073	2306
净利润	1614	689	189	199	456
折旧摊销	1008	1074	906	931	1009
财务费用	50	48	134	289	333
投资损失	20	-9	6	7	6
营运资金变动	-1307	-1346	333	-364	512
其他经营现金流	245	126	7	11	-10
投资活动现金流	-26	-568	772	-448	-1482
资本支出	63	626	-766	454	1508
长期投资	0	0	20	24	22
其他投资现金流	38	58	-13	-17	5
筹资活动现金流	-2058	-1058	67	-401	-498
短期借款	-636	268	0	0	0
长期借款	-193	-147	389	289	189
普通股增加	339	-1	0	0	0
资本公积增加	428	-176	0	0	0
其他筹资现金流	-1996	-1002	-322	-690	-687
现金净增加额	-453	-1041	2415	224	326

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16256	12893	11721	12030	13824
营业成本	12355	10638	10246	10325	11602
营业税金及附加	176	202	155	174	192
营业费用	242	181	168	171	197
管理费用	656	533	479	494	566
研发费用	355	336	281	301	338
财务费用	50	48	134	289	333
资产减值损失	-243	-100	0	0	0
其他收益	41	102	56	59	64
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1	-1
投资净收益	-20	9	-6	-7	-6
资产处置收益	11.23	50.94	-7.14	-8.93	11.53
营业利润	2216	1015	300	319	665
营业外收入	50	10	19	21	25
营业外支出	74	113	72	76	84
利润总额	2191	912	247	264	606
所得税	578	223	58	65	150
净利润	1614	689	189	199	456
少数股东损益	426	170	42	47	110
归属母公司净利润	1188	519	148	152	346
EBITDA	3184	1995	1170	1183	1602
EPS(元)	0.81	0.35	0.10	0.10	0.24

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-14.6	-20.7	-9.1	2.6	14.9
营业利润(%)	-30.7	-54.2	-70.5	6.3	108.5
归属于母公司净利润(%)	-36.3	-56.3	-71.5	2.7	127.9
获利能力					
毛利率(%)	24.0	17.5	12.6	14.2	16.1
净利率(%)	9.9	5.3	1.6	1.7	3.3
ROE(%)	12.3	5.2	1.4	1.5	3.5
ROIC(%)	14.3	5.9	2.1	2.0	4.7
偿债能力					
资产负债率(%)	29.5	29.7	29.9	33.1	35.3
净负债比率(%)	-5.9	-1.1	-16.5	-15.7	-15.9
流动比率	1.0	0.9	1.3	1.4	1.3
速动比率	0.8	0.7	1.1	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	146.4	131.2	131.2	131.2	131.2
应付账款周转率	5.8	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.35	0.10	0.10	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	0.40	1.07	0.73	1.57
每股净资产(最新摊薄)	8.32	8.30	8.27	8.03	7.96
估值比率					
P/E	10.0	23.0	80.6	78.5	34.4
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	3.8	6.4	9.3	9.3	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn