

公司研究

Q3 业绩承压，拟现金收购银根矿业股权

——博源化工（000683.SZ）2025 年三季度报点评

买入（维持）

当前价：6.78 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	37.19
总市值(亿元):	252.13
一年最低/最高(元):	4.68/6.82
近3月换手率:	104.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.28	-2.13	-13.01
绝对	6.77	11.33	8.09

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩同比大幅增长，阿拉善项目稳步推进——远兴能源（000683.SZ）2024 年三季度报点评（2024-11-03）

要点

事件：公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度，公司实现营业收入 86.56 亿元，同比-17%；实现归母净利润 10.62 亿元，同比-41%。其中 Q3 单季度实现营业收入 27.40 亿元，同比-17%，环比-10%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比-46%，环比-21%。

点评：

纯碱景气下行，25Q3 业绩承压。2025 年，国内纯碱市场延续弱势运行态势，新增产能不断释放，主要下游消费行业浮法玻璃、光伏玻璃需求减少，行业供需矛盾突出，库存高企，纯碱价格下滑至低位徘徊；尿素产能在国内持续扩张、国际出口渠道阶段性受限的背景下，市场价格承压运行。2025 年 Q3，国内重质纯碱市场均价 1297 元/吨，同比-31%，环比-7%；尿素市场均价 1758 元/吨，同比-23%，环比-7%。纯碱、尿素行业景气下行，致公司 Q3 业绩承压下行。

阿拉善天然碱项目二期稳步推进，纯碱产能稳步扩张。博源集团阿拉善天然碱项目，采用自主研发的“倍半碱”制碱技术和高效蒸发技术，可实现天然碱法工艺技术的多项突破，具有成本低、效率高、流程短等优势，使得中国天然碱产业大规模生产有了可能，单套装置规模较从前提升 40 倍以上。该项目总投资 211 亿元，规划建设产能为纯碱 780 万吨/年，小苏打 80 万吨/年，其中项目一期工程为纯碱产能 500 万吨/年、小苏打产能 40 万吨/年；二期工程，纯碱产能 280 万吨/年、小苏打产能 40 万吨/年。一期项目已于 2023 年 6 月投料试车，现已完全投产；项目二期正在建设中，预计将于 2025 年 12 月建成。阿拉善天然碱项目的逐步投产为公司业绩提供长远支持和保障。

拟现金收购银根矿业股权，业绩有望进一步增厚。公司拟以 27.26 亿元现金方式收购博源工程、铜陵和生合计持有的银根矿业 10.6464% 股权，本次交易完成后，公司持有银根矿业股权的比例将提升至 70.6464%，归母业绩有望进一步增厚。银根矿业凭借区位优势，作为塔木素天然碱原材料的煤炭获取价格将更低廉，采用天然碱法生产纯碱，与氨碱法和联碱法相比，具有能耗低、碳排放少、环保优势明显等优势。银根矿业二期纯碱产能投产后，公司将进一步巩固在纯碱行业的龙头地位。

盈利预测、估值与评级：考虑纯碱、尿素景气下行致公司盈利能力下滑，因此我们下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 14.66（下调 50%）/18.76（下调 44%）/21.00 亿元，折合 EPS 分别为 0.39/0.50/0.56 元，公司是国内纯碱行业龙头企业，天然碱产能持续扩张，成本优势有望持续扩大，竞争优势显著，若纯碱行业景气复苏公司业绩有望快速改善，因此维持公司“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险；原材料价格上涨风险；项目投产进度不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	12,044	13,264	12,316	14,091	15,150
营业收入增长率	9.62%	10.13%	-7.15%	14.41%	7.52%
归母净利润 (百万元)	1,410	1,811	1,466	1,876	2,100
归母净利润增长率	-46.99%	28.46%	-19.09%	28.02%	11.94%
EPS (元)	0.38	0.48	0.39	0.50	0.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.45%	12.49%	9.89%	11.94%	12.61%
P/E	18	14	17	13	12
P/B	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-10-30 注: 公司总股本 23 年末为 37.40 亿股, 24 年末为 37.39 亿股, 25 年及以后为 37.19 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,044	13,264	12,316	14,091	15,150
营业成本	7,094	7,836	7,582	8,584	9,202
折旧和摊销	1,046	1,479	1,562	1,663	1,786
税金及附加	240	236	219	251	270
销售费用	232	382	355	406	437
管理费用	838	989	918	1,050	1,129
研发费用	151	124	115	132	142
财务费用	317	374	337	394	433
投资收益	550	463	463	463	463
营业利润	3,680	3,603	3,193	3,680	3,945
利润总额	2,652	3,402	2,993	3,479	3,745
所得税	508	529	465	541	582
净利润	2,144	2,874	2,528	2,939	3,163
少数股东损益	734	1,062	1,062	1,062	1,062
归属母公司净利润	1,410	1,811	1,466	1,876	2,100
EPS(元)	0.38	0.48	0.39	0.50	0.56

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,141	4,507	3,938	4,997	5,234
净利润	1,410	1,811	1,466	1,876	2,100
折旧摊销	1,046	1,479	1,562	1,663	1,786
净营运资金增加	-233	-1,957	-185	141	76
其他	918	3,174	1,096	1,317	1,271
投资活动产生现金流	-3,616	-1,319	-4,630	-2,630	-2,630
净资本支出	-3,678	-1,164	-5,020	-3,020	-3,020
长期投资变化	3,742	4,246	0	0	0
其他资产变化	-3,680	-4,401	390	390	390
融资活动现金流	1,890	-2,897	587	-1,835	-2,286
股本变化	118	-1	-20	0	0
债务净变化	2,928	-146	2,067	-454	-706
无息负债变化	92	237	-136	519	320
净现金流	1,415	293	-105	532	318

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	41.1%	40.9%	38.4%	39.1%	39.3%
EBITDA 率	38.5%	40.2%	38.2%	38.0%	38.1%
EBIT 率	29.7%	28.8%	25.5%	26.2%	26.4%
税前净利润率	22.0%	25.7%	24.3%	24.7%	24.7%
归母净利润率	11.7%	13.7%	11.9%	13.3%	13.9%
ROA	6.3%	8.0%	6.5%	7.1%	7.4%
ROE (摊薄)	10.5%	12.5%	9.9%	11.9%	12.6%
经营性 ROIC	12.8%	13.6%	9.9%	11.0%	11.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	47%	45%	46%	44%	42%
流动比率	0.86	0.66	0.60	0.71	0.78
速动比率	0.80	0.58	0.53	0.63	0.69
归母权益/有息债务	1.65	1.81	1.47	1.63	1.87
有形资产/有息债务	3.98	4.22	3.69	4.07	4.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	34,094	35,876	39,192	41,209	42,839
货币资金	3,568	3,800	3,695	4,227	4,545
交易性金融资产	0	166	166	166	166
应收账款	60	51	47	54	58
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	204	82	77	87	93
存货	535	772	747	846	907
其他流动资产	2,857	1,583	1,583	1,583	1,583
流动资产合计	7,321	6,543	6,401	7,061	7,456
其他权益工具	446	455	455	455	455
长期股权投资	3,742	4,246	4,246	4,246	4,246
固定资产	17,729	19,323	19,351	20,013	20,653
在建工程	2,054	1,728	4,671	5,078	5,384
无形资产	1,478	1,573	1,562	1,550	1,539
商誉	3	3	3	3	3
其他非流动资产	499	869	869	869	869
非流动资产合计	26,773	29,333	32,791	34,149	35,382
总负债	16,163	16,254	18,184	18,249	17,863
短期借款	2,460	1,601	2,417	1,213	508
应付账款	2,465	3,180	3,077	3,484	3,734
应付票据	645	507	491	556	596
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	47	131	131	131	131
流动负债合计	8,516	9,913	10,594	9,909	9,523
长期借款	4,342	3,947	5,197	5,947	5,947
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	63	61	61	61	61
非流动负债合计	7,647	6,340	7,590	8,340	8,340
股东权益	17,931	19,622	21,008	22,960	24,975
股本	3,740	3,739	3,719	3,719	3,719
公积金	845	1,077	1,224	1,411	1,621
未分配利润	9,248	9,859	10,056	10,758	11,501
归属母公司权益	13,486	14,496	14,819	15,708	16,661
少数股东权益	4,445	5,127	6,189	7,251	8,314

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.93%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
管理费用率	6.96%	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%
财务费用率	2.63%	2.82%	2.74%	2.80%	2.86%
研发费用率	1.26%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%
所得税率	19%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.30	0.27	0.31	0.33
每股经营现金流	0.84	1.21	1.06	1.34	1.41
每股净资产	3.61	3.88	3.98	4.22	4.48
每股销售收入	3.22	3.55	3.31	3.79	4.07

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18	14	17	13	12
PB	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.3	7.4	9.1	8.3	8.0
股息率	4.4%	4.4%	3.9%	4.5%	4.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP