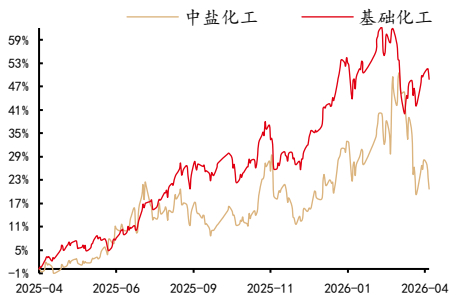


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.40
总股本/流通股本(亿股)	14.66 / 14.66
总市值/流通市值(亿元)	123 / 123
52周内最高/最低价	10.48 / 7.01
资产负债率(%)	29.7%
市盈率	23.63
第一大股东	中盐吉兰泰盐业集团有 限公司

研究所

分析师: 刘海荣
SAC 登记编号: S1340525120006
Email: liuhairong@cnpsec.com
分析师: 李家豪
SAC 登记编号: S1340525120005
Email: lijiahao@cnpsec.com

中盐化工(600328)

盐化工巨擘筑就成本护城河，天然碱新局开启成长“第二曲线”

● 投资要点

中盐化工(600328)是中盐集团旗下唯一上市公司，实际控制人为国资委，拥有纯碱390万吨/年、PVC 40万吨/年、烧碱36万吨/年、金属钠6.5万吨/年(全球产能最大)等多条核心生产线，形成了“盐-煤-石灰石”一体化的产业布局。公司依托内蒙古阿拉善及青海柴达木盆地总储量超3亿吨的原盐资源，叠加主要生产基地所处区域煤炭、电力、石灰石等配套资源丰富的区位优势，劳动力和能源成本显著低于行业平均水平。2024年中盐化工业务营收和毛利占比均超过95%，其中纯碱产品营收占比51%、毛利占比57%，为公司核心业务板块。近年受纯碱景气度周期性下行影响，2024年公司总营收128.9亿元(同比-21%)，归母净利润5.2亿元(同比-56%)，业绩承压但成本优势依然稳固。

纯碱下游需求以玻璃为主体，2024年平板玻璃、光伏玻璃、日用玻璃合计消费占比达75%，其中光伏玻璃占比从2020年的8%快速提升至2025年的21%，成为第二大应用领域。供给端，2025年国内纯碱有效产能已突破4400万吨(同比+5.79%)，新增产能压力较大，纯碱价差已跌至接近2020年历史底部水平。截至2025年8月，联碱法、氨碱法、天然碱法工艺成本分别为1246、1395、679元/吨，当前价格环境下仅天然碱工艺盈利尚可。参考海外经验，美国凭借丰富天然碱资源长期主导全球纯碱出口(贸易量占全球约50%)，天然碱在全球纯碱竞争中已占据主导地位。随着行业供需失衡加剧，高成本产能面临逐步出清，低成本天然碱工艺有望持续脱颖而出，行业格局将形成“以天然碱法为主导、优质合成碱法为补充”的稳定态势。

公司以68.09亿元竞得内蒙古通辽市奈曼旗大沁他拉天然碱采矿权，天然碱矿物量达14.47亿吨，系国内目前发现储量最大的天然碱资源，采矿权期限30年。天然碱一期设计产能500万吨/年，按“两年投产、三年达产”目标推进，预计2027年下半年投产。建成后公司纯碱年产能将从现有390万吨跃升至890万吨，成为国内纯碱行业绝对龙头。根据公司公告，天然碱项目总投资约211.3亿元，投产后单吨纯碱完全成本约822元/吨，显著低于氨碱法和联碱法工艺成本。公司引入山东海化(持股29%)、蒙盐集团及国调基金二期作为战略投资者，中盐化工持股51%保持控制权，实现“技术+业务协同+资源整合+资金实力”的强强联合。公司将成为国内唯一同时布局氨碱法、联碱法、天然碱法三种工艺路线的纯碱企业，“合成碱龙头成本+天然碱增量产能”双轮驱动，成长空间进一步打开。

● 盈利预测及投资建议

我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.8、2.1、3.7亿元，EPS分别为0.06、0.14、0.25元，当前股价对应PE分别为149、

59、34 倍。中长期看，公司天然碱项目有望于 27 年投产，天然碱工艺成本明显低于其他工艺，公司成长空间进一步打开，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● **风险提示：**

能源及原材料价格波动风险、外围宏观环境不确定风险、天然碱项目开发进展不及预期等风险

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12893	11831	12177	12660
增长率(%)	-20.69	-8.23	2.93	3.97
EBITDA（百万元）	2110.23	1824.93	2186.63	2653.89
归属母公司净利润（百万元）	518.79	82.46	209.07	366.74
增长率(%)	-56.32	-84.10	153.53	75.41
EPS（元/股）	0.35	0.06	0.14	0.25
市盈率（P/E）	23.74	149.36	58.91	33.59
市净率（P/B）	1.01	1.02	1.00	0.98
EV/EBITDA	5.40	6.19	4.92	3.90

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 公司是我国产业链一体化的盐业巨擘	6
2 金属钠：全球金属钠行业领先企业	10
3 纯碱：产能维持增长，天然碱法成本优势显著	12
3.1 需求端：玻璃仍是需求主体，新兴领域持续贡献增量	12
3.2 供给端：纯碱行业新增产能压力较大，未来低成本的天然碱工艺将脱颖而出	16
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	19
4.1 青海两碱成本优势明显，积极技改降低成本	19
4.2 公司取得大型天然碱矿采矿权，未来成长可期	19
5 盈利预测与投资建议	22
5.1 盈利预测假设与业务拆分	22
5.2 估值分析及盈利预测	22
6 风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司现有产能情况 (截至 2024 年报)	6
图表 2: 公司历史沿革	6
图表 3: 公司股权穿透结构 (截至 2025/09/30)	7
图表 4: 2015-2025H1 收入 (亿元) 及增速	8
图表 5: 2015-2025H1 归母净利润 (亿元) 及增速	8
图表 6: 公司主要产品营收结构	8
图表 7: 公司主要产品毛利结构	8
图表 8: 公司毛利率和净利率	9
图表 9: 公司主要产品毛利率	9
图表 10: 公司期间费用率呈下降趋势	9
图表 11: 金属钠下游主要领域	10
图表 12: 近年来金属钠产能规模保持稳定 (万吨)	10
图表 13: 金属钠价格走势 (元/吨)	11
图表 14: 纯碱示意图	12
图表 15: 2016-2025 年我国纯碱表观消费量 (万吨)	12
图表 16: 2020-2025 年年我国纯碱下游需求结构	12
图表 17: 2020 年我国纯碱下游需求分布	13
图表 18: 2025 年我国纯碱下游需求分布	13
图表 19: 我国平板玻璃产量 (亿重量箱)	13
图表 20: 我国平板玻璃对纯碱需求测算量 (万吨)	13
图表 21: 平板玻璃下游产业主要为建筑、汽车和电子行业	14
图表 22: 平板玻璃产量月度运行情况与房地产运行指标对比	14
图表 23: 房屋施工面积累计值及同比增速 (亿平方米)	15
图表 24: 房屋竣工面积累计值及同比增速 (亿平方米)	15
图表 25: 我国汽车产量及同比增速 (万辆)	15
图表 26: 我国新能源汽车产量及同比增速 (万辆)	15
图表 27: 全球光伏新增装机量 (GW)	16
图表 28: 中国光伏新增装机量 (GW)	16
图表 29: 2025-2030 年我国光伏玻璃对纯碱需求预测	16
图表 30: 2025 年, 纯碱有效产能同比增长 (万吨)	17
图表 31: 2024 年 H2 以来, 氨碱、联碱法盈利持续欠佳	17
图表 32: 截至 2025 年 8 月, 纯碱价差已跌至历史低位 (元/吨)	17
图表 33: 2019 年以来天然碱成本持续低于其他工艺成本	17
图表 34: 2025-2027 年国内天然碱法纯碱新增产能规划	18
图表 35: 公司天然碱项目优点梳理	20

图表 36: 未来公司天然碱项目单吨纯碱完全成本或较低	20
图表 37: 随着公司天然碱项目投产, 公司纯碱业务盈利将逐步改善 (亿元)	22
图表 38: 可比公司盈利预测及估值对比	23

1 公司是我国产业链一体化的盐业巨擎

中盐内蒙古化工股份有限公司(简称“中盐化工”,股票代码:600328)是中国盐业集团有限公司下属的上市公司。目前,公司主要生产装置有:国内资源配套齐全的40万吨/年聚氯乙烯生产线、国内生产规模最大的23万吨/年糊树脂生产线、60万吨/年电石生产线、36万吨/年烧碱生产线、75万吨/年熟料和配套的106万吨/年水泥生产线、2×135MW自备电厂,世界产能最大的6.5万吨/年金属钠生产线、被列入国家863计划项目的800吨/年核级钠生产线、国内单套产能最大的11万吨/年氯酸钠生产线,390万吨/年纯碱生产线。

图表1: 公司现有产能情况(截至2024年报)

产品	子公司	涉及产能	权益产能
纯碱	昆仑碱业	155万吨	79万吨
	发投碱业	140万吨	140万吨
	盐碱分公司	35万吨	35万吨
	中盐昆山	60万吨	60万吨
PVC	氯碱公司	40万吨	37万吨
烧碱	氯碱公司	36万吨	34万吨
PVC 糊树脂	氯碱公司	10万吨	9万吨
	天辰化工	13万吨	12万吨
氯化铵	中盐昆山	65万吨	65万吨
金属钠	钠业公司	6.5万吨	6.5万吨
氯酸钠	钠业公司	11万吨	11万吨
水泥	建材公司	106万吨	99万吨

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

公司的前身是始建于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年兰太实业挂牌上市,2005年公司整体划转中国盐业集团有限公司,2019年依托兰太实业上市公司平台完成公司重大资产重组,2020年6月兰太实业公司更名为新的“中盐内蒙古化工股份有限公司”。

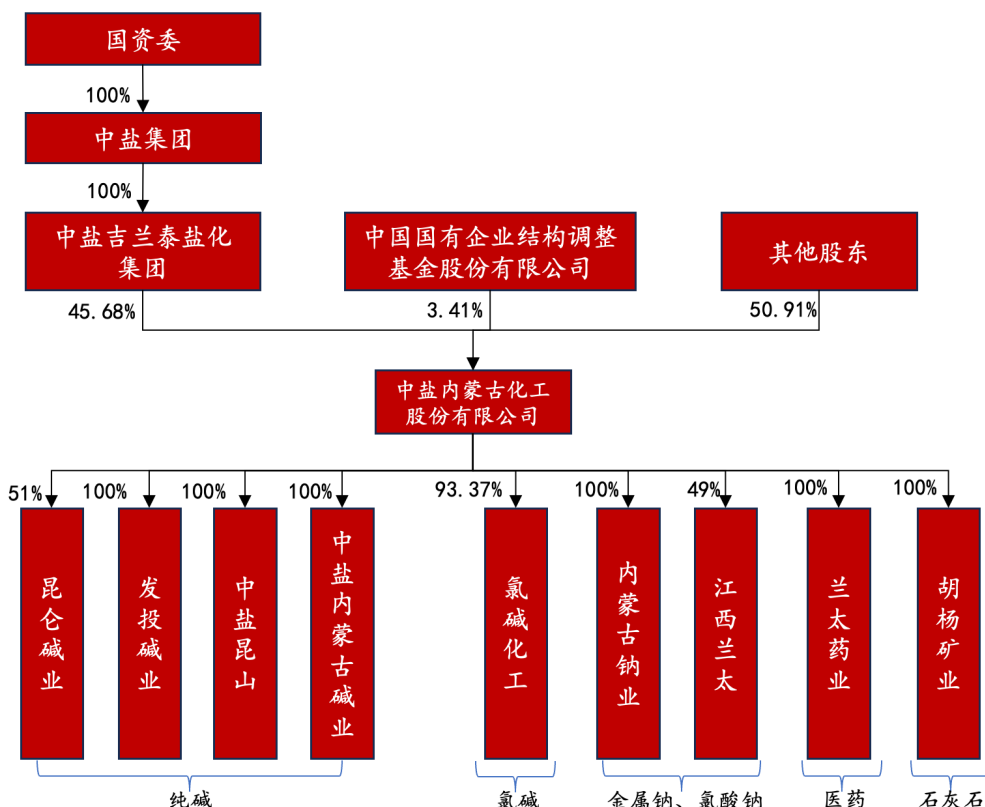
图表2: 公司历史沿革



资料来源:公司官网,中邮证券研究所

公司为中盐集团旗下上市公司，实际控制人为国资委。截至 2024 年 6 月 30 日，中盐集团全资子公司中盐吉兰泰盐化集团有限公司持有公司 45.68% 股权，为公司控股股东，国资委持有中盐集团 100% 的股权，为公司实际控制人。中盐集团是中国盐行业龙头企业唯一中央企业和唯一全国性企业，全球第二、亚洲最大的盐业企业，而公司是中盐集团旗下唯一上市公司，未来发展有充足的资金保障和较大的资本运作空间。公司的子公司昆仑碱业、发投碱业、中盐昆山主要生产纯碱产品，氯碱化工主要生产氯碱产品，内蒙古钠业、江西兰太主要生产精细化工产品，兰太药业主要经营药品板块。

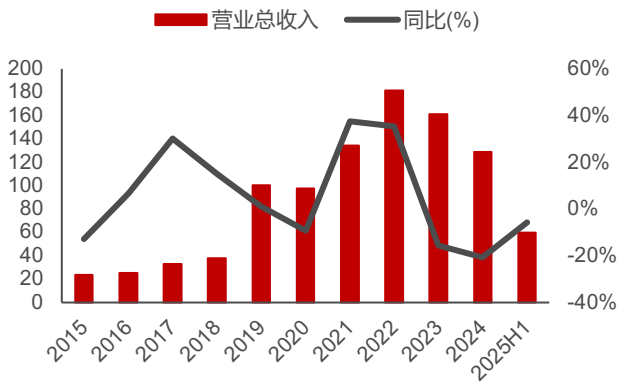
图表3：公司股权穿透结构（截至 2025/09/30）



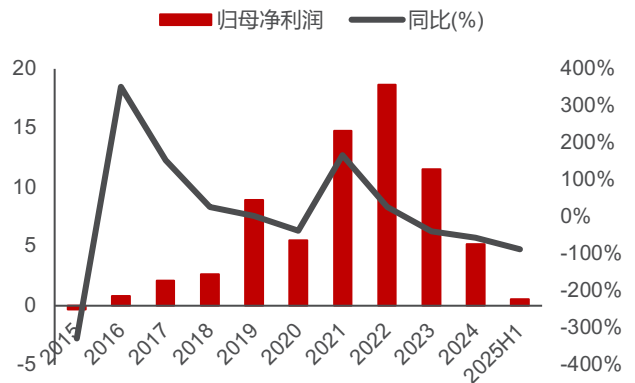
资料来源：ifind，中邮证券研究所

近年来公司收入、利润波动较大，主因系纯碱景气度周期性影响。2019 年，公司并购氯碱化工、高分子公司、中盐昆山后，公司收入利润实现了大幅提升。2020-2022 年，受益于纯碱产品景气度上行，公司总营收从 97.5 亿元大幅上升至 181.6 亿元，归母净利润从 5.5 亿元上升至 18.61 亿元。2023-2024 年期间，纯碱行业新产能持续释放，供需宽松下纯碱价格逐步回落，公司业绩持续回落，2024 年公司总营收为 128.9 亿元，同比-21%，归母净利润为 5.2 亿元，同比-56%。2025H1，公司实现营业总收入 60.0 亿元，同比增长-6%，实现归属净利润 0.5 亿元，同比-88%。

图表4: 2015-2025H1 收入 (亿元) 及增速



图表5: 2015-2025H1 归母净利润 (亿元) 及增速

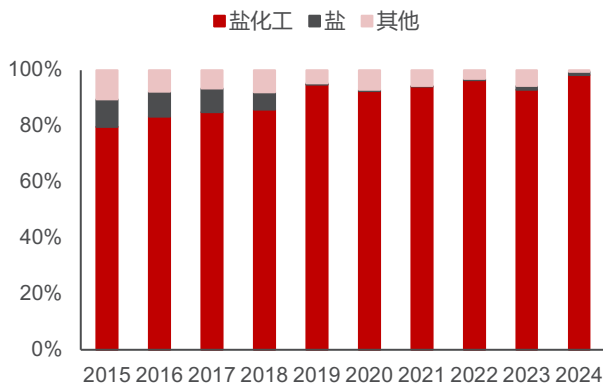


资料来源: wind, 中邮证券研究所

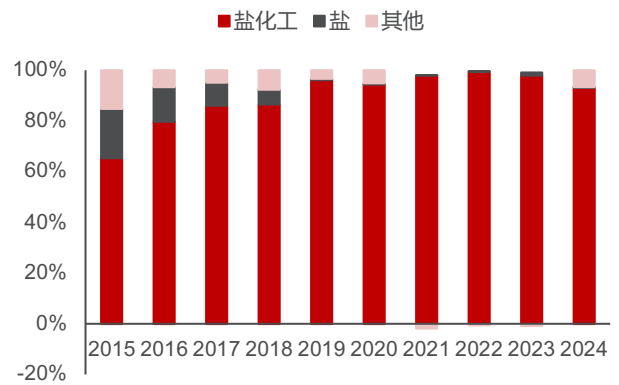
资料来源: wind, 中邮证券研究所

盐化工是公司主要营收和利润来源, 占总营收和毛利的比重均超过 95%。其中, 2024 年公司纯碱产品的营收占比 51%, 毛利占比 57%, 纯碱是公司营收和毛利占比最大的业务板块。

图表6: 公司主要产品营收结构



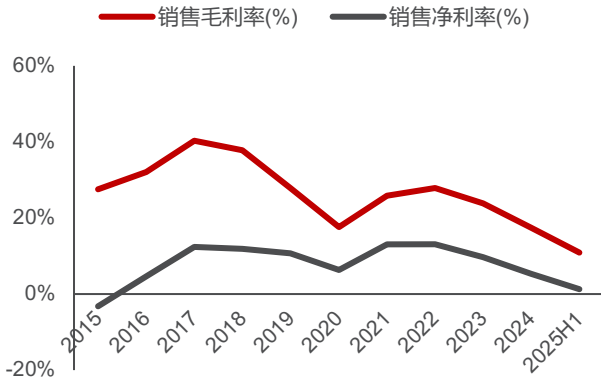
图表7: 公司主要产品毛利结构



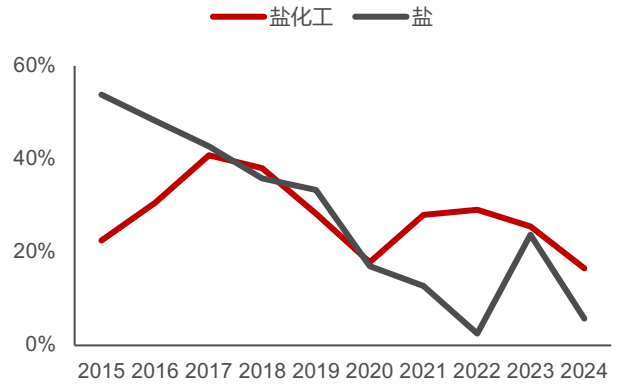
资料来源: wind, 中邮证券研究所

资料来源: wind, 中邮证券研究所

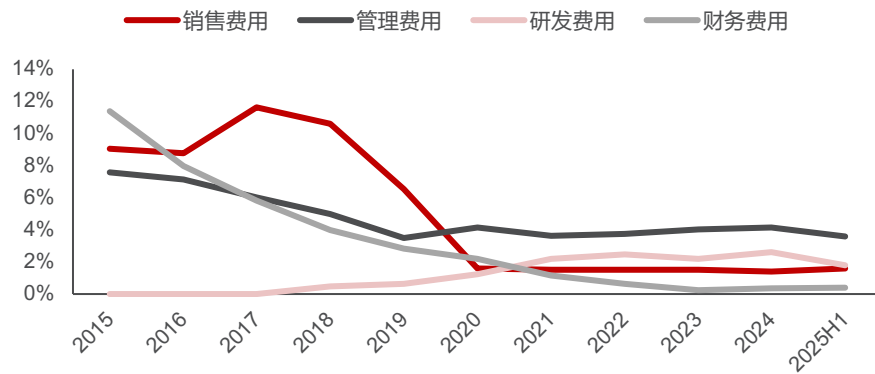
盐化工景气度承压, 公司毛利率走低。2022 以来, 纯碱价格持续走低, 根据百川盈孚数据, 2022/2023/2024/2025H1 重质纯碱均价分别为 2802/2730/1961/1471 元/吨, 纯碱行业景气度周期性下行导致公司盐化工板块毛利率下降, 从 29%下降到 17%, 拖累了整体毛利率。费用率层面, 2019 年公司重组后, 公司运营效率提升, 整体费用率显著下降。

图表8：公司毛利率和净利率


资料来源：wind，中邮证券研究所

图表9：公司主要产品毛利率


资料来源：wind，中邮证券研究所

图表10：公司期间费用率呈下降趋势


资料来源：wind，中邮证券研究所

2 金属钠：全球金属钠行业领先企业

金属钠为银白色软质金属，可以用刀较容易的切开，具有银白色的金属光泽，是热和电的良好导体。钠的密度是 $0.97\text{g}/\text{cm}^3$ ，比水的密度 $1.0\text{g}/\text{cm}^3$ 小，钠的熔点是 97.81°C ，沸点是 882.9°C 。实验室中的金属钠通常保存在液体石蜡中。钠的化学性质非常活泼。金属钠主要用于制造靛蓝、医药中间体、多晶硅、核电领域，另外还用于快中子增殖反应堆等其他领域。

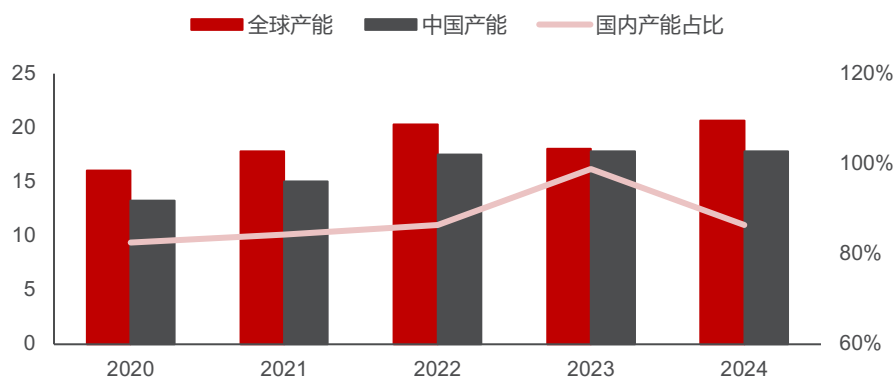
图表11：金属钠下游主要领域

主要应用领域	备注
生产靛蓝	占据金属钠 60-70%的份额，牛仔裤颜料靛蓝的关键原料，且全球靛蓝生产线大多数在中国
生产硼氢化钠	医药中间体，还可以被用作被用作还原剂、发泡剂、氢化剂，用于生产高能燃料、机制纸的漂白剂等。
快中子增殖反应堆用钠	公司拥有国内唯一的核级高纯钠生产线，产能 800 吨/年
钠硫蓄电池用钠	钠硫蓄电池是一种高（ $300-350^\circ\text{C}$ ）蓄电池，可用作驱动车辆和电站储能装置
生产叠氮化钠	生产安全气囊，为车祸、空难等事故提供安全保护。
生产磷酸三甲苯酯	金属钠是合成磷酸三甲苯酯的原料，磷酸三甲苯酯主要用于石油化工生产催化剂和作为医药工业的原料。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

全球金属钠供大于求。2024 年全球金属钠生产企业有 6 家，总产能约 20.65 万吨，产量约 13.5 万吨，开工率在 65.4%左右。其中，国内产量约 11.5 万吨，开工率为 64.4%左右。

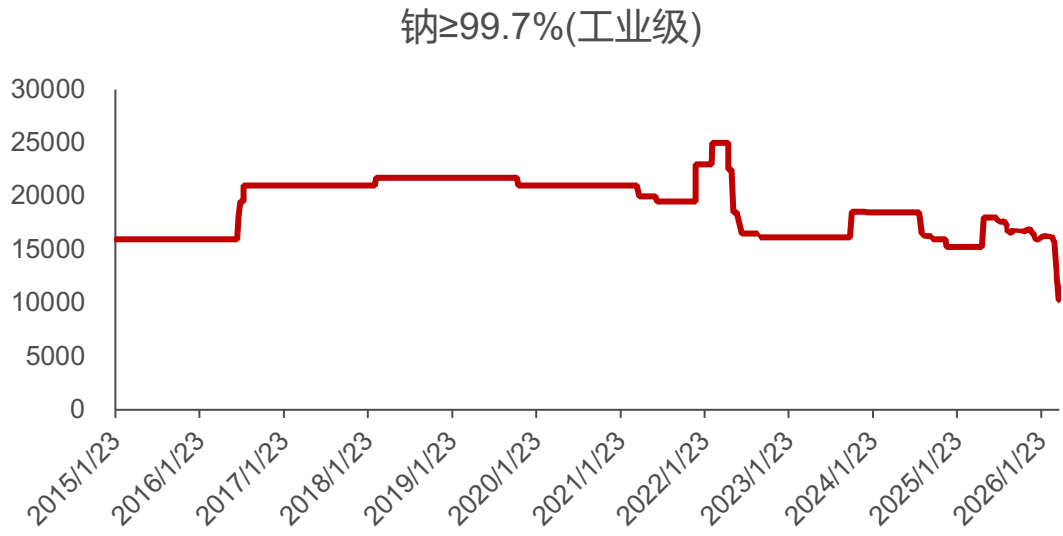
图表12：近年来金属钠产能规模保持稳定（万吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司是全球金属钠行业领先企业。截至 2024 年末，公司具有金属钠产能 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。2024 年，受国际环境复杂多变、全球经济下行影响，下游行业需求有限，行业整体盈利水平降低。同时，公司具有高纯钠产能 800 吨。高纯钠是一种高纯度金属钠成品，被列入国家 863 计划项目，公司高纯钠产品以公司全球最大的金属钠生产技术为依托，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。

图表13：金属钠价格走势（元/吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

3 纯碱：产能维持增长，天然碱法成本优势显著

3.1 需求端：玻璃仍是需求主体，新兴领域持续贡献增量

纯碱又名苏打、碱灰、碱面或洗涤碱，成分为碳酸钠，分子式为 Na_2CO_3 ，是重要的基础化工原料和“三酸两碱”中的两碱之一，有“化工之母”的美誉。根据密度的不同，纯碱主要分为轻质纯碱（简称轻碱）和重质纯碱（简称重碱），其化学成分都是碳酸钠，但物理形态不同：轻碱密度为 $500\text{--}600\text{kg/m}^3$ ，呈白色结晶粉末状；重碱密度为 $1000\text{--}1200\text{kg/m}^3$ ，呈白色细小颗粒状。与轻碱相比，重碱具有坚实、颗粒大、密度高、吸湿低、不易结块、不易飞扬、流动性好等特点。此外，也有超轻质纯碱和超重质纯碱，密度分别为 370kg/m^3 左右和 $1550\text{--}2553\text{kg/m}^3$ 。

图表14：纯碱示意图

图 1-1 轻碱



图 1-2 重碱



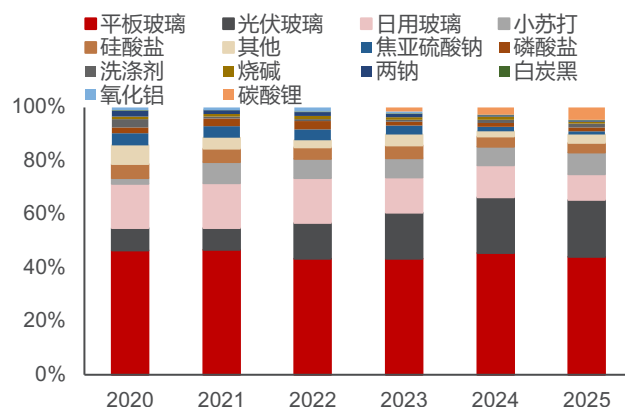
资料来源：郑商所，中邮证券研究所

纯碱下游主要用于玻璃领域，新能源等新兴领域需求快速增长。2020–2025 年我国纯碱表观消费量呈现持续增长态势，从 2020 年的 2453 万吨提高到 2025 年的 3507 万吨，CAGR 达到 7.41%。消费结构上，纯碱下游较大部分用于玻璃领域，主要包括平板玻璃、光伏玻璃、日用玻璃，2024 年三者对纯碱的消费占比分别为 44%、21%、10%，合计 75%。其中，近年光伏玻璃需求呈现快速上升态势，伴随国内光伏产业的快速发展，其占纯碱下游消费占比明显提升，从 20 年的 8% 快速提升到 25 年的 21%，一跃成为纯碱下游第二大应用领域。

图表15：2016–2025 年我国纯碱表观消费量（万吨）



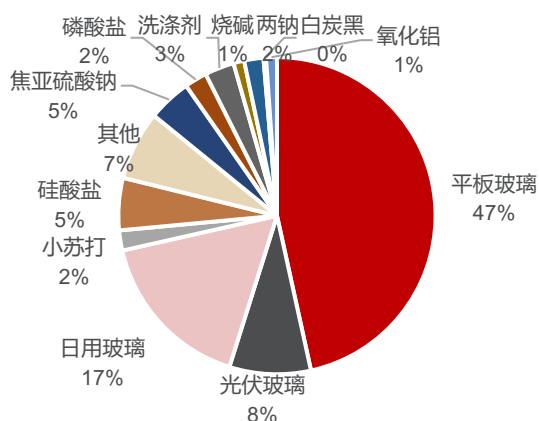
图表16：2020–2025 年年我国纯碱下游需求结构



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

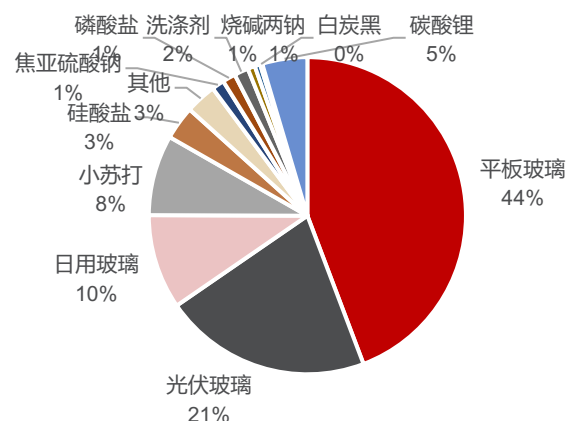
资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表17：2020年我国纯碱下游需求分布



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

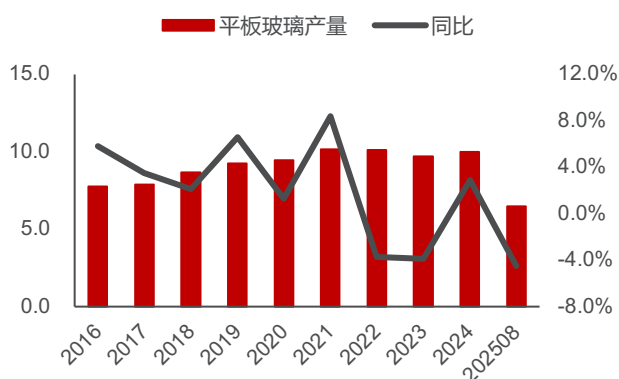
图表18：2025年我国纯碱下游需求分布



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

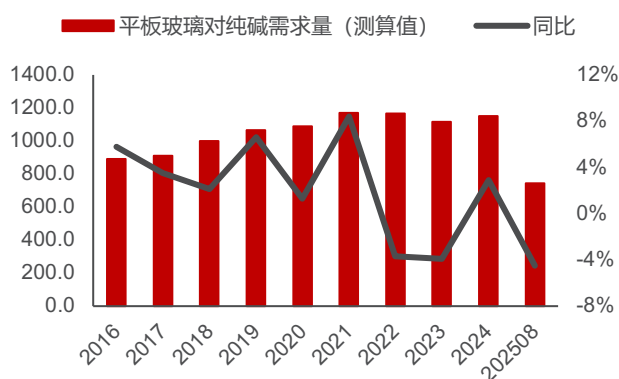
平板玻璃为纯碱需求压舱石。纯碱是平板玻璃的主要原材料之一，为其反应提供钠离子，同时也是澄清剂的主要成分，通常生产1吨平板玻璃需要消耗约0.23吨纯碱，即一条日熔量1000吨的浮法玻璃生产线一天消耗的纯碱量为230吨。2016-2021年期间，我国平板玻璃产量规模持续扩张，带动对纯碱需求量同比增长。2022-2024年期间，受下游房地产低迷影响，平板玻璃产量小幅下降，整体维持在10亿重量箱左右，对纯碱需求仍保持较强韧性。其中2024年我国平板玻璃产量为10.0亿重量箱，同比2023年增长2.9%，折合约5002.1万吨（一重量箱约50kg），对应消耗纯碱约1150.5万吨。

图表19：我国平板玻璃产量（亿重量箱）



资料来源：wind，中邮证券研究所

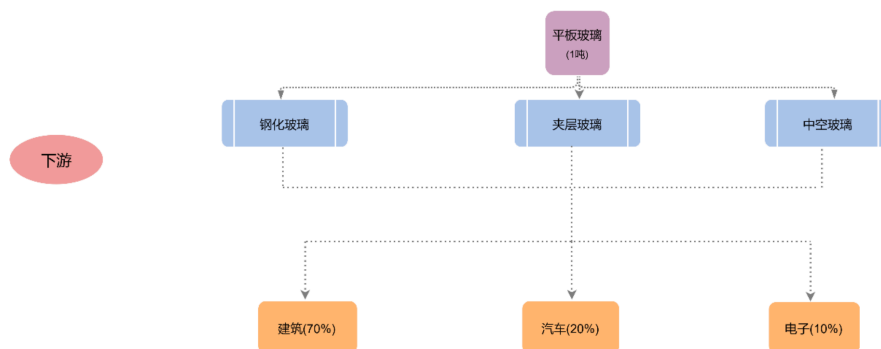
图表20：我国平板玻璃对纯碱需求测算量（万吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

平板玻璃是纯碱最大的应用领域，平板玻璃经过深加工后，应用领域涵盖建筑（70%）、汽车（20%）、电子（10%）。

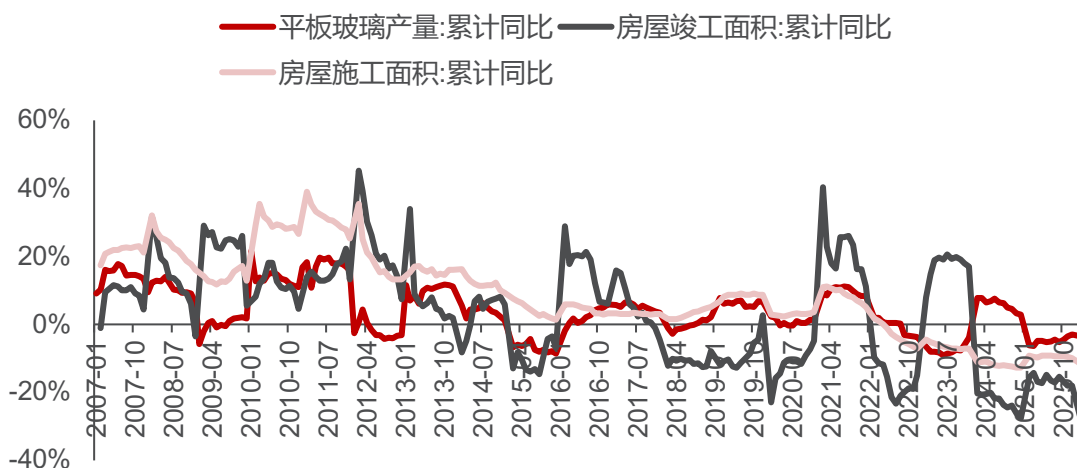
图表21：平板玻璃下游产业主要为建筑、汽车和电子行业



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

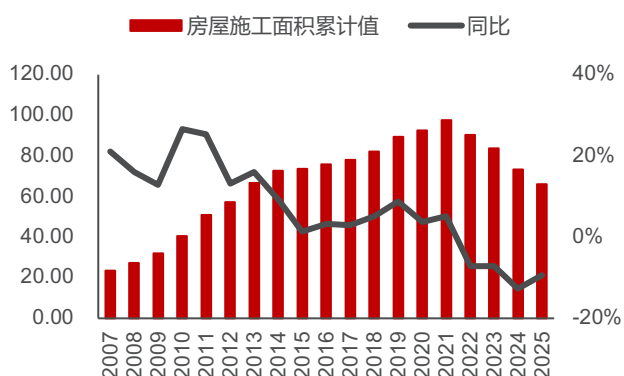
保交楼政策托底房屋竣工表现，支撑平板玻璃消费维持稳健。平板玻璃的消费主要集中在新房的竣工阶段，因此平板玻璃的实际消费增速与房屋施工面积增速及房屋竣工面积增速具有一定的相关性。而由于平板玻璃产线不易停产检修，在行业毛利水平仍维持中游水平的情况下，通常企业更倾向维持产线运转，在当前地产行业景气度欠佳的背景下，玻璃产量增速会维持相对稳健。

图表22：平板玻璃产量月度运行情况与房地产运行指标对比



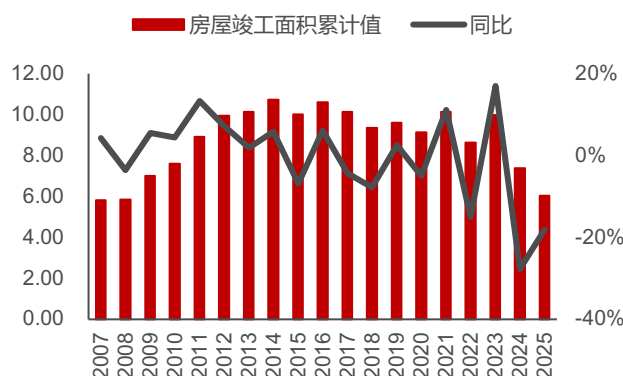
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表23: 房屋施工面积累计值及同比增速 (亿平方米)



资料来源: wind, 中邮证券研究所

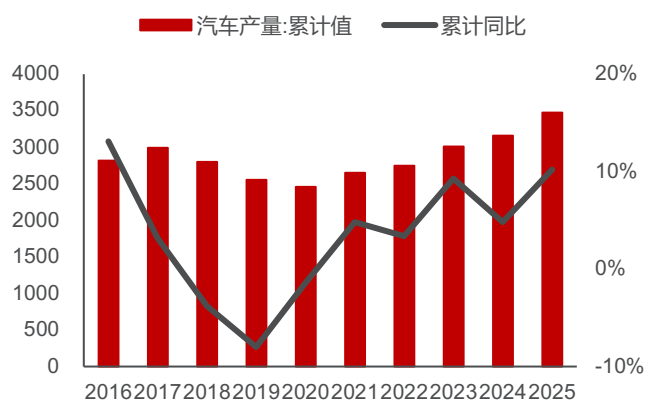
图表24: 房屋竣工面积累计值及同比增速 (亿平方米)



资料来源: wind, 中邮证券研究所

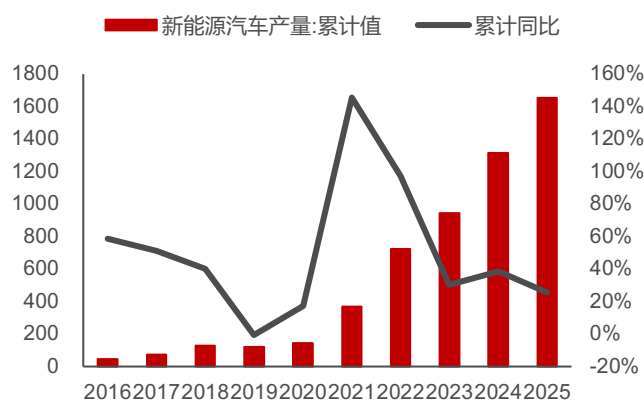
汽车产量逐年增长, 为平板玻璃消费持续贡献增量。随着汽车产量在 2020 年以来逐年恢复并创新高, 汽车玻璃的需求也随之增长。近年, 在购车政策和新能源汽车拉动下, 2021-2024 年我国汽车产量连年增长, 2024 年实现了 3156 万辆产量新高, 截至 2025 年的前 8 个月, 国内汽车产量累计同比增长 11%, 产量增长态势维持强劲。其中, 新能源汽车对汽车产量拉动作用明显, 为未来汽车市场产销增长的主要动力。我们认为汽车产量的增长能够顺势拉动汽车玻璃需求, 支撑平板玻璃需求, 进而对纯碱需求形成支撑。

图表25: 我国汽车产量及同比增速 (万辆)



资料来源: wind, 中邮证券研究所

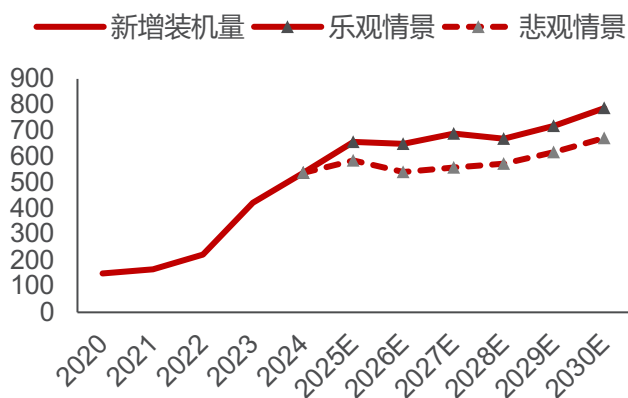
图表26: 我国新能源汽车产量及同比增速 (万辆)



资料来源: wind, 中邮证券研究所

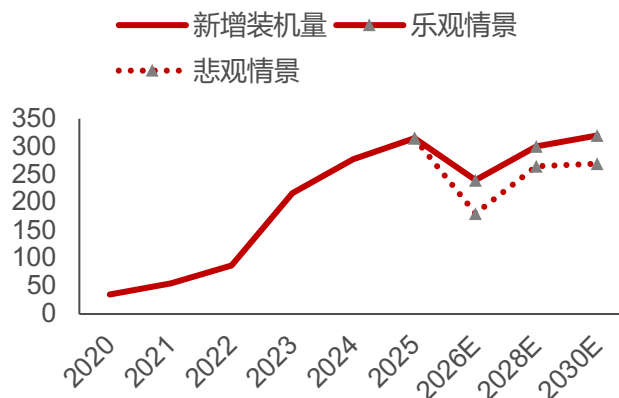
全球光伏行业增长为光伏玻璃带来需求增量。光伏新增装机量增长推动光伏玻璃需求上升。据 IEA, 2025 年全球新增装机 511GW, 我国为 315GW, 占全球新增装机量的 62%; 到 2030 年乐观预计下, 全球光伏新增装机量将达到 787GW, 我国预计光伏新增装机规模将达到 320GW。我们以 IEA 对全球新增装机量的预测为基础, 预测了光伏玻璃对纯碱的需求。我们设定全球光伏新增装机量为中性情况(乐观情况和保守情况的均值), 2023-2026 年容配比均取 2022 年值, 2024-2026 年我国光伏组件产量占比取 2023 年值, 假设 1GW 组件对应玻璃需求按照以往趋势继续有所降低, 设定光伏玻璃对纯碱单耗为 0.23。我们测算得到, 2030 年我国光伏玻璃对纯碱需求有望达到 960 万吨, 比 2025 年增长接近 160 万吨。

图表27：全球光伏新增装机量（GW）



资料来源：IEA，中邮证券研究所

图表28：中国光伏新增装机量（GW）



资料来源：中国光伏行业协会，中邮证券研究所

图表29：2025-2030年我国光伏玻璃对纯碱需求预测

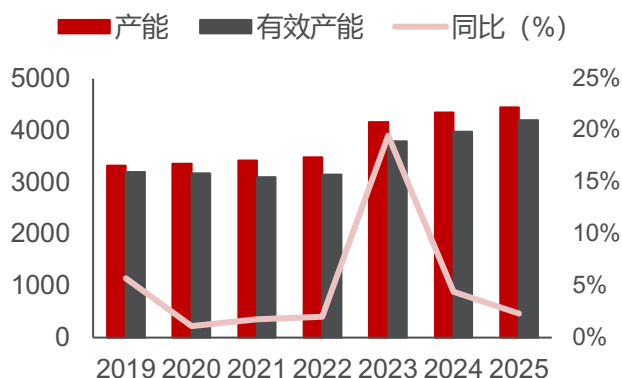
项目	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2028E	2030E
全球新增装机量（GW）	175	240	446	554	657	649	670	787
容配比	1.26	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
全球光伏组件产量（GW）	221	360	669	831	986	974	1005	1181
我国组件产量占比	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
我国光伏组件产量（GW）	187	306	569	706	838	827	854	1003
1GW组件对应光伏玻璃需求（万吨/GW）	6.34	5.26	4.18	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16
我国光伏玻璃需求量（万吨）	1188	1610	2377	2938	3485	3442	3554	4174
光伏玻璃对纯碱单耗	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
我国光伏玻璃对纯碱的需求（万吨）	273	370	547	676	801	792	817	960
同比		35%	48%	24%	19%	-1%	3%	17%

资料来源：IEA，中邮证券研究所测算

3.2 供给端：纯碱行业新增产能压力较大，未来低成本的天然碱工艺将脱颖而出

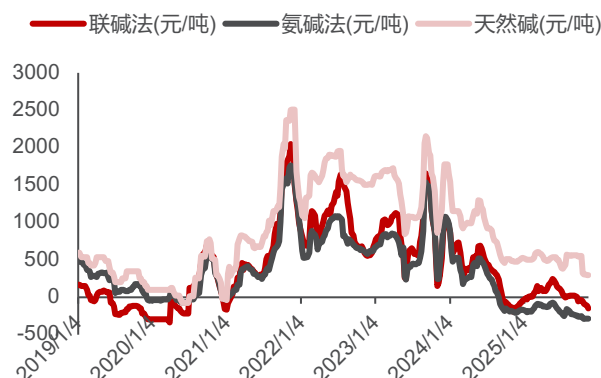
2025年起，预计将有多套纯碱新增装置投产。随着纯碱行业供需失衡加剧，已有落后产能逐渐被淘汰。淘汰产能方面，根据百川盈孚数据，2024年9月，河南金大地淘汰联碱产能70万吨。根据百川盈孚数据，目前纯碱行业有效产能为4,200万吨，同比+5.79%。展望未来，仍有多套装置预计投产：2025年底，博源化工或新增天然碱产能280万吨，产能压力较大；另外还有未来中盐化工在内蒙古通辽拟建天然碱矿开发项目，一期拟建500万吨纯碱产能。这些装置的投产，或进一步加剧纯碱行业供需失衡的局面。

图表30：2025年，纯碱有效产能同比增长（万吨）



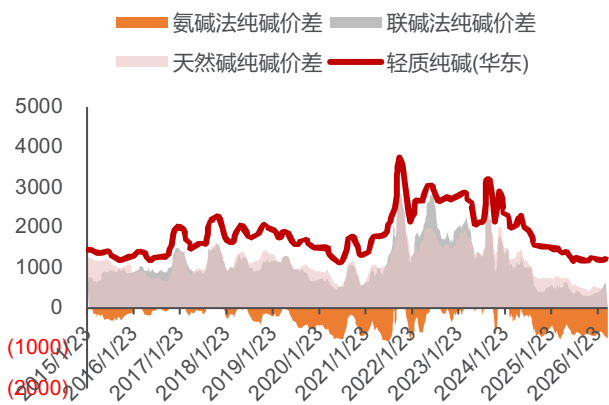
资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表31：2024年H2以来，氨碱、联碱法盈利持续欠佳



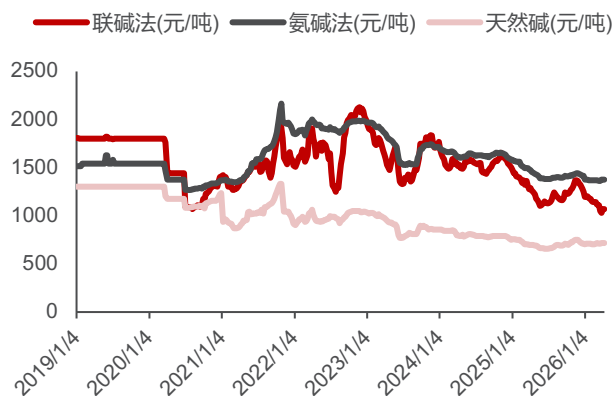
资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表32：截至2025年8月，纯碱价差已跌至历史低位（元/吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表33：2019年以来天然碱成本持续低于其他工艺成本



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

未来低成本的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，低成本的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。

天然碱工艺在全球纯碱竞争中占据主导地位，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出。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%。

图表34：2025-2027年国内天然碱法纯碱新增产能规划

公司	产能/万吨	投产时间	省份
博源化工	280	2025.12	内蒙古自治区
中盐化工	500	2027.06	内蒙古自治区

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

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

资源禀赋筑牢成本底线，“盐-煤-石灰石”一体化优势突出。公司纯碱业务的成本优势首先根植于得天独厚的资源禀赋。公司拥有内蒙古阿拉善盟吉兰泰盐湖的全部资源及青海省柴达木盆地柯柯盐湖的部分资源，总储存量超 3 亿吨的湖盐资源为纯碱生产提供了充足且低成本的原料保障。更为关键的是，公司主要生产基地所处的内蒙西部及青海德令哈地区煤炭、电力、石灰石等配套资源丰富，区位优势造就了显著低于行业平均水平的劳动力和能源成本。2025 年，公司以 68.09 亿元竞得内蒙古通辽市奈曼旗大沁他拉地区天然碱采矿权，该矿天然碱矿物量达 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），出让区块面积 28.85 平方千米，系国内目前发现储量最大的天然碱资源。天然碱法具有低能耗、低成本及绿色环保优势，较氨碱法、联碱法在成本端具有本质性优势。该矿周边原燃料、水、电、气资源供应充足，交通运输便利且紧邻销售区域，配套资源成本可控，地理优势显著。公司同时拥有阿拉善左旗吉兰泰镇天然碱矿普查探矿权，未来“合成碱+天然碱”双工艺路线将进一步夯实公司在行业中的成本领先地位。

持续技改推动降本增效，“循环经济+节能降耗”成效显著。公司围绕纯碱产业链持续推进技术改造和工艺优化，以系统性降本增效筑牢成本护城河。在核心工艺端，盐碱分公司制碱车间先后实施了纯碱装置产能优化项目、2#/3#碳化塔更新项目、碳化工序循环水系统节水升级改造项目及动力装置节能降碳升级改造项目（批复总投资 3.36 亿元），从产能挖潜、设备更新、水耗降低、能耗压降等多维度提升合成碱的成本竞争力。在能源循环利用方面，公司首创性开展开式循环水系统节水技术研究已投入试用，节水效果明显；氯碱厂余热蒸汽制 50%烧碱项目有效回收工艺余热，电石炉炉气余热回收利用项目、电石一厂炭材立式烘干窑节能环保改造项目（批复总投资 8540 万元）等持续优化能源使用效率。在绿色技术突破方面，锅炉烟气二氧化碳捕集项目已投产，实现资源循环利用与成本控制双突破；盐湖卤水净化与蒸氨钙液资源综合利用项目取得自治区科技创新重大示范专项立项，突破工艺瓶颈的同时降低废弃物处理成本。2025 年年度业绩预告中，公司明确指出已采取“优化工艺管控与多维挖潜降本，持续推进节能降碳、节水降耗等措施”应对纯碱价格下行，公司董事长亦在业绩说明会上表示“公司合成碱成本控制做到了行业龙头”。燃煤自备电厂可再生能源替代项目（批复总投资 6.31 亿元）的推进，以及糊树脂聚合系统一键进出料自动化升级改造等智能化举措，将持续为公司纯碱生产的全链条降本提供增量空间。

4.2 公司取得大型天然碱矿采矿权，未来成长可期

央企平台驱动战略整合，“合资+增资”构建产业共同体。公司天然碱项目的推进路径充分体现了央企资源整合的制度优势。2025 年 1 月，公司与中石油合作设立中石油中盐（内蒙古）碱业有限公司（注册资本 4000 万元，中石油太湖持股 51%，中盐化工持股 49%），以合资公司为主体开展天然碱采矿权获取。6 月竞得采矿权后，太湖投资通过减资退出，中盐碱业成为公司全资子公司并纳入合并报表范围，构成重大资产重组。8 月，公司审议通过将中盐碱业注册资本增加至 80 亿元的议案，引入山东海化（持股 29%）、蒙盐集团及国调基金二期作为战略投资者，中盐化工持股 51%保持控制权，通过市场化机制实现“技术+业务协同+资源整合+资金实力”的强强联合。12 月，中盐碱业完成工商变更登记，增资扩股正式落地。资金安排方面，公司明确通过深化银企合作、统筹资本市场融资、盘活内源资金、精细化资金管理以及争取政策

性金融支持等多元化方式全方位筑牢资金保障防线。此外，中盐集团已承诺自 2024 年 12 月 30 日起四年内，解决中盐红四方与上市公司在纯碱、氯化铵、合成氨及烧碱业务方面的同业竞争问题，中盐红四方相关产品销售权已由上市公司托管，未来资产注入将进一步增厚公司纯碱业务的规模体量，释放集团层面的产业协同效应。

图表35：公司天然碱项目优点梳理

维度	具体数据
资源储量	国内已发现储量最大的天然碱资源，天然碱矿物量 14.47 亿吨（含盐量≤9.54%的资源量 5.21 亿吨，共伴生天然碱矿物量 9.26 亿吨）；出让区块面积 28.85 平方千米
采矿权期限	采矿权期限 30 年，从开采许可证有效期开始之日起计算
能耗优势	天然碱法相较于氨碱法和联碱法具有“低能耗、低成本以及绿色环保优势和技术稳定的特点”
环保优势	天然碱加工属国家鼓励类项目，不属于限制类或淘汰类
交通物流	产业园区紧邻京通铁路；政府已规划对园区原有国道扩宽、改直；公司将自建铁路专用线连接京通铁路；距锦州港等港口较近，铁海联运、公海联运便捷
配套资源	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 1,903.99km ² ，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。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

产能倍增开启第二成长曲线，890 万吨龙头格局加速成型。公司天然碱项目将重塑其在纯碱行业的竞争版图。现有合成碱产能 390 万吨/年（国内第三），涵盖氨碱法和联碱法双工艺路线；天然碱一期设计产能 500 万吨/年，按“两年投产、三年达产”目标推进，项目建成后公司纯碱年产能将达到 890 万吨，跃升为国内纯碱行业绝对龙头。建设进度方面，溶采试验项目投资约 3.6 亿元，2025 年 8 月启动；截至 2025 年 12 月，试采项目已成功实现地下溶采回卤，正式进入循环试采作业阶段，为规模化溶采积累关键现场运行数据；2026 年 3 月，注井采卤工作已全面启动，溶腔建造进度和动态数据采集进一步加快，建设进度符合预期。公司表示将在建设同时对储量和品质进一步核实探明，以监测数据为依据精准完善技术方案，为打造“世界一流的制碱企业”提供坚实保障。从行业格局看，2025 年上半年国内纯碱总产能已突破 4400 万吨，天然碱法凭借低成本优势正加速替代高成本合成碱产能，行业格局将形成“以天然碱法为主导、优质合成碱法为补充”的稳定态势。公司作为国内唯一同时布局氨碱法、联碱法、天然碱法三种工艺路线的纯碱企业，具备全工艺覆盖的独特竞争优势，“合成碱龙头成本+天然碱增量产能”的双轮驱动将推动公司从行业第三跃升至绝对龙头地位，未来行业向低成本龙头企业集中的趋势下，公司将充分受益。

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。

图表36：未来公司天然碱项目单吨纯碱完全成本或较低

序号	项目	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	产减量/商品量	亿吨	1.11/1
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

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

核心假设：

(1) 公司制钠产品盈利能力保持平稳。

(2) 公司 500 万吨天然碱项目 2027 年下半年投产，2025-2027 年纯碱及副产物业务毛利率分别为 18%、20%、21%。

(3) 公司氯碱业务盈利能力保持稳定，2025-2027 年毛利率分别为 49%、51%、51%。

图表37：随着公司天然碱项目投产，公司纯碱业务盈利将逐步改善（亿元）

		2024A	2025E	2026E	2027E
制钠产品	营业收入	12.54	14.09	13.30	14.50
	营业成本	9.54	10.93	10.62	11.02
	毛利率	24%	22%	20%	24%
纯碱及副产物	营业收入	61.94	50.34	52.95	54.08
	营业成本	49.26	41.16	42.24	42.68
	毛利率	20%	18%	20%	21%
氯碱产品	营业收入	11.85	12.24	12.78	12.78
	营业成本	6.29	6.29	6.29	6.29
	毛利率	47%	49%	51%	51%
树脂产品	营业收入	34.60	33.03	33.60	35.53
	营业成本	34.28	34.01	33.45	33.45
	毛利率	1%	-3%	0%	6%
制药产品	营业收入	1.83	2.01	2.11	2.22
	营业成本	1.09	1.20	1.26	1.32
	毛利率	40%	40%	40%	40%
营业收入合计		128.93	118.31	121.77	126.60
营业成本合计		106.38	104.88	105.82	107.42
总毛利率		17%	11%	13%	15%

资料来源：ifind，中邮证券研究所预测

5.2 估值分析及盈利预测

我们采用相对估值法，可比公司我们选取了 A 股中以纯碱作为主营业务的上市公司苏盐井神、博源化工、三友化工作为可比公司，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，主因近年来纯碱景气持续下行，公司业绩承压。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.8、2.1、3.7 亿元，EPS 分别为 0.06、0.14、0.25 元，当前股价对应 PE 分别为 149、59、34 倍。中长期看，公司天然碱项目有望于 27 年投产，天然碱工艺成本明显低于其他工艺，公司成长空间进一步打开，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表38：可比公司盈利预测及估值对比

代码	公司	市值（亿）	股价（元/股）	EPS（元）			PE（倍）		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603299.SH	苏盐井神	106	11.07	0.71	0.84	0.99	16	13	11
000683.SZ	博源化工	319	8.58	0.40	0.55	0.64	21	16	13
600409.SH	三友化工	141	6.84	0.19	0.39	0.42	36	18	16
	平均值						24	15	14
600328.SH	中盐化工	123	8.40	0.06	0.14	0.25	149	59	34

资料来源：ifind，中邮证券研究所测算

注：以上市值及估值数据以2026年4月16日为基础；除中盐化工外，其余公司盈利预测均来自ifind一致预期。

6 风险提示

1) 能源及原材料价格波动风险：金属钠及氯碱生产属于高能耗工艺，电费、煤炭及焦炭等能源成本占生产成本比重较高。受地缘冲突影响，国内煤炭价格及工业电价若出现超预期波动，将削弱公司的低成本优势。

2) 外围宏观环境不确定风险：受地缘政治冲突及贸易壁垒影响，特别是在全球通胀预期反复和美联储货币政策转向的背景下，下游化工制造业的开工率和补库意愿存在不确定性，进而影响公司主营产品在国际、国内市场的联动溢价能力。

3) 天然碱项目开发进展不及预期：公司奈曼旗大沁他拉天然碱项目正处于溶采试验及产能构建的关键期。虽然溶采采卤工作已启动，但未来在规模化开发过程中，若遇到地质结构变化、水资源平衡受限或溶腔建造动态数据不达预期等因素，可能导致项目投产时间节点后移。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	12893	11831	12177	12660	营业收入	-20.7%	-8.2%	2.9%	4.0%
营业成本	10638	10488	10582	10742	营业利润	-54.2%	-85.4%	153.5%	75.4%
税金及附加	202	185	191	198	归属于母公司净利润	-56.3%	-84.1%	153.5%	75.4%
销售费用	181	201	207	215	获利能力				
管理费用	533	489	503	523	毛利率	17.5%	11.4%	13.1%	15.2%
研发费用	336	355	365	380	净利率	4.0%	0.7%	1.7%	2.9%
财务费用	48	13	4	-2	ROE	4.3%	0.7%	1.7%	2.9%
资产减值损失	-100	-40	-40	-40	ROIC	5.4%	0.9%	2.0%	3.4%
营业利润	1015	148	376	660	偿债能力				
营业外收入	10	0	0	0	资产负债率	29.7%	28.3%	28.2%	27.8%
营业外支出	113	0	0	0	流动比率	0.90	1.00	1.11	1.19
利润总额	912	148	376	660	营运能力				
所得税	223	38	96	168	应收账款周转率	131.21	144.56	182.99	213.27
净利润	689	111	281	493	存货周转率	11.53	12.21	13.16	13.70
归母净利润	519	82	209	367	总资产周转率	0.69	0.64	0.66	0.67
每股收益(元)	0.35	0.06	0.14	0.25	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.35	0.06	0.14	0.25
货币资金	1124	1853	2404	2798	每股净资产	8.30	8.27	8.37	8.54
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1197	864	870	886	PE	23.74	149.36	58.91	33.59
预付款项	182	141	142	144	PB	1.01	1.02	1.00	0.98
存货	903	815	793	776	现金流量表				
流动资产合计	4483	4660	5221	5652	净利润	689	111	281	493
固定资产	11273	10610	10304	10308	折旧和摊销	1106	1663	1806	1996
在建工程	595	595	595	595	营运资本变动	-1346	239	-23	-26
无形资产	1161	1161	1161	1161	其他	133	21	38	36
非流动资产合计	14263	13720	13414	13418	经营活动现金流净额	582	2034	2102	2499
资产总计	18746	18380	18635	19070	资本开支	-623	-953	-1452	-1950
短期借款	659	659	659	659	其他	55	-106	0	0
应付票据及应付账款	2672	2307	2327	2363	投资活动现金流净额	-568	-1059	-1452	-1950
其他流动负债	1675	1690	1706	1732	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	5006	4655	4692	4753	债务融资	-18	-89	0	0
其他	556	554	554	554	其他	-1040	-159	-100	-155
非流动负债合计	556	554	554	554	筹资活动现金流净额	-1058	-248	-100	-155
负债合计	5562	5209	5247	5307	现金及现金等价物净增加额	-1041	729	551	394
股本	1472	1466	1466	1466					
资本公积金	6846	6841	6841	6841					
未分配利润	3508	3561	3675	3868					
少数股东权益	1021	1049	1121	1246					
其他	339	255	286	341					
所有者权益合计	13185	13171	13389	13763					
负债和所有者权益总计	18746	18380	18635	19070					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048