

股票投资评级

买入 | 维持

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)	8.00
总股本/流通股本(亿股)	14.66 / 14.66
总市值/流通市值(亿元)	117 / 117
52周内最高/最低价	10.48 / 7.04
资产负债率(%)	37.6%
市盈率	158.73
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)

500万吨天然碱项目开启战略新篇章

● 天然碱项目战略级布局，成本优势重塑竞争格局

事件：2026年5月15日，公司公告拟投资建设500万吨/年天然碱矿产资源综合开发项目，总投资252.83亿元，项目具体情况如下：

(1) 项目落地后有望打开公司成长空间。项目位于内蒙古通辽市奈曼旗，公司已于2025年6月以68.09亿元竞得该地区天然碱采矿权，天然碱矿物储量达14.47亿吨，为国内已探明规模最大的天然碱矿。产品方案包括3条重质纯碱生产线（每条120万吨/年，共360万吨/年）、1条轻质纯碱生产线（120万吨/年）和1条小苏打生产线（20万吨/年），投产后公司纯碱总产能将从现有的390万吨/年大幅提升至890万吨/年。

(2) 股权结构与资金安排。项目实施主体中盐碱业股权结构为中盐化工持股51%、山东海化持股29%、蒙盐化工持股10%、国调基金持股10%，80亿元自有资金已由各方同比例出资到位。项目申请银行贷款172.83亿元（占比68.36%），以2025年末数据测算，项目建成后公司资产负债率将从37.55%上升至约62%，财务杠杆显著提升。项目计划2026年6月开工，建设期24个月，预计2028年中投产，财务内部收益率（税后）8.01%。

(3) 项目落地后有望显著优化成本曲线。天然碱法制碱相比传统氨碱法、联碱法具有显著的成本和环保优势，符合《西部地区鼓励类产业目录（2025年本）》鼓励方向，且在“碳达峰、碳中和”战略下，天然碱新增产能不受政策限制。2025年末国内天然碱产能占比约22.5%，公司借助此次大规模扩张，有望将天然碱权益产能提升至行业前列，实现由氨碱法为主向“氨碱+联碱+天然碱”三法并举的产业格局重构，构建长期差异化竞争壁垒。

● 盈利预测及投资建议

我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为1.24、3.08、7.14亿元，EPS分别为0.08、0.21、0.49元，当前股价对应PE分别为95、38、16倍。中长期看，公司天然碱项目有望于28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，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

纯碱行业景气持续低迷、财务杠杆大幅攀升、行业竞争加剧等风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	11343	11351	11989	13373
增长率 (%)	-12.02	0.07	5.62	11.54
EBITDA (百万元)	1192.26	2325.58	3311.92	4396.14
归属母公司净利润 (百万元)	73.95	123.63	307.68	714.05
增长率 (%)	-85.75	67.18	148.87	132.08
EPS (元/股)	0.05	0.08	0.21	0.49
市盈率 (P/E)	158.63	94.89	38.13	16.43
市净率 (P/B)	0.98	0.97	0.95	0.92
EV/EBITDA	13.01	6.91	5.83	4.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	11343	11351	11989	13373	营业收入	-12.0%	0.1%	5.6%	11.5%
营业成本	10267	10043	10216	10696	营业利润	-88.5%	90.1%	148.9%	132.1%
税金及附加	151	151	159	177	归属于母公司净利润	-85.7%	67.2%	148.9%	132.1%
销售费用	150	150	159	177	<b>获利能力</b>				
管理费用	435	435	459	512	毛利率	9.5%	11.5%	14.8%	20.0%
研发费用	245	245	259	289	净利率	0.7%	1.1%	2.6%	5.3%
财务费用	73	202	287	355	ROE	0.6%	1.0%	2.5%	5.6%
资产减值损失	-48	-20	-20	-20	ROIC	0.6%	1.4%	2.4%	4.5%
<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>223</b>	<b>554</b>	<b>1286</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	11	0	0	0	资产负债率	37.6%	39.2%	44.8%	44.1%
营业外支出	16	0	0	0	流动比率	0.73	0.73	0.71	0.78
<b>利润总额</b>	<b>112</b>	<b>223</b>	<b>554</b>	<b>1286</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	-3	57	141	327	应收账款周转率	108.86	106.21	118.20	121.33
<b>净利润</b>	<b>115</b>	<b>166</b>	<b>413</b>	<b>959</b>	存货周转率	10.33	9.84	10.59	10.74
<b>归母净利润</b>	<b>74</b>	<b>124</b>	<b>308</b>	<b>714</b>	总资产周转率	0.50	0.41	0.41	0.42
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.08</b>	<b>0.21</b>	<b>0.49</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.05	0.08	0.21	0.49
货币资金	1918	2004	1747	2139	每股净资产	8.18	8.25	8.40	8.73
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1381	1218	1286	1435	PE	158.63	94.89	38.13	16.43
预付款项	243	205	209	218	PB	0.98	0.97	0.95	0.92
存货	1084	956	973	1019	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>5237</b>	<b>5184</b>	<b>5053</b>	<b>5728</b>	净利润	115	166	413	959
固定资产	11024	12124	15653	15897	折旧和摊销	1063	1901	2471	2756
在建工程	1274	1274	1274	1274	营运资本变动	-1082	-15	-52	-93
无形资产	7946	7946	7946	7946	其他	-14	212	277	336
<b>非流动资产合计</b>	<b>21639</b>	<b>22677</b>	<b>26206</b>	<b>26450</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>83</b>	<b>2264</b>	<b>3109</b>	<b>3957</b>
<b>资产总计</b>	<b>26876</b>	<b>27861</b>	<b>31259</b>	<b>32178</b>	资本开支	-6972	-2954	-5946	-2940
短期借款	2772	2772	2772	2772	其他	35	46	0	0
应付票据及应付账款	2712	2588	2632	2756	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6937</b>	<b>-2908</b>	<b>-5946</b>	<b>-2940</b>
其他流动负债	1730	1698	1726	1793	股权融资	3920	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>7214</b>	<b>7057</b>	<b>7130</b>	<b>7320</b>	债务融资	4375	998	3000	0
其他	2879	3872	6872	6872	其他	-348	-267	-419	-626
<b>非流动负债合计</b>	<b>2879</b>	<b>3872</b>	<b>6872</b>	<b>6872</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>7948</b>	<b>730</b>	<b>2581</b>	<b>-626</b>
<b>负债合计</b>	<b>10092</b>	<b>10929</b>	<b>14002</b>	<b>14192</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1096</b>	<b>86</b>	<b>-256</b>	<b>391</b>
股本	1466	1466	1466	1466					
资本公积金	6814	6814	6814	6814					
未分配利润	3389	3471	3645	4022					
少数股东权益	4787	4830	4935	5180					
其他	327	351	397	504					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16784</b>	<b>16931</b>	<b>17257</b>	<b>17986</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>26876</b>	<b>27861</b>	<b>31259</b>	<b>32178</b>					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 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: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

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