

远兴能源 (000683) 深度研究报告

行稳致远，未艾方兴

- ❖ **国内天然碱龙头，聚焦主业再出发。**公司为国内稀缺的以天然碱法为生产工艺的纯碱厂商，在完成业务整合与聚焦之后，现已形成天然碱法制取纯碱及小苏打+煤制尿素两大业务体系，截至22年末，公司纯碱、小苏打及尿素产能分别居于全国第五、第一及第十。目前公司控股60%的子公司银根矿业正全力推进建设860万吨/年大型天然碱项目，其中一期500万吨/年纯碱、40万吨/年小苏打项目计划于2023年6月投料试车，两期项目建成后，公司将具备960万吨（权益产能615万吨）纯碱产能，有望跃居国内纯碱行业龙头。
- ❖ **纯碱：行业高景气延续，天然碱放量在即。**目前纯碱生产工艺仍以化学合成法为主，22年全球/我国天然碱工艺占比分别约18%/6%，但凭借在成本、环保及能耗等方面的显著优势，天然碱有望主导行业后续增量。**从需求端来看**，国内纯碱需求稳步增长，22年表观消费量2658万吨，其中下游浮法玻璃/光伏玻璃需求占比分别约40%/10%。往后看，地产竣工数据有望持续回暖，并带动平板玻璃需求企稳回升；而新能源端应用需求在光伏装机景气及碳酸锂产能扩张的背景下有望维持高增长，我们测算23-25年国内纯碱实际需求量分别约2957/3113/3284万吨，市场空间有望持续扩容。**从供给端来看**，纯碱行业政策约束逐渐显现，22年行业有效产能收窄至3120万吨，同比-3.4%，中小产能装置在经济性及环保方面劣势较大，低效产能或将加速退出。后续行业增量主要来自于银根矿业860万吨天然碱新建项目，按照在建项目当前投产预期，2025/2027年天然碱产能占比有望由6%提升至18%/23%以上。天然碱本身拥有极高的资源壁垒，国内纯碱行业竞争格局有望重塑。
- ❖ **天然碱资源禀赋铸就核心优势，公司高质量成长有望逐步兑现。**纯碱作为公司的业务核心，主要由中源化学及银根矿业两家控股子公司开展运行，其中中源化学是目前国内最大的天然碱加工企业，区位及成本优势明显，盈利能力稳步提升；作为目前国内已探明的最大天然碱矿，银根矿业阿拉善塔木素天然碱矿在矿物品位、埋藏深度、用煤成本等方面均具备更显著的优势，相较于安棚/吴城天然碱矿正常年份下825/902元/吨的完全成本，阿碱项目完全成本有望降至550元/吨左右。往后看，纯碱行业竞争格局将归于成本竞争，随着煤炭价格的趋稳下行，未来两期项目全面投产运行后，公司纯碱的单位成本有望进一步降低。按照行业边际成本1600-1800元/吨的纯碱价格，阿碱项目全面投产后，对应公司纯碱底部毛利约在43-54亿元区间，盈利有望实现大幅增厚。
- ❖ **投资建议：首次覆盖，给予公司“强推”评级。**我们预计公司2023-2025年可分别实现归母净利润32.73、38.29、42.45亿元，对应EPS分别为0.90、1.06、1.17元，当前市值对应PE分别为7x、6x、6x。采用相对估值法，以2023年5月26日收盘价计，可比公司2023年平均PE为9倍，而公司PE仅7倍。考虑到纯碱行业后续新增产能主要来自于公司，公司有望凭借成本及产能优势进一步巩固核心竞争力，获取更高市场份额。我们给予公司2023年10倍PE，对应目标价9.0元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**能源价格大幅波动风险、行业产能释放过快风险、下游需求不及预期、产能建设及释放进度不及预期。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	10,987	13,848	16,893	17,811
同比增速(%)	-9.6%	26.0%	22.0%	5.4%
归母净利润(百万)	2,660	3,273	3,829	4,245
同比增速(%)	-46.3%	23.1%	17.0%	10.9%
每股盈利(元)	0.73	0.90	1.06	1.17
市盈率(倍)	9	7	6	6
市净率(倍)	1.9	1.6	1.3	1.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年5月26日收盘价

强推 (首次)

目标价：9.0元

当前价：6.68元

华创证券研究所

证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com

执业编号：S0360522050001

联系人：侯星宇

邮箱：houxingyu@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	362,175.86
已上市流通股(万股)	327,682.98
总市值(亿元)	241.93
流通市值(亿元)	218.89
资产负债率(%)	44.51
每股净资产(元)	3.66
12个月内最高/最低价	11.15/6.45

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本报告基于行业景气及供需格局，系统性分析了公司的核心竞争力及未来成长性来源。公司是国内稀缺的天然碱法纯碱生产厂商，在资源禀赋及成长空间上具有显著优势，我们从公司各主业产品出发，对相关产品行业景气及供需格局进行了全面且细致地分析，总结公司核心竞争优势来源。此前市场对公司产能投放后的纯碱行业测算相对有限，我们在对纯碱供需平衡表及各工艺成本曲线测算的基础上，对不同情景下的纯碱单位成本及利润进行了弹性测试，对于测算公司底部利润有较强参考价值。

投资逻辑

天然碱产能释放在即，资源禀赋塑造纯碱行业龙头。需求端来看，纯碱下游玻璃产能逐步企稳，玻璃产品去库加速，新能源端的高景气有望实现下游需求的持续扩容；供给端来看，行业低效产能有望逐步出清，天然碱在成本及环保方面的竞争优势将持续凸显，后续纯碱行业产能增量主要来自公司，公司有望凭借产能及成本的共振实现行业竞争格局的重塑。我们看好公司凭借自有资源禀赋成为行业龙头，利润中枢有望随成长性的逐步兑现而上移。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年可分别实现归母净利润 32.73、38.29、42.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.90、1.06、1.17 元，当前市值对应 PE 分别为 7x、6x、6x。

采用相对估值法，选取纯碱行业中的代表公司作为可比公司，以 2023 年 5 月 26 日收盘价计，可比公司 2023 年平均 PE 为 9 倍，而公司 PE 仅 7 倍。考虑到纯碱行业后续新增产能主要来自于公司，公司有望凭借成本及产能优势进一步巩固核心竞争力，获取更高市场份额。我们给予公司 2023 年 10 倍 PE，对应目标价 9.0 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、国内天然碱龙头，聚焦主业再出发.....	7
（一）国内天然碱龙头，卡位核心资源供给.....	7
（二）股权结构稳定，控股股东财务数据向好.....	9
（三）聚焦核心产品，纯碱高景气助力业绩中枢上移.....	10
二、纯碱：行业高景气延续，天然碱放量在即.....	13
（一）国内合成法占比较高，天然碱工艺优势有望逐步凸显.....	13
1、纯碱下游应用广泛，合成工艺仍占据绝对份额.....	13
2、成本及环保优势突出，天然碱产能占比有望持续提升.....	14
（二）需求端：平板玻璃有望企稳，新能源高景气或将实现需求扩容.....	16
1、地产竣工回暖，平板玻璃需求或维持正增长.....	17
2、光伏装机高增，光伏玻璃产能有望持续释放.....	20
3、碳酸锂供给扩张，提锂需求有望贡献新增量.....	23
（三）供给端：低效产能退出叠加天然碱产能扩张，成本优势决定竞争格局.....	25
1、政策约束效应显现，行业低效产能或将加速退出.....	25
2、天然碱自带资源壁垒，产能释放或带来格局重塑.....	26
3、纯碱价格复盘及供需展望：供给压力逐步显现，成本优势主导竞争.....	28
三、小苏打：出口增长显著，价格有望边际企稳.....	29
四、尿素：农化景气推升需求，成本改善拓宽价差.....	30
五、天然碱资源禀赋铸就核心优势，公司高质量成长有望逐步兑现.....	33
（一）中源化学：天然碱矿储备充足，盈利能力稳步提升.....	34
（二）银根矿业：资源禀赋更优，成本优势塑造长期竞争力.....	35
（三）天然碱盈利弹性突出，有望显著增厚公司利润中枢.....	37
六、盈利预测与估值.....	39
（一）盈利预测.....	39
（二）估值与投资建议.....	40
七、风险提示.....	42

图表目录

图表 1	公司发展历程：业务扩张与再聚焦	7
图表 2	公司现有产品及产能结构	8
图表 3	公司对银根矿业历次增资及股权收购梳理	8
图表 4	银根矿业天然碱在建项目情况	9
图表 5	博源集团为公司控股股东（截至 2023 年一季报）	9
图表 6	控股股东博源集团债务风险逐步缓解	10
图表 7	债转股实施后，银根矿业将引入央企股东	10
图表 8	公司纯碱及小苏打产销大幅提升（万吨）	11
图表 9	公司尿素销量维持高位（万吨）	11
图表 10	公司营收稳步扩张（亿元）	11
图表 11	公司利润中枢迈入新平台（亿元）	11
图表 12	公司已聚焦碱业及尿素主营业务	12
图表 13	纯碱、小苏打及尿素贡献绝大部分毛利	12
图表 14	纯碱及小苏打毛利率维持高位	12
图表 15	公司整体毛利率/净利率稳步提升	12
图表 16	公司期间费用率持续改善	13
图表 17	公司资产负债率已稳定在较低水平	13
图表 18	纯碱上下游产业链结构梳理	13
图表 19	2022 年全球天然碱工艺占比近 20%	14
图表 20	2022 年我国联碱及氨碱工艺仍占据绝对份额	14
图表 21	三种纯碱生产工艺对比	14
图表 22	22 年全球天然碱矿储量 90% 以上分布于美国	15
图表 23	美国天然碱出口占据较高比重（万吨）	15
图表 24	天然碱法生产工艺流程	15
图表 25	不同纯碱工艺成本构成	16
图表 26	天然碱法拥有较强成本优势（元/吨）	16
图表 27	我国纯碱消费量保持平稳增长（万吨）	17
图表 28	玻璃为纯碱最主要的下游应用	17
图表 29	纯碱需求增速与竣工周期相关性较强	17
图表 30	竣工面积同比跌幅持续收窄	17
图表 31	地产融资“三支箭”陆续出台，行业政策底已现	18
图表 32	我国平板玻璃产量总体平稳（万重量箱）	19
图表 33	浮法玻璃日熔量有所下滑（万吨/天）	19

图表 34	浮法玻璃累库明显（万重量箱）	19
图表 35	浮法玻璃价格已低位企稳（元/重量箱）	19
图表 36	平板玻璃对纯碱的需求拉动测算	19
图表 37	光伏玻璃在光伏组件中的应用	20
图表 38	双面组件渗透率快速提升	20
图表 39	纯碱为光伏玻璃产业链关键一环	21
图表 40	全球光伏装机量将保持高速增长（GW）	21
图表 41	我国光伏玻璃在产产能快速提升（吨/日）	21
图表 42	光伏玻璃已逐步开始去库（万吨）	22
图表 43	光伏玻璃盈利有望回暖（元/重量箱）	22
图表 44	23-26 年全国光伏玻璃投产规划（吨/日）	22
图表 45	光伏玻璃投产省份分布较为集中	22
图表 46	光伏玻璃对纯碱的需求拉动测算	23
图表 47	我国新能源汽车产量快速提升（万辆）	23
图表 48	我国碳酸锂产量大幅扩张（万吨）	23
图表 49	纯碱为碳酸锂制备必须材料	24
图表 50	电池级碳酸锂已步入价格下行期（万元/吨）	24
图表 51	我国锂资源供给增量预计持续提升（万吨）	24
图表 52	碳酸锂对纯碱的需求拉动测算	25
图表 53	纯碱行业相关政策汇总	25
图表 54	国内纯碱产能增速已放缓（万吨）	26
图表 55	2025 年能效基准水平以下产能将实现清零	26
图表 56	2022 年国内纯碱生产企业产能分布	26
图表 57	全球纯碱供给端已缺乏弹性（万吨）	27
图表 58	全球天然碱行业集中度较高	27
图表 59	2023-2027 年国内纯碱行业产能及产量变动测算	27
图表 60	纯碱价格复盘：成本支撑，库存推动，需求决定	28
图表 61	2021-2025 年国内纯碱供需平衡表测算	29
图表 62	小苏打上下游产业链图示	29
图表 63	公司小苏打生产工艺流程图	29
图表 64	国内小苏打产量稳步增长（万吨）	30
图表 65	国内小苏打出口量增长显著（万吨）	30
图表 66	国内小苏打行业集中度较高	30
图表 67	小苏打与纯碱价格关联度较高（元/吨）	30
图表 68	尿素上下游产业链图示	31

图表 69	我国尿素消费量稳步回升 (万吨)	31
图表 70	66%的尿素主要用于农业施肥	31
图表 71	主要农产品价格位于高位 (美分/蒲式耳)	32
图表 72	全球主要农产品播种面积增长 (百万公顷)	32
图表 73	我国尿素产能逐渐收缩 (万吨)	32
图表 74	尿素行业集中度有望提升	32
图表 75	当前尿素行业仍处于去库期内 (万吨)	33
图表 76	尿素价差有望企稳回升 (元/吨)	33
图表 77	公司尿素收入及单吨毛利持续提升 (亿元)	33
图表 78	公司尿素毛利率位于行业中上水平	33
图表 79	中源化学及其子公司天然碱矿资源储备丰富	34
图表 80	中源化学营收稳步增长 (亿元)	34
图表 81	中源化学净利润大幅提升 (亿元)	34
图表 82	2022 年各工艺纯碱生产成本对比 (元/吨)	35
图表 83	各公司纯碱产品毛利率对比	35
图表 84	银根矿业天然碱矿资源禀赋更具优势	35
图表 85	银根矿业塔木素天然碱项目建设情况	36
图表 86	阿碱项目位置图示	36
图表 87	阿碱铁路专线项目建设图示	36
图表 88	塔木素天然碱建成后, 纯碱单位成本有望进一步降低	37
图表 89	不同煤价下, 各纯碱生产工艺的单位成本弹性测试	38
图表 90	国内纯碱各厂商成本曲线测算	38
图表 91	不同纯碱及煤炭价格下, 天然碱单吨毛利弹性测试	39
图表 92	2021-2025 年公司产能及销量测算	39
图表 93	2021-2025 年公司业绩测算	40
图表 94	可比公司估值比较	41

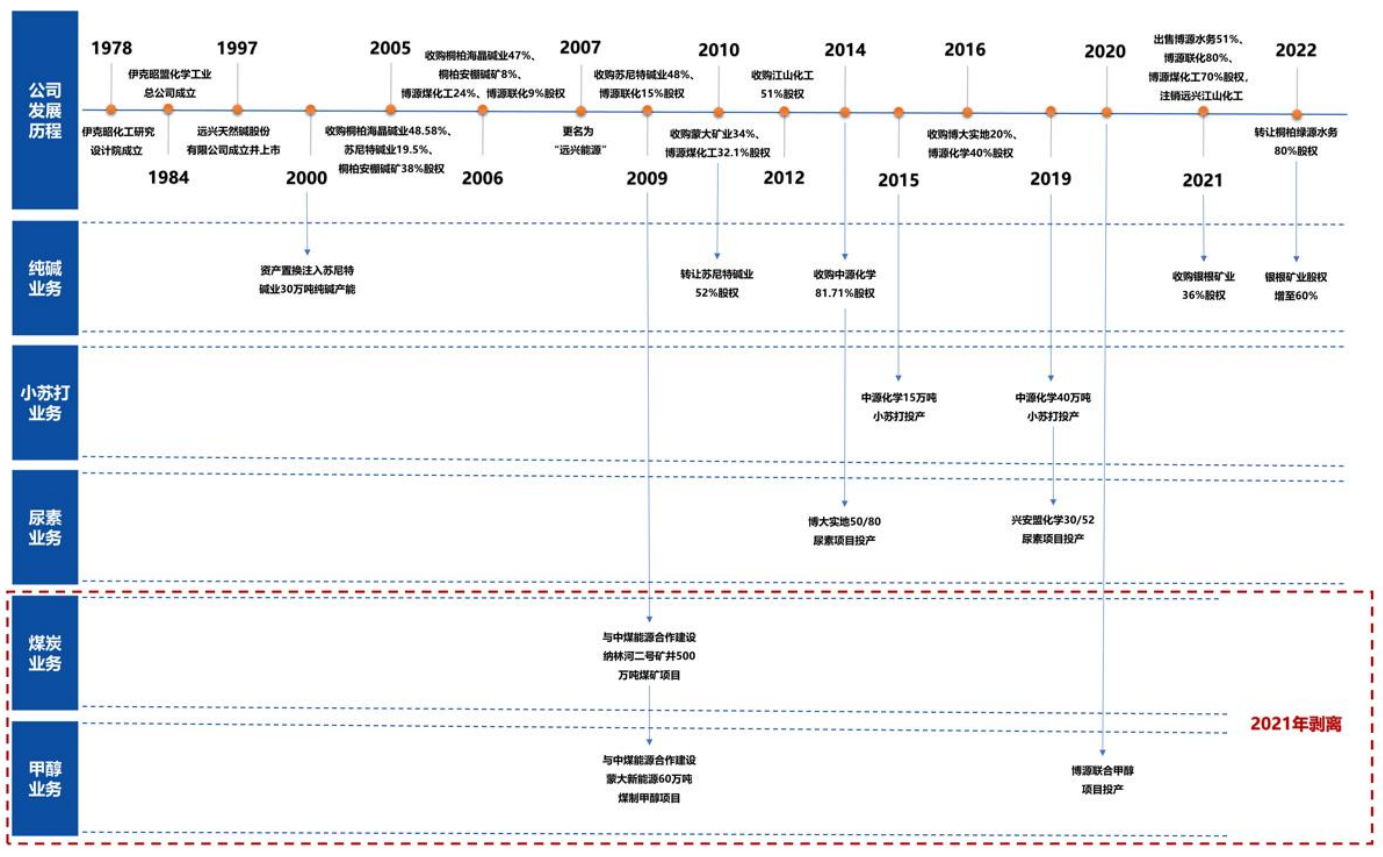
一、国内天然碱龙头，聚焦主业再出发

(一) 国内天然碱龙头，卡位核心资源供给

二十载栉风沐雨，天然碱龙头聚焦主业再出发。远兴能源成立于1997年，并于当年1月31日在深圳证券交易所以“天然碱”的名称挂牌上市。公司前身为1978年成立的伊克昭化工研究设计院，由创始人李武先生率领12人组成伊盟天然碱科研组进驻内蒙古合同察汗淖，在国内首先从事“碱田日晒工艺”项目研究，并取得工艺突破与产业应用。

公司的发展历程可概括为三个阶段。1) 1997-2004年，形成以天然碱加工为主业的产业体系。2000年，公司以产能置换的方式置入苏尼特碱业30万吨纯碱产能，正式开始天然碱的主业扩张之路。2) 2004-2021年，内生外延，构筑多元发展路径。2004年公司提出产业转型发展战略，此后便通过资产置换、增资扩股、合作并购、产能新增等多种方式开启多元化发展道路，逐步完成了天然碱化工、煤炭、煤化工（煤制尿素）及天然气化工（天然气制甲醇）四大业务板块的布局。公司于2007年更名为“远兴能源”；于2014年收购中源化学81.71%股权，一举成为国内最大天然碱法制碱企业。3) 2021年至今，聚焦主业，天然碱开发主导后续发展方向。2021年，公司战略性退出煤炭、甲醇业务，重新聚焦天然碱主业，通过收购、增资等方式获取银根矿业60%股权，主导内蒙古阿拉善大型天然碱矿开发，建设天然碱新产能。

图表 1 公司发展历程：业务扩张与再聚焦



资料来源：公司公告，华创证券

公司纯碱及小苏打产能优势显著。公司深耕天然碱行业多年，拥有极具优势的品牌知名度，完成业务剥离后，现已形成碱业（天然碱法制取纯碱及小苏打）+化肥（煤制尿素）两大业务体系，下游应用领域广泛。截至22年末，公司拥有纯碱产能180万吨（权益产

能 147 万吨)，居全国第五位，市占率约 6%；小苏打产能 110 万吨（权益产能 84 万吨），居全国第一，市占率约 30%；尿素产能 154 万吨（权益产能 117 万吨），配套 80 万吨合成氨，居全国第十，市占率约 2.4%。

图表 2 公司现有产品及产能结构

产品	子公司	持股比例	现有产能（万吨）	权益产能（万吨）
纯碱	中源化学	81.71%	130	106
	桐柏海晶碱业	81.71%	30	25
	苏尼特碱业	81.71%	20	16
	合计		180	147
小苏打	中源化学	81.71%	40	33
	桐柏海晶碱业	81.71%	10	8
	苏尼特碱业	81.71%	30	25
	博源新型化工	61.26%	30	18
	合计		110	84
尿素	博大实地	71%	102	72
	兴安化学	86.57%	52	45
	合计		154	117
煤炭	蒙大矿业	34%（不并表）	800	272
甲醇	中煤远兴能源	25%（不并表）	60	15

资料来源：公司公告，华创证券

控股银根矿业，卡位天然碱赛道资源供给。公司控股子公司银根矿业于 2018 年 11 月 30 日以挂牌方式竞得“内蒙古自治区阿拉善右旗塔木素苏木天然碱 1-6 区普查”等 6 宗探矿权，其中 2 区和 5 区已转为采矿权。天然碱矿产资源是开展天然碱生产和销售的核心，根据聚焦天然碱主业的发展需要，公司先后于 2021 年、2022 年通过股权收购和增资的方式将对银根矿业的持股比例由 19% 提升至 60%，实现了对银根矿业的控股。

图表 3 公司对银根矿业历次增资及股权收购梳理

日期	方式	出资额（万元）	对应股权	收购/增资后股权占比
2017.8	出资设立	1900	19.0%	19.0%
2018.11	增资	1900	-	19.0%
2021.8	股权收购	111150	9.5%	28.5%
2021.8	增资扩股	137109	7.5%	36.0%
2022.8	股权收购	208600	14%	50.0%
2022.8	增资扩股	372500	10%	60.0%

资料来源：公司公告，华创证券

银根矿业天然碱项目预计 23 年中起投产，公司具备充足产能增量。目前银根矿业的全资子公司银根化工正全力推进建设 780 万吨/年纯碱，80 万吨/年小苏打项目，其中一期 500 万吨/年纯碱、40 万吨/年小苏打项目计划于 2023 年 6 月投料试车，二期 280 万吨/年纯碱、40 万吨/年小苏打有望于 2025 年底建成投产。项目建成后，公司将具备 960 万吨（权益产能 615 万吨）纯碱产能，有望成为国内纯碱行业龙头。

图表 4 银根矿业天然碱在建项目情况

产品	子公司	当前持股比例	在建产能（万吨）	权益产能（万吨）	预计投产时间
纯碱	银根矿业一期	60%	500	300	2023.6
	银根矿业二期	60%	280	168	2025.12
	合计		780	468	
小苏打	银根矿业一期	60%	40	24	2023.6
	银根矿业二期	60%	40	24	2025.12
	合计		80	48	

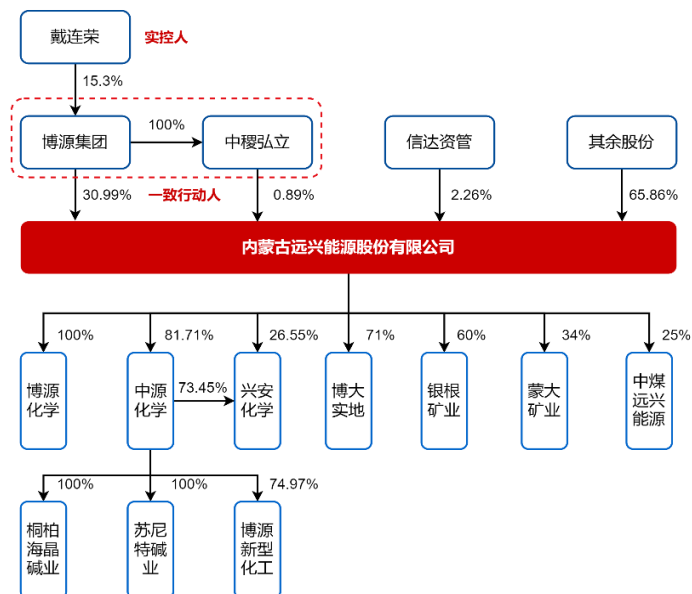
资料来源：公司公告，华创证券

（二）股权结构稳定，控股股东财务数据向好

公司股权结构稳定，博源集团为公司控股股东。2002年8月，公司第一大股东鄂尔多斯市化学工业集团总公司（原内蒙古伊克昭盟化学工业总公司）将其持有的2.44亿股国有法人股无偿划转给鄂尔多斯市国有资产投资经营有限责任公司；2006年5月，鄂国投将其持有的1.24亿股公司股票转让给内蒙古博源控股集团有限公司，自此博源集团成为公司第一大股东。截至2023年一季报，内蒙古博源控股集团有限公司直接持有公司股份11.22亿股，占总股本的30.99%，为公司控股股东；其中戴连荣先生持有博源集团约15.3%的股份，为公司实际控制人。

公司通过子公司中源化学及银根矿业开展纯碱、小苏打业务，通过兴安化学、博大实地开展尿素业务，参股公司蒙大矿业、中煤远兴分别主营煤炭生产销售及煤制甲醇业务，各子公司业务分工明确，助力公司筑牢业务发展根基。

图表 5 博源集团为公司控股股东（截至2023年一季报）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

控股股东财务数据向好，努力化解债务风险。截至2023年一季度末，公司控股股东博源集团出于自身资金安排及融资担保需要，累计质押公司股份数量约11.22亿股，占其所持公司股份比例的约99.93%，占公司总股本比例的约30.97%。针对控股股东质押率较高的

担忧，目前博源集团已采取积极行动缓解公司债务风险。截至 2022 年前三季度，博源集团资产负债率已降至 60% 以下，流动比率、速动比率亦持续回升，流动性正逐步恢复；同时控股股东积极盘活集团旗下酒店、文旅、物流、快消等资产，化解债务风险。

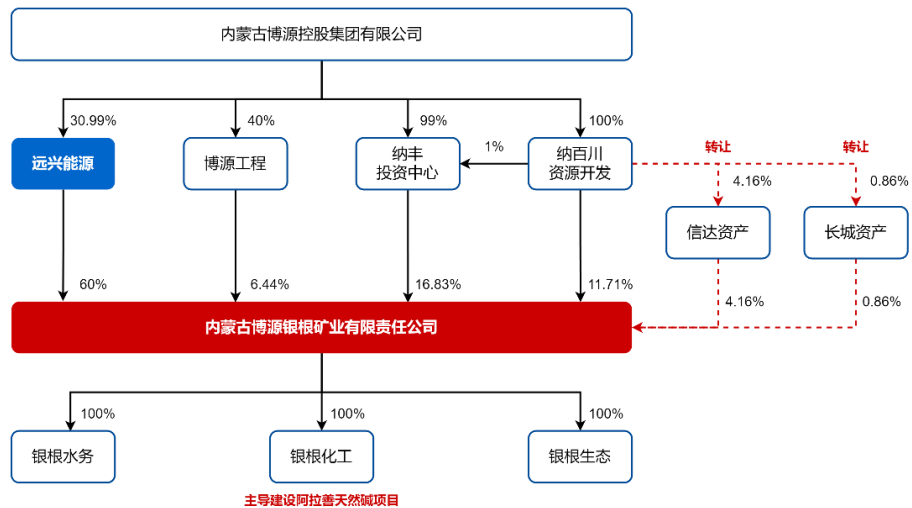
图表 6 控股股东博源集团债务风险逐步缓解

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
主要财务数据（亿元）				
资产总额	280.00	266.98	315.13	342.70
负债总额	188.69	190.71	201.13	199.66
营业收入	76.98	77.23	121.48	87.31
净利润	19.59	-13.62	48.72	28.38
经营活动产生的现金流量净额	15.49	18.93	34.49	29.65
偿债能力指标				
资产负债率	67.39%	71.43%	63.83%	58.26%
流动比率（倍）	56.66%	37.66%	71.84%	74.88%
速动比率（倍）	52.59%	34.90%	58.37%	61.23%
现金/流动负债比率	14.25%	10.22%	31.64%	21.42%

资料来源：Wind，华创证券

债转股稳步推进，引进央企股东保障天然碱项目开发建设。2023 年 4 月 28 日，公司公告控股股东博源集团拟以控股子公司纳百川持有的银根矿业 4.16%、0.86% 股权分别抵顶在信达资产、长城资产 10.35、2.14 亿元的债务。本次合计转让银根矿业股权 5.02%，一方面有助于改善博源集团财务状况、降低整体风险；另一方面引入信达资产、长城资产等央企，优化银根矿业股权结构与治理水平，为后续天然碱项目的稳步开发保驾护航。

图表 7 债转股实施后，银根矿业将引入央企股东



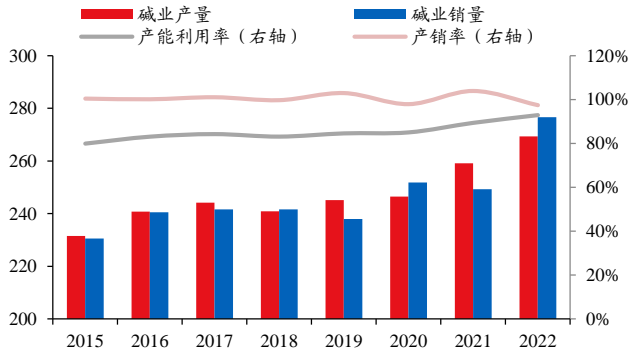
资料来源：公司公告，华创证券，截至 2023 年 5 月 4 日

（三）聚焦核心产品，纯碱高景气助力业绩中枢上移

聚焦主业强化管理，核心产品产销两旺。当前公司聚焦天然碱法制纯碱和小苏打、煤制尿素等产品的生产和销售，通过持续强化生产运营管理，实现了主要生产装置的高负荷

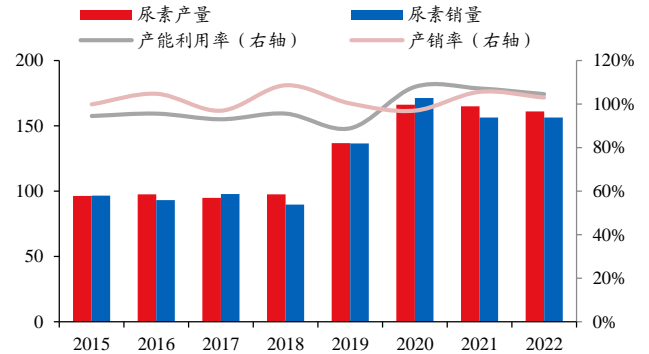
运行。碱业方面，自 2014 年公司收购中源化学以来，碱业产能不断扩张，叠加行业景气稳步攀升，带动产品销量持续增长。2022 年碱业板块实现产品销量 276.6 万吨，其中纯碱销量 161.9 万吨，同比增长 10%；小苏打销量 114.7 万吨，同比增长 12%，均创历史新高。尿素方面，随着 2019 年兴安化学 30/52 化肥项目建成投产，公司尿素产能实现大幅提升，尿素产品产销两旺。2022 年尿素板块实现产品销量 156.3 万吨，同比微增。

图表 8 公司纯碱及小苏打产销大幅提升 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

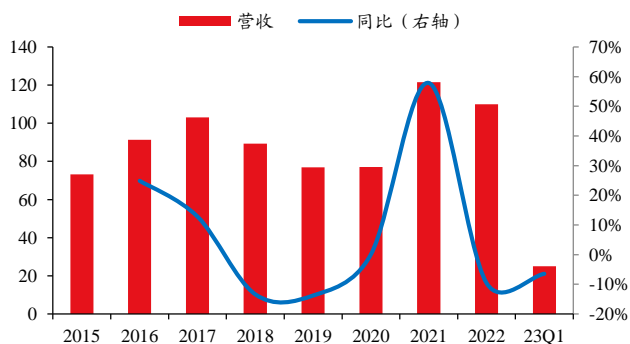
图表 9 公司尿素销量维持高位 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

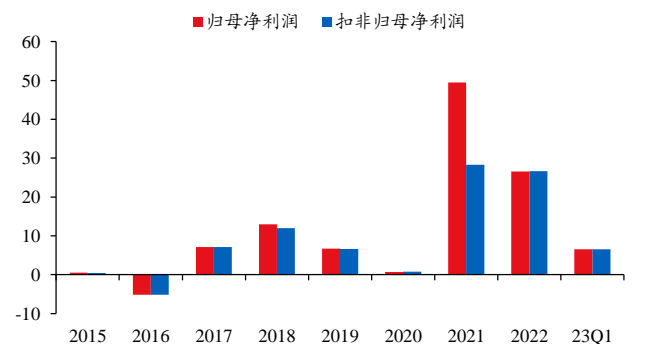
营收规模稳步扩张，盈利中枢跃入新平台。随着公司产能规模的稳步扩张，叠加 2015 年以来国内供给侧改革带来的产品价格上涨，公司营收体量自 15 年起持续上涨，并带动利润稳步上行；2018-2019 年受煤炭价格下行及产销量下降影响，公司营收及利润有所缩减；2020 年受疫情影响，下游需求所受冲击较大，产品价格出现较大回落，公司利润录得阶段性低点；2021 年纯碱产品价格在高地产竣工增速及高光伏装机带动下快速上涨，而行业供给端出现产能收缩，纯碱行业景气上行，叠加煤炭价格持续上涨，公司营收及利润创历史新高；2022 年以来，纯碱高景气延续，而煤炭价格有所回落，公司聚焦主业实现稳健经营成果，22 年实现营收 109.87 亿元，同比下滑 9.54%，实现扣非归母净利润 26.63 亿元，同比减少 5.79%。进入 2023 年，纯碱价格高位上涨，而尿素盈利有所下滑，公司整体营收及利润体量略有缩减，23Q1 实现营收 25.04 亿元，同比-6.46%，实现扣非归母净利润 6.53 亿元，同比-16.88%。

图表 10 公司营收稳步扩张 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 公司利润中枢迈入新平台 (亿元)

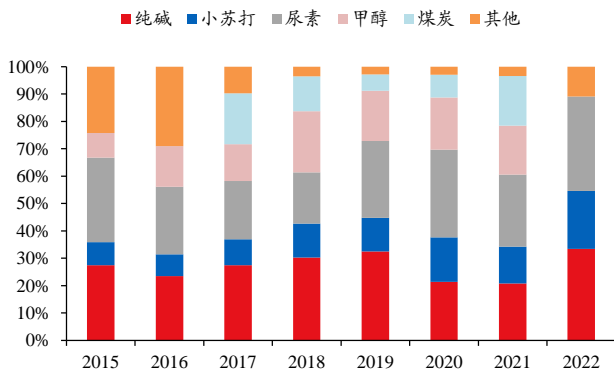


资料来源: Wind, 华创证券

聚焦核心主业，纯碱利润贡献占比预计将持续提升。从收入及利润结构来看，在 2021 年末剥离煤炭及甲醇业务之前，公司纯碱、小苏打及尿素收入占比已达 60% 以上，而毛

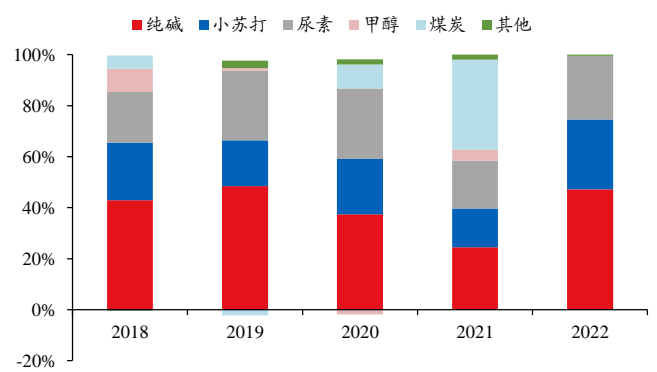
利贡献占比亦维持较高。2021 年受煤炭价格涨幅较多影响，自有煤炭收入及利润占比有所回升，但煤炭业务受地质条件影响产量已开始下滑，而甲醇业务受天然气供给及价格制约，利润波动较大，对公司实际利润贡献较小。2021 年公司完成自产煤炭、自产甲醇业务的剥离，实现了聚焦天然碱主业的战略规划，2022 年公司纯碱、小苏打、尿素的营收占比分别为 33%、21%、35%，毛利占比分别达 47%、27%、25%。随着后续天然碱项目的逐步落地，公司纯碱、小苏打的利润贡献占比预计将进一步提升，夯实公司发展根基。

图表 12 公司已聚焦碱业及尿素主营业务



资料来源: Wind, 华创证券

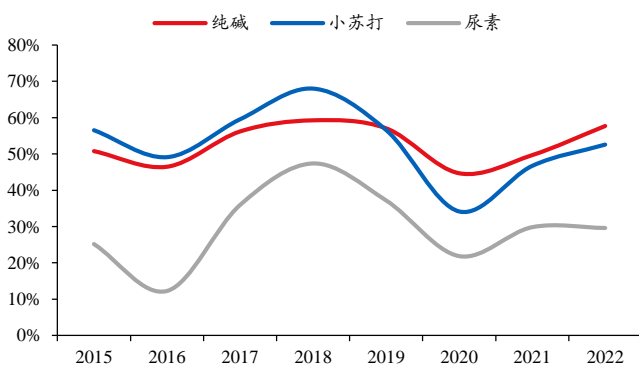
图表 13 纯碱、小苏打及尿素贡献绝大部分毛利



资料来源: Wind, 华创证券

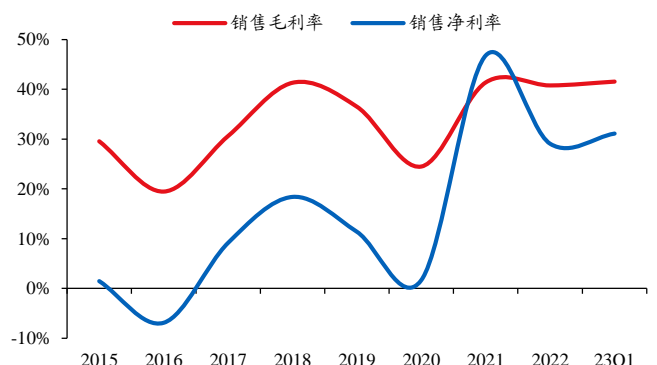
纯碱及小苏打毛利率维持高位，公司盈利能力稳步提升。利润率方面，纯碱及小苏打毛利率较为稳定，自 20 年起即维持较高景气水平，22 年纯碱/小苏打毛利率分别达 57.7%/52.6%；尿素业务受上游煤炭价格及下游化肥需求影响较大，盈利波动较为明显，目前已基本维持在 30% 左右的毛利率水平。2020 年主要产品盈利触底以来，行业景气持续回升，带动公司盈利能力稳步增长，2022 年公司毛利率/净利率分别达 41%/29%，较 20 年分别增加 16/27pcts，23Q1 进一步增至 42%/31%，盈利能力持续增强。

图表 14 纯碱及小苏打毛利率维持高位



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 公司整体毛利率/净利率稳步提升

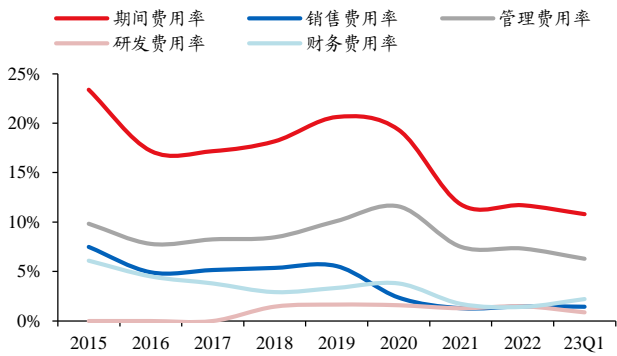


资料来源: Wind, 华创证券

注: 21 年净利率高于毛利率主要系转让资产形成的非经常性损益

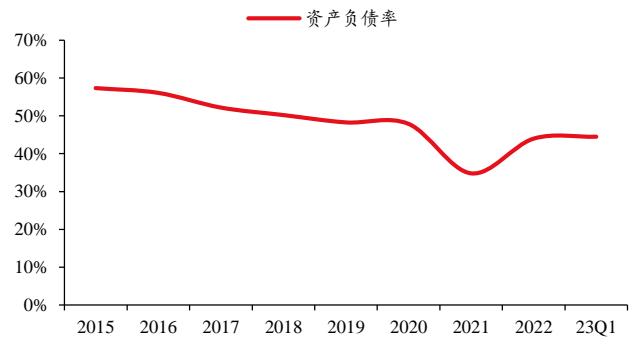
费用控制已显成效，资产负债率稳定至低位。公司于 2021 年完成资产剥离后，管理费用率大幅降低，带动整体费用率走低，2022 年公司期间费用率约 11.7%，较 20 年降低约 7.6pcts，23Q1 进一步降至 10.8%，公司经营管理与成本管控能力不断提升。同时，伴随现金流获取能力的增强，公司资产负债率稳步下降，截至 23Q1 已稳定至 44.5% 左右。

图表 16 公司期间费用率持续改善



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 公司资产负债率已稳定在较低水平



资料来源: Wind, 华创证券

二、纯碱: 行业高景气延续, 天然碱放量在即

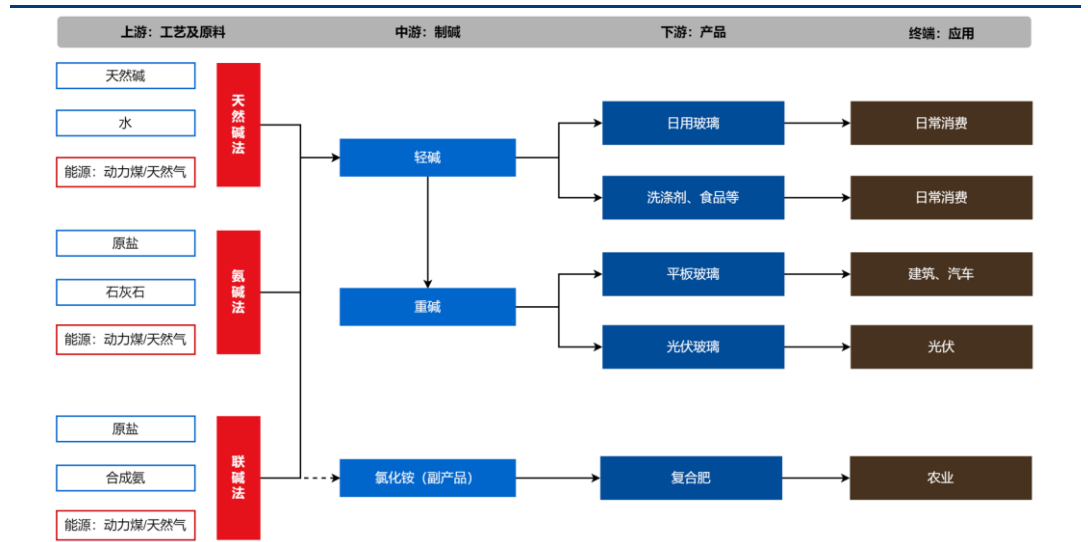
(一) 国内合成法占比较高, 天然碱工艺优势有望逐步凸显

1、纯碱下游应用广泛, 合成工艺仍占据绝对份额

基础化工原料, 下游应用广泛。纯碱, 又名苏打、碱灰、碱面等, 主要成分为碳酸钠, 是重要的基础化工原料之一, 其作为“三酸两碱”中的一碱, 广泛应用于建材、化工、新能源、冶金、纺织、食品等诸多领域。根据产品密度不同, 纯碱可以分为轻质纯碱和重质纯碱, 其中轻质纯碱密度 500-600kg/m³, 呈白色结晶粉末状, 下游主要应用为日用玻璃、合成洗涤剂和食品等行业; 重质纯碱可由轻质纯碱经水化后制得, 密度为 1000-1200kg/m³, 呈白色细颗粒状, 主要应用于平板玻璃和光伏玻璃等。

从产业链构成来看, 当前纯碱生产主要分为天然碱法和化学合成法两种工艺, 其中天然碱法通过物理过程制备纯碱, 上游原料主要为天然碱矿石; 化学合成法主要包括氨碱法和联碱法, 上游原料主要为原盐、石灰石及合成氨等。

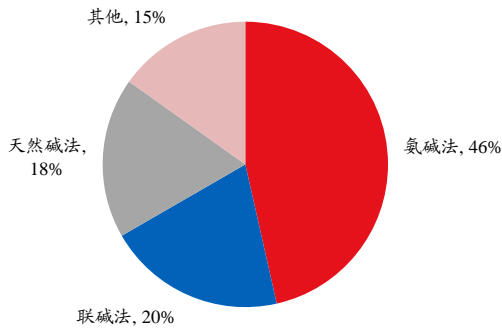
图表 18 纯碱上下游产业链结构梳理



资料来源: 郑州商品交易所, 百川盈孚, 华创证券

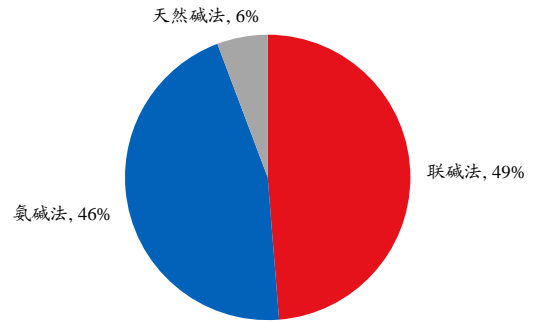
全球天然碱工艺占比较高，我国合成法工艺仍占据绝对份额。据 Genesis Energy，当前全球纯碱生产工艺中，化学合成法占比约 66%，其中氨碱法、联碱法占比分别约 46%、20%，天然碱占比已达 18% 以上，并保持持续提升趋势。目前我国纯碱生产工艺亦以化学合成法为主，联碱法及氨碱法合计产能占比高达 94%，其中联碱法为我国特有纯碱制备工艺，2022 年产能占比近一半；而天然碱工艺占比仅约 6% 左右，这与我国本身的天然碱矿资源禀赋有关。

图表 19 2022 年全球天然碱工艺占比近 20%



资料来源：Genesis Energy 《Barclays Select Series Midstream Corporate Access Day February 2022》，华创证券

图表 20 2022 年我国联碱及氨碱工艺仍占据绝对份额



资料来源：百川盈孚，华创证券

2、成本及环保优势突出，天然碱产能占比有望持续提升

天然碱工艺优势突出，后续产能增量或将以天然碱为主。从工艺路线来看，三种生产工艺各有千秋，氨碱法原料易得且产品纯度高，适合大规模生产，但原盐利用率及污染物环保问题难以改善；联碱法原盐利用率高且环保压力小，但总体投资额较高，且副产物氯化铵价格受肥料市场需求影响较大；天然碱法生产成本低且环境友好，但受限于资源储量及位置分布，生产灵活性稍弱。往后来看，随着碳中和的稳步推进，对成本考量及节能环保等方面的重视程度有望持续攀升，天然碱低成本、低排放的工艺优势有望凸显，后续包括我国在内的全球纯碱产能增量预计将以天然碱为主，天然碱工艺占比有望持续提升。

图表 21 三种纯碱生产工艺对比

	天然碱法	氨碱法	联碱法
主要应用国家	美国、土耳其、中国	欧洲、中国	中国
22 年全球产能（万吨）	1286	5861	
22 年国内产能（万吨）	180	1430	1530
生产方式	开采和提炼天然碱矿	化学合成	化学合成
主要原料	天然碱矿、动力煤	原盐、石灰石、动力煤	原盐、合成氨、动力煤
原盐利用率	-	28%-30%	96%以上
副产品	-	氯化钙（污染物）	氯化铵
能耗（百万英热/吨）	3-6	9-13	9-13
水耗（吨/吨）	1.5-2	10-15	10-15
二氧化碳排放（吨/吨）	0.39	1.10	1.05

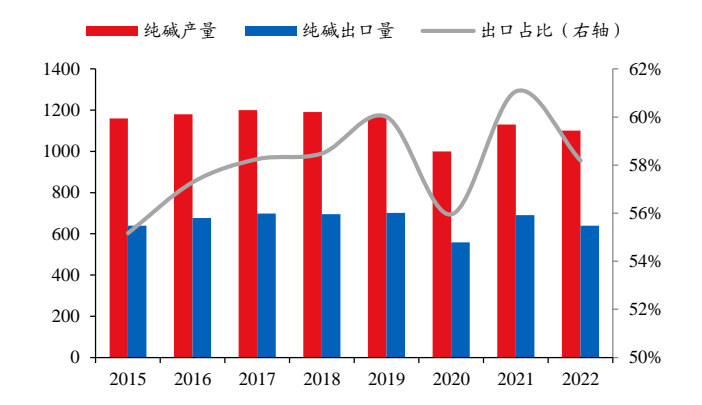
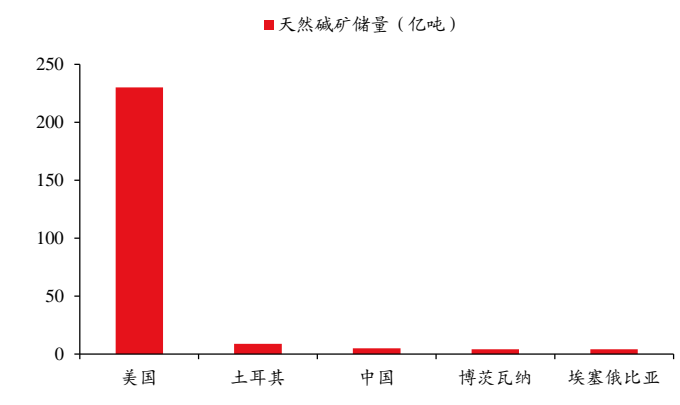
检修周期	每年检修1次, 约10天	每年检修1次, 约10天	每年检修1次, 14-20天
优点	成本低、污染小	原料易得、适合大规模生产	原料利用率高、污染小
缺点	天然碱储量限制、运输费用高	原料利用率低、环保成本高	投资额高、氯化铵价格波动大

资料来源: Bloomberg, USGS, 百川盈孚, Ciner, Solvay, 尚建壮《我国纯碱行业发展回顾及未来发展重点》, 华创证券

全球天然碱矿主要分布于美国, 纯碱出口占比维持高位。天然碱法是以天然碱矿为原料的纯碱生产工艺, 具有极强的资源属性, 据 USGS, 目前全球已探明的天然碱矿只分布于美国、土耳其、中国和部分非洲国家, 其中美国天然碱矿储量超 230 亿吨, 占全球总储量的 90% 以上。美国于上世纪 80 年代掌握天然碱生产加工技术后, 境内氨碱产能快速退出, 目前其生产的纯碱基本均以天然碱为主, 除 20 年受疫情影响产量略有下滑之外, 其他年份产量均稳定在 1100 万吨以上, 出口占比维持 55% 及以上。

图表 22 22 年全球天然碱矿储量 90% 以上分布于美国

图表 23 美国天然碱出口占据较高比重 (万吨)

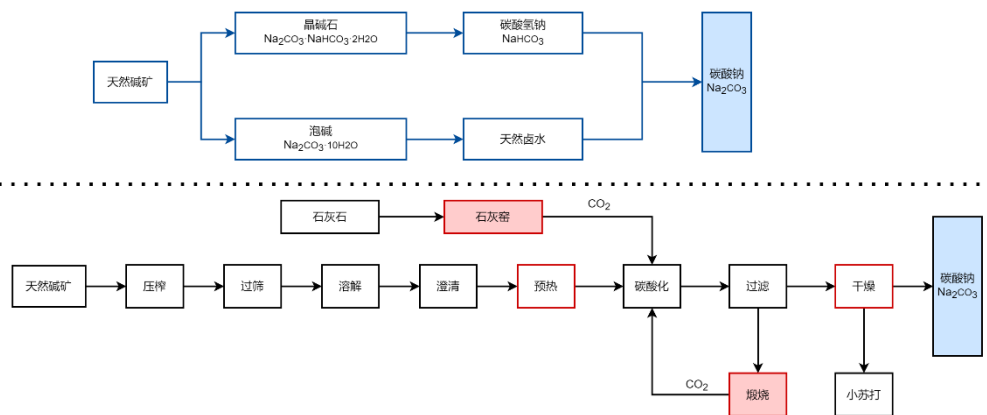


资料来源: USGS, 远兴能源环评报告, 华创证券

资料来源: USGS, 华创证券

天然碱法通过对天然碱矿物进行一系列溶解、过滤、蒸发、结晶、分离等工序来制取纯碱, 根据碱矿成分的不同, 生产工艺可分为蒸发法和碳化法。对于以晶碱石 ($\text{Na}_2\text{CO}_3 \cdot \text{NaHCO}_3 \cdot 2\text{H}_2\text{O}$) 为主要成分的天然碱矿, 通常采用蒸发法, 即通过分解或中和的方式使晶碱石中的碳酸氢钠分解, 再经蒸发提纯制得纯碱; 对于泡碱型天然碱湖水或者主要成分为泡碱 ($\text{Na}_2\text{CO}_3 \cdot 10\text{H}_2\text{O}$) 的固体矿, 一般采用卤水碳化法, 提取天然卤水进行碳化、干燥和煅烧, 进而制得纯碱。

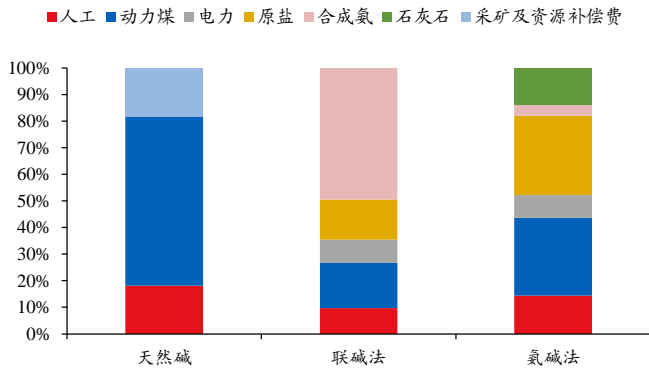
图表 24 天然碱法生产工艺流程



资料来源: 郑商所, 边志富《天然碱的加工及利用途径探讨》, 华创证券

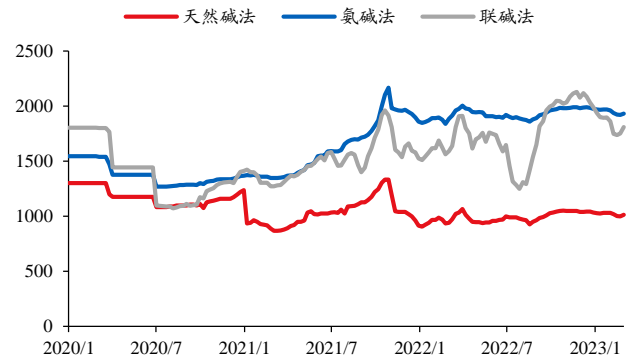
天然碱法位于成本曲线最左侧，成本优势显著。由于天然碱法不需额外投入原盐、石灰石、合成氨等原料，直接由天然碱矿物通过物理加工过程生成纯碱，工艺流程短且设备简单，且没有废渣、废液排放，整体生产成本远小于合成法工艺，位于纯碱生产成本曲线的最左侧。据 Genesis，氨碱法、联碱法的生产成本通常为天然碱法的 2.2、2.3 倍左右，而欧洲由于能源价格较高，氨碱法成本通常可达天然碱成本的 2.6 倍以上。据百川盈孚，随着国内动力煤价格趋稳，目前我国天然碱生产成本已基本稳定至 1000 元/吨以内，相较氨碱法、联碱法 1900 元/吨左右的生产成本具有明显优势。

图表 25 不同纯碱工艺成本构成



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 26 天然碱法拥有较强成本优势 (元/吨)



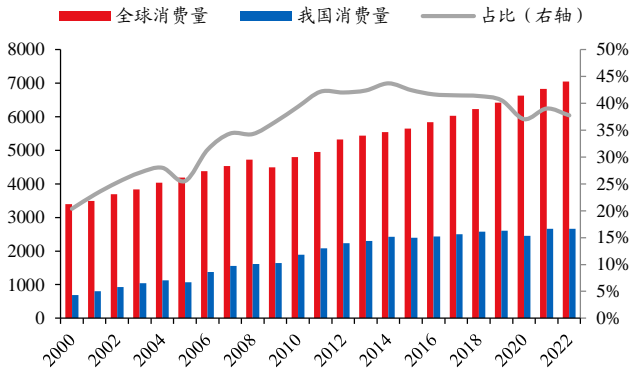
资料来源：百川盈孚，华创证券

(二) 需求端：平板玻璃有望企稳，新能源高景气或将实现需求扩容

我国纯碱需求平稳增长，占全球消费比重近 40%。作为重要的基础化工原料，纯碱需求与经济增速有较强的正相关关系，随着全球经济体量的扩容，纯碱消费量保持平稳增长，2022 年全球纯碱消费量超 7000 万吨，过去十年 CAGR 为 3%。在经过 2000-2010 十年间的需求高增速后，目前我国纯碱消费量亦已进入平稳增长阶段，据百川盈孚，2022 年我国纯碱表观消费量 2658 万吨，同比基本持平，在疫情扰动及相关不利因素影响下仍保持了稳健消费水平，全球纯碱需求占比稳定在 38% 左右。

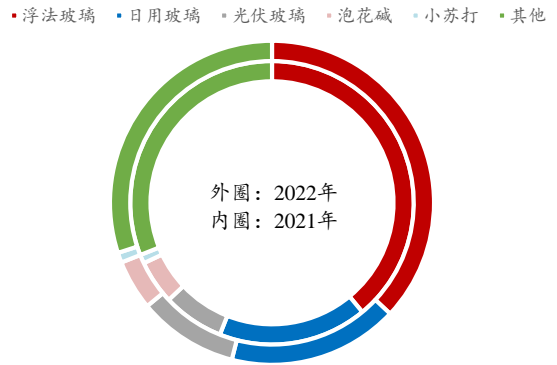
玻璃是我国纯碱行业最主要的需求来源，新能源需求正快速崛起。2022 年我国纯碱下游需求结构中，玻璃类合计需求占比达 64%，其中浮法玻璃为最大的纯碱需求来源，22 年需求占比近 40%，下游主要以建筑玻璃及汽车玻璃应用为主。在传统应用之外，以光伏玻璃、盐湖提锂等为代表的新能源行业需求正快速崛起，其中光伏玻璃需求占比已近 10%，较 21 年提升 3 个百分点，后续有望持续提升并贡献纯碱需求的主要增量。

图表 27 我国纯碱消费量保持平稳增长 (万吨)



资料来源: Bloomberg, 中国纯碱工业协会, 百川盈孚, 华创证券

图表 28 玻璃为纯碱最主要的下游应用



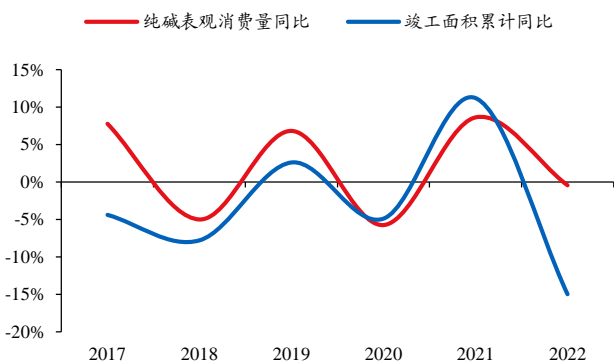
资料来源: 观研报告网《2022 年纯碱下游消费结构情况统计》, 卓创资讯《2021 年纯碱重点数据盘点及行情复盘》, 华创证券

1、地产竣工回暖, 平板玻璃需求或维持正增长

纯碱需求增速与地产竣工周期相关性较强, 竣工面积同比跌幅已持续收窄。平板玻璃通常指的是以浮法工艺生产的平板玻璃, 即玻璃液飘浮在熔融金属表面获得抛光成型, 目前已经成为应用最广泛的玻璃生产工艺。纯碱需求的近 40% 用于平板玻璃生产, 而 70% 以上的平板玻璃用于建筑地产, 因此可通过研究地产趋势来判断玻璃以及纯碱需求的边际变化。玻璃安装处于地产施工流程的后期即房屋竣工阶段, 当地地产竣工需求处于扩张阶段时, 玻璃消费量随之增长, 并将带动纯碱需求的提升; 反之则将带来玻璃的被动累库, 对纯碱的需求亦将放缓。22 年相关性有所减弱, 主要系光伏玻璃等下游应用快速扩张, 对纯碱的需求拉动较为明显。

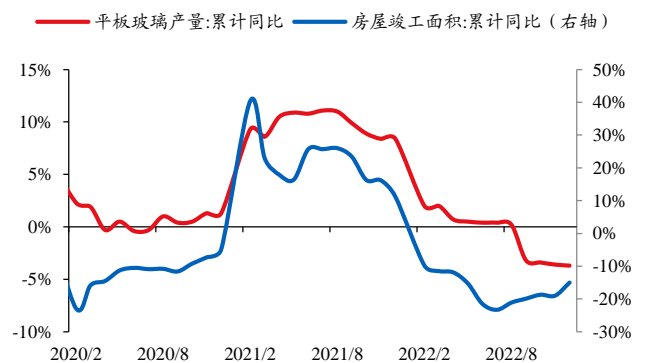
2021 年地产行业三道红线的政策约束, 使得房企融资及投资活动逐步收紧, 房屋新开工面积同比自 21Q1 录得阶段性高点后, 于下半年开始回落, 竣工面积同比自 21Q4 起大幅收窄。22 年疫情扰动及需求疲软一定程度上延缓了本轮竣工面积增速的企稳, 全年国内房屋竣工面积累计同比-15%, 但自 7 月以来持续保持环比降幅收窄。

图表 29 纯碱需求增速与竣工周期相关性较强



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 30 竣工面积同比跌幅持续收窄



资料来源: Wind, 华创证券

地产支持政策陆续落地, 行业基本面已边际企稳。自 22 年 7 月中央首次提出“保交楼、稳民生”的地产核心任务以来, 围绕保交楼相关的政策落地加速, 房地产信贷、债券与股权融资“三箭齐发”, 房企融资拐点已现。随后中央经济工作会议再次对支持房地产行

业平稳发展的政策定调，政策底的强力支撑将使得地产行业企稳回升的趋势愈发明确。同时，针对需求端的消费信心提振亦持续加码，全国多地因城施策，陆续出台有关房地产市场的利好政策，鼓励刚需群体和合理改善需求群体购房，采取限购限售政策放松、首付比例下降以及房贷利率下调等措施恢复市场平稳运行。随着地产行业在供需两端的持续修复，当前地产基本面已具备企稳复苏的先决条件。随着后续疫情影响的消退与各项地产支持政策的落地，预计保交楼将带动地产竣工持续回暖，房屋施工进度亦将加速，平板玻璃产销有望回升。

图表 31 地产融资“三支箭”陆续出台，行业政策底已现

类别	时间	发布部门	内容
第一支箭（信贷融资）	2022.11.23	央行、银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》，保持房地产融资平稳有序、保交楼、配合好受困房企风险处理、保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等 6 个方面共 16 条措施。
第二支箭（债券融资）	2022.11.8	银行间市场交易商协会	《“第二支箭”延期并扩容，支持民营企业债券融资再加力》，由人民银行再贷款提供资金支持，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
第三支箭（股权融资）	2022.11.28	证监会	股权融资方面调整优化五项措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用等。除 IPO 外，房地产行业股权融资的通道已被打开。
内需战略规划	2022.12.14	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，促进居住消费健康发展。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，加强房地产市场预期引导，探索新的发展模式，稳地价、稳房价、稳预期。
中央经济工作会议	2022.12.19	中共中央	确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

资料来源：国务院，人民银行，银行间市场交易商协会，证监会，华创证券

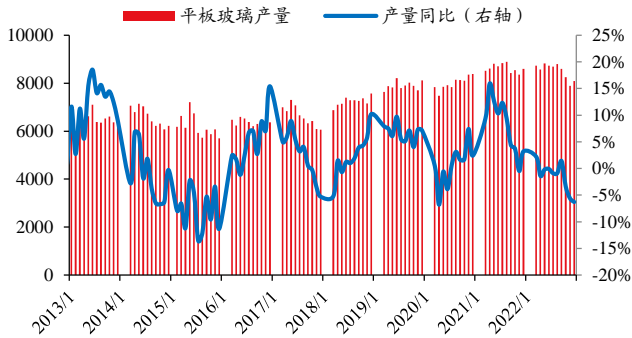
浮法玻璃日熔量低位企稳，库存及价格有望边际改善。由于涉及到能耗、设备损伤及冷修周期等因素影响，浮法玻璃产能供给相对刚性，冷修期一般长达 6 个月及以上时间，点火投产后通常都会保持 8-10 年左右的连续不间断生产，因此历年玻璃产量及对上游纯碱的需求均较为稳定。2022 年国内平板玻璃产量 10.13 亿重量箱，同比 21 年基本持平。鉴于玻璃厂刚性的产能供给，后续积极的主动补库将带动纯碱需求进一步增加。

1) 从产能规模来看，在经过 2021 年产能的快速扩张后，2022 年三季度以来随着竣工增速的放缓，浮法玻璃日熔量出现较大下滑。据卓创资讯，截至 2023 年 2 月末，国内共有浮法玻璃生产线 305 条，其中在产 239 条，日熔量约 16.01 万吨/日，较去年同期减少 1.38 万吨/日。进入 3 月后，部分产线陆续复产，目前日熔量增至 16.05 万吨/日。往后看，浮法玻璃集中冷修周期已过，后续竣工转暖有望带来玻璃需求复苏，日熔量有望企稳回升。

2) 从库存和价格水平来看，国内浮法玻璃累库现象明显，而价格已自底部企稳。据卓创资讯，截至 23 年 2 月末，浮法玻璃库存 7102 万重量箱，较年初增加 30.7%，库存天数

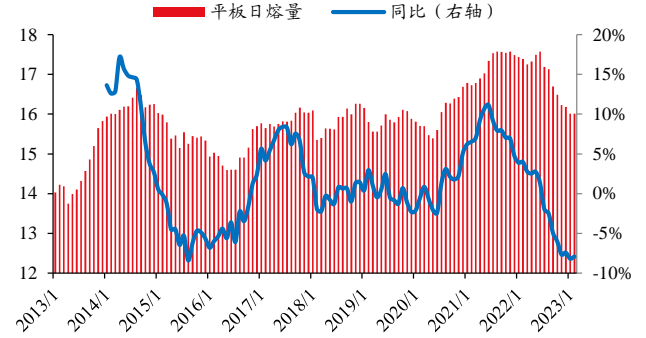
36.5 天已达两年来高位；年初至今浮法玻璃价格保持缓慢上涨，目前 5mm 浮法白玻价格已稳定在 90 元/重量箱左右。随着开工旺季来临及需求回升，后续玻璃库存去化有望加速，并将带动价格企稳上行。

图表 32 我国平板玻璃产量总体平稳 (万重量箱)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 33 浮法玻璃日熔量有所下滑 (万吨/天)



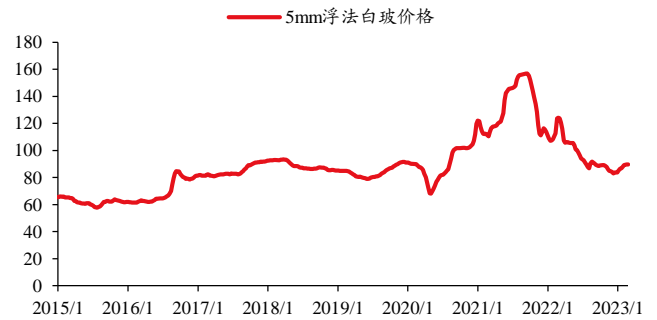
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 34 浮法玻璃累库明显 (万重量箱)



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 35 浮法玻璃价格已低位企稳 (元/重量箱)



资料来源: 卓创资讯, 百川盈孚, 华创证券

2022 年国内房屋竣工面积 8.62 亿平，同比-15%。我们假设：1) 地产竣工预期向好，23-25 年竣工同比增速分别为 1%、2%及 2%；2) 汽车及电子玻璃需求保持平稳增长；3) 平板玻璃出口基本维持稳定。根据以上假设，按照单吨平板玻璃生产消耗 0.21 吨纯碱，我们测算得到 2023 年纯碱需求有望达 1210 万吨，未来几年预计总体保持稳定。

图表 36 平板玻璃对纯碱的需求拉动测算

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
房屋竣工面积	万平方米	101412	86222	87084	88826	90602
竣工面积同比	%	11.2%	-15.0%	1%	2%	2%
每平方米竣工玻璃用量	平米	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
5mm 平板玻璃需求	亿平米	42.6	36.2	36.6	37.3	38.1
平板玻璃良品率	%	85%	85%	85%	85%	85%
建筑平板玻璃需求	万吨	6264	5325	5379	5486	5596
其他平板玻璃需求	万吨	287	304	313	322	332
平板玻璃需求合计	万吨	6551	5629	5692	5809	5928

平板玻璃出口量	万吨	38.79	68.99	68.00	68.00	68.00
实际平板玻璃消费量	万吨	6590	5698	5760	5877	5996
对应纯碱需求	万吨	1384	1197	1210	1234	1259

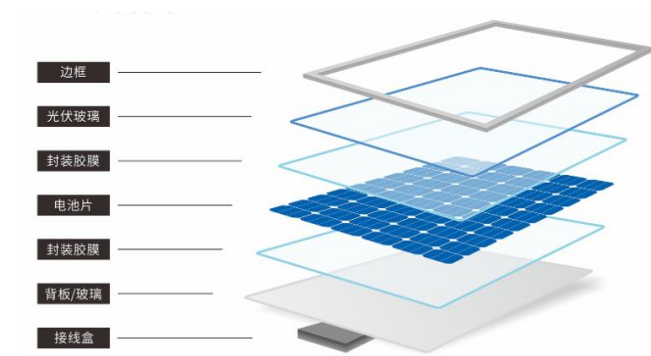
资料来源：国家统计局，百川盈孚，华创证券测算

2、光伏装机高增，光伏玻璃产能有望持续释放

光伏玻璃为光伏组件必备材料，双面组件渗透率持续提升。光伏玻璃又称超白玻璃，是一种超透明低铁玻璃，相较于普通玻璃 0.2% 的铁含量及 88% 的透光率，光伏玻璃含铁量低于 0.015%，且透光率通常可达 91.5% 以上。作为光伏组件的最外层材料，其强度、透光率等性质直接决定了光伏组件的寿命和发电效率，起到保护内部电池片及提高组件光电转换效率的作用，是晶硅光伏电池组件生产的必备材料。

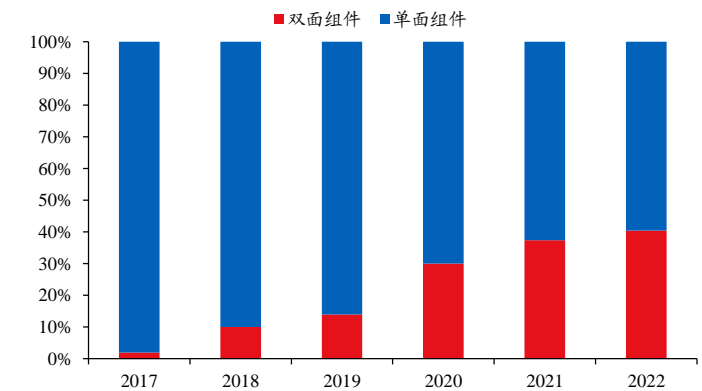
根据所使用光伏玻璃数量的不同，光伏组件又可分为单面玻璃组件和双面玻璃组件，其中双玻组件是指电池片串阵的背板和盖板均使用光伏玻璃的光伏组件。根据福莱特招股书，太阳光透过率每提高 1%，光伏电池组件发电功率可提升约 0.8%。双面组件在将传统背板替换为光伏玻璃后，组件背面亦可吸收周围环境反射的光线，进而获取发电量增益，实现双面光电转换。相较于单面组件，双面组件在生命周期、耐候性、耐腐蚀性及抗衰减性上均具有明显优势，据 CPIA，2022 年我国双面组件市场占比已达 40.4%，后续渗透率预计将持续提升。

图表 37 光伏玻璃在光伏组件中的应用



资料来源：鹿山新材官网，华创证券

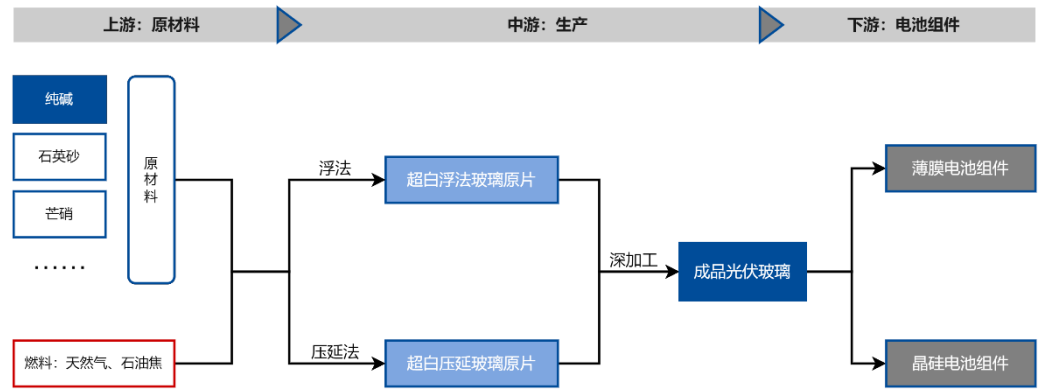
图表 38 双面组件渗透率快速提升



资料来源：CPIA 转引自内蒙古太阳能行业协会公众号，华创证券

纯碱为光伏玻璃生产关键原料。根据成型工艺的不同，光伏玻璃又可分为超白压延玻璃和超白浮法玻璃，其中压延工艺透光率更高，目前已经成为光伏玻璃的主流生产工艺，在晶硅电池组件中获得极大地应用。从光伏玻璃上游原料来看，纯碱、石英砂为光伏玻璃核心原材料，其中 1 吨光伏玻璃生产约消耗 0.23 吨纯碱。随着光伏玻璃产量及双面组件渗透率的快速提升，纯碱需求有望保持高增长。

图表 39 纯碱为光伏玻璃产业链关键一环

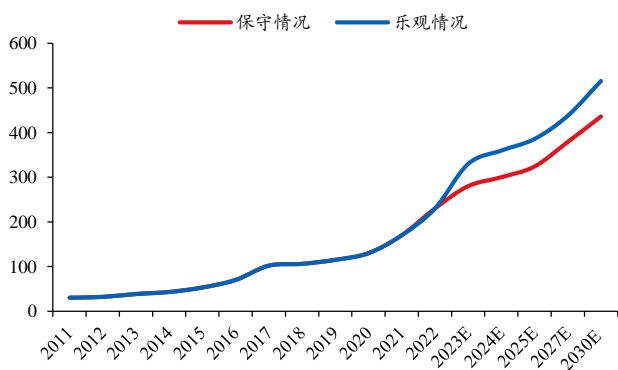


资料来源: 福莱特招股说明书, 华创证券

全球光伏装机有望保持高增长, 我国光伏玻璃盈利有望回升。当前全球光伏装机正处于高速增长阶段, 2022 年全球新增光伏装机约 230GW, 其中国内新增光伏装机超 87GW, 持续位居全球前列。据 IEA 可再生能源报告, 预计 2022-2027 年期间全球光伏新增装机量将超 1500GW, 对应年均新增 300GW 以上, 预计 2024 年全球光伏累计装机量有望超过水电, 2026 年超过天然气, 2027 年有望超过煤电成为全球最大能源装机形式。据 CPIA, 乐观/保守情形下, 2027 年全球光伏新增装机量将分别达 438/379GW, 对应 22-27 年 CAGR 分别为 14%/11%, 光伏高景气有望延续。

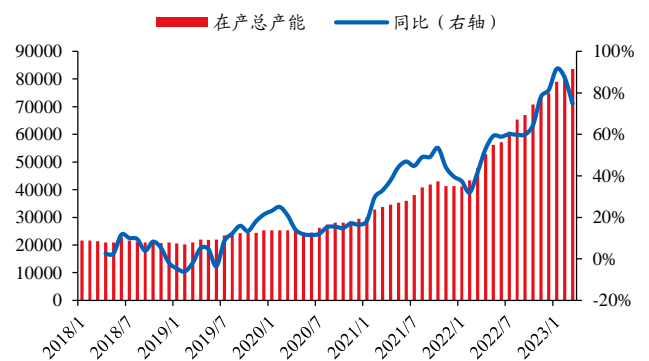
我国作为全球最大的光伏玻璃生产国, 全球产量占比已达 90% 以上。据卓创资讯, 截至 2023 年 3 月末, 我国共有光伏玻璃生产线 423 条, 同比增加 63%; 在产产能 8.36 万吨/日, 同比增加 75%, 对应年化产能超 3000 万吨。23 年以来随着硅料价格快速下行, 光伏行业景气稳步复苏, 光伏玻璃已有库存去化趋势, 有望带动行业盈利企稳回升。

图表 40 全球光伏装机量将保持高速增长 (GW)



资料来源: CPIA, 华创证券

图表 41 我国光伏玻璃在产产能快速提升 (吨/日)



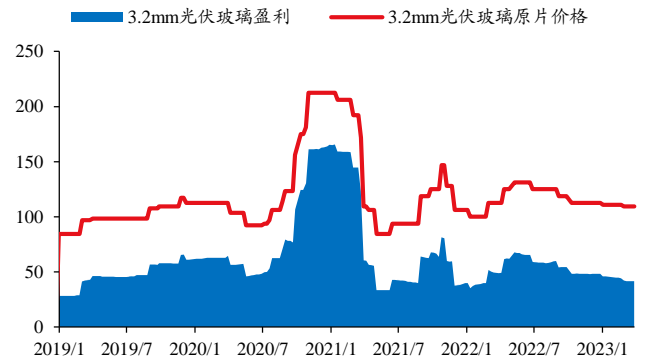
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 42 光伏玻璃已逐步开始去库（万吨）



资料来源：百川盈孚，卓创资讯，华创证券

图表 43 光伏玻璃盈利有望回暖（元/重量箱）

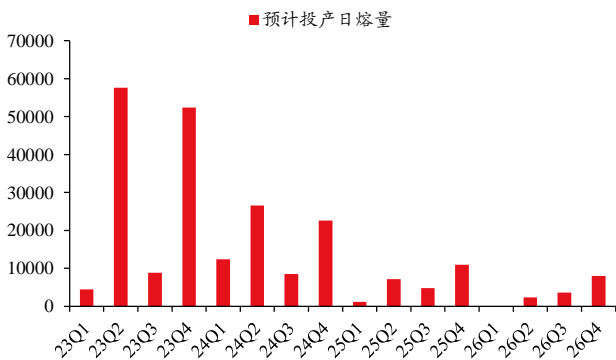


资料来源：百川盈孚，卓创资讯，华创证券

光伏玻璃计划投放产能维持高位，有望带来纯碱需求的持续扩容。2018 年 1 月至 2021 年 7 月，光伏玻璃被纳入产能置换行业严控新增产能，2020 下半年起光伏项目的集中开工建设加剧了光伏玻璃的供需结构性失衡。2021 年 8 月新版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》出台，新建光伏玻璃项目不再要求产能置换，由省级工业和信息化主管部门委托召开听证会，论证项目建设的必要性等。光伏玻璃听证会制度的施行，一定程度上放松了光伏玻璃的新增产能准入限制，龙头企业将凭借低能耗、技术先进性及产业完善配套进一步实现产能扩张。

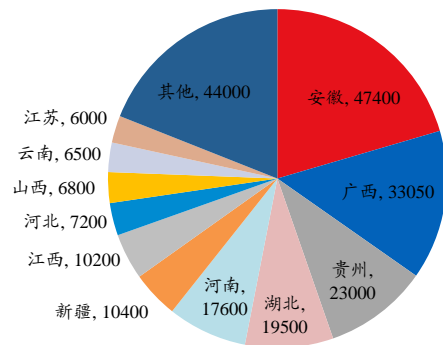
根据各省工信厅公布的信息来看，截至 2023 年 3 月末，国内已公告听证会的光伏压延玻璃产能约 23.2 万吨/日，其中 23/24/25/26 年分别计划投产约 12.3/7.0/2.4/1.4 万吨/日，安徽、广西、贵州、湖北及河南 5 省合计占比近 61%。从投产节奏来看，2 季度及 4 季度为光伏玻璃投产旺季，预计将带来纯碱需求的大幅扩张。

图表 44 23-26 年全国光伏玻璃投产规划（吨/日）



资料来源：各省工信厅，华创证券

图表 45 光伏玻璃投产省份分布较为集中



资料来源：各省工信厅，华创证券

2022 年国内光伏新增装机量 87.41GW，同比+59%。我们假设：1) 全球光伏新增装机保持高景气，23 年新增装机 350GW，后续装机按照 CPIA 乐观增速预期；2) 双面组件渗透率持续提升，25 年达到 60%；3) 国内光伏玻璃产量占比保持提升。根据以上假设，按照单吨光伏玻璃生产消耗 0.22 吨纯碱，我们测算得到 2023 年纯碱需求有望达 557 万吨，未来 3 年仍将保持快速增长。

图表 46 光伏玻璃对纯碱的需求拉动测算

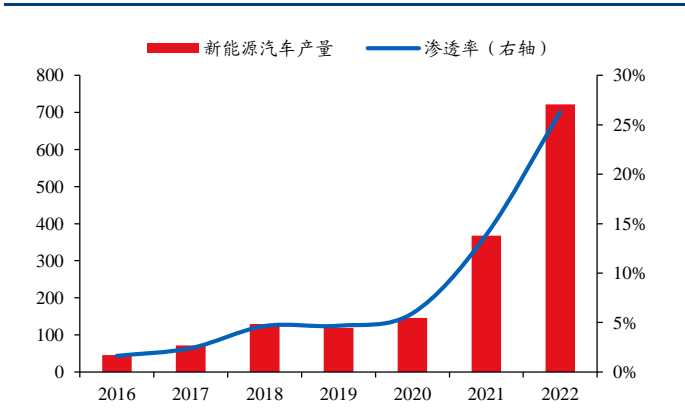
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球光伏装机量 (GW)	170	225	270	300	330
容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
166 及以下组件占比	60%	16%	4%	1%	0%
182 组件占比	27%	60%	70%	67%	64%
210 组件占比	13%	24%	26%	32%	36%
单玻组件占比	70%	60%	55%	50%	40%
双玻组件占比	30%	40%	45%	50%	60%
单玻光伏玻璃需求 (亿平方米)	9.51	10.53	14.62	14.48	12.41
双玻光伏玻璃需求 (亿平方米)	8.15	14.04	23.92	28.95	37.23
单玻玻璃厚度 (mm)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
双玻玻璃厚度 (mm)	2	2	2	2	2
实际光伏玻璃消费量 (万吨)	1374	1816	2782	3065	3358
光伏玻璃国内需求占比	91%	91%	92%	92%	93%
对应纯碱需求 (万吨)	275	364	557	614	672
单 GW 光伏装机纯碱需求 (万吨)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

资料来源: CPIA, 卓创资讯, 华创证券测算

3、碳酸锂供给扩张, 提锂需求有望贡献新增量

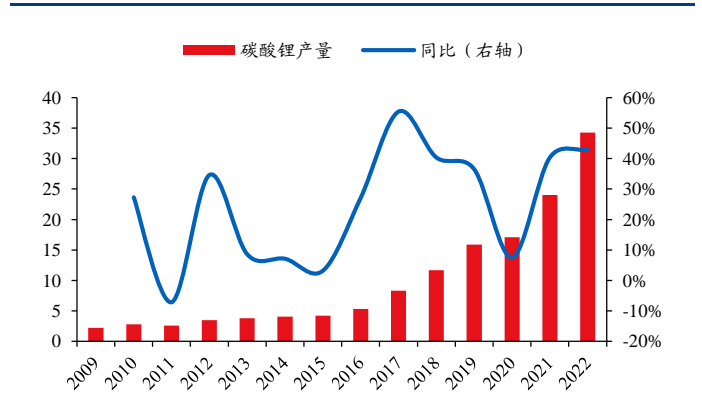
新能源汽车渗透率快速提升, 我国碳酸锂产量大幅扩张。据国家统计局, 2022 年全年我国新能源汽车产量约 722 万辆, 同比增长超 96%, 渗透率已超 26%; 动力电池装机量近 295GWh, 同比增长近 91%。碳酸锂近一半的需求来源于新能源汽车电池, 伴随动力电池装机量走高, 国内碳酸锂产量快速扩张, 2022 年我国碳酸锂产量达 34.3 万吨, 同比增长近 43%, 而全球碳酸锂供给量约在 86.1 万吨当量 (LCE), 我国产量占比近 40%。据百川, 2022 年我国碳酸锂表观消费量达 46.8 万吨, 同比增长 54%, 随着后续新能源汽车渗透率的持续提升, 我国碳酸锂需求有望保持高速增长。

图表 47 我国新能源汽车产量快速提升 (万辆)



资料来源: Wind, 华创证券

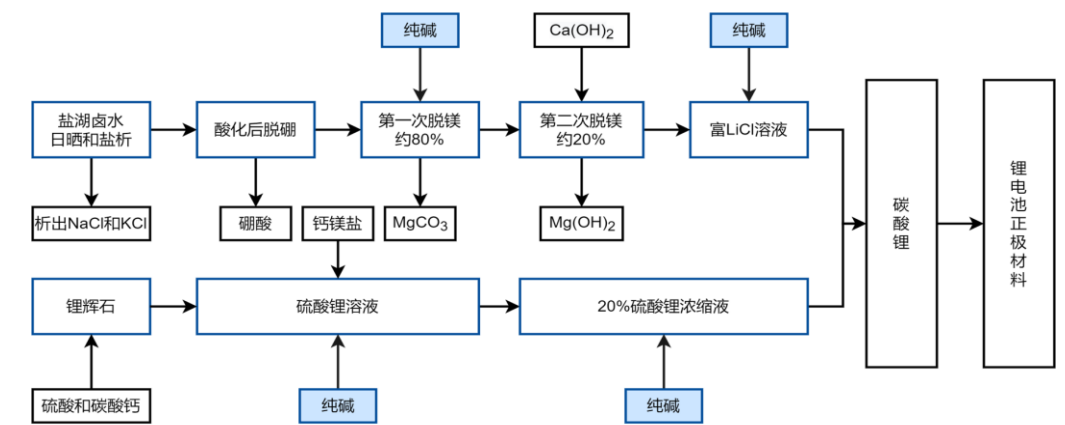
图表 48 我国碳酸锂产量大幅扩张 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

纯碱为碳酸锂生产必备材料，有望贡献需求新增量。锂在自然界中有两种存在形式，一种主要以锂矿石（包含锂辉石和锂云母）的形式存在于岩矿中，另一种以锂离子的形式储存于盐湖卤水中。相应的提取方式即可分为矿石提锂及盐湖卤水提锂，两种工艺的生产过程均需加入过量纯碱除去溶液中钙镁盐等杂质，并使得溶液中的锂离子沉淀为碳酸锂，反应式为： $2Li^+ + Na_2CO_3 \rightarrow Li_2CO_3 + 2Na^+$ 。据 Genesis Energy，无论采取何种制取方式，每生产 1 吨碳酸锂平均需要消耗约 2 吨纯碱。

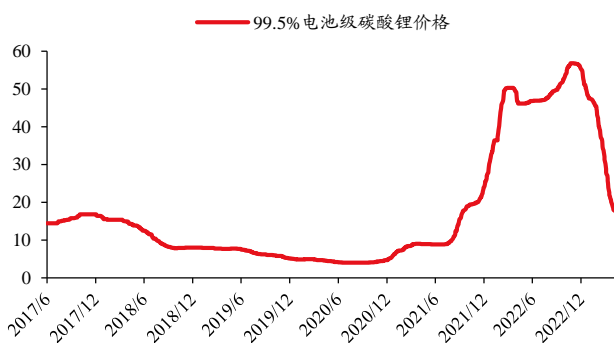
图表 49 纯碱为碳酸锂制备必须材料



资料来源：丁涛《盐湖卤水提锂技术及产业化发展》，金属百科，华创证券

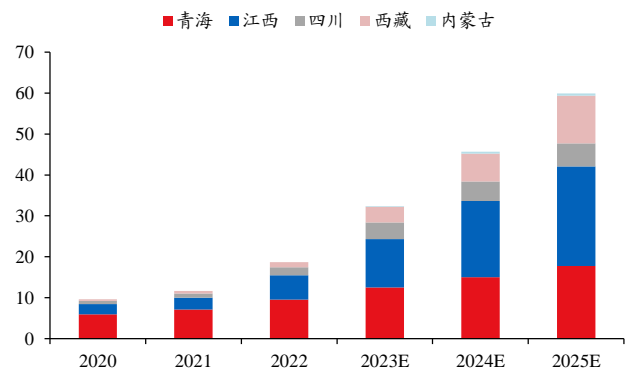
锂价下跌或刺激下游应用提升，我国碳酸锂供给有望持续释放。进入 23 年，电池级碳酸锂价格快速回落，截至 4 月末，国内 99.5% 电池级碳酸锂价格已跌至 20 万元/吨左右。锂价回归带来的将是利润的重新分配，对于下游电池生产、整车制造乃至终端消费者都将最终获益，并有望带动新能源汽车渗透率的进一步提振。我国锂资源主要分布在青海、江西、四川和西藏四个省份，其中青海和西藏以盐湖为主，江西和四川以锂矿石为主。2022 年我国锂矿/盐湖总有效产能达到 18.7 万吨，25 年在江西锂云母及西藏盐湖产能的快速扩张下，国内锂资源供给量有望增至近 60 万吨，带动碳酸锂供给量持续提升。

图表 50 电池级碳酸锂已步入价格下行期 (万元/吨)



资料来源：Wind，华创证券

图表 51 我国锂资源供给增量预计持续提升 (万吨)



资料来源：高工锂电，华创证券

2022 年国内碳酸锂产量 34.3 万吨，同比+43%。我们假设：1) 按照高工锂电预测，25 年国内碳酸锂供给量增至 70 万吨，假设 23/24 年分别供应 45/55 万吨；2) 碳酸锂进口数量保持稳定。根据以上假设，按照单吨碳酸锂生产消耗 2 吨纯碱，我们测算得到 2023 年纯碱需求有望达 90 万吨，自 24 年起碳酸锂对纯碱的需求量有望超百万吨级水平。

图表 52 碳酸锂对纯碱的需求拉动测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内碳酸锂消费量（万吨）	30.3	46.8	59	69	84
碳酸锂进口量（万吨）	8.1	13.6	14	14	14
碳酸锂产量（万吨）	24	34.3	45	55	70
对应纯碱需求（万吨）	48	68.6	90	110	140
纯碱需求增速	38.5%	42.9%	31.2%	22.2%	27.3%

资料来源：人民资讯《国轩高科董事长：锂资源进口需求到2025年将大幅减少》，高工锂电，百川盈孚，华创证券测算

（三）供给端：低效产能退出叠加天然碱产能扩张，成本优势决定竞争格局

1、政策约束效应显现，行业低效产能或将加速退出

纯碱作为高耗能行业，其产能的新建和扩建受到严格政策约束。2010年工信部发布《纯碱行业准入条件》，行业准入门槛大幅提高，根据中国纯碱工业协会的统计，2015年起我国纯碱产能几乎无新增。2020年6月，《准入条件》废除，但行业新增产能项目仍需发改委的严格审批，环保及能耗指标约束增强。2021年3月，内蒙古在《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》中明确指出，不再审批纯碱行业新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。目前除天然碱之外，全国范围内的纯碱产能新增基本均需通过存量或减量置换施行。

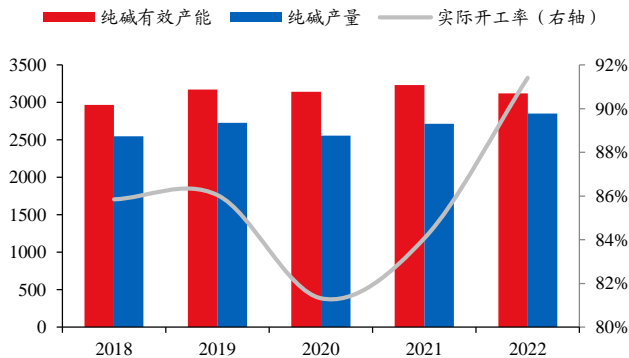
图表 53 纯碱行业相关政策汇总

发布时间	发布机构	政策内容
2010.5	工信部	发布《纯碱行业准入条件》，要求中、东部地区和西南地区不再审批新建、扩建氨碱项目，西北地区不再审批新建、扩建联碱项目等。
2016.8	国务院	发布《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，明确氯碱行业和纯碱行业原则上施行等量或减量置换，行业新增产能受到严格控制。
2019.11	发改委	发布《产业结构调整指导目录（2019年本）》，将新建纯碱项目列为限制类产业，除天然碱之外，基本全国范围内纯碱产能均实行存量或减量置换。
2020.1	工信部	发布《最新水泥行业产能置换实施办法操作问答》，将光伏玻璃纳入产能过剩的平板玻璃范围，对玻璃行业产能的限制范围进一步扩大。
2020.6	工信部	废止《纯碱行业准入条件》，鼓励行业自律，环保约束增强。
2020.12	工信部	发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，将光伏压延玻璃和汽车玻璃项目排除在需要制定产能置换方案的政策约束对象之外。
2021.7	工信部	印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，对光伏玻璃产能置换实行差别化政策，新上光伏玻璃项目不再要求产能置换，但要建立产能风险预警机制并召开听证会。
2021.11	发改委等	发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》，明确氨碱法和联碱法工艺的能效标杆水平和基准水平。
2022.2	发改委等	发布《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》，要求到25年纯碱领域能效标杆水平以上产能达50%，基准水平以下产能基本清零。

资料来源：工信部、国务院、发改委官网，华创证券

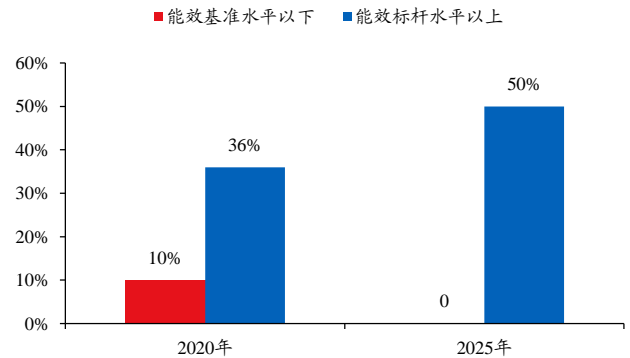
节能降碳转型加快，行业低效产能有望加速退出。目前纯碱行业用能主要存在原料结构有待优化、节能装备有待更新、余热利用不足等问题，节能降碳改造升级潜力较大。根据国家发改委《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》，2020年我国纯碱行业能效优于标杆水平的产能约占36%，能效低于基准水平的产能约占10%，至2025年基准水平以下产能需实现基本清零。2020年我国纯碱行业产能约3142万吨，意味着2025年前纯碱行业超310万吨产能面临退出风险。根据百川盈孚统计，2022年我国纯碱行业有效产能3120万吨，同比减少约3.4%。

图表 54 国内纯碱产能增速已放缓（万吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 55 2025年能效基准水平以下产能将实现清零



资料来源：国家发改委，华创证券

从产能分布来看，截至2022年末，我国纯碱行业CR3约35%，CR5约50%，行业整体仍较为分散，100万吨级别以下的产能占比近30%。中小产能在装置经济性、环保性上均有明显劣势，随着后续双碳政策的考核趋严，行业内低效产能或将加速退出。

图表 56 2022年国内纯碱生产企业产能分布

生产企业	产能 (万吨)	行业市占率
中盐化工	390	13%
河南金山	360	12%
三友化工	340	11%
山东海化	280	9%
远兴能源	180	6%
山东海天	150	5%
青海盐湖	120	4%
和邦生物	110	4%
双环科技	110	4%
实联化工	110	4%
其他	970	31%
合计	3120	

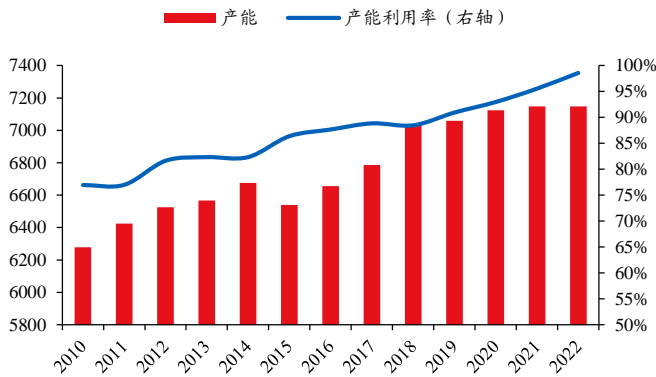
资料来源：中国纯碱工业协会，百川盈孚，华创证券

2、天然碱自带资源壁垒，产能释放或带来格局重塑

全球天然碱行业集中度较高。从全球市场来看，近年来纯碱新增产能已接近停滞，据彭

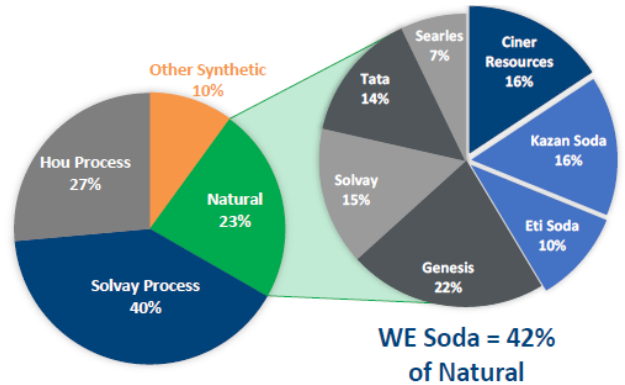
博，2022 年全球纯碱产量约 7044 万吨，同比增长仅 3%，而产能利用率已达 98%以上，供给端缺乏弹性。后续产能增量主要来自于天然碱，而天然碱又凭借极强的资源属性天然拥有较高的行业集中度。据 Ciner，2021 年全球天然碱行业 CR3 已达近 80%，其中美国第一大天然碱厂商 WE Soda 占比高达 42%。

图表 57 全球纯碱供给端已缺乏弹性（万吨）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 58 全球天然碱行业集中度较高



资料来源: Ciner, 华创证券

天然碱或将成为我国纯碱新增产能主要来源。2021 年以来，我国纯碱行业存量产能持续退出：中海华邦 60 万吨联碱产能于 21 年中停产，连云港碱业 130 万吨氨碱装置于 21 年底退出市场，南方碱业 60 万吨氨碱项目亦有退出预期；而由于政策及环保方面的限制，原计划于 22 年投产的江苏德邦 60 万吨氨碱法、中盐红四方 20 万吨氨碱法产能均推迟至 23 年投产，且投产节奏仍具有不确定性。往后看，未来我国纯碱行业产能增量将以远兴能源控股的银根矿业 860 万吨天然碱新建项目为主，其余氨碱法、联碱法新增产能多为技改或搬迁项目。2022 年我国天然碱法工艺占比约 5.8%，按照在建项目当前投产预期，2025 年天然碱产能占比有望提升至约 18%；两期项目全部投产后，2027 年天然碱产能占比有望进一步增至 23%以上，国内纯碱行业的竞争格局有望重塑。

图表 59 2023-2027 年国内纯碱行业产能及产量变动测算

企业	生产工艺	当年预计新增产能 (万吨)	当年预计新增产量 (万吨)	预计投产时间	备注
中盐红四方	联碱法	20	9	2023.5	
德邦化工	联碱法	60	22	2023.6	
重庆湘渝盐化	联碱法	20	3	2023.9	
银根矿业一期	天然碱法	500	200	2023.6	
2023 年新增合计		600	234		当年产量增量
连云港碱业	联碱法	120	45	2024.6	
2024 年新增合计		120	351		当年产量+上年产量增量
2025 年新增合计		-	63		当年产量+上年产量增量
银根矿业二期	天然碱法	280	112	2026.6	
2026 年新增合计		280	112		当年产量+上年产量增量
2027 年新增合计		-	140		当年产量+上年产量增量

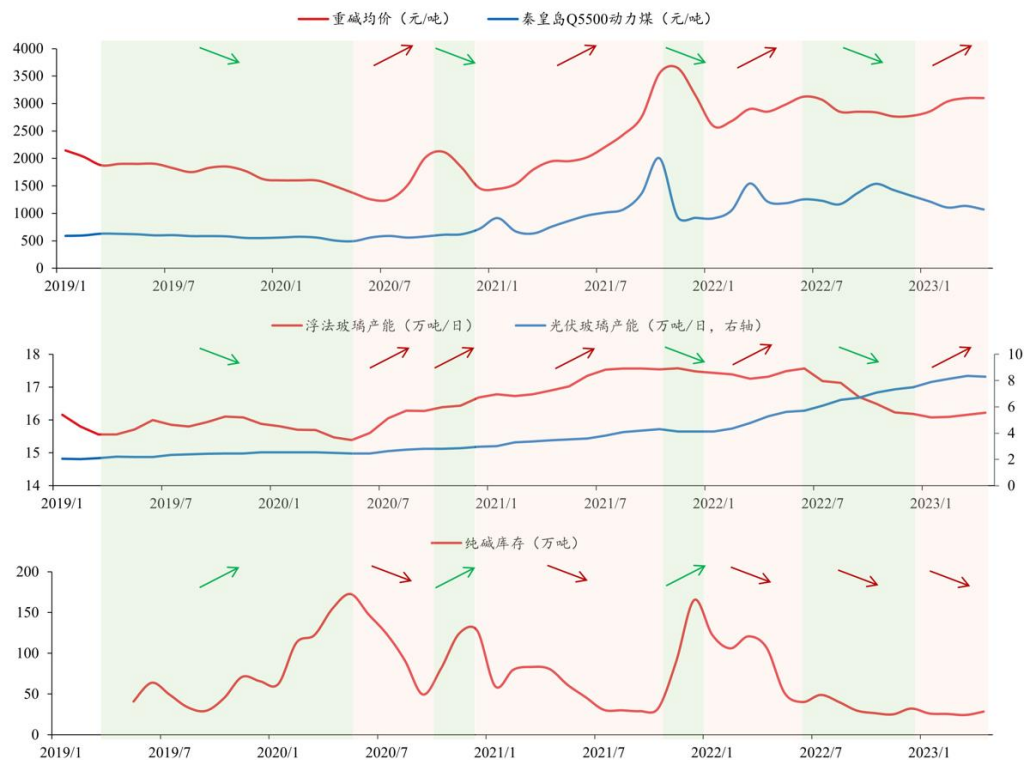
资料来源: 各公司公告, 百川盈孚, 华创证券测算, 注: 各厂商按照 1 个月产能爬坡期, 90%的开工率进行产量测算

3、纯碱价格复盘及供需展望：供给压力逐步显现，成本优势主导竞争

纯碱价格复盘：成本支撑，库存推动，需求决定。我们对过去三年纯碱的价格走势进行复盘。2019年-2020年中，能源价格保持稳定，地产竣工同比增速持续回落，浮法玻璃产能缩减，带来行业持续累库，纯碱价格进入下行通道；20年中-20年底，玻璃产能稳步恢复，纯碱价格受库存变动影响低位震荡；进入21年，能源价格中枢抬升，伴随下游玻璃产能持续回升，行业库存大幅去化，纯碱价格进入近1年的上行周期；21Q4之后，煤炭保供稳价效果明显，动力煤价格大幅下跌，叠加淡季下游需求趋稳，行业库存快速增加，带来纯碱价格的高位回落；22年初-22年中，能源价格稳步回升，光伏玻璃产能快速增加，带来行业库存的大幅去化，纯碱价格稳定上行；22年中-22年底，玻璃需求开始分化，但行业库存基本维持稳定，纯碱价格以震荡为主；23年以来，地产政策逐步发力，虽能源价格已开始下行，但下游玻璃需求稳步回升，带动纯碱价格温和上涨。

总体来看，能源价格现已进入稳定修复阶段，支撑力度或较为有限；而行业库存的持续低位或将对纯碱价格起到关键支撑，后续浮法玻璃的复产及光伏玻璃新点火产线的持续增长有望带动需求走高，成为后续纯碱价格的决定性因素。

图表 60 纯碱价格复盘：成本支撑，库存推动，需求决定



资料来源：Wind，卓创资讯，百川盈孚，华创证券

根据前文对纯碱需求、供给的拆分及预测，我们假设：1）23年起日用玻璃及其他应用略有回落，后续维持5%的需求增速；2）根据23年前两个月出口量，我们预计23年全年出口规模预计在150万吨左右，后续年份保持稳定。由此可得23-25年国内纯碱供需平衡表，23年之后国内纯碱库存或将维持阶段性累库阶段。

图表 61 2021-2025 年国内纯碱供需平衡表测算

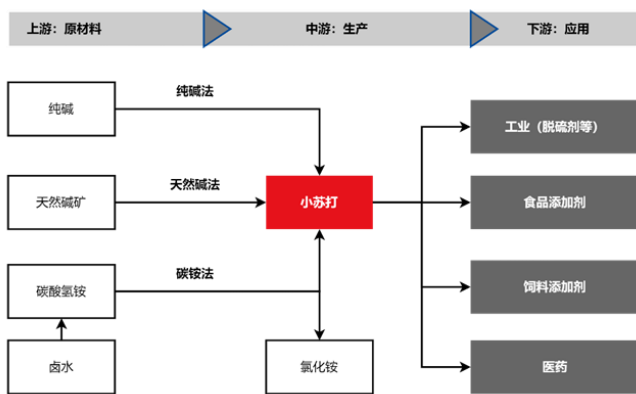
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
平板玻璃需求量 (万吨)	1384	1197	1210	1234	1259
光伏玻璃需求量 (万吨)	275	364	557	614	672
碳酸锂需求量 (万吨)	48	69	90	110	140
日用玻璃需求量 (万吨)	447	550	550	578	606
其他应用需求量 (万吨)	473	612	550	578	606
合计纯碱需求 (万吨)	2627	2791	2957	3113	3284
纯碱出口量 (万吨)	76	205	150	150	150
纯碱进口量 (万吨)	24	11	10	10	10
合计纯碱净出口 (万吨)	52	194	140	140	140
产能 (万吨)	3231	3120	3720	3840	3840
开工率	84%	91%	83%	90%	91%
合计纯碱产量 (万吨)	2716	2852	3086	3437	3500
供给-需求缺口 (万吨)	37	-133	-11	184	76

资料来源: 百川盈孚, 华创证券测算

三、小苏打: 出口增长显著, 价格有望边际企稳

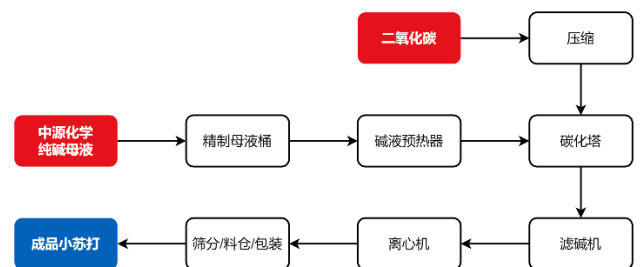
小苏打应用范围较广, 纯碱合成法为主要制备工艺。小苏打, 又名碳酸氢钠 (NaHCO_3), 是一种常温下呈白色结晶性粉末的无机化合物, 在湿润、加热及遇酸的情形下会分解产生二氧化碳, 因而在食品添加、饲料添加、医药卫生及工业脱硫等领域有较为广泛的应用。从产业链构成来看, 当前小苏打生产主要分为纯碱合成法、天然碱法和碳铵法三种工艺, 其中纯碱合成法上游原料主要为纯碱, 国内产能占比达 53%; 天然碱法上游原料主要为天然碱矿, 国内产能占比约 39%; 碳铵法主要原料为碳酸氢铵和卤水, 且由于工艺和制备成本较高, 主要用于医药等高端领域。远兴能源小苏打生产主要依托子公司中源化学的纯碱母液, 经二氧化碳压缩碳化后制取小苏打产品, 得益于技术研发与工艺积累, 公司小苏打产品在母液回收率、资源利用率及节能降耗方面拥有较强优势。

图表 62 小苏打上下游产业链图示



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

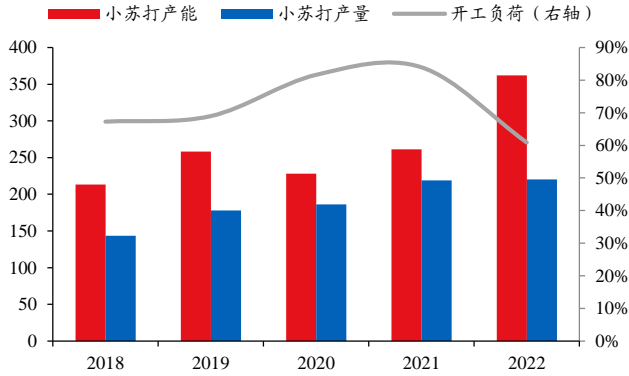
图表 63 公司小苏打生产工艺流程图



资料来源: 公司公告, 华创证券

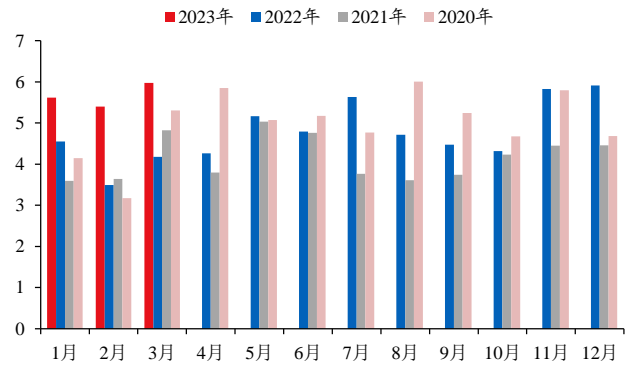
小苏打产量稳步增长，出口高景气有望延续。随着下游需求的持续扩容，我国小苏打产量稳步增长，据百川盈孚，2022年小苏打产量约220万吨，较21年增长约1%，产能增量主要来自河南金大地产能新增。同时，随着国内供需结构的动态平衡，国内小苏打出口量实现较大增长，2022年合计出口量约57万吨，同比增加近15%；23Q1合计出口量17万吨，同比增长超39%，出口高景气延续。

图表 64 国内小苏打产量稳步增长 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

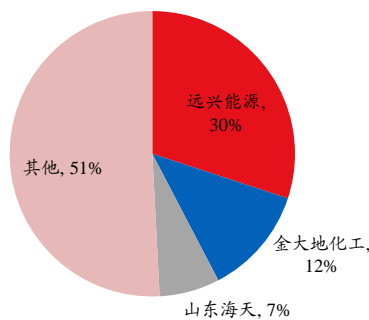
图表 65 国内小苏打出口量增长显著 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

纯碱成本支撑较强，小苏打价格有望边际企稳。我国小苏打行业集中度较高，CR3 高达49%，新增产能投放主要来自头部厂商，其中远兴能源现有小苏打产能110万吨位居首位，后续阿拉善天然碱项目另规划80万吨小苏打产能，有望进一步巩固行业龙头地位。从小苏打价格来看，其价格走势与纯碱价格关联度较高，考虑到短期内纯碱法制备工艺仍为小苏打的主要生产工艺，则纯碱价格有望对小苏打形成较强成本支撑。除远兴能源外，后续行业新增产能较为有限，随着下游需求端的陆续转暖及出口端高景气延续，小苏打价格有望企稳。

图表 66 国内小苏打行业集中度较高



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 67 小苏打与纯碱价格关联度较高 (元/吨)



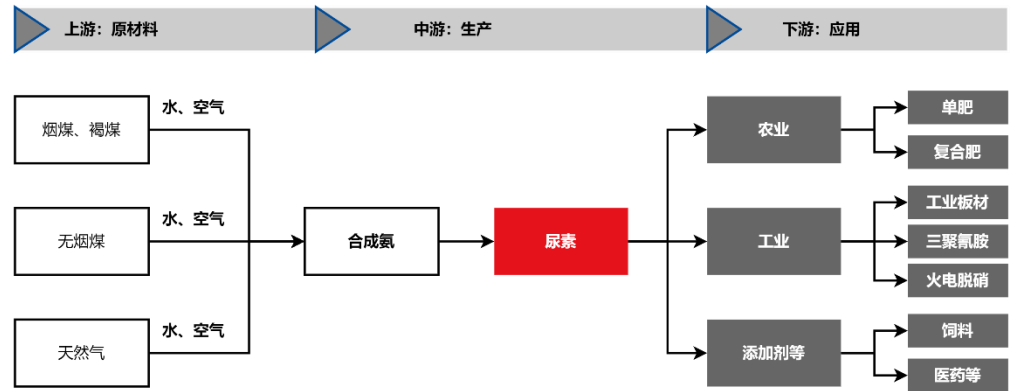
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

四、尿素：农化景气推升需求，成本改善拓宽价差

尿素主要用于农业及工业用途，煤制尿素为主要生产工艺。尿素，又称碳酸酰胺二胺 (CO(NH₂)₂)，是由氨和二氧化碳在高压下合成，含氮量约46%的白色晶体，是一种最常用且含氮量最高的氮肥品种，在工业及添加剂等领域亦拥有较多应用。从产业链构成

来看，当前尿素生产主要分为煤制尿素和天然气制尿素两种工艺，其中煤制尿素上游主要原料为褐煤或无烟煤，国内产能占比约 76%；天然气制尿素上游主要原料为天然气，国内产能占比约 24%。两种工艺的主要原理均为使原材料与水蒸气、氮气反应，分离出氨和二氧化碳，进而在高压下反应生成尿素。

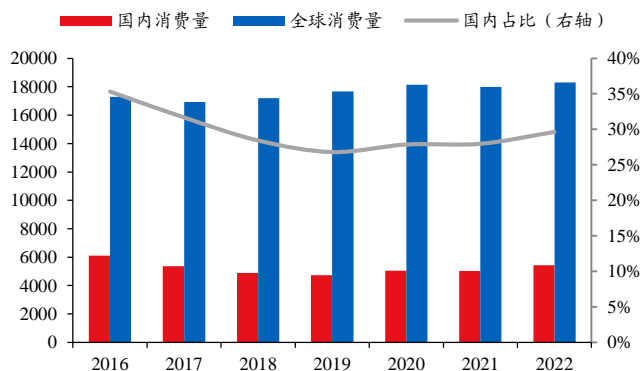
图表 68 尿素上下游产业链图示



资料来源：百川盈孚，华创证券

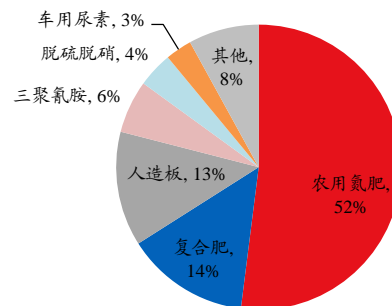
我国尿素消费量稳步回升，农业施肥占比达 66%。我国是全球第一大尿素生产国和消费国，2022 年国内尿素表观消费量约 5427 万吨，同比增加约 8%，占全球的消费比重达到 30%。从下游消费结构来看，农业施肥依然是尿素最主要的需求来源，据智研咨询，22 年用于直接农施及制备复合肥的合计需求占比达 66%，目前我国作物种植面积较为稳定，且近年来主要农产品价格的稳步上涨进一步增强农民的种植意愿与尿素的需求弹性。工业用途方面，人造板、三聚氰胺及车用尿素等需求保持稳步增长。

图表 69 我国尿素消费量稳步回升（万吨）



资料来源：Bloomberg，百川盈孚，华创证券

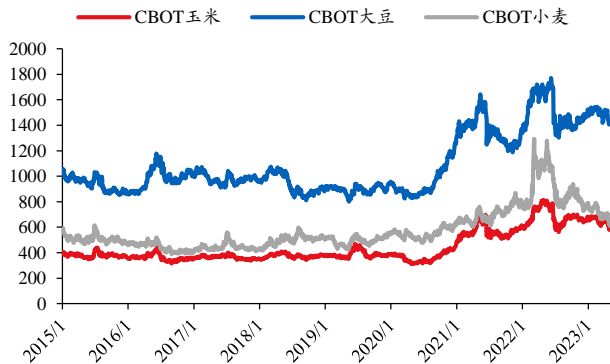
图表 70 66%的尿素主要用于农业施肥



资料来源：智研咨询《产业趋势！2022 年中国尿素行业全景速览：尿素产量相对较为稳定，出口需求大》，华创证券

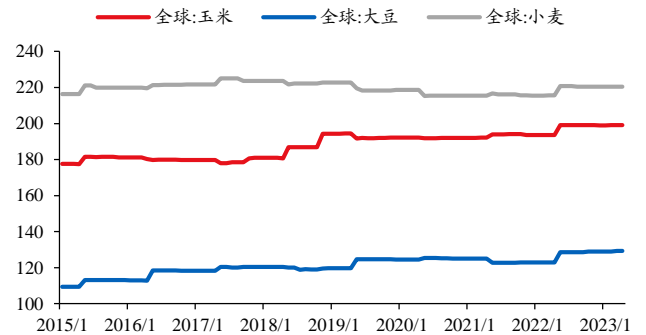
农产品价格高位叠加播种面积增加，有望带动化肥需求持续增长。2020 年以来，在疫情冲击、经济刺激、地缘冲突及极端天气等因素的综合影响下，全球主要农产品价格全面走高，提振农民种植积极性，进而带动农业施肥需求提升。进入 2023 年，主要农产品价格仍处于相对高位，且根据美国农业部统计，全球玉米及大豆播种面积保持持续增长，在各国持续加强粮食安全保障的背景下，化肥需求有望维持增长。

图表 71 主要农产品价格位于高位 (美分/蒲式耳)



资料来源: Wind, 华创证券

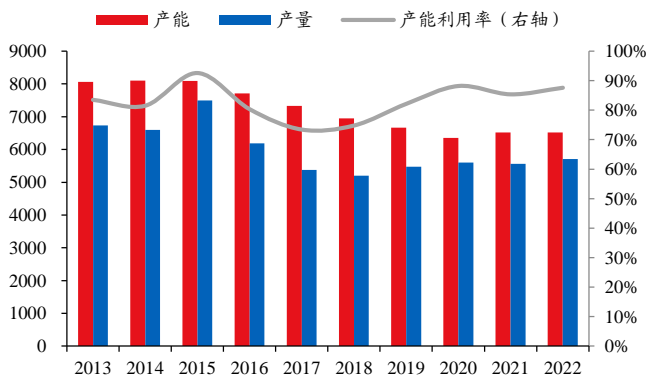
图表 72 全球主要农产品播种面积增长 (百万公顷)



资料来源: Wind, 华创证券

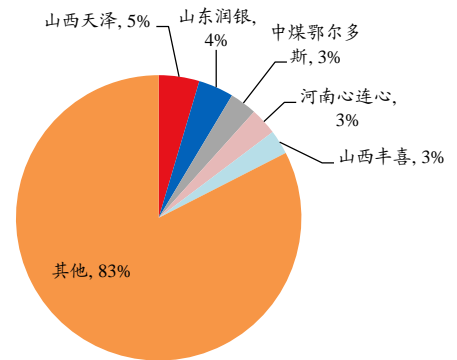
尿素行业产能持续收缩, 行业集中度有望提升。过去十年间, 我国尿素行业经历供给端的较大变化, 行业供给由过剩逐步转为紧平衡。随着 2010 年后尿素新建、扩建产能的集中投放, 我国尿素产能快速增长, 2015 年尿素产能/产量分别达到历史高位的 8096/7493 万吨; 此后随着 2016 年供给侧改革的持续推进, 叠加双碳政策下能耗及环保考核趋紧, 尿素行业进入新一轮的落后产能出清, 产能及产量不断收缩。截至 2022 年末, 我国尿素总产能约 6520 万吨, 较 15 年高点减少约 19%, 产量 5709 万吨已保持基本稳定。随着供给侧结构的不断调整, 尿素行业逐渐呈现大型化、集中化的趋势, 22 年国内 CR5 约 17%, 后续行业集中度有望持续提升。远兴能源拥有煤制尿素产能 154 万吨/年, 市占率约 2.4%

图表 73 我国尿素产能逐渐收缩 (万吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

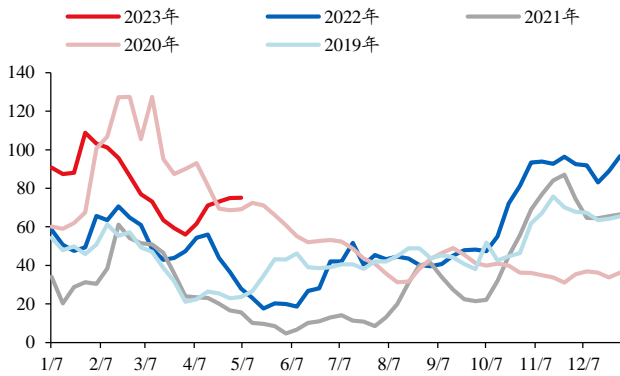
图表 74 尿素行业集中度有望提升



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

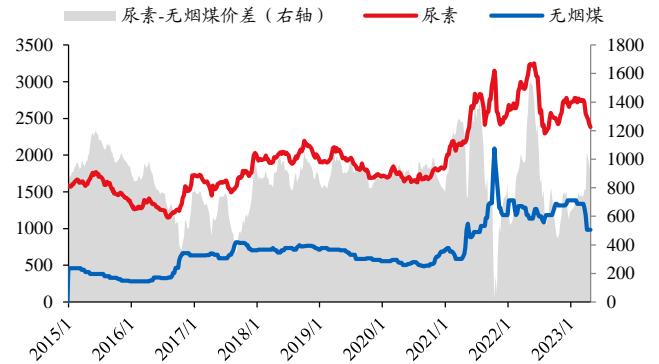
尿素去库节奏延续, 原料成本改善有望提升产品价差。化肥季节性需求较为明显, 进而对尿素产品库存变动产生影响。通常来看, 3-6 月为尿素需求旺季, 对应产品库存去化幅度较为明显。2021 年上半年在全球农作物价格大幅上涨的带动下, 以尿素为代表的化肥需求量明显提升, 行业库存快速下降, 带动产品价格及价差走阔; 21 年下半年以来原料煤炭价格的大幅上涨进一步对尿素价格形成较强成本支撑, 尿素高景气度延续至 2022 年上半年; 22 年下半年以来海外化肥库存高企导致出口减弱, 叠加国内进入需求淡季, 行业库存快速累加, 对价格形成较大压制。往后看, 23 年以来尿素行业维持较快去库节奏, 农产品价格亦维持相对高位, 在供给端新增产能有限且煤炭价格中枢稳步回落的背景下, 尿素产品价差有望企稳上行。

图表 75 当前尿素行业仍处于去库期内 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

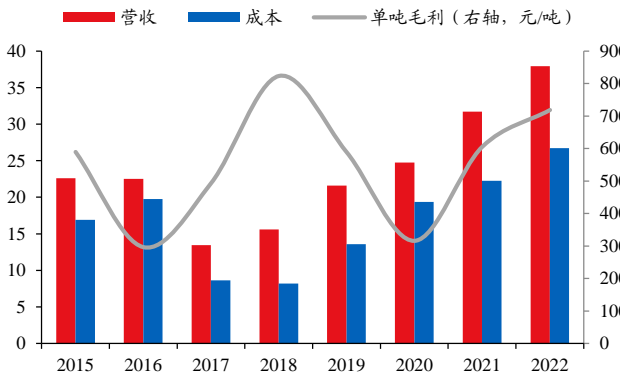
图表 76 尿素价差有望企稳回升 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

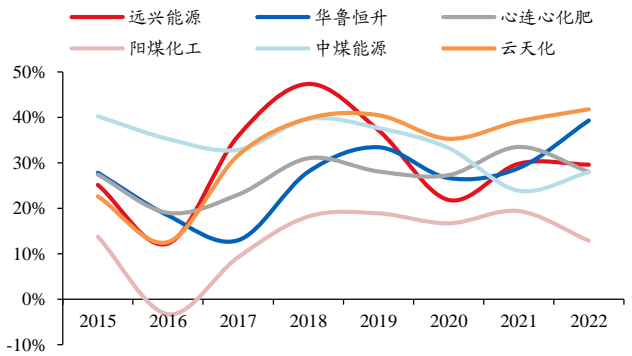
产能释放增收增利, 公司尿素业务具备比较优势。截至 2022 年末, 公司合计拥有尿素产能 154 万吨 (权益产能约 117 万吨), 分别由控股子公司博大实地“50/80 化肥项目”以及兴安化学“30/52 化肥项目”开展运行。其中博大实地 50/80 化肥项目于 2014 年投产, 尿素年产能约 102 万吨, 项目依托乌审旗纳林河矿区建成, 可充分利用当地丰富煤炭资源, 在坑口建设煤化工项目具有显著的成本优势; 兴安化学 30/52 化肥项目于 2019 年投产, 尿素年产能约 52 万吨, 项目采用褐煤工艺, 充分利用兴安盟当地水煤结合优势, 实现产销量的快速释放。2022 年公司尿素营收增至 37.94 亿元, 2017-2022 年 CAGR 达 23%, 单吨毛利回升至 718 元/吨。与其他煤制尿素企业横向对比来看, 公司尿素毛利率处于中上水平, 2022 年毛利率约 30%。

图表 77 公司尿素收入及单吨毛利持续提升 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 78 公司尿素毛利率位于行业中上水平



资料来源: Wind, 华创证券

五、天然碱资源禀赋铸就核心优势, 公司高质量成长有望逐步兑现

纯碱作为公司的业务核心, 主要由中源化学及银根矿业两家控股子公司开展运行。中源化学是目前国内最大的天然碱加工企业, 区位及成本优势明显, 旗下现有纯碱产能 180 万吨/年、小苏打产能 110 万吨/年, 控股子公司兴安化学拥有尿素产能 52 万吨/年, 盈利能力稳步提升。银根矿业正全力推进阿拉善塔木素天然碱项目建设, 作为目前国内已探明的最大天然碱矿, 阿拉善塔木素天然碱矿在矿物品位、埋藏深度、用煤成本等方面均具备更显著的优势, 一期项目有望于 2023 年 6 月起陆续投料, 两期项目全面建成后将新

增 780 万吨/年纯碱、80 万吨/年小苏打，助力公司屹立纯碱行业龙头地位，为公司长期高质量发展奠定坚实基础。

(一) 中源化学：天然碱矿储备充足，盈利能力稳步提升

中源化学天然碱资源储备丰富，营收及利润稳步增长。受限于天然碱矿资源禀赋及区域分布，目前国内天然碱矿山主要包括中源化学安棚碱矿、桐柏海晶碱业吴城碱矿、锡林郭勒苏尼特碱业查干诺尔碱矿、河南省泌阳凹陷郭桥天然碱矿以及内蒙古阿拉善塔木素天然碱矿，除郭桥天然碱矿勘探权由河南中天碱业竞得外，其余天然碱矿均由远兴能源及其控股子公司所控制。其中控股子公司中源化学是国内最大的天然碱加工企业，前身为桐柏安棚碱矿有限责任公司，位于“中国天然碱之都”河南省南阳市桐柏县，交通区位优势明显。截至 2022 年末，中源化学及其子公司拥有天然碱矿区三座，合计探明储量近 2.4 亿吨，合计保有储量超 1.5 亿吨。

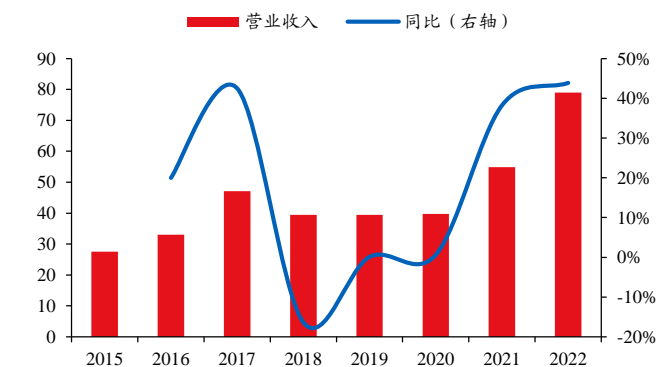
图表 79 中源化学及其子公司天然碱矿资源储备丰富

位置分布	矿区名称	所属公司	矿区面积 (km ²)	探明储量 (万吨)	保有储量 (万吨)	矿产品位	开采方式
河南桐柏县	安棚碱矿	中源化学	32.60	19308	13087	48.80%	地下开采
	吴城碱矿	桐柏海晶碱业	4.90	3267	2009	43.88%	地下开采
内蒙古锡林郭勒盟	查干诺尔碱矿	苏尼特碱业	7.78	1134	203	27.17%	露天开采
合计				23709	15299		

资料来源：公司 2022 年报，公司公告，华创证券

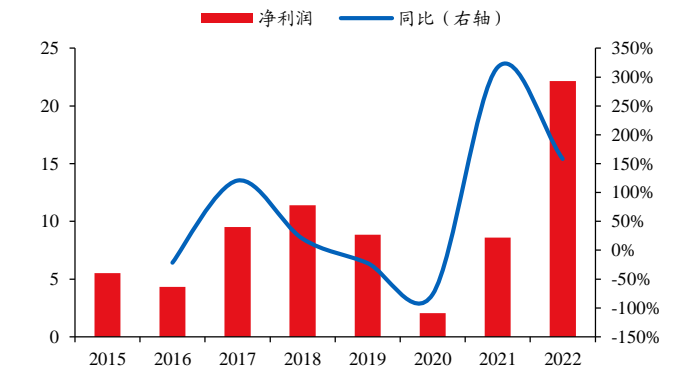
中源化学当前拥有纯碱合计产能 180 万吨/年，小苏打产能 110 万吨/年，控股子公司兴安盟博源化学拥有 30 万吨/年合成氨、52 万吨/年尿素产能。2021 年以来，伴随纯碱行业景气走高，中源化学营收及利润体量再创新高。2022 年中源化学实现营收 79.02 亿元，同比增长 44%；实现净利润 22.14 亿元，同比增长 158%。

图表 80 中源化学营收稳步增长 (亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 81 中源化学净利润大幅提升 (亿元)

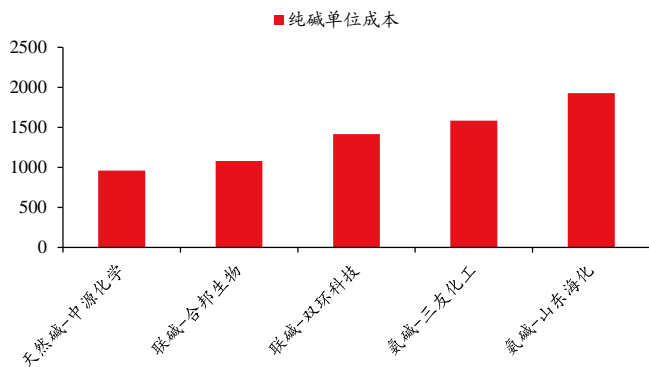


资料来源：公司公告，华创证券

成本优势突出，盈利能力稳步走高。中源化学采用天然碱法生产纯碱，天然矿物碱（主要成分为 Na₂CO₃ 和 NaHCO₃）经钻井水溶法开采，卤水抽出后进入碱加工装置，通过卤水精致、蒸发、结晶、过滤、煅烧等过程制得纯碱。相比其他纯碱生产工艺，天然碱法拥有明显成本优势，2020-2022 年中源化学纯碱平均单位成本约 808 元/吨，而联碱法、氨碱法单位成本均在 1000 元以上，由此带来中源化学纯碱毛利率显著优于其他厂商，即

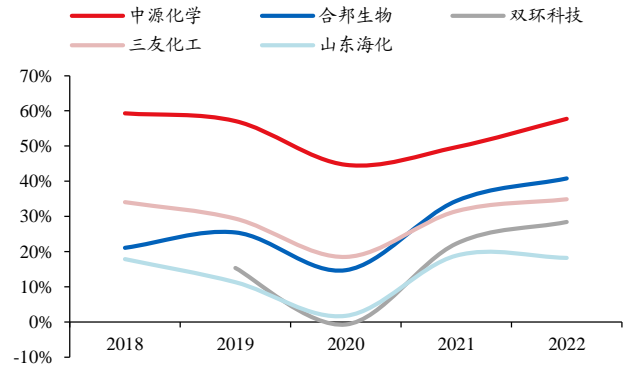
使在行业低谷期依然可以拥有稳健的盈利表现。

图表 82 2022 年各工艺纯碱生产成本对比（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券，注：联碱法成本为纯碱及氯化铵平均成本

图表 83 各公司纯碱产品毛利率对比



资料来源：Wind，华创证券

（二）银根矿业：资源禀赋更优，成本优势塑造长期竞争力

银根矿业天然碱矿资源禀赋更为突出，产品竞争力或进一步增强。公司控股子公司银根矿业于 2018 年 11 月 29 日通过挂牌竞标的方式获取内蒙古阿拉善塔木素苏木天然碱 1-6 区探矿权，并于 2019 年 3 月 1 日取得《矿产资源勘查许可证》，六个天然碱普查区块总面积达 353.3 平方公里，其中 2 区和 5 区于 2021 年 6 月 9 日转为采矿权，有效期限 26 年。据内蒙古自然资源厅出具的储量评审备案证明显示，截至 2019 年 11 月 30 日，塔木素 2 区及 5 区合计矿区面积达 42.1 平方公里，合计拥有天然碱矿石量 10.78 亿吨，矿物量（ $\text{Na}_2\text{CO}_3 + \text{NaHCO}_3$ ）7.09 亿吨，较中源化学 1.53 亿吨的矿物保有量有明显优势。

从资源禀赋来看，相较于安棚天然碱矿 48.80% 和吴城天然碱矿 43.88% 的平均品位，塔木素天然碱矿平均品位高达 65.76%，后续产品提纯、加工成本相对更低；同时，相较安棚天然碱矿（平均埋深 2000-2500 米）、吴城天然碱矿（平均埋深 600-800 米），塔木素天然碱矿平均埋藏深度在 300-600 米左右，更浅的埋藏深度带来较低的水泵扬程及用电负荷，单位成本有望进一步优化。

图表 84 银根矿业天然碱矿资源禀赋更具优势

矿区	矿种	矿石类型	矿石量 (亿吨)	矿物量 (亿吨)	平均品位 (%)
塔木素矿区 2 区	天然碱矿	天然碱	2.03	1.36	66.85%
		苏打	1.671	1.13	67.83%
		小计	3.71	2.49	67.29%
塔木素矿区 5 区	天然碱矿	天然碱	3.55	2.23	62.84%
		苏打	3.53	2.36	67.08%
		小计	7.08	4.60	64.95%
合计			10.78	7.09	65.76%

资料来源：公司公告，华创证券

阿碱项目稳步推进，助力公司迈向纯碱行业龙头。目前银根矿业阿拉善塔木素天然碱项目（简称“阿碱项目”）已被列为阿拉善盟和内蒙古自治区重点项目，公司实现对银根矿业的控股后，围绕碱加工、汽电联产、采集卤、黄河供水及其他公用工程/厂外工程等项目

目，全力主导、推进天然碱项目建设，力争阿碱项目如期投产。该项目总投资额约 211.34 亿元，其中一期产能为纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年，计划于 2023 年 6 月建设完成并投料试车；二期产能为纯碱 280 万吨/年、小苏打 40 万吨/年，计划于 2025 年 12 月建设完成。两期项目建成后，将新增 780 万吨/年纯碱（其中重碱/轻碱产能分别 702/78 万吨）和 80 万吨/年小苏打，有望助力公司成为纯碱行业龙头。

图表 85 银根矿业塔木素天然碱项目建设情况

	一期项目	二期项目	合计
纯碱产能（万吨）	500	280	780
小苏打产能（万吨）	40	40	80
纯碱生产线（条）	5	2	7
预计建设完成时间	2023.6	2025.12	2025.12
总投资额（亿元）	-	-	211.34
用水需求量（万立方米/年）	-	-	2182.40
燃料煤用量（万吨/年）	-	-	377.4
总能耗（万吨标准煤/年）	-	-	193.46

资料来源：公司公告，华创证券

区位优势明显，交通运输条件有望改善。阿碱项目位于内蒙古自治区阿拉善右旗东北部，距离额济纳旗约 194 公里，距离乌海市约 613 公里。项目燃料煤供应主要来自策克口岸、乌力吉口岸以及新疆哈密地区，其中策克口岸距离阿碱项目地约 270 公里，已稳定运营多年；乌力吉口岸距离项目地仅约 170 公里，目前蒙古国境内工程正在建设中，后续建成通车后将极大程度缩减煤炭运距及燃料成本。从项目地交通情况来看，厂址北侧约 17 公里为临策铁路塔拉哈尔站，西北侧约 25 公里为 G7 高速敦干德力格收费站。目前阿碱项目规划建设五条铁路专用线，总长达 29.34km，预计于 2023 年 5 月末具备通车条件，建成通车后将进一步打通产品运输及物流障碍。

图表 86 阿碱项目位置图示



资料来源：环评报告，高德地图，华创证券

图表 87 阿碱铁路专线项目建设图示



资料来源：博源集团官网，华创证券

银根矿业成本优势显著，核心竞争力有望持续增强。我们总结银根矿业天然碱项目的成本优势主要来自：**1）技术工艺先进：**阿碱项目采用全球先进的钻井热液水溶法开采方式进行开采生产，在矿山建设投资、项目建设进度、生产工艺简化及生产效率提升等方面均具备明显优势；**2）自动化程度高：**项目生产装置按照数字化标准建设，全部实现自动化控制，生产单吨产品能耗更低；**3）燃料成本优势：**项目生产区域内策克口岸、乌力吉

口岸可提供充足的煤炭资源，区域外购燃料价格具有优势；4) **天然碱矿资源禀赋**：塔木素天然碱矿埋深浅且品位高，采集、加工费用较低；5) **规模效应明显**：两期项目达产后，纯碱/小苏打总产能将达 860 万吨/年，有望进一步拉低单位固定及摊销费用。

据公司公告，塔木素天然碱两期项目建成后，正常年份下平均单位生产成本有望降至约 508.25 元/吨，对应完全成本约 549.80 元/吨；而安棚天然碱矿、吴城天然碱矿单位完全成本分别约 825、902 元/吨，阿碱项目具备显著成本优势。往后来看，纯碱行业竞争格局将归于成本竞争，后续随着煤炭价格的趋稳下行，未来两期项目全面投产运行后，公司纯碱的单位生产成本有望进一步降低，公司盈利能力及竞争优势有望持续增强。

图表 88 塔木素天然碱建成后，纯碱单位成本有望进一步降低

	单位	银根矿业一期	银根矿业二期	银根矿业平均	安棚天然碱矿	吴城天然碱矿
一、单位生产成本	元/吨	573.73	458.78	508.25		
1) 外购原材料费	元/吨	237.49	200.24	216.27		
2) 外购燃料及动力费	元/吨	24.98	24.45	24.68		
3) 工资及福利费	元/吨	32.43	8.08	18.56		
4) 修理费	元/吨	91.11	43.38	63.92		
5) 折旧费	元/吨	136.84	136.84	136.84		
6) 摊销费	元/吨	3.46	3.46	3.46		
7) 安全费用	元/吨	7.80	7.80	7.80		
8) 矿山地质环境恢复治理基金	元/吨	2.81	2.81	2.81		
9) 其它费用	元/吨	36.81	31.72	33.91		
二、单位管理费用	元/吨	19.46	4.85	11.14		
三、单位销售费用	元/吨	17.81	17.75	17.78		
四、单位财务费用	元/吨	12.63	12.63	12.63		
单位完全成本	元/吨	623.63	494.01	549.80	825.06	902.13

资料来源：公司公告，华创证券

（三）天然碱盈利弹性突出，有望显著增厚公司利润中枢

若后续煤价中枢回落，天然碱仍具备较大成本优势。根据公司公告，阿碱两期项目燃料煤用量预计 377.4 万吨，对应 860 万吨天然碱项目产能，则天然碱煤炭单耗约 0.44 吨。根据前文对各纯碱生产工艺的成本拆分可知，煤炭价格占据纯碱生产成本较高比重，氨碱法、联碱法生产单吨纯碱煤炭消耗量分别约 0.6、0.45 吨。我们按照纯碱生产原料中原盐、石灰石及其他固定成本不变，在不同煤炭价格下对各工艺的单位成本进行弹性测试。从下表可以看到，在当前 900 元的煤炭价格情形下，氨碱法/联碱法单位成本约 1825-1863 元/吨，天然碱法约 796 元/吨；若煤炭价格回到 700 元左右的历史中枢位置，则氨碱法/联碱法单位成本约 1679-1743 元/吨，而天然碱法单位成本将降至约 708 元/吨，仍具备明显成本优势。

图表 89 不同煤价下，各纯碱生产工艺的单位成本弹性测试

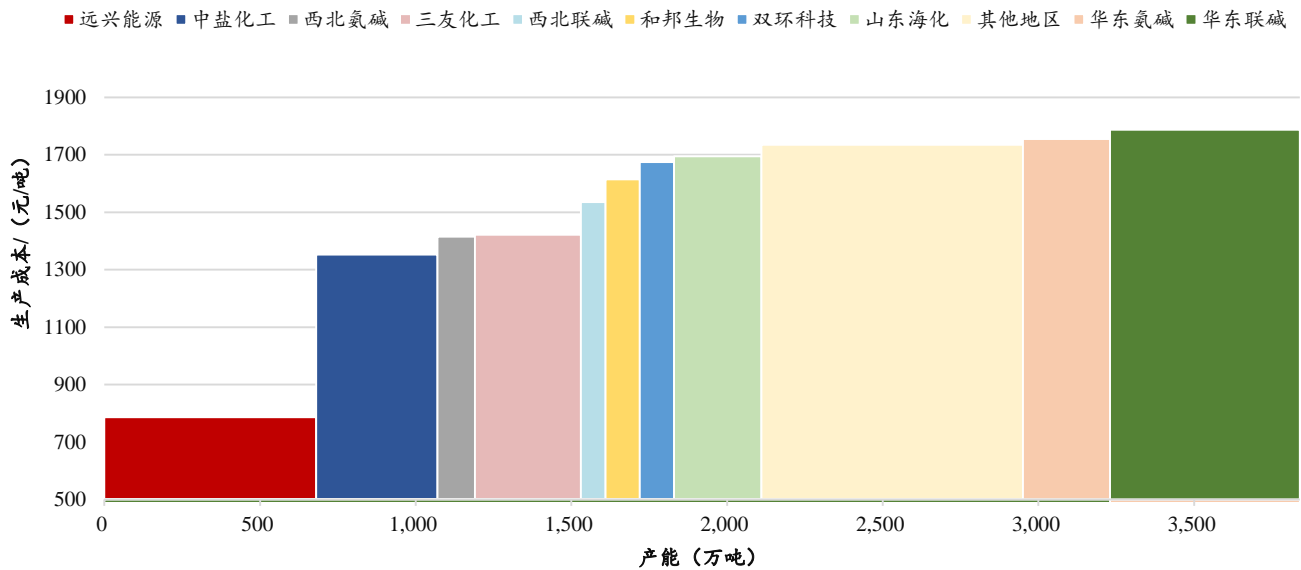
煤炭价格（元/吨）	纯碱单位成本（元/吨）			
	氨碱法	联碱法-双吨	联碱法-单吨	天然碱法
500	1623	2044	1533	620
700	1743	2239	1679	708
900	1863	2434	1825	796
1100	1983	2629	1972	884
1300	2103	2789	2092	972

资料来源：公司公告，百川盈孚，华创证券测算

注：联碱法中的合成氨成本考虑煤炭价格变动，纯碱单吨成本为双吨成本的75%

根据上文统计的国内纯碱在建产能来看，2025 年国内纯碱产能有望增至 3840 万吨，我们按照生产工艺及地区分布的不同，对纯碱行业主要生产厂商的成本曲线进行测算。在 700 元/吨的煤炭中枢价格下，考虑其他主要原料价格基本稳定，从成本曲线可以看到，约有 1700 万吨以上纯碱产能的生产成本在 1700 元/吨以上，占行业总产能的 45%。

图表 90 国内纯碱各厂商成本曲线测算



资料来源：百川盈孚，华创证券测算

注：西北地区按照 500-600 元煤炭价格、0.4 元/度电价，华东地区按照 700 元煤炭价格、0.6 元/度电价进行测算。测算结果仅为特定条件下的模拟结果，不代表厂商实际生产成本。

天然碱利润可观，公司盈利中枢有望持续抬升。从前文纯碱供需平衡表结构来看，23 年之后国内纯碱行业或将开启累库周期，产品价格或面临调整压力。在纯碱单位成本弹性测试的基础上，我们继续对不同价格下的天然碱毛利进行弹性测算。可以看到，在煤炭价格 700 元、纯碱价格 1800 元（氨碱法及联碱法的边际生产成本）的情形下，天然碱依然有 885 元左右的单吨毛利。

公司现有纯碱产能 180 万吨，随着 23 年中起银根矿业天然碱项目产能的陆续落地，未来公司纯碱总产能有望增至 960 万吨，按照当前中源化学 81.71% 及银根矿业 60% 的股权比例，则对应权益产能 615 万吨。按照行业边际成本 1600-1800 元/吨的纯碱价格，阿碱项

目全面投产后，对应公司纯碱底部毛利约在 43-54 亿元区间，盈利有望实现大幅增厚。

图表 91 不同纯碱及煤炭价格下，天然碱单吨毛利弹性测试

煤炭价格（元/吨）	纯碱价格（元/吨）							
	3000	2800	2600	2400	2200	2000	1800	1600
500	2035	1858	1681	1504	1327	1150	973	796
700	1947	1770	1593	1416	1239	1062	885	708
900	1859	1682	1505	1328	1151	974	797	620
1100	1771	1594	1417	1240	1063	886	709	532
1300	1683	1506	1329	1152	975	798	621	444

资料来源：公司公告，百川盈孚，华创证券测算，注：表中纯碱及煤炭价格均为含税价

六、盈利预测与估值

（一）盈利预测

我们对公司 2023-2025 年产销及盈利预测做出如下假设：

1、产能和销量：截至 2022 年末，公司拥有纯碱、小苏打及尿素产能分别 180、110 及 154 万吨，银根矿业天然碱项目在建产能 860 万吨，其中一期 500 万吨纯碱、40 万吨小苏打有望于 2023 年 6 月建成投产。考虑到产能释放及爬坡节奏，假设 23-25 年公司银根矿业一期纯碱产能利用率分别为 40%/80%/90%，小苏打产能利用率分别为 40%/90%/100%，现有产品开工负荷保持稳定。我们预计 23-25 年公司纯碱销量分别为 355/555/605 万吨，小苏打销量分别为 126/146/150 万吨，尿素销量均为 162 万吨。

图表 92 2021-2025 年公司产能及销量测算

	产品	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能（万吨）	纯碱	180	180	680	680	680
	小苏打	110	110	150	150	150
	尿素	154	154	154	154	154
产能利用率	纯碱	85.85%	85.79%	52%	82%	89%
	小苏打	95.07%	104.49%	84%	97%	100%
	尿素	107.13%	104.53%	105%	105%	105%
产量（万吨）	纯碱	155	154	355	555	605
	小苏打	105	115	126	146	150
	尿素	165	161	162	162	162
销量（万吨）	纯碱	147	162	355	555	605
	小苏打	102	115	126	146	150
	尿素	156	156	162	162	162

资料来源：公司公告，华创证券测算

2、产品价格：往后看，纯碱行业供给压力逐步显现，产品价格或有一定下行压力，参考其他生产工艺边际成本，我们预计 23-25 年公司纯碱平均售价分别为 2107/1700/1700 元/吨（不含税）；小苏打平均售价分别为 1646/1700/1700 元/吨（不含税）。尿素行业景气有

望企稳，预计 23-25 年尿素平均售价分别为 2275/2300/2300 元/吨（不含税）。

3、毛利率：21-22 年公司纯碱及小苏打毛利率提升主要系行业景气上行。往后来看，随着后续银根矿业天然碱项目的全面投运，资源禀赋及规模效应有望带来进一步的成本下行；同时考虑到产品价格或有调整压力，毛利率有望维持基本稳定。我们预计 23-25 年公司纯碱毛利率分别为 62%/60%/62%，小苏打毛利率分别为 41%/47%/47%，尿素毛利率分别为 29%/26%/26%。

综上，我们预计 2023-2025 年公司总体营收分别为 138.48、168.93、178.11 亿元，同比增速分别为 26%、22%、5%；受益于银根矿业天然碱项目产能释放带来的综合成本下行，预计 2023-2025 年公司总体毛利率分别为 46%、47%、49%。

图表 93 2021-2025 年公司业绩测算

产品	项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯碱	销量（万吨）	147	162	355	555	605
	价格（元/吨）	1689	2266	2107	1700	1700
	收入（亿元）	24.84	36.68	69.09	94.32	102.82
	成本（亿元）	12.50	15.51	26.25	38.05	39.38
	毛利率	50%	58%	62%	60%	62%
小苏打	销量（万吨）	102	115	126	146	150
	价格（元/吨）	1599	2028	1646	1700	1700
	收入（亿元）	16.34	23.26	20.19	24.82	25.50
	成本（亿元）	8.71	11.03	11.88	13.15	13.45
	毛利率	47%	53%	41%	47%	47%
尿素	销量（万吨）	156	156	162	162	162
	价格（元/吨）	2029	2427	2275	2300	2300
	收入（亿元）	31.71	37.94	36.61	37.19	37.19
	成本（亿元）	22.25	26.71	25.83	27.42	27.42
	毛利率	30%	30%	29%	26%	26%
其他	收入（亿元）	48.60	11.98	12.59	12.60	12.60
	成本（亿元）	27.74	11.81	10.9	10.9	10.9
	毛利率	6%	1%	13%	13%	13%
合计	收入（亿元）	121.49	109.86	138.48	168.93	178.11
	成本（亿元）	71.20	65.06	74.86	89.52	91.15
	毛利率	41%	41%	46%	47%	49%

资料来源：Wind，公司公告，华创证券测算

（二）估值与投资建议

估值与投资建议：当前纯碱行业景气度仍然较高，下游浮法玻璃产能逐步企稳，光伏玻璃及盐湖提锂等新能源端应用持续贡献后续增量。公司作为国内稀有的采用天然碱工艺的纯碱厂商，契合双碳政策及行业发展要求，有望凭借成本及环保优势构筑竞争壁垒，随着后续天然碱项目产能的陆续落地，预计公司的长期成长性将得到充分验证，行业龙

头地位有望持续巩固。我们预计公司 2023-2025 年可分别实现归母净利润 32.73、38.29、42.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.90、1.06、1.17 元，当前市值对应 PE 分别为 7x、6x、6x。

采用相对估值法，我们选取纯碱行业中的代表公司作为可比公司，以 2023 年 5 月 26 日收盘价计，可比公司 2023 年平均 PE 为 9 倍，而公司 PE 仅 7 倍。考虑到纯碱行业后续新增产能主要来自于公司，公司有望凭借成本及产能优势进一步巩固核心竞争力，获取更高市场份额。我们给予公司 2023 年 10 倍 PE，对应目标价 9.0 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 94 可比公司估值比较

证券代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE			
		2023/5/26	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600328.SH	中盐化工	12.23	1.91	1.36	1.44	1.52	7.4x	9.0x	8.5x	8.0x
600409.SH	三友化工	5.4	0.48	0.44	0.63	0.74	11.3x	12.2x	8.5x	7.3x
603077.SH	和邦生物	2.43	0.44	0.33	0.36	0.41	5.6x	7.3x	6.7x	6.0x
002539.SZ	云图控股	9.20	1.48	1.23	1.43	1.70	7.4x	7.5x	6.4x	5.4x
行业平均			1.08	0.84	0.97	1.09	8.0x	9.0x	7.5x	6.7x
000683.SZ	远兴能源	6.68	0.73	0.91	1.05	1.25	9.1x	7.4x	6.3x	5.7x

资料来源：Wind，华创证券，注：表中除远兴能源外，其余公司盈利预测均来自 Wind 一致性预期

七、风险提示

（1）能源价格大幅波动风险

天然碱及尿素主要能源为煤炭，若煤炭价格大幅波动，则将影响公司产品成本及竞争力。

（2）行业产能释放过快风险

目前行业内多家公司存在纯碱产能新增计划，如行业短期内新增产能过多，或将导致产品价格快速下行风险。

（3）下游需求不及预期

目前纯碱下游需求主要以玻璃为主，如地产行业需求或光伏装机增速放缓或需求不及预期，或将导致行业产能出现过剩。

（4）产能建设及释放进度不及预期

公司当前在建项目体量较大，如因其他因素导致公司产能建设及释放进度不及预期，则将影响公司利润测算结果。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,062	7,396	14,726	22,048
应收票据	0	3	4	2
应收账款	100	187	198	189
预付账款	130	99	126	140
存货	776	715	834	918
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,972	5,213	6,079	6,448
流动资产合计	8,041	13,613	21,967	29,745
其他长期投资	244	244	244	244
长期股权投资	3,124	3,124	3,124	3,124
固定资产	9,819	9,923	10,108	9,589
在建工程	5,952	4,952	3,252	2,252
无形资产	837	787	751	723
其他非流动资产	1,846	1,851	1,858	1,861
非流动资产合计	21,822	20,881	19,337	17,793
资产合计	29,862	34,494	41,304	47,537
短期借款	2,673	2,473	2,273	2,073
应付票据	2,606	2,333	2,695	2,751
应付账款	2,326	2,142	2,507	2,448
预收款项	0	0	0	0
合同负债	497	627	765	806
其他应付款	319	319	319	319
一年内到期的非流动负债	467	467	467	467
其他流动负债	605	796	974	1,052
流动负债合计	9,492	9,155	9,999	9,915
长期借款	2,085	3,075	4,099	4,893
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,566	1,566	1,566	1,566
非流动负债合计	3,651	4,640	5,664	6,459
负债合计	13,143	13,795	15,663	16,374
归属母公司所有者权益	12,531	15,260	18,421	21,884
少数股东权益	4,189	5,438	7,219	9,280
所有者权益合计	16,719	20,699	25,641	31,164
负债和股东权益	29,862	34,494	41,304	47,537

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,250	4,415	5,893	6,163
现金收益	4,232	5,541	6,581	7,212
存货影响	-101	61	-119	-84
经营性应收影响	-34	-59	-39	-2
经营性应付影响	2,535	-457	727	-3
其他影响	-3,383	-671	-1,257	-960
投资活动现金流	-3,341	-2,754	-2,829	-2,057
资本支出	-6,240	40	641	624
股权投资	1,681	0	0	0
其他长期资产变化	1,218	-2,793	-3,469	-2,681
融资活动现金流	-2,251	3,672	4,265	3,217
借款增加	186	790	824	594
股利及利息支付	-822	-1,206	-1,416	-1,530
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1,614	4,089	4,857	4,153

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,987	13,848	16,893	17,811
营业成本	6,506	7,482	8,952	9,115
税金及附加	242	332	405	392
销售费用	163	208	253	249
管理费用	803	1,025	1,250	1,300
研发费用	164	194	236	249
财务费用	154	234	229	223
信用减值损失	-34	-20	-20	-20
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-24	-24	-24	-24
投资收益	793	750	750	750
其他收益	18	18	18	18
营业利润	3,700	5,090	6,283	6,997
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	47	47	47	47
利润总额	3,658	5,048	6,241	6,955
所得税	468	646	798	890
净利润	3,190	4,402	5,442	6,066
少数股东损益	530	1,129	1,613	1,820
归属母公司净利润	2,660	3,273	3,829	4,245
NOPLAT	3,324	4,605	5,642	6,260
EPS(摊薄) (元)	0.73	0.90	1.06	1.17

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-9.6%	26.0%	22.0%	5.4%
EBIT 增长率	-41.6%	38.5%	22.5%	11.0%
归母净利润增长率	-46.3%	23.1%	17.0%	10.9%
获利能力				
毛利率	40.8%	46.0%	47.0%	48.8%
净利率	29.0%	31.8%	32.2%	34.1%
ROE	21.2%	21.4%	20.8%	19.4%
ROIC	21.1%	23.1%	22.6%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	40.0%	37.9%	34.4%
债务权益比	40.6%	36.6%	32.8%	28.9%
流动比率	0.8	1.5	2.2	3.0
速动比率	0.8	1.4	2.1	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	3	4	4	4
应付账款周转天数	94	107	93	98
存货周转天数	40	36	31	35
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.90	1.06	1.17
每股经营现金流	0.90	1.22	1.63	1.70
每股净资产	3.46	4.21	5.09	6.04
估值比率				
P/E	9	7	6	6
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	7	5	5	4

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522