

# 远兴能源 (000683.SZ)

## 资源稀缺且优势突出的天然碱行业龙头

优于大市

### 核心观点

**聚焦精天然碱和氮肥两大主业，天然碱业务龙头地位巩固。**公司致力于天然碱法制纯碱和小苏打、煤制尿素产品的生产和销售，目前纯碱产能580+100万吨，小苏打、尿素在产产能分别150、154万吨/年，位居全国纯碱产能第二/小苏打产能第一，尿素产能全国前五。公司天然碱矿资源储备丰富，成本及技术优势突出，未来还将继续推进控股子公司银根矿业阿拉善塔木素天然碱项目建设。公司将做大做强做精天然碱和氮肥两大主业，持续走精专、绿色、高质量发展之路，提高市场占有率。

**纯碱供需逐步趋于平衡，公司天然碱业务优势突出且产能持续扩张。**近期纯碱供需阶段性趋于平衡：下游浮法玻璃景气度受公建项目及地产政策有所提振，对纯碱需求改善；光伏玻璃、乘用车玻璃、碳酸锂对纯碱消费持续增长。**光伏需求方面**，我们测算2024-2028年全球2.0+3.2双玻对应纯碱表观需求占比将分别达到19.7%/20.2%/20.4%/21.3%/21.7%。作为国内最大的天然碱循环经济示范基地，公司拥有目前国内已探明的最大天然碱矿，天然碱法制备纯碱的技术先进，可有效提高资源利用效率、节能降耗、降低成本；且纯碱/小苏打产品绿色环保优势突出；同时公司纯碱产能继续扩张：阿拉善天然碱项目规划建设纯碱/小苏打产能780/80万吨/年，其中一期规划建设纯碱500万吨中的400万吨、小苏打40万吨已达产，二期规划建设纯碱/小苏打280/40万吨，已于2023年12月启动建设，预计2025年底投产。公司纯碱龙头地位持续巩固。

**尿素供应格局趋于宽松，需求稳中有增。供给端**，2020年起，受到疫情、能源、地缘局势和粮食问题的共同影响，尿素价格明显上涨，此后我国尿素产能开启新一轮增长周期。**需求端**，我们看好尿素农业需求有望保持稳定；三聚氰胺、脲醛树脂等与房地产相关的下游尿素需求增速或有限；而和脱硝有关的尿素需求或将受益于环保政策，保持高速增长。公司具备尿素产能154万吨/年，合成氨产能80万吨/年，毛利率水平较高于同行，业务维稳运行。

**盈利预测与估值：**公司是稀有的天然碱标的，且成本/绿色竞争优势强，未来纯碱/小苏打产能持续扩张。我们预计公司2024-2026年归母净利润为24.86/28.21/32.08亿元（+76.3%/+13.5%/+13.7%），EPS分别为0.66/0.75/0.86元，对应当前PE分别10.7/9.4/8.3元/股。结合相对估值及绝对估值法，预计公司合理估值8.65-9.90元，相对目前股价有22%-39%溢价。**首次覆盖，给予“优于大市”评级。**

**风险提示：**纯碱及下游地产/光伏行业需求不及预期、产业政策变化、原材料价格波动、项目投产不及预期、参股子公司诉讼、大股东质押风险等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,987	12,044	14,083	16,825	19,372
(+/-%)	-9.6%	9.6%	16.9%	19.5%	15.1%
归母净利润(百万元)	2660	1410	2486	2821	3208
(+/-%)	-46.3%	-47.0%	76.3%	13.5%	13.7%
每股收益(元)	0.73	0.38	0.66	0.75	0.86
EBIT Margin	28.3%	29.0%	31.7%	31.6%	32.0%
净资产收益率(ROE)	21.2%	10.5%	16.6%	16.9%	17.3%
市盈率(PE)	9.7	18.8	10.7	9.4	8.3
EV/EBITDA	9.7	9.4	7.5	6.8	6.2
市净率(PB)	2.05	1.97	1.77	1.59	1.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

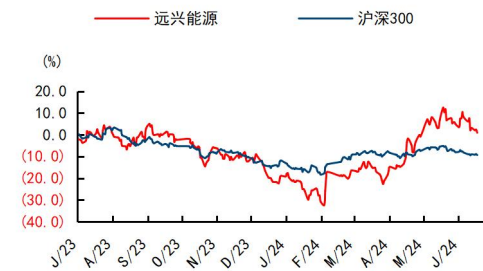
zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	8.65 - 9.90元
收盘价	7.02元
总市值/流通市值	26190/23043百万元
52周最高价/最低价	8.28/4.62元
近3个月日均成交额	340.71百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>一、专注天然碱 27 年铸就行业龙头</b>	<b>6</b>
1.1 发展历程：深耕天然碱行业多年，阿拉善项目打开成长空间	6
公司盈利与纯碱景气度关联性分析	8
1.2 聚焦天然碱研发创新，助力绿色发展	9
1.3 产品结构优化叠加天然碱板块持续放量，公司营收规模提升	10
<b>二、纯碱供给：供给侧结构性改革叠加产能优化升级</b>	<b>13</b>
2.1 纯碱：重要基础化工原料，工艺分为天然碱法和合成碱法	13
2.2 国内天然碱具备扩产优势，氨碱/联碱法纯碱产能扩张趋缓	15
<b>三、纯碱需求：纯碱下游主要应用于玻璃制造，表观消费持续向好</b>	<b>20</b>
3.1 平板玻璃产能相对过剩，地产景气反弹、汽车产销数据靓丽	22
3.2 光伏玻璃不再要求产能置换，光伏有望大幅拉动纯碱需求	27
3.3 碳酸锂持续扩能，拉动纯碱消耗	31
3.4 纯碱供需平衡表：纯碱供需端预计整体维持紧平衡	33
3.5 近 20 年纯碱价格复盘	34
<b>四、尿素：产能持续新增，农业需求稳中有升</b>	<b>35</b>
4.1 供给端：国内新增产能扩张，价格围绕成本波动	35
4.2 需求端：整体表观消费量稳步增长，关注农用尿素出口情况	38
<b>盈利预测</b>	<b>42</b>
远兴能源盈利拆分假设前提	42
不同纯碱价格情形下的公司净利润弹性测算	44
<b>估值</b>	<b>44</b>
绝对估值：8.65-13.70 元	44
相对估值：6.60-9.90 元	46
<b>投资建议</b>	<b>48</b>
<b>风险提示</b>	<b>48</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>51</b>

## 图表目录

图 1: 公司重要产品及相关产业链	6
图 2: 公司发展历程	7
图 3: 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月底）	7
图 4: 远兴能源股价、归母净利润以及纯碱价格走势	8
图 5: 近五年来公司营业收入变化情况	10
图 6: 近五年来公司归母净利润变化情况	10
图 7: 2018-2023 年公司营业收入结构	11
图 8: 2019-2023 年公司各业务毛利率趋势	11
图 9: 近五年来公司销售毛利率与净利率	11
图 10: 近五年来公司分业务毛利润占比	11
图 11: 近八年以来公司现金流量情况	12
图 12: 近五年来公司现金收入比变化趋势	12
图 13: 公司净利率、ROE 和资产负债率情况	12
图 14: 近五年来公司流动比率情况	12
图 15: 近五年来公司期间费用情况（%）	13
图 16: 近五年来公司分地区营收占比	13
图 17: 纯碱生产模式	14
图 18: 氨碱法工艺流程：副产品二氧化碳，液氨可循环使用	15
图 19: 联碱法工艺流程：副产品为氯化铵	15
图 20: 天然碱法工艺流程	15
图 21: 全球纯碱产量情况：天然碱和合成碱占比	15
图 22: 全球各地区纯碱产能占比	15
图 23: 我国纯碱不同生产工艺占比	15
图 24: 2022 年全国纯碱产量分地区	17
图 25: 我国纯碱产能产量变化及产能利用率趋势	17
图 26: 全球纯碱生产工艺分布及天然碱厂商份额	19
图 27: 全球天然碱储量分布（2023）	19
图 28: 天然碱法制纯碱成本占比	20
图 29: 近三年来三种工艺纯碱成本对比示意图	20
图 30: 中国纯碱下游应用情况（2023 年）	21
图 31: 全球纯碱下游应用情况（2023 年）	21
图 32: 中国纯碱月度消费量季节图	22
图 33: 我国纯碱进出口情况	22
图 34: 平板玻璃产业链结构图	23
图 35: 平板玻璃产量与房屋竣工面积关系	23
图 36: 房屋新开工面积/竣工面积累计值及同比	23
图 37: 中国房屋新开工面积月度数据	23

图 38: 中国房屋竣工面积月度数据 .....	23
图 39: 中国房屋新开工面积年度数据 .....	24
图 40: 中国房屋新开工面积和竣工面积累计同比 .....	24
图 41: 我国汽车产量数据季节图-月度 .....	26
图 42: 我国汽车出口数据季节图-月度 .....	26
图 43: 中国平板玻璃月度产量及增速 .....	27
图 44: 浮法玻璃、光伏玻璃合计日熔量及纯碱消耗量 .....	27
图 45: 光伏玻璃产业链结构示意图 .....	27
图 46: 光伏玻璃成本构成 .....	28
图 47: 光伏玻璃原材料成本构成 .....	28
图 48: 净零转型情景下, 中国市场 2050 年的发电量中, 风电、光伏和核电占据主力 .....	28
图 49: 全球光伏新增装机预测及展望 .....	29
图 50: 中国光伏新增装机预测及展望 .....	29
图 51: 光伏玻璃产能产量情况 .....	31
图 52: 光伏玻璃月度产量情况 .....	31
图 53: 光伏玻璃毛利润情况 .....	31
图 54: 光伏玻璃月度库存情况 .....	31
图 55: 全球锂电池、锂电正极及碳酸锂产能产量变化趋势 .....	32
图 56: 我国碳酸锂月度产量及开工率情况 .....	32
图 57: 碳酸锂在碳酸锂合成中应用 .....	32
图 58: 我国纯碱开工率季节图 .....	34
图 59: 我国纯碱库存情况 .....	34
图 60: 纯碱价格趋势复盘 .....	35
图 61: 尿素行业产业链示意图 .....	35
图 66: 2023 年我国尿素消费结构 .....	38
图 67: 全球化肥细分市场的需求结构 (按养分, 2023 年) .....	39
图 68: 氮循环示意图 .....	39
图 69: 尿素价格、成本及利润情况 .....	40
图 70: 远兴能源与同行公司尿素毛利率趋势比较 .....	40
图 71: 尿素-SCR 技术尾气净化系统及功用 .....	40
图 72: 国内车用尿素产量趋势 .....	40
图 73: 中国农作物总种植面积变化趋势 .....	41
图 74: 我国尿素表观消费量 .....	41

表1: 公司主要产品产能 .....	9
表2: 公司天然碱相关技术 .....	10
表3: 股权激励: 公司层面考核业绩目标 .....	13
表4: 国内纯碱行业政策 .....	16
表5: 我国纯碱主要生产企业情况 .....	17
表6: 我国纯碱拟在建产能情况 .....	18
表7: 全球天然碱储量及产量数据 .....	18
表8: 不同生产工艺: 纯碱吨耗原料及比例统计 .....	20
表9: 纯碱下游主要产品单吨消耗量 .....	21
表10: 近日国内部分房地产政策梳理 .....	25
表11: 光伏玻璃对应纯碱需求测算 .....	30
表12: 纯碱供需平衡表及测算 .....	33
表13: 我国尿素拟在建产能情况 .....	36
表14: 国内尿素行业政策 .....	37
表15: 中国机动车尾气排放标准发展历程 .....	41
表16: 远兴能源公司盈利拆分及预测 .....	43
表17: 不同纯碱价格情形下的远兴能源公司净利润弹性测算 .....	44
表18: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	45
表19: 资本成本假定 .....	45
表20: 远兴能源 FCFF 估值表 .....	45
表21: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	46
表22: 远兴能源及可比公司估值 .....	47



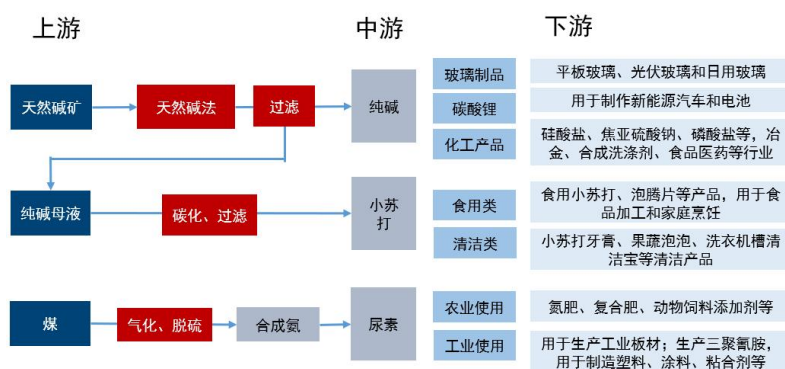
## 一、专注天然碱 27 年铸就行业龙头

### 1.1 发展历程：深耕天然碱行业多年，阿拉善项目打开成长空间

远兴能源是一家以天然碱化工为主导，新能源化工、精细化工及物流业为发展方向的现代化能源化工企业，公司主营纯碱、小苏打、尿素等化工产品。公司前身为伊克昭盟化学工业集团总公司，1997 年公司成立，当年在深交所挂牌上市。上市之初，公司主营产品包括重质纯碱、烧碱、硫化碱、小苏打、甲醇、元明粉、液氯、盐酸等。公司持续深耕天然碱行业多年，2021 年，公司进行了业务重组，剥离煤炭、天然气制甲醇等业务，致力于天然碱法制纯碱和小苏打、煤制尿素等产品的生产和销售。目前，公司主导产品天然碱法制纯碱/小苏打的产销量位于行业前列，纯碱产能全国第二、小苏打产能全国第一；此外，公司尿素产能全国第十五，且毛利率水平持续较好。2023 年，公司稳步推进阿拉善天然碱项目，持续扩大天然碱板块产能。公司作为国内老牌大宗化工品生产企业之一，品牌知名度较高：公司旗下的“远兴”牌纯碱和“马兰”牌小苏打产品为国内知名的品牌；另外，“博大实地”“博源富农”品牌也在尿素行业积累了较高知名度。

目前，公司以天然碱矿为原材料进行纯碱、小苏打的生产，产品被广泛应用于玻璃、碳酸锂、化工产品、清洁洗涤以及食品医药等领域。公司天然碱矿储量丰富，拥有目前国内已探明的最大天然碱矿，为开展天然碱生产和销售提供了核心资源。公司主要生产经营地区为内蒙古、河南和海南地区，通过备货型生产方式，根据装置产能情况和市场情况，确定周期内的产品结构和生产规模。主要产品由子公司统一销售，构建了以大客户为核心，直销、经销和网络销售相结合的营销体系。

图1：公司重要产品及相关产业链



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

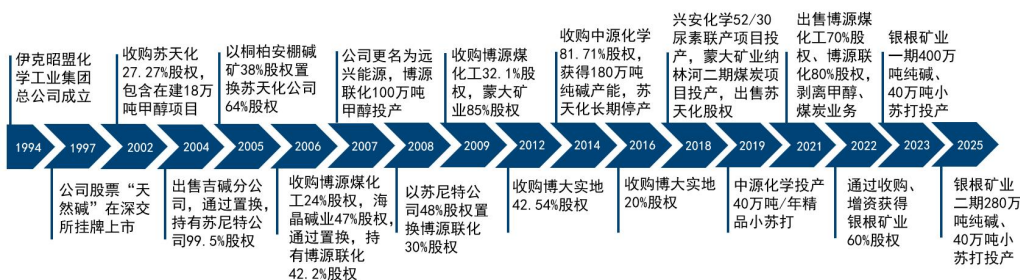
### 发展历程回顾：公司发展 27 年，目前专注于纯碱和小苏打、尿素业务

**品类扩展阶段：**公司前身为伊克昭盟化学工业集团总公司。1997 年，内蒙古远兴天然碱股份有限公司成立，当年公司股票“天然碱”在深交所挂牌上市，成为伊化旗下的公司。2002 年，公司收购苏天化 27.27% 股权，包含在建 18 万吨甲醇项目。2004 年，公司向盐化集团出售吉碱分公司，以持有的海晶碱业股权与锡林郭勒苏尼特碱业有限公司置换股权，最终持有苏尼特公司 99.5% 股权。2006 年，公司收购博源煤化工 24% 股权、海晶碱业 47% 股权，并通过股权置换，持有博源联化 42.2% 股权。2007 年 8 月，公司证券简称变更为“远兴能源”，同时博源联化 100 万吨甲醇项目投产。2008-2012 年，公司通过收购苏天化、博源联化、博大实地等公司股权陆续完成煤炭、尿素、甲醇等产业布局。

**业务专精阶段：**2014年，远兴能源收购中源化学81.7%股权获得180万吨天然碱产能，成为国内最大天然碱制纯碱的企业。2019年，控股子公司中源化学40万吨/年精品小苏打项目投产。2021年公司进行了业务重组，转让博源煤化工、博源联合化工等子公司，剥离煤炭、天然气制甲醇等业务，专注纯碱和小苏打、煤制尿素行业。2022年通过收购增资获得银根矿业60%股权，随后推进阿拉善天然碱项目。

**高速发展阶段：**2023年6月，阿拉善一期500万吨纯碱和40万吨小苏打项目计划投产，是公司在天然碱生产领域的重要扩展。2023年12月，控股子公司内蒙古银根矿业阿拉善塔木素天然碱开发利用项目二期启动建设。“十四五”期间，公司参股子公司银根矿业将规划建设每年生产780万吨纯碱、80万吨小苏打的项目。2024年2月，阿拉善一期500万吨纯碱和40万吨小苏打已投产。后续公司仍将持续推进二期280万吨纯碱和40万吨小苏打产能建设，预计将于2025年底建成，全部投产后公司将成为全国第一大纯碱生产商，产能达到960万吨（权益产能615万吨），进一步巩固龙头地位。这一阶段，公司天然碱业务从行业追随者逐步向行业引领者转变，公司将力争在“十四五”期间发展成为纯碱行业的龙头企业。

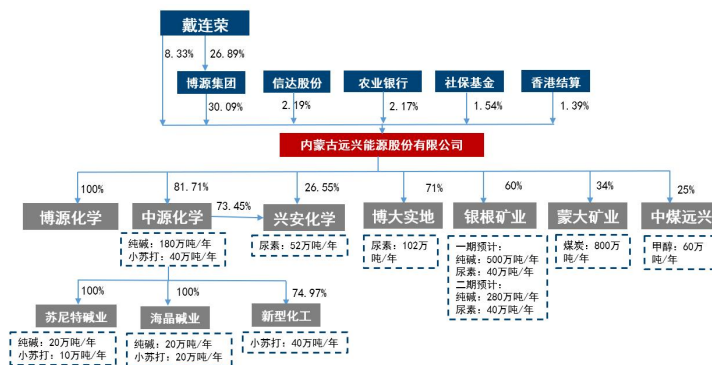
图2：公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**股权结构：**公司控股股东为内蒙古博源控股集团有限公司，实际控制人为博源集团董事长戴连荣。截至2024年5月，公司控股股东博源集团持有公司30.09%股权，实际控制人戴连荣通过博源集团间接持股8.33%，戴连荣持有博源集团26.89%的股权。

图3：公司股权结构图（截至2024年5月底）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

## 公司盈利与纯碱景气度关联性分析

自 2021 年业务重组后（退出甲醇及煤炭业务），公司的盈利能力与纯碱行业整体景气度关联较强。近 18 来，公司盈利在 2021 年达到高点，同时也是纯碱行业景气度的高点：

2021-2023 年，纯碱行业整体受到需求成本双驱动。需求端，国家加大光伏支持力度，光伏玻璃投产规模不断加快，光伏玻璃需求增加，成为纯碱供需格局好转的重要驱动力。2021 年之后疫情影响有所放缓，房产销售处于高位，下游房建需求开始回暖。成本端，煤炭供不应求市场价格快速上涨，成本端支撑较好。2021 年，公司剥离煤炭、天然气制甲醇等业务，专注纯碱和小苏打、煤制尿素行业，业务重组驱动公司盈利飞速提升，股价明显上涨。2022-2023 年，公司收购增资银根矿业 60% 股权，持续推进阿拉善天然碱项目，公司股价保持高位震荡。

2024 年，纯碱行业供需紧平衡。供给端，新增产能对供应端扰动影响将持续。需求端，地产政策不断出台，房地产需求有所修复。乘用车玻璃需求和光伏玻璃需求整体稳中有增，纯碱价格较为坚挺，处于窄幅震荡。目前阿拉善一期 500 万吨纯碱中的 400 万吨和 40 万吨小苏打已投产。纯碱价格上行叠加产能逐步释放，2024 年 1-5 月，远兴能源股价震荡上行。未来 2024-2026 年，公司纯碱产能将进一步释放。

图4: 远兴能源股价、归母净利润以及纯碱价格走势



资料来源: Wind, 公司公告, 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理



近年来公司主营产品产能持续扩张。截至 2024 年 6 月，公司纯碱产能 580+100 万吨/年（阿拉善天然碱项目一期第四条生产线 100 万吨正在试车），小苏打在产产能 150 万吨/年，尿素在产产能 154 万吨/年，纯碱、小苏打产能位居国内前列。公司天然碱矿资源储备丰富，稳步推进控股子公司银根矿业阿拉善塔木素天然碱项目建设，预计全部投产后公司将进一步巩固行业龙头地位。其中：

**(1) 公司矿产资源储备：天然碱方面**，截止 2024 年 4 月，公司在河南桐柏县拥有安棚和吴城两个天然碱矿区，在内蒙古拥有查干诺尔碱矿和塔木素天然碱矿，其中安棚碱矿拥有探明储量 19,308 万吨，保有储量 12,367 万吨；吴城碱矿拥有探明储量 3,267 万吨，保有储量 1,928 万吨；查干诺尔碱矿累计拥有探明储量 1,134 万吨，保有储量 182.08 万吨；阿拉善塔木素天然碱矿保有资源矿石量和可采储量分别为 107,836.40 万吨和 29,690.01 万吨，是目前国内已探明的最大天然碱矿，为公司长远发展提供坚实保障和规划。**煤炭方面**，公司持有蒙大矿业 34% 股权，蒙大矿业纳林河二号矿井煤炭保有资源量和可采储量分别为 11.57 亿吨和 7.11 亿吨。

**(2) 阿拉善天然碱项目**：公司阿拉善天然碱项目规划建设纯碱产能 780 万吨/年、小苏打产能 80 万吨/年；其中一期规划建设纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年；二期规划建设纯碱 280 万吨/年、小苏打 40 万吨/年。项目一期已于 2023 年 6 月投料试车，截至 2024 年 4 月，第一条、第二条和第三条生产线已达产，第四条生产线正在试车；项目二期于 2023 年 12 月启动建设，并按建设规划开展工程设计、现场勘探、部分长周期设备订货、项目开工手续办理等前期工作。

表 1: 公司主要产品产能

产品	企业	地点	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	在建项目备注
纯碱	中源化学	河南桐柏/锡林郭勒盟	180		
	银根矿业	阿拉善塔木素	400+100	280	二期项目处于规划设计阶段，预计 2025 年年底投产
小苏打	中源化学	河南桐柏/锡林郭勒盟	110		
	银根矿业	阿拉善塔木素	40	40	二期项目处于规划设计阶段，预计 2025 年年底投产
尿素	博大实地	乌审旗纳林河工业园区	102		
	兴安化学	兴安盟经济技术开发区	52		
合成氨	博大实地	乌审旗纳林河工业园区	50		
	兴安化学	兴安盟经济技术开发区	30		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 备注：仅供参考，具体产数据能及建设进展请以公司公告为准

## 1.2 聚焦天然碱研发创新，助力绿色发展

**远兴能源底蕴深厚，拥有丰富研发成果。**目前，公司专注于天然碱资源开采和加工技术的研究开发，拥有国家级企业技术中心和内蒙古天然碱工程中心，在天然碱化工领域处于国内领先水平，拥有自主知识产权，现已具备成熟的天然碱研究、开发、管理等综合产业能力。内蒙古天然碱工程技术研究中心拥有 50 多项科技成果，14 项发明专利，成果转化所产生的经济价值超亿元。目前，远兴能源具有天然碱深薄层多连通水平井井眼轨迹控制方法、节能气流干燥换热器、一种合成氨和尿素联产液体二氧化碳的方法等专利技术，提高了生产纯碱的资源利用效率、生产小苏打的母液回收率和尿素的生产效率，充分实现了节能降耗。

**坚守天然碱法初心，持续深耕绿色创新。**天然碱法相较于化学合成法具有更低的能耗和更少的环境污染，公司采用国内先进的热液溶采工艺，从地下提取天然碱，通过纯物理方式蒸发工艺制取纯碱产品，生产后尾液继续供天然碱矿溶采循环利用，全工艺流程无废液排放，有助于推动行业的绿色发展。结合国家“双碳政策”，公司先后推进工业尾气中二氧化碳捕集及资源化利用研究项目、高盐脱硫废液资

源化处理、热电脱硫石膏综合利用项目、气化细渣深度脱水干化及资源化利用研究、浓盐水零排放蒸发系统母液回收技术与开发，着力于减少公司部分固废处理，以绿色高质量发展思路实现节能降碳，实现绿色清洁生产。同时为了拉长产业链条，开拓新的产品服务下游市场，公司正在进行日用新产品开发、小苏打干法脱硫研发试验。除此之外，公司还不断研发提高产品质量的工艺技术，如：天然碱液气化渣吸附分离及硫化钠除铁工艺研究、新型水合罐研发与应用、湿分解完成液扩腔提浓试验等。

表2: 公司天然碱相关技术

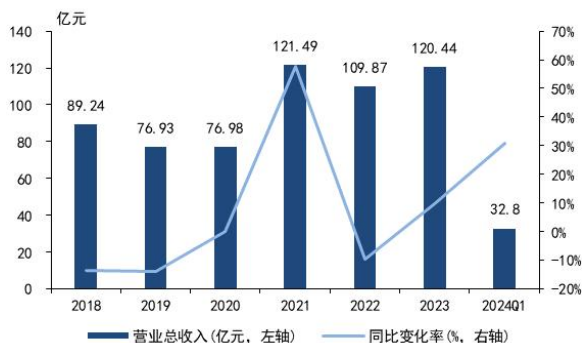
天然碱相关技术	对应专利名称	专利号
天然碱矿井开采技术	天然碱深薄层多连通水平井井眼轨迹控制方法	ZL201611170061.8
天然碱制纯碱-湿分解蒸发流程技术	含 NaHCO <sub>3</sub> 碱卤湿分解蒸发制碱工艺	ZL200910064091.4
倍半碱制纯碱技术	高盐低碱强制循环碳化法制纯碱工艺	ZL200910064089.7
天然碱矿井开采固井技术	一种深部天然碱钻井开采分段固井工艺	ZL201810022630.7
天然碱法制小苏打节能装置	一种节能气流干燥换热器	ZL201720806271.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 备注：不完全统计

### 1.3 产品结构优化叠加天然碱板块持续放量，公司营收规模提升

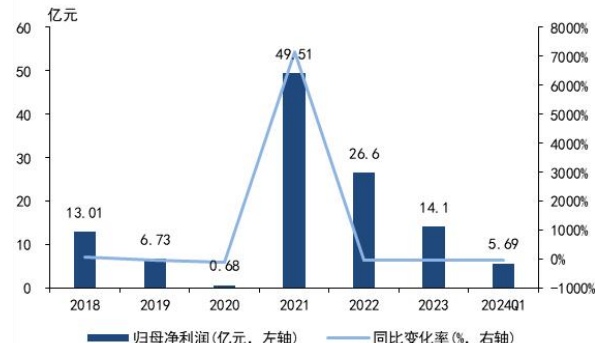
**公司业绩情况：公司产品结构优化，业绩快速提升。**2018-2020年，纯碱、尿素、煤炭等行业景气度下行，行业竞争激励，公司利润出现下跌。2021-2022年，公司进行了产业结构调整，战略性退出了煤炭、天然气制甲醇及下游产业，叠加纯碱进入景气周期，公司业绩中枢明显提升。2021年，公司营业收入达到121.49亿元，同比增长57.81%，实现归母净利润49.51亿元，同比增加7171.11%，主要得益于光伏、锂电拉动汽车、建筑和其他终端使用行业需求的增长，拉动纯碱价格上涨，同时尿素行业受到供需和成本的双驱动，景气上升。2023年虽行业竞争加剧、主营产品市场价格及毛利率同比下降，但公司积极持续强化运营管理，叠加银根矿业阿拉善塔木素天然碱项目一期部分生产线投料，产能逐步释放，公司营业收入达120.44亿元，同比增长9.62%；归母净利润为14.1亿元，同比下降46.99%。2024年Q1，公司实现营业总收入32.80亿元，同比增长31.03%；归母净利润5.69亿元，同比下降12.70%。

图5: 近五年来公司营业收入变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 近五年来公司归母净利润变化情况

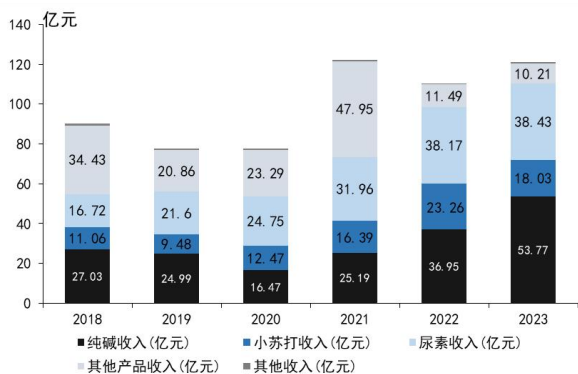


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**天然碱产品贡献公司主要营收，公司销售毛利率与净利率波动上升。**2020年，受疫情影响下游需求疲软，公司销售毛利率和净利率下跌。公司持续深耕纯碱行业，

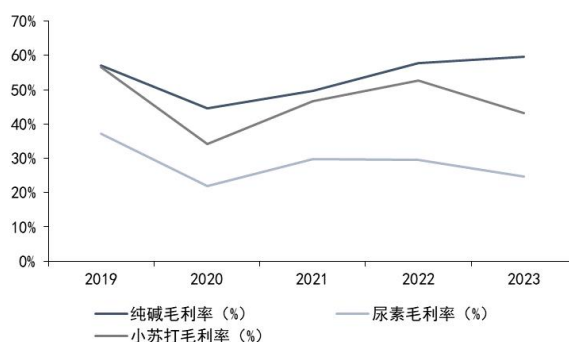
技术储备深厚，生产工艺不断迭代。2021 年业务重组叠加光伏、锂电拉动下游需求高涨，天然碱板块营业收入上涨，纯碱业务毛利率大幅持续上涨，尿素、小苏打产品毛利率稳步上升。2021 年，纯碱、尿素行业景气，下游板块复苏，全年销售毛利率为 41.39%，净利率为 46.80%，主要原因是 2021 年公司处置了子公司内蒙古博源联合和内蒙古博源煤化工，退出甲醇和煤炭业务并收回股权转让款。2022-2023 年，公司毛利率略有下降，但整体仍维持在 40%以上。公司产品毛利构成逐步聚焦，2023 年公司天然碱系列产品（纯碱+小苏打）毛利润占比为 80.38%，尿素占比 18.97%，核心业务毛利占比集中度超过 99%。整体来看，2018-2023 年期间，公司销售毛利率波动上升，自 2021 年来，毛利率维持在 40%以上，销售净利率均在 17%以上。截至 2024Q1，公司毛利率为 44.47%，净利率为 25.99%。

图7：2018-2023 年公司营业收入结构



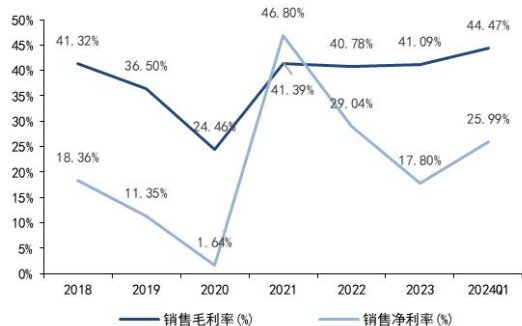
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2019-2023 年公司各业务毛利率趋势



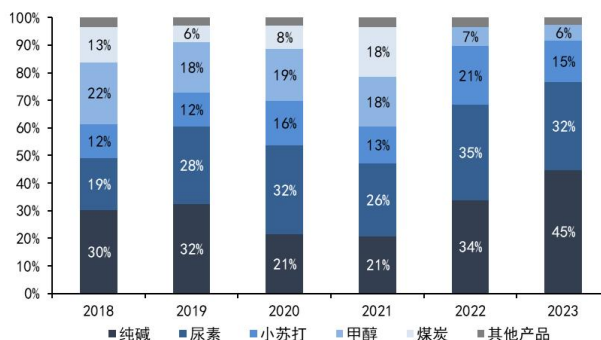
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：近五年来公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：近五年来公司分业务毛利润占比

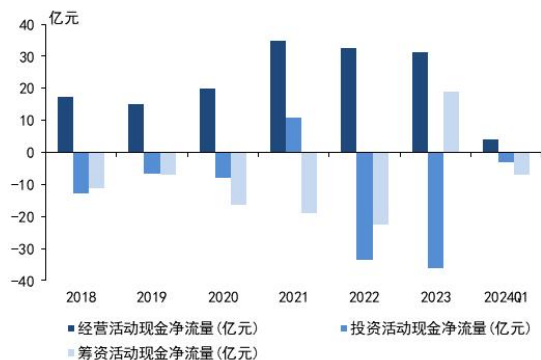


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**公司现金流情况良好，资产负债结构健康。**2018 年至 2024Q1，公司生产经营和销售收款情况良好，经营活动产生的现金流量净额分别为 17.39、15.22、19.89、34.89、32.5、31.41、4.17 亿元。近 2-3 年来，公司项目建设的投资较多，如支付阿拉善塔木素天然碱开发利用项目款增加，投资活动现金流出较大。2023 年筹资活动产生的现金流量净额增加，主要系吸收投资及现金分红所致。此外，公司近四年来贷款回笼能力提升，2020 年至 2024Q1 期间，公司现金收入比分别为 99.13%、105.53%、89.28%、86.64%、79.42%，处于良好水平。公司净利率和 ROE 同步波动变化，主要受到行业景气影响：2020 年纯碱、尿素等产品下游需求疲软，产品价格下行，导致 ROE 下降至 0.67%；2021 年净利率和 ROE 达到 30%以上。公

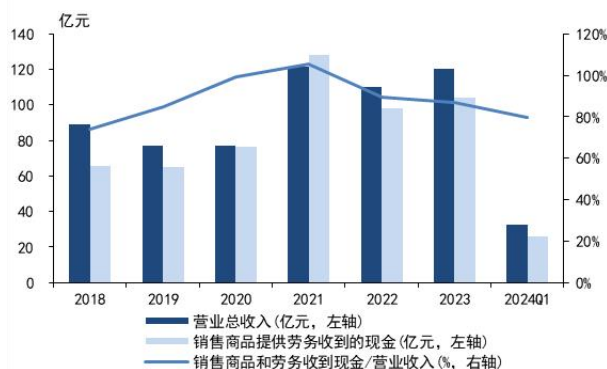
司资产负债率小幅下降，由 2018 年的 50.24% 下降为 2024 年 Q1 的 44.32%，偿债能力持续增强，资产负债结构正常。

图11: 近八年以来公司现金流量情况



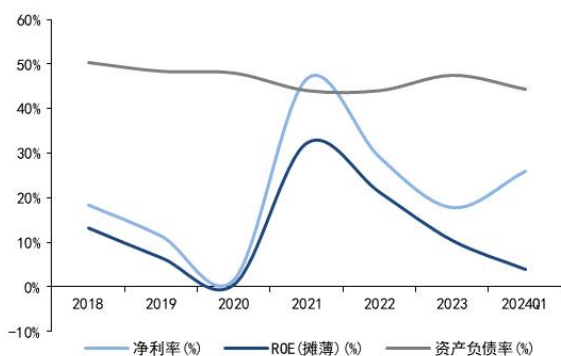
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 近五年来公司现金收入比变化趋势



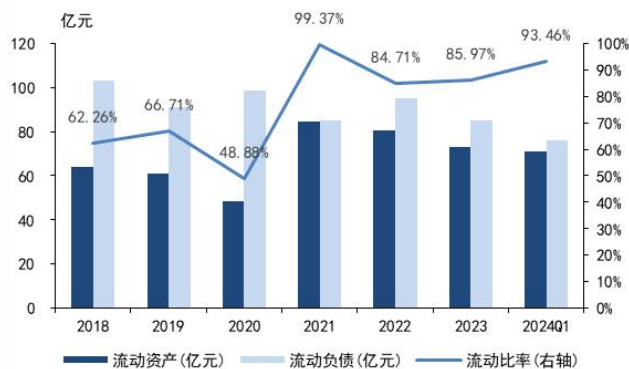
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司净利率、ROE 和资产负债率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 近五年来来公司流动比率情况



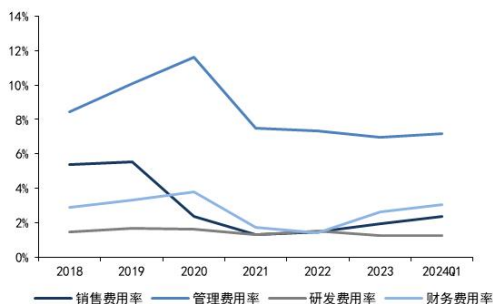
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**近年来公司期间费用率相对平稳。**2020 年管理费用率明显上升，主要系公司将预计无法形成采矿权的勘探费列入管理费用，以及停车检修费用、煤炭开采区村民搬迁补偿款增加；销售费用率下降，主要系客户自提量增加，运输费用减少所致。2021 年随着子公司出售，管理费用率有所下降；随着公司业务结构集中，销售费用率持续降低；财务费用率下降的原因主要系融资总额减少导致利息费用减少。2023 年，阿拉善塔木素天然碱项目一期部分生产线投料，产品销量增加，销售费用同步增加；财务费用有所上升，主要原因为贷款利息增加以及利息收入减少。

**公司天然碱业务地区集中度高。**公司在河南桐柏县拥有安棚和吴城两个天然碱矿区，在内蒙古拥有查干诺尔碱矿和塔木素天然碱矿，近五年来内蒙、河南两地营收累计占比近 100%，天然碱业务地区集中度高。

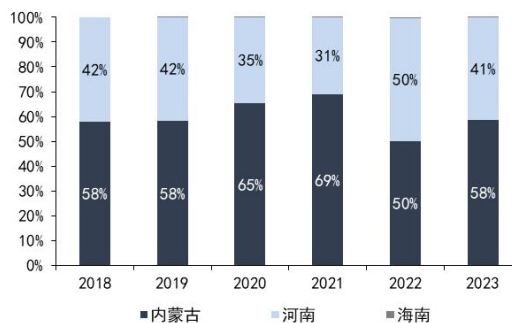


图15: 近五年来公司期间费用情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 近五年来公司分地区营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**股权激励彰显公司长期发展信心。**公司积极进行股权激励政策: 公司于 2023 年 10 月 16 日向 229 名激励对象(均为公司董事高管、核心技术人员等)首次授予限制性股票, 本激励计划首次授予的限制性股票数量为 11,856 万股, 授予的限制性股票总量为 12,970 万股。业绩考核目标是以公司 2020-2022 年度净利润均值为业绩基数, 对各年度定比业绩基数的净利润增长率进行考核。股权激励的实施有效稳定了企业的管理团队, 激发了关键管理人员及核心技术人员的工作热情和动力, 进一步激活和挖掘企业自身的正向内驱力。

表3: 股权激励: 公司层面考核业绩目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2023 年定比基数增长率不低于 10%或不低于同行业对标公司均值
第二个解除限售期	2024 年定比基数增长率不低于 35%或不低于同行业对标公司均值
第三个解除限售期	2025 年定比基数增长率不低于 60%或不低于同行业对标公司均值

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 二、纯碱供给: 供给侧结构性改革叠加产能优化升级

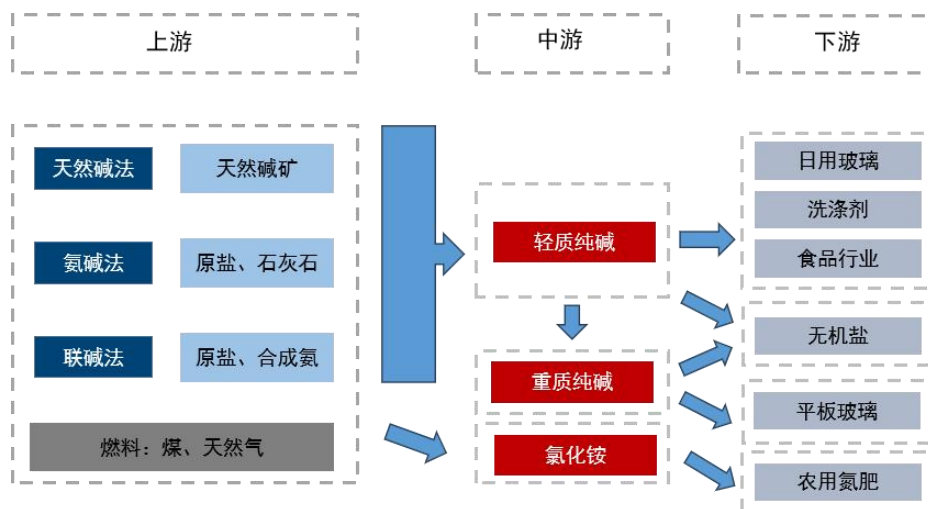
### 2.1 纯碱: 重要基础化工原料, 工艺分为天然碱法和合成碱法

**纯碱分为轻质纯碱和重质纯碱。**纯碱又名碳酸钠、苏打, 化学式为  $\text{Na}_2\text{CO}_3$ 。纯碱为“三酸两碱”中的两碱之一, 有“化工之母”的美称, 广泛应用于建材、化工、冶金、纺织、食品、国防、医药等国民经济诸多领域。在玻璃、化工、冶金、纺织、造纸、医药等关键行业中, 纯碱发挥着不可或缺的作用。它是玻璃行业的重要原料, 能够提高玻璃的透明度和机械强度; 在化工领域, 天然碱被用于制造合成洗涤剂、肥皂、烧碱等多种化工产品; 冶金行业中天然碱则作为助熔剂, 有助于提取金属和提高冶炼效率; 纺织和造纸行业则利用天然碱的碱性特性, 进行纤维处理和纸张漂白; 医药行业更是离不开天然碱, 它是许多药物的重要原料之一。

按照密度不同, 纯碱工业产品主要分为两种: 轻质纯碱和重质纯碱, 轻质纯碱密度为  $500-600\text{kg}/\text{m}^3$ , 重质纯碱密度为  $1000-1200\text{kg}/\text{m}^3$ 。轻重碱生产可以转换, 其中重碱是通过轻碱水合法或挤压法转化得来。重碱下游是浮法玻璃、光伏玻璃等; 轻碱下游主要日化玻璃、医药行业等。重质纯碱能够满足一些特殊要求, 成本也要高于轻质纯碱。此外, 按照用途不同, 纯碱分为工业纯碱和食品添加剂纯碱。



图17: 纯碱生产模式



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

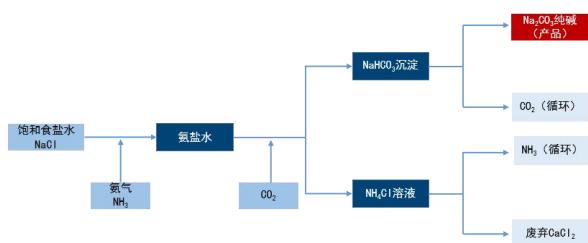
纯碱生产工艺主要分为合成碱法和天然碱法，而合成碱法又分为氨碱法和联碱法：

(1) **氨碱法**：可生产低盐碱，硫酸盐的含量也很低，产品质量好。氨碱法主要生产原料为原盐和石灰石，通过氨盐水吸收二氧化碳得到碳酸氢钠再将碳酸氢钠煅烧，得到轻碱，转化之后得到重碱。主要原材料包括原盐、石灰石、焦炭或白煤、中间媒介氨、燃料煤（锅炉发电和生产蒸汽）等；辅助材料包括助沉剂、硫化钠、产品包装袋等，原材料采购成本约占总成本的 40%-50%。氨碱法主要优点是产品质量高、可以生产低盐碱、适合大规模连续生产、副产品氨、二氧化碳循环利用，缺点在于产品单一、原盐利用率低、废液废渣污染环境等。

(2) **联碱法**：工艺更加环保，副产氯化铵能有效降低纯碱成本。联碱法的主要工艺与氨碱法类似，联碱法也称侯氏制碱法，1938 年在氨碱法上改进而来，其原料主要是原盐与合成氨，通过与氨厂进行“一次加盐、两次吸氨、一次碳化”联合循环生产，利用氨厂  $\text{NH}_3$  和  $\text{CO}_2$  同时生产出纯碱和氯化铵两种产品，氯化铵主要用作生产复肥的基础肥料。主要原材料包括原盐、二氧化碳、氨和燃料煤（锅炉发电和生产蒸汽）等，辅助材料包括助沉剂、硫化钠、产品包装袋等，原材料采购成本约占双吨总成本的 66%-75%。联碱法避免了大量废渣和废液的排放，原盐利用率大幅提升，但其纯碱盐分仅能控制在 0.6% 左右，硫酸盐含量也只能控制在 0.03% 左右。联碱法装置几乎全部分布在中国。

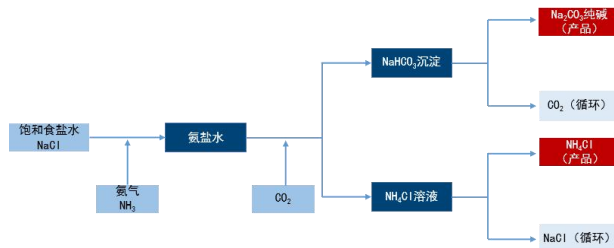
(3) **天然碱法**：产品质量好且成本低，但受到资源限制。是以天然碱矿为原料，其主要成分为碳酸钠和碳酸氢钠，经过溶解、过滤、蒸发、结晶、分离等即可制得纯碱。天然碱资源在全球范围内分布较为广泛，主要集中在北美、亚洲和非洲等地区。天然碱法则以物理过程为主，通过热溶、蒸发、结晶、提纯等工艺从天然碱矿或碱湖中将纯碱分离。相较合成法，天然碱法具备环保、成本低、能耗低、产品质优的特点；局限性在于依赖天然碱资源。天然碱法碳排放减少约 65%，水资源消耗减少约 76%，且无废液、几乎无废固。天然碱质量好，且生产成本较低，但受资源限制仅有部分企业能规模扩产。

图18: 氨碱法工艺流程: 副产品二氧化碳, 液氨可循环使用



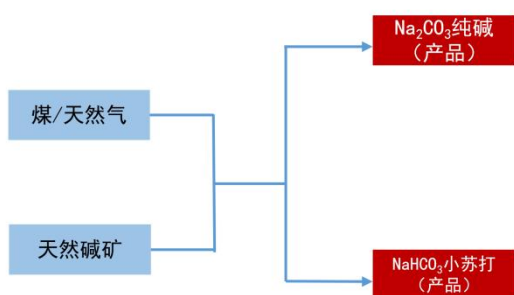
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 联碱法工艺流程: 副产品为氯化铵



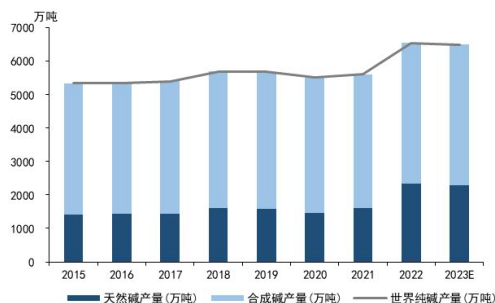
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 天然碱法工艺流程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 全球纯碱产量情况: 天然碱和合成碱占比

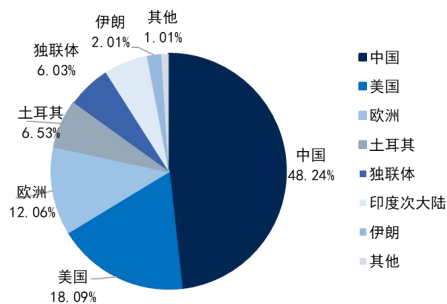


资料来源: USGS, 国信证券经济研究所整理

## 2.2 国内天然碱具备扩产优势, 氨碱/联碱法纯碱产能扩张趋缓

我国占全球约 45% 纯碱第一大生产国, 产能占比超 40%。截至 2023 年年底, 全球纯碱产能约 7500 万吨/年。据 USGS 数据, 全球纯碱产量合计约 6500 万吨。我国是纯碱生产消费大国, 目前国内生产产能约占世界产能的 50%。目前我国纯碱工艺中, 联碱法、氨碱法、天然碱法、ADC 发泡剂联产法工艺占比分别为 47%、42%、9%、2%。

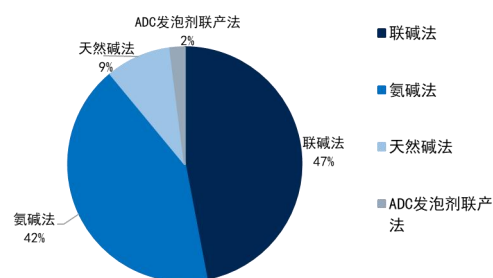
图22: 全球各地区纯碱产能占比



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

备注: 独联体全称独立国家联合体, 成立于 1991 年 12 月, 现有 9 个成员, 包括白俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦、俄罗斯等。

图23: 我国纯碱不同生产工艺占比



资料来源: 中国纯碱工业协会, 国信证券经济研究所整理

《纯碱行业准入条件》曾规定纯碱行业准入规模、能耗要求，目前新增产能项目需经发改委严格审批。近年来，我国纯碱行业持续产能过剩，产能扩张受到严格限制，行业实行等量或减量置换；此外，行业对严格控制产能、推动产业链完善发展、加快行业绿色化发展等方面要求也在提升。2010年工信部颁布《纯碱行业准入条件》，对氨碱法、联碱法、天然碱法的准入规模要求、能耗要求均进行详细规定。2020年，工信部发文废止《纯碱行业准入条件》，但新增产能项目仍需经发改委严格审批。根据《纯碱行业准入条件》，三种工艺纯碱主要原料单耗如下：

(1) 联碱法：1吨纯碱成本=1.15\*原盐(元/吨)+0.34合成氨(元/吨)+0.3\*动力煤(元/吨)；

(2) 氨碱法：1吨纯碱成本=1.5\*原盐(元/吨)+1.3\*石灰石(元/吨)+0.47\*动力煤(元/吨)；

(3) 天然碱法：1吨纯碱成本=0.5\*动力煤(元/吨)+500元/吨。

目前只有天然碱项目具备扩产条件。2019年发改委颁布《产业结构调整指导目录(2019年本)》，除天然碱项目外，均被划为限制类产业。

表4: 国内纯碱行业政策

时间	部门	政策	内容
2010年5月1日	工业和信息化部	《纯碱行业准入条件》(2020年废止)	氨碱法 规模要求 不得小于120万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于80%。 综合能耗≤370千克标准煤/吨碱 氨耗≤3.5千克/吨碱 盐耗≤1500千克/吨碱
			联碱法 不得小于60万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于60%，必须全部生产干氯化铵。 双吨综合能耗≤245千克标准煤 氨耗≤340千克/吨碱 盐耗≤1150千克/吨碱
2020年1月1日	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	除天然碱项目外，均被划为限制类产业。
			天然碱法 不得小于40万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于80%。 综合能耗≤550千克标准煤/吨碱

资料来源：工业和信息化部，国家发改委，国信证券经济研究所整理

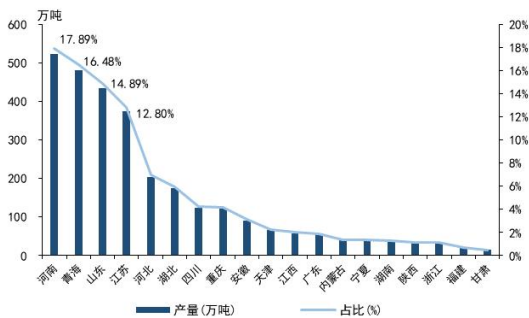
**从供应端来看**，我国纯碱产量分布较为集中，河南、青海、山东和江苏四个省份的纯碱产量占到全国总产量的60%以上。河南是我国纯碱生产第一大省，2022年纯碱产量达到了522.41万吨，占全国纯碱总产量的17.89%。2022年青海和山东两省纯碱产量均超过了400万吨，占比16.48%、14.89%。

“十二五”到“十四五”期间，我国严格控制纯碱行业新增产能，同时控制行业碳排放，降低行业污染水平。“十四五”，国家层面明确提出推进氨碱法生产纯碱废渣、废液的环保整治，提升行业环保水平。受到环保限产政策和市场需求增速放缓的影响，多年来我国纯碱产能扩张速度已经趋缓。2015-2022年，我国纯碱产量增势驱弱；其中2020-2022年受疫情冲击、全球经济周期、下游需求放缓等的影响，纯碱产量小幅降低。整体来说，2012-2022年，我国纯碱产量在2300万吨至3000万吨之间上下波动。自2023-2024年起，我国纯碱进入新的产能扩张周期，产量出现上涨。

**2023年国内纯碱行业供需基本趋于平衡**：供应端，新增产能基数虽大，但产量投放在2023Q3-Q4，全年增量有限；需求端，最大消费板块浮法玻璃行业受公建项目及保交楼政策影响，需求有所改善，产能增加；光伏玻璃、碳酸锂对纯碱消费持续增长，2023年，新能源成为纯碱下游需求结构占比中增速最大的消费行业。

据卓创资讯数据,截至2023年底,全国纯碱产能达到3,908万吨,实现产量3,215万吨,同比增长10.3%。根据卓创资讯数据显示,2023年我国纯碱产能利用率为87.89%,较2022年下降2个pct。纯碱全年表观消费量3,158.5万吨,同比增长11.8%。

图24: 2022年全国纯碱产量分地区



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图25: 我国纯碱产能产量变化及产能利用率趋势



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

前几年纯碱供应快速增长,行业CR4接近42.73%。我国纯碱制造商主要包括金山化工、远兴能源、山东海化、和邦生物、华昌化工、双环科技等。近几年从供给端看,2023-2024年为纯碱的产能扩张周期。据卓创资讯数据显示,我国纯碱产能集中度CR4为42.73%,行业集中度较高。远兴能源是国内为数不多使用天然碱法工艺生产纯碱企业,天然碱法成本较低,公司产能处于国内领先地位。

未来纯碱产量预期将处于小幅波动增长状态。新增产能项目多以天然碱法和联碱法为主。氨碱法生产过程中纯碱会排放出大量的废液、废渣,对环境的污染较多,因此其产能的扩张受到环保政策的限制。联碱法虽然相比之下更为环保,但其生产出来的纯碱质量稍差,品控不稳定。未来,以氨碱法、联碱法为主的中小产能装置在经济性和环保方面劣势较大,相应企业低端产能或将加速出清。

表5: 我国纯碱主要生产企业情况

企业名称	氨碱法 (万吨/年)	联碱法 (万吨/年)	天然碱法 (万吨/年)	总产能 (万吨/年)
金山化工		640		640
远兴能源			500	500
海化集团	300			300
唐山三友	230			230
山东海天	150			150
昆仑碱业	150			150
青海发投	140			140
安棚碱矿			130	130
和邦生物		120		120
实联化工		120		120
盐湖镁业	120			120
双环科技		110		110
<b>中国总产能</b>				<b>3908</b>
<b>CR4 合计占比</b>				<b>42.73%</b>

资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理 (不完全统计)

**表6: 我国纯碱拟在建产能情况**

企业名称	工艺路线	在建产能(万吨/年)	预计投产时间	所在省份
远兴能源	天然碱法	280	2025 年底	内蒙古自治区
连云港碱厂	联碱法	110	2024 年底	江苏省
江苏德邦	联碱法	60	2024 年下半年	江苏省
东北阜丰	联碱法	30	2024 年上半年	内蒙古自治区
重庆湘渝盐化	联碱法	10	2024 年下半年	重庆市
<b>总计</b>		<b>490</b>		

资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

### 2.3 天然碱行业: 国内天然碱供给储量集中, 产量波动上升

天然碱矿是一种陆相蒸发岩矿床, 主要由含  $\text{Na}^+$  的碳酸盐矿物组成。天然碱主要成分是碳酸钠、碳酸氢钠以及它们的水合物, 如倍半碳酸钠 ( $\text{Na}_2\text{CO}_3 \cdot \text{NaHCO}_3 \cdot 2\text{H}_2\text{O}$ ) 及其和其他钠、镁、钾、钙等化合物构成的复盐。常见的天然碱矿物包括天然碱 ( $\text{Na}_2\text{CO}_3 \cdot \text{NaHCO}_3 \cdot 2\text{H}_2\text{O}$ , 又称晶碱石)、苏打石 ( $\text{NaHCO}_3$ )、钙水碱 ( $\text{Na}_2\text{CO}_3 \cdot \text{CaCO}_3 \cdot 2\text{H}_2\text{O}$ )、芒硝碱 ( $\text{Na}_2\text{CO}_3 \cdot 2\text{Na}_2\text{SO}_4$ )、水碱 ( $\text{Na}_2\text{CO}_3 \cdot \text{H}_2\text{O}$ )、泡碱 ( $\text{Na}_2\text{CO}_3 \cdot 10\text{H}_2\text{O}$ ) 等。

**天然碱法纯碱优势突出。**虽然全球纯碱生产工艺目前仍以合成工艺为主, 但采用天然碱法生产纯碱和小苏打, 与氨碱法、联碱法工艺相比, 更具有绿色环保、低能耗、低成本的特点和优势。全球纯碱产能中低成本天然碱法工艺生产占比 30%, 较高成本合成法工艺生产占比为 70% (2023 年数据)。其中美国 (全部为天然碱法)、土耳其等天然碱矿富集的国家以天然碱法为主, 而其他国家则以合成法为主。目前, 全球纯碱产能约 7500 万吨, 我国纯碱产能达 3900 万吨, 占全球纯碱产能的 52% 以上。从产量来看, 2023 年全球天然纯碱产量 2340 万吨, 合成纯碱产量约为 4210 万吨。

**全球天然碱资源高度集中。**天然碱在全球范围内的分布主要集中在北美、亚洲和非洲等地区, 比如美国、中国、土耳其、墨西哥和非洲少数国家和地区, 其中美国资源尤其丰富。据 USGS 数据, 2023 年全球天然碱矿储量约为 250 亿吨, 其中美国天然碱储量为 230 亿吨, 占比 92%, 土耳其占比 3.36%, 中国、南部非洲也有少量占比。据 USGS 数据, 2023 年全球天然碱产量达到 2300 万吨。

**表7: 全球天然碱储量及产量数据**

国家	产量/万吨										储量/亿吨
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2023E	
美国 (天然碱)	1160	1180	1200	1190	1170	999	1130	1130	1100	230	
波札那 (天然碱)	25	25	22.7	24	29	25	26.2	28.5	27	0.16	
埃塞俄比亚 (天然碱)	/	/	0.8	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2	4	
肯尼亚 (天然碱)	45	45	31	30	33	22	25	28	28	0.07	
土耳其 (天然碱)	190	190	200	340	350	420	420	1150	1100	8.4	
其他国家										2.8	
<b>世界天然碱总计</b>	1420	1440	1450	1600	1580	1470	1600	2340	2300	250	
<b>世界合成碱总计</b>	3920	3920	3950	4100	4100	4040	4010	4210	4200	/	
<b>世界纯碱总计</b>	5340	5360	5400	5700	5680	5510	5610	6550	6500	/	

资料来源: USGS, 国信证券经济研究所整理

**中国方面,**我国天然碱资源主要集中在内蒙古和河南, 另外吉林、青海、新疆、西藏等地也有少量天然碱矿。根据中华人民共和国自然资源部统计, 2022 年我国

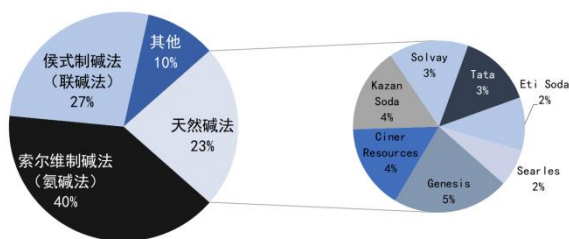


天然碱矿储量为 2543.26 万吨，其中河南天然碱矿储量 2330.61 万吨，内蒙古储量 212.65 万吨。在工艺上，中国纯碱行业同时具备氨碱法、联碱法、天然碱法、ADC 发泡剂联产法，且全球联碱法几乎完全集中于中国。

**美国方面**，美国拥有着丰富的天然纯碱储量，基本以天然碱法生产纯碱，生产成本低且环保压力较小。美国的天然碱工厂大部分集中在美国怀俄明州绿河地区，比如 Genesis Alkali、Solvay Chemicals、Sisecam Chemicals 和 Tata Chemicals North America 等知名企业。2021/2022/2023 年美国天然碱产量分别为 1130/1130/1100 万吨。其中，2022 年美国国内消费量约为 460 万吨。得益于成本和产能双重优势，美国是全球最大的天然碱产品出口国，2022 年净出口量约为 630 万吨。

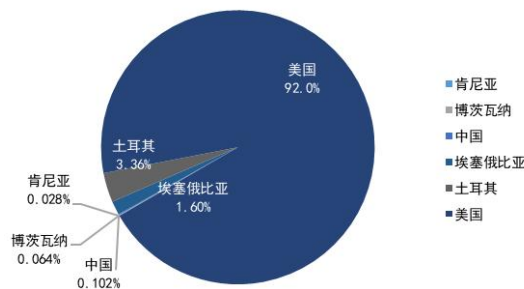
**土耳其方面**，土耳其为全球天然碱法制纯碱主要生产国、出口国之一，具备资源和成本双重优势。土耳其目前天然碱矿资源储备量约 8.4 亿吨；拥有土耳其天然碱矿资源的纯碱主要生产厂家为 Ciner Group（包括 Kazan Soda 和 Eti Soda 等公司）和 Soda Sanayii。

图26: 全球纯碱生产工艺分布及天然碱厂商份额



资料来源：USGS，中国自然资源部，国信证券经济研究所整理

图27: 全球天然碱储量分布（2023）



资料来源：USGS，中国自然资源部，国信证券经济研究所整理

**天然碱成本优势明显。**天然碱法工艺生产纯碱的主要原材料为天然碱卤，其他还有辅助原材料，如助沉剂、产品包装袋等。除此之外，二氧化碳、煤炭、天然碱矿采矿费用、矿产资源补偿费、生产添加催化剂、人工成本、设备损耗、环保设施等一系列固定成本也需计入天然碱法生产纯碱的成本中。在天然碱法生产纯碱的过程中，矿产资源补偿费成本公式为：

**矿产资源补偿费=矿产品销售收入 x 补偿费率 x 开采回采率系数**

我国补偿费率取值范围标准是 0.5%—4%，国内整体矿产平均值为 1.18%，每吨纯碱具体补偿费率存在一定的地域差异。

据 Genesis Energy 报告，天然碱法、氨碱法、联碱法的成本比例约为 1:1.8:2.3。天然碱法生产成本最低，化学合成法不仅耗能更多，同时还会产生副产物，并排放更多的二氧化碳。近年来，天然碱法成本优势明显，联碱法和氨碱法成本波动较大。天然碱法成本低于氨碱法和联碱法，主要原因系天然碱法生产加工流程简单使用原材料少。联碱法、氨碱法受到煤价和原盐等价格的影响，国内不同地区生产的纯碱存在价格差异。

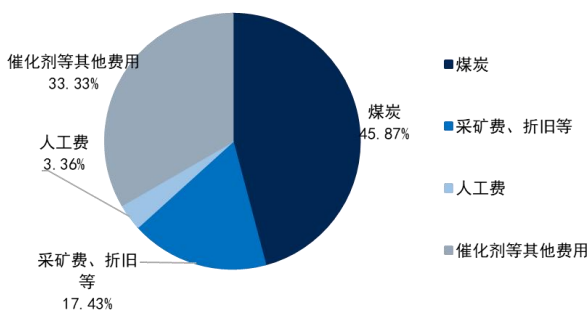
表8: 不同生产工艺: 纯碱吨耗原料及比例统计

工艺	原料	吨耗原料	成本占比
氨碱法	原盐	1.6 吨	10%-25%
	石灰石	1.4 吨	10%
	焦炭	0.08-0.12 吨	10%
	燃料煤/水蒸气	3 吨	35%-40%
	原盐	1.2 吨	15%-20%
联碱法	合成氨	0.33-0.35 吨	50%
	动力煤	0.5 吨	15%
	水蒸气	2 吨	15%
	天然气	280-315 立方米	
天然碱法	电力	500 度	20%
	二氧化碳	210 立方米	

资料来源: 中国期货业协会编《纯碱期货》, 中国财政经济出版社, 2023, P112, 国信证券经济研究所整理

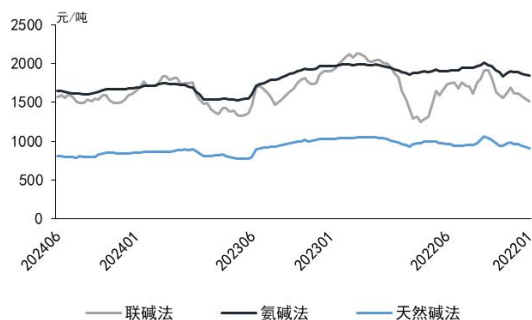
根据百川盈孚数据, 2022 年 1 月至今氨碱法和联碱法的平均生产成本分别为 1796.10、1665.73 元/吨, 而天然碱法平均生产成本约为 920.64 元/吨, 相较氨碱法和联碱法分别低了 875.46、745.09 元/吨, 成本优势明显。远兴能源作为中国天然碱法制纯碱巨头, 成本优势显著, 公司天然碱法每吨纯碱生产成本包括原材料煤炭(天然碱矿煅烧所需)、采矿费、矿产资源补偿费、催化剂、人工成本、设备损耗等。据 2023 年报及我们测算, 公司自产纯碱产量 269 万吨、销量 257 万吨, 实现营收 53.7 亿元、销售均价 2091 元/吨、成本 21.71 亿元, 约折合平均成本 807 元/吨。

图28: 天然碱法制纯碱成本占比



资料来源: 公司公告, 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图29: 近三年来三种工艺纯碱成本对比示意图



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

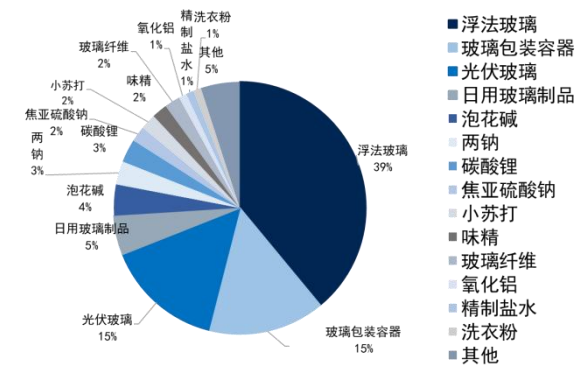
### 三、纯碱需求: 纯碱下游主要应用于玻璃制造, 表观消费持续向好

纯碱下游主要应用于玻璃、冶金、造纸、印染、合成洗涤剂、食品医药等行业。玻璃是纯碱最主要的传统下游应用领域, 浮法玻璃、光伏玻璃以及日常玻璃制品等的生产都需要用到纯碱。2023 年浮法玻璃约占到纯碱下游消费领域的约 39%。浮法玻璃的用途十分广泛, 房屋建筑、汽车生产、玻璃家具、灯具玻璃等都需要用到浮法玻璃。根据海关数据、百川盈孚数据显示, 2024 年 1-4 月份, 我国纯碱表观消费量总计 1199 万吨, 2023 年 1-4 月我国纯碱表观消费量总计 926 万吨, 同比增加 29.41%, 整体持续向好。

多年来, 随着我国城镇化进程的加快, 传统行业房地产、汽车等行业对玻璃的需

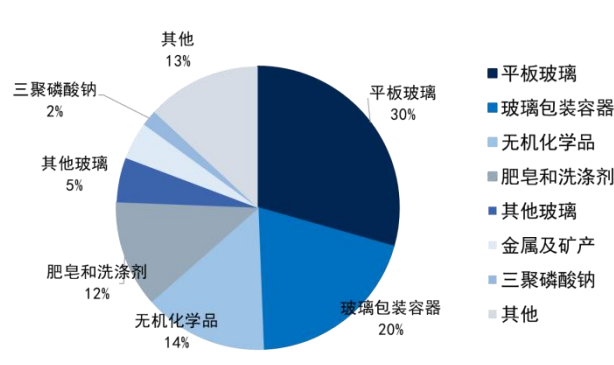
求平稳增长，日用玻璃、小苏打、玻璃容器行业需求基本保持平稳；近年来，政策对光伏/锂电行业的大力扶持，也加快了对纯碱的需求增长，截至 2023 年底，据我们测算，光伏玻璃约占纯碱下游需求的 15%，碳酸锂占 3%。未来，在“双碳”目标背景下，光伏、锂电等新能源需求将接棒平板玻璃，成为未来纯碱下游需求增速更快的板块。

图30: 中国纯碱下游应用情况 (2023 年)



资料来源：中国期货业协会编《纯碱期货》，中国财政经济出版社，2023，P35，国信证券经济研究所整理并测算

图31: 全球纯碱下游应用情况 (2023 年)



资料来源：中国期货业协会编《纯碱期货》，中国财政经济出版社，2023，P97，国信证券经济研究所整理

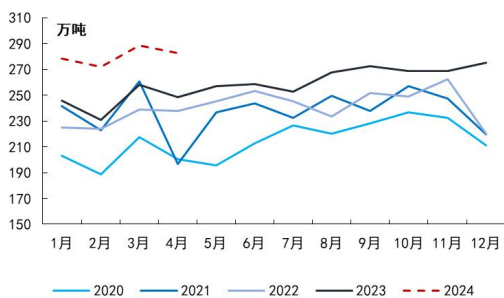
表9: 纯碱下游主要产品单吨消耗量

产品名称	吨产品纯碱消耗量 (千克/吨)
平板玻璃	180-200
光伏玻璃	180-200
日用玻璃	180
泡花碱	400
洗涤剂	400
氧化铝	60-100
两钠 (硝酸钠、亚硝酸钠)	700-730
小苏打 (碳酸氢钠)	650
味精	320
碳酸锂	1800-2000

资料来源：中国期货业协会编《纯碱期货》，中国财政经济出版社，2023，P35-36，国信证券经济研究所整理

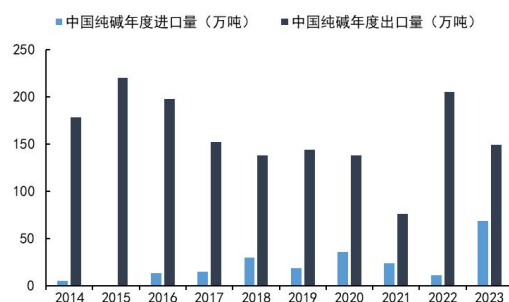
从国内进出口来看，出口方面，我国是世界上最大的纯碱生产国，我国的纯碱出口到全球超一百个国家和地区，主要以东南亚、南亚及非洲地区为主。我国是纯碱净出口国家，2023 年出口 149 万吨左右，同比减少 27.5%；进口 68 万吨左右，同比增加 500%左右；出口地是东南亚、非洲、南美；进口国是美国、土耳其及中东个别国家。2023 年我国纯碱全年净出口 80 万吨，比 2022 年减少了 113 万吨。2023 年 9 月以来我国纯碱月度进口数量便持续超过出口数量，我国从纯碱净出口国转换为净进口国。2024 年 1-4 月份我国纯碱出口量共计 30.84 万吨，去年同期纯碱出口量 62.82 万吨，同比减少 50.91%，累计进口量 59.86 万吨，净出口数量为-29.02 万吨，主要为 5 月装置检修频繁，行业开工率略有下滑。2024 年 4 月中国纯碱主要的出口国或地区分别是韩国、马来西亚、菲律宾、越南、朝鲜、孟加拉国等。国内纯碱主要从美国、土耳其进口，纯碱进口依存度极低。2024 年 1-4 月份我国纯碱进口量共计 59.87 万吨，去年同期纯碱进口量 8.03 万吨，同比增加幅度 645.49%。**进口方面**，2023 年国内纯碱进口 68.32 万吨，同比增加 56.94 万吨，增幅 500.32%；纯碱出口 148.90 万吨，同比减少 56.61 万吨，降幅 27.55%。

图32: 中国纯碱月度消费量季节图



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图33: 我国纯碱进出口情况



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

### 3.1 平板玻璃产能相对过剩，地产景气反弹、汽车产销数据靓丽

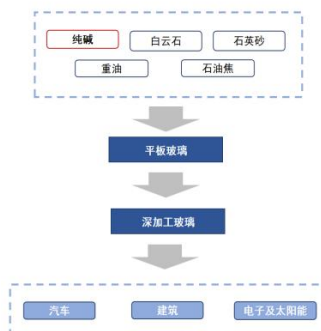
平板玻璃是纯碱（重质）下游最大的消费行业，主要被应用于建筑装饰、汽车行业、新能源、家电以及电子行业等领域。普通平板玻璃与浮法玻璃都是平板玻璃，区别在于生产工艺、品质上不同：其中，**浮法玻璃**在建筑行业有着广泛的应用，如幕墙、窗户、玻璃隔断等，其较好的透明度、强度和隔热性能，使得浮法玻璃能够满足建筑物对于光照、安全和节能等方面的要求；**普通玻璃**在家居装饰中更为常见，如家具玻璃、镜子等，由于普通玻璃制造工艺简单，成本较低，因此更适合一些对于成本要求较高的家居装饰项目。

从下游看，建筑玻璃在平板玻璃消费中所占比例高达 75%，主要包含玻璃门窗，玻璃幕墙，室内装潢玻璃等；汽车玻璃约占平板玻璃消费总量的 15%左右，汽车玻璃市场主要包括汽车制造和售后维修。

#### 3.1.1 平板玻璃是纯碱下游主要应用，受房地产行业景气度影响大

平板玻璃需求受下游房地产景气度影响较大。从数据上来看，房屋新开工面积数据领先于平板玻璃产量数据，根据我们测算，房屋新开工面积累计同比（12 个月移动平均）领先平板玻璃产量累计同比（12 个月移动平均）值约 8 个月左右；同时平板玻璃产量数据与房屋施工面积数据具有高度相关性。从地产方面来看，当前我国地产行业仍处在风险出清期，尚未完全进入 L 型底部，仍然在探底。防风险政策持续发力，预计未来房地产销售回暖仍需等待更多政策落地和居民购房信心的逐步转向。预计 2024 年，“三大工程”配套政策将加快落实，积极发挥稳投资作用。

图34: 平板玻璃产业链结构图



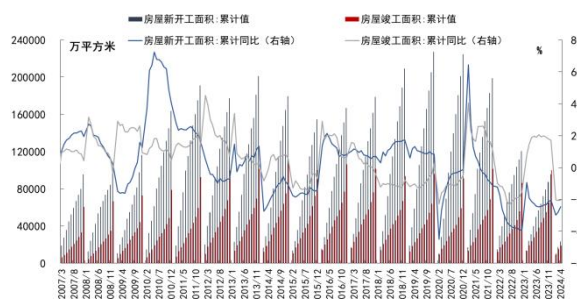
资料来源: 中玻网, 国信证券经济研究所整理

图35: 平板玻璃产量与房屋竣工面积关系



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

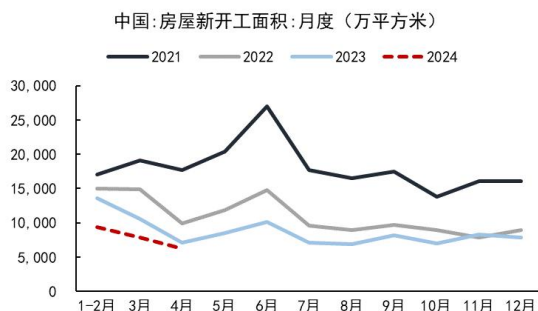
图36: 房屋新开工面积/竣工面积累计值及同比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

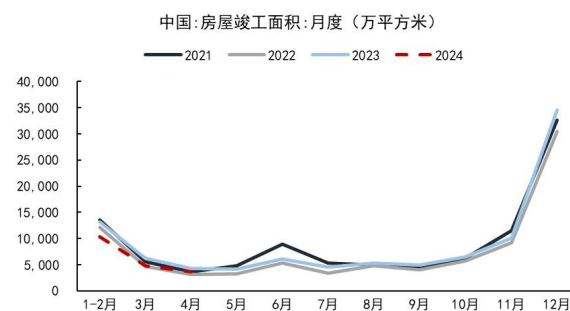
**在地产政策刺激下新开工及竣工累计降幅收窄。**在房屋开工方面, 23 年全年房屋新开工面积同比下降 20.4%, 降幅较 1-11 月收窄 0.8 个百分点。在房屋竣工方面, 23 年全年房屋竣工面积同比增长 17%, 增幅较 1-11 月收窄 0.9 个百分点, 23 年竣工高增速, 其中 12 月单月房屋竣工面积同比增长 13.37%, 环比增长 242.98%。近期地产利好政策持续加码, 后续地产销售及房企资金问题有望改善, 预计开工端将回暖, 此外, 今年保交楼政策有望延续, 将继续支撑竣工端需求, 房地产新开工和施工数据有望改善, 地产行业对纯碱需求有望修复。

图37: 中国房屋新开工面积月度数据



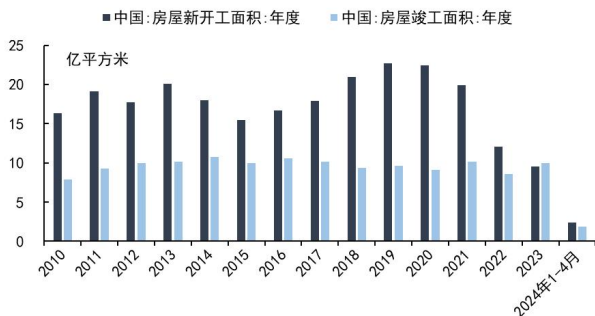
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 中国房屋竣工面积月度数据

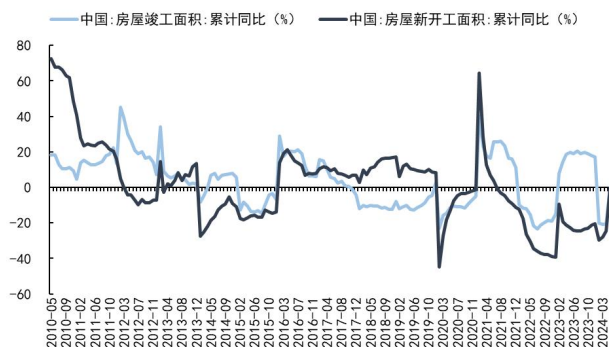


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



**图39: 中国房屋新开工面积年度数据**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图40: 中国房屋新开工面积和竣工面积累计同比**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**房地产刺激政策密集出台, 有望减缓地产下行趋势。**2023 年以来, 各地因城施策优化房地产调控, 落实“保交楼”、“降低房贷利率”等一系列举措, 守住了不发生系统性风险的底线。然而, 进入 2024 年, 国际外部环境依然复杂严峻, 市场预期依然偏弱, 国内楼市仍然偏冷。2024 年, 本轮房地产刺激政策自 4 月政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施, 抓紧构建房地产发展新模式”开始, 针对消化存量房产, 5 月 17 日, 央行推出“房贷利率+首付比例+公积金贷款”放松组合拳, 一线城市中上海、深圳、广州陆续优化住房限购政策。

5 月 17 日, 中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》, 中国人民银行发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》。随着多条新政发布, 楼市政策迎来重要调整。本轮楼市新政潮中, 各地出台政策的频率更加频繁、尺度更大。据中国房地产协会的统计数据显示, 2024 年第一季度, 地方累计出台房地产调控政策 139 条, 其中宽松性政策 130 条, 占比达到 93.5%。调控内容包括“限购”政策逐步松绑、提供购房税费补贴、货币化/房票安置、住房公积金提高贷款额度、下调首付比例、取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限等。一些房地产热门城市“历史性”地全面解除限购或放宽限购条件, 还有新政措施与当地户籍新规形成联动, 以综合施策的形式吸引人口流入、刺激房地产消费。今年以来, 各地“因城施策”: 调整首付比例、取消房贷利率下限、放松限购、以旧换新、购房落户、扩大房票使用范围等。

近日, 随着各地陆续对房地产政策进行调整优化, 地产市场活力得到激发, 房地产市场活跃度出现提升。长期来看, 房地产市场的健康发展依然需要依靠创新驱动、供需平衡和行业自身的良性竞争。

**表10: 近日国内部分房地产政策梳理**

时间	部门	政策	内容
2024年5月28日	广州市	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	一、对于贷款购买首套商品住房的居民家庭，商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于15%，取消利率下限。二、对于贷款购买第二套商品住房的居民家庭，商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于25%，取消利率下限。
2024年5月27日	上海市	《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	优化非沪籍居民购房条件。缩短非本市户籍居民家庭以及单身人士购房缴纳社会保险或个人所得税的年限，扩大购房区域。首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减45个基点（调整后，5年期以上房贷利率下限目前为3.5%），最低首付比例调整为不低于20%。
2024年5月22日	湖北省	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》	湖北省住建厅联合省财政厅、省自然资源厅、中国人民银行湖北省分行、国家金融监管局湖北监管局等部门，出台《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》，从取消购房限制、降低购房门槛、加大金融支持、加大财税支持、推进住房“以旧换新”等10个方面释放利好。
2024年5月17日	中国人民银行	《中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
2024年5月17日	中国人民银行	《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	1、取消全国层面首套住房和二套房商业性个人住房贷款利率政策下限。 2、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。 3、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
2024年5月17日	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》	1、中国人民银行、国家金融监督管理总局决定，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于15%，二套房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于25%。 2、在此基础上，中国人民银行各省级分行、国家金融监督管理总局各派出机构根据城市政府调控要求，按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套房商业性个人住房贷款最低首付比例下限。
2024年5月17日	住建部	《住房城乡建设部办公厅关于做好住房公积金个人住房贷款利率下调相关工作的通知》	指导城市住房公积金管理中心按照《住房公积金个人住房贷款业务规范》（GB/T 51267-2017），做好存量住房公积金个人住房贷款利率调整政策衔接，对贷款期限在1年及1年以内的，应实行合同利率，不分段计息；对贷款期限在1年以上的，应于下年1月1日开始，按相应利率档次执行新的利率规定，国家另有规定的除外。
2024年5月17日	中华人民共和国国务院政策例行吹风会	四部门介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况	中华人民共和国国务院新闻办公室5月17日下午举行政策例行吹风会，住房城乡建设部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局负责人介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况。央行拟设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房；住建部强调打好商品房项目保交房攻坚战；自然资源部支持地方以合理价格收回、收购闲置存量住宅用地用于保障性住房建设等；国家金融监督管理总局提到对于不同所有制房企的“白名单”项目一视同仁，应贷尽贷等。
2024年5月9日	西安市	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》	西安市住房和城乡建设局等部门发布关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知，全面取消我市住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新建商品住房、二手房不再审核购房资格。结合不同区位、不同住房产品调整优化商品住房项目停车位规划配比。商品住房项目可销售的产权车位与商品住房同步办理商品房预售许可，同步公示车位销售价格、销售方案。商品住房项目销售时，登记家庭数量与住房房源数量比例低于1.5:1的，不再实施公证摇号。建筑面积大于144平方米的住房在摇号选房时不再实施“刚需优先”。
2024年5月9日	杭州市	《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》	杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室9日发布《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》，提出科学编制住房发展规划、优化住宅用地供应、全面取消住房限购、优化公证摇号销售、加强住房信贷支持、优化积分落户政策、推动高品质住宅供应七条措施。
2024年5月6日	武汉市	《关于进一步优化完善促进我市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	《通知》围绕加大对新城区支持力度、强化住房公积金贷款措施、调整家庭首套住房贷款套数认定标准、调整保障性租赁住房配建方式、推行“卖旧买新”交易新模式、盘活商办类用地和项目、优化房地产开发企业“白名单”管理、优化新建商品房项目审批服务、优化购房落户手续、提升房屋交易服务水平等10个方面提出了有关政策措施。

资料来源：各部委、各地政府官网，国信证券经济研究所整理

### 3.1.2 汽车玻璃需求相对平稳

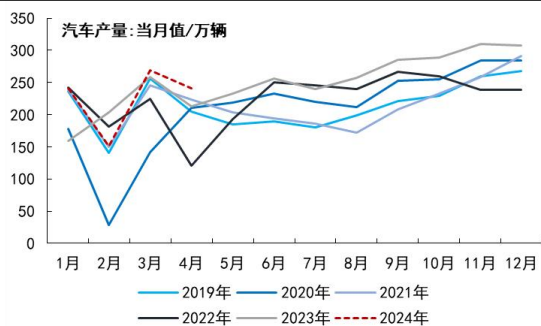
汽车玻璃需求与汽车产量息息相关。汽车玻璃品种较多，按照加工工艺可以分为夹层玻璃、钢化玻璃、区域钢化玻璃、中空安全玻璃、塑玻复合材料，各有优缺点。按所在的位置可分为前挡风玻璃，侧窗玻璃，后挡风玻璃和天窗玻璃四种。按种类可以分为，汽车玻璃行业可细分为叠层玻璃，缓和玻璃。目前，我国汽车安全玻璃以夹层玻璃及钢化（含区域钢化）玻璃为主。与建筑玻璃不同的是，汽车玻璃等其他深加工玻璃对于浮法玻璃的品质要求较高，如汽车玻璃要求超白浮法玻璃的品质类别必须在一等品以上，电子应用类玻璃的厚度必须在0.1-2mm之间，目前市场暂被国外垄断。

全球汽车玻璃行业呈现寡头垄断格局，目前国际前四大企业分别是旭硝子、板硝子、福耀玻璃和圣戈班。目前，国内夹层玻璃行业集中度较高。国内本土生产主要企业有：福耀玻璃、广东信义、上海耀皮等等。福耀玻璃占据了超60%以上的市场份额，为国内最大的汽车玻璃生产企业。现阶段，我国汽车玻璃朝着“功能化、智能化、轻量化、智能集成”方向发展，智能全景天幕玻璃、可

调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃等高附加值产品占比在不断地提升。值得一提的是，平板玻璃会涉及产能置换，汽车玻璃不涉及产能置换。

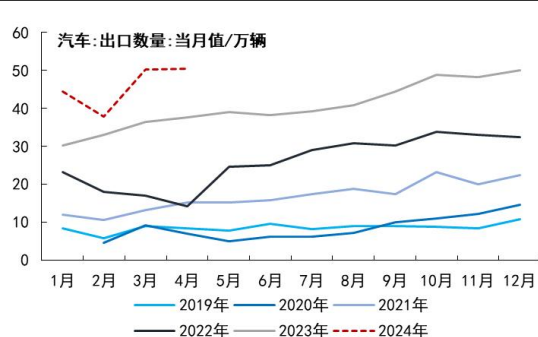
据中国汽车工业协会数据，2023年，我国汽车产销量分别达3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%，年产销量双双创历史新高。2023年电动化和智能化的浪潮等助推汽车行业稳定增长，我国成为全球最大汽车出口国。2024年我国汽车出口增长的势头仍在延续。根据中国汽车工业协会数据显示，2024年1-4月，汽车产销分别完成901.2万辆和907.9万辆，同比分别增长7.9%和10.2%。新能源汽车表现更加亮眼。2024年1-4月，新能源汽车产销累计完成298.5万辆和294万辆，同比分别增长30.3%和32.3%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的32.4%。2024年1-4月，新能源汽车国内销量252万辆，同比增长34.4%；新能源汽车出口42.1万辆，同比增长20.8%。新能源汽车驱动汽车产业平稳发展，有望带动纯碱需求平稳上行。

图41：我国汽车产量数据季节图-月度



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图42：我国汽车出口数据季节图-月度



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

### 3.1.3 国家层面严格落实平板玻璃产能置换，综合施策压减过剩产能

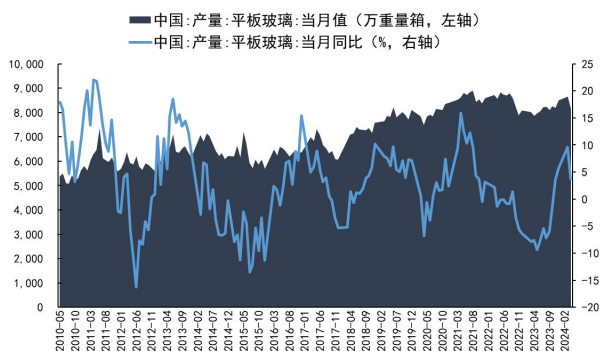
多年来，我国平板玻璃行业产能过剩问题严重，经济运行效益下滑，因此国家积极推动平板玻璃行业转型升级，发布多项政策严控产能，实施产能置换措施。2014年9月，国家发布的《平板玻璃行业准入条件》提出，到2017年年底，严禁建设新增平板玻璃产能的项目；2018年8月，《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃新增产能的通知》明确提到，严格把控平板玻璃建设项目备案源头关口，不得以其他任何名义、任何方式备案新增平板玻璃产能的建设项目。2020年10月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，针对2017年版本进行修订，在产能置换办法适用范围、产能置换要求和置换比例的确定方面新增规定，如“2013年以来，连续停产两年及以上的平板玻璃生产线不能用于产能置换”。2024年，中华人民共和国国务院印发了《2024—2025年节能降碳行动方案》，其中提到，加强建材行业产能产量调控。严格落实水泥、平板玻璃产能置换。到2025年底，新建和改扩建水泥、陶瓷、平板玻璃项目须达到能效标杆水平和环保绩效A级水平。到2025年底，平板玻璃行业能效标杆水平以上产能占比达到20%，建材行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。

截至2023年12月末，全国浮法玻璃生产线在产255条，在产日熔量共计17.3万吨，较上年末增加7.5%。受房地产下行影响，2023年全年平板玻璃累计产量9.69亿重量箱，同比减少3.9%。2023年平板玻璃产销承压，2024年上半年受政策利好刺激有所改善。根据国家统计局显示，2024年4月全国平板玻璃产量为8143.0万重量箱，同比增长3.7%。2024年1-4月全国平板玻璃产量32891.0万



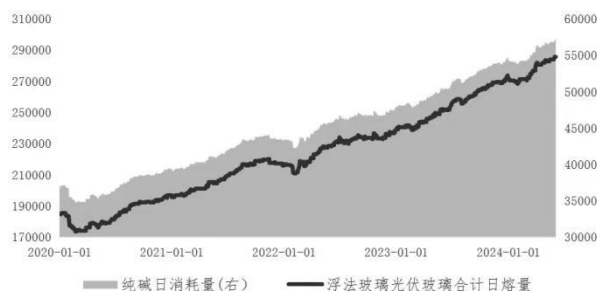
重量箱，同比增长 6.5%。

图43: 中国平板玻璃月度产量及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44: 浮法玻璃、光伏玻璃合计日熔量及纯碱消耗量

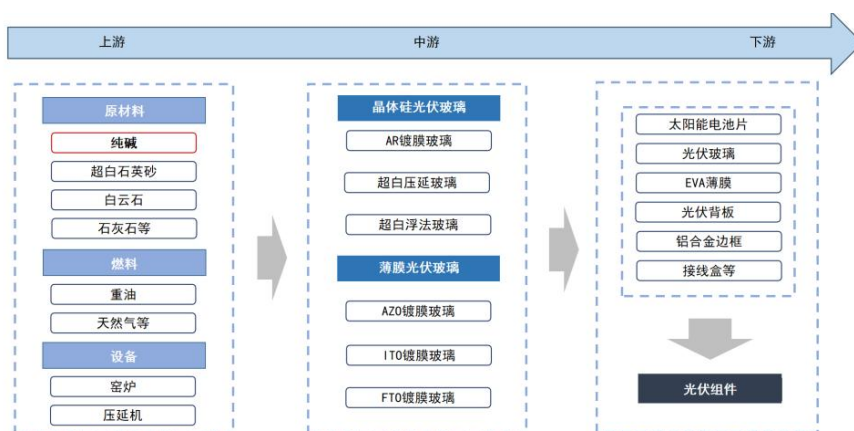


资料来源：期货日报，国信证券经济研究所整理 备注：单位为吨/日

### 3.2 光伏玻璃不再要求产能置换，光伏有望大幅拉动纯碱需求

光伏玻璃，亦称“光电玻璃”，是指利用太阳辐射发电，并具有相关电流引出装置以及电缆的特种玻璃。光伏玻璃的应用非常广泛，包括但不限于太阳能发电系统、建筑幕墙、光伏屋顶、遮阳等众多领域。相较于传统玻璃，光伏玻璃具有含铁量低、透光率高、耐高温、抗氧化、耐腐蚀等特征，以适应太阳能电池长时间露天作业的严酷环境需求和抵御极端天气的影响。近年来，随着电池双面率提升、2.0mm 玻璃产品成熟、双玻组件封装可靠性较好，我国双玻组件渗透率持续提升。目前市场上光伏玻璃厚度分为 2.5mm 及以下、3.0mm、3.2mm 等，双玻组件打开了光伏玻璃的增长空间。光伏玻璃产业链上游为原材料、燃料及动力供应商，原材料、燃料及动力成本分别占总成本比重的 48%、38%。光伏玻璃生产所使用的原材料包括纯碱、石英砂、白云石、石灰石、焦锑酸钠、芒硝、氢氧化铝硝酸钠等，其中纯碱和石英砂是最重要的两种原材料，合计成本占比超过 70%。燃料及动力包括天然气氧气、电力等，在光伏玻璃成本构成中占比 38%，仅次于原材料其中，天然气和电力是最重要的两种能源，为光伏玻璃窑炉提供燃料。

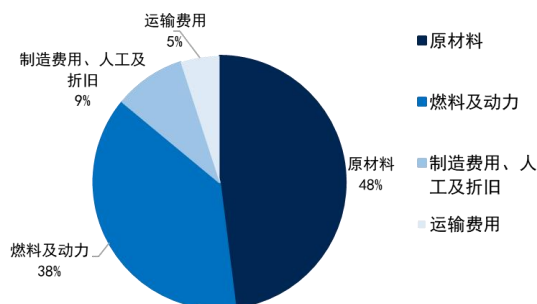
图45: 光伏玻璃产业链结构示意图



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

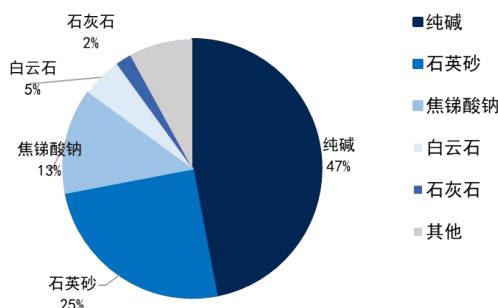


图46: 光伏玻璃成本构成



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 光伏玻璃原材料成本构成



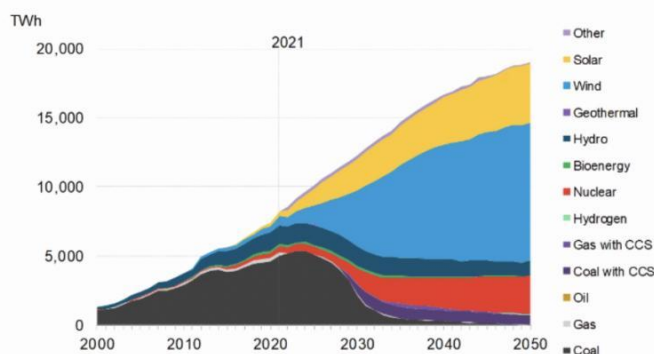
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

发展以光伏为代表的可再生能源已成为全球共识, 预计全球光伏市场将持续高速增长, 将有效带动纯碱需求快速增长。根据 IRENA 的预测, 未来太阳能光伏发电将占总电力需求的 25%, 这意味着在未来十年内, 太阳能光伏发电的全球总容量将从 2018 年的 480 GW, 到 2030 年达到 2, 840 GW, 到 2050 年达到 8, 519 GW。根据 CPIA 预测, 未来在光伏发电成本持续下降和全球绿色复苏等有利因素的推动下, 全球包括中国的光伏新增装机仍将高速增长。根据彭博新能源财经 (BNEF) 发布的《新能源市场长期展望: 中国》的预测, 从发电量维度看, 到 2050 年, 大多数发电量来自风电和光伏发电, 两者在净零转型情景的整体电量供应占比达 75%。分开看, 由于风电的利用小时数更高, 发电量占比将达到 52%, 光伏占 23% 左右; 核电将贡献 14% 的发电量; 剩余部分主要由配建 CCS 技术的燃煤电厂来满足, 作为新能源出力下降时保障电力系统安全稳定运行的灵活性调节电源。

图48: 净零转型情景下, 中国市场 2050 年的发电量中, 风电、光伏和核电占据主力

### 发电量: 风电、光伏及核电占据主力地位

#### 净零转型情景下的发电量



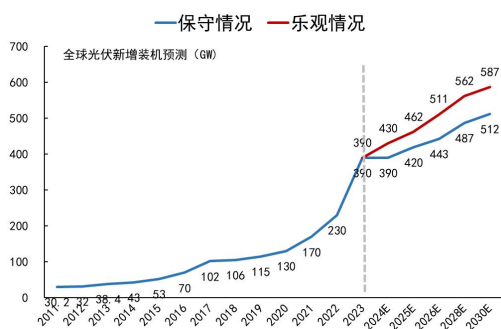
资料来源: 彭博新能源财经 (BNEF), 国信证券经济研究所整理

光伏玻璃的需求视光伏组件的装机量 (需求量) 而定。光伏玻璃作为光伏组件的上游原料, 其强度、透光率等直接决定了光伏组件的寿命和发电效率, 是晶硅光伏组件生产的必备材料。光伏行业的发展具有一定的周期性, 光伏玻璃的需求一般则视光伏组件的装机量 (需求量) 而定, 而光伏组件的需求受到宏观经济、产业政策等多方面因素的影响。自 2013 年光伏行业复苏以来及受 2016 年上半年

“抢装潮”影响，光伏玻璃市场需求快速增长。同时，2015 年下半年以来，我国光伏玻璃行业产能扩张明显。2021 年-2022 年由于产业链上游部分产品产能投放较慢，光伏玻璃阶段性供需错配；2023 年的扩产增速明显放缓，使得光伏玻璃市场的供需逐步趋于平衡。近年全球光伏装机量高增，叠加双玻渗透率提升，光伏玻璃需求趋势向好。

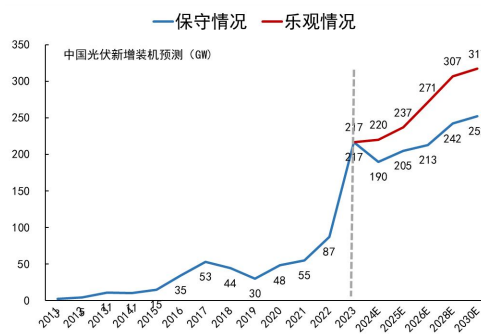
根据国家能源局数据，截至 2023 年 12 月底，全国太阳能发电累计装机容量达 6.1 亿千瓦；2023 年全年，全国太阳能电池（光伏电池）产量累计 54115.8 万千瓦，同比增长 54%。2023 年，光伏新增装机容量达到 216.88GW，同比增长 148%，创下历史新高；同时光伏超越水电，成为全国第二大电源。根据国家统计局数据，2024 年 1-4 月光伏电池累计产量 14435 万千瓦，同比增长 56.7%。**光伏新增装机方面**，据中国光伏行业协会预测，保守情况下，2024/2025/2026/2028/2030 年，全球光伏新增装机量将分别为 390/420/443/487/512GW，中国光伏新增装机量将分别为 190/205/213/242/252GW。乐观情况下，2024/2025/2026/2028/2030 年，全球光伏新增装机量将分别为 430/462/511/562/587GW，中国光伏新增装机量将分别为 220/237/271/307/317GW。

图49: 全球光伏新增装机预测及展望



资料来源：中国光伏行业协会，国信证券经济研究所整理

图50: 中国光伏新增装机预测及展望



资料来源：中国光伏行业协会，国信证券经济研究所整理

**我国光伏玻璃项目不再要求产能置换，光伏需求推动光伏玻璃新增产能。**2021 年以前，工信部原[2017]337 号《水泥玻璃行业产能置换实施办法》规定，光伏玻璃行业新增产能严格受限，且新建光伏玻璃项目需要制定产能置换方案，这与我国光伏发电规模快速增长趋势背离。2021 年 7 月 20 日，工信部印发修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，工信部对光伏玻璃需求进行了预测，预计到 2025 年，光伏压延玻璃缺口较大，光伏玻璃产能的结构性短缺问题已经显现。《办法》对光伏玻璃产能置换实行差别化政策，保持平板玻璃产能置换比例不变，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，新建项目由省级工业和信息化主管部门委托全国性的行业组织或中介机构召开听证会，论证项目建设的必要性、技术先进性、能耗水平、环保水平等，并公告项目信息，项目建成投产后企业履行承诺不生产建筑玻璃。《办法》自 2021 年 8 月 1 日起施行。

**光伏玻璃对纯碱的需求拉动方面**，我们假设 2024/2025/2026/2027/2028 年全球光伏年均新增装机量分别为 390/420/443/460/487GW，组件按 1: 1.2 匹配，假设双玻渗透率分别达到 55%/60%/63%/68%/68%，则 2.5+3.2mm 双玻需求将分别达到 3763.6/4152.7/4443.2/4722.9/5000.1 万吨，我们测算出 2.5+3.2mm 双玻对应纯碱的需求分别达到 752.7/830.5/888.6/944.6/1000.0 万吨，将约占我国纯碱表观消费量的 22.7%/23.6%/24.0%/25.2%/25.7%。若考虑 2.0+3.2 双玻对应纯碱的需求占比，将有望分别达到 19.7%/20.2%/20.4%/21.3%/21.7%。

表11: 光伏玻璃对应纯碱需求测算

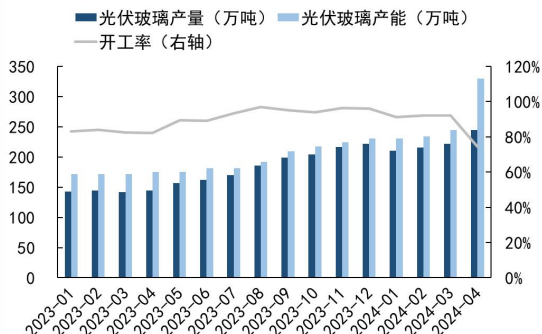
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全球光伏年均新增装机预测 (GW) -保守	130	170	230	390	390	420	443	460	487
组件按 1:1.2 匹配 (GW)	156	204	276	468	468	504	532	552	584
双玻渗透率	27%	30%	45%	52%	55%	60%	63%	68%	68%
双玻组件装机量 (GW)	42.1	61.2	124.2	243.4	257.4	302.4	334.9	375.4	397.4
单玻组件装机量 (GW)	113.9	142.8	151.8	224.6	210.6	201.6	196.7	176.6	187.0
光伏玻璃单位用量 (亿平方米/GW 组件)	0.110	0.110	0.110	0.110	0.110	0.110	0.110	0.110	0.110
理论双玻面积 (亿平方米)	4.6	6.7	13.7	26.8	28.3	33.3	36.8	41.3	43.7
理论单玻面积 (亿平方米)	6.3	7.9	8.3	12.4	11.6	11.1	10.8	9.7	10.3
理论玻璃面积 (亿平方米)	10.9	14.6	22.0	39.1	39.9	44.4	47.7	51.0	54.0
良率 (单玻 75%, 双玻 70%)									
实际双玻面积 (亿平方米)	6.6	9.6	19.5	38.2	40.4	47.5	52.6	59.0	62.4
实际单玻面积 (亿平方米)	8.4	10.5	11.1	16.5	15.4	14.8	14.4	13.0	13.7
实际玻璃面积 (亿平方米)	15.0	20.1	30.6	54.7	55.9	62.3	67.1	71.9	76.2
2.5mm 双玻重量 (万吨)	413.7	601.1	1219.8	2390.1	2528.0	2970.0	3289.3	3686.6	3903.0
2.0mm 双玻重量 (万吨)	330.9	480.9	975.9	1912.1	2022.4	2376.0	2631.4	2949.3	3122.4
3.2mm 单玻重量 (万吨)	668.1	837.8	890.6	1317.9	1235.5	1182.7	1153.9	1036.3	1097.1
合计 (2.5+3.2) (万吨)	1081.8	1438.8	2110.4	3708.0	3763.6	4152.7	4443.2	4722.9	5000.1
合计 (2.0+3.2) (万吨)	999.0	1318.6	1866.4	3230.0	3257.9	3558.7	3785.3	3985.5	4219.5
对应纯碱需求 (2.5+3.2) (万吨)	216.4	287.8	422.1	741.6	752.7	830.5	888.6	944.6	1000.0
对应纯碱需求 (2.0+3.2) (万吨)	199.8	263.7	373.3	646.0	651.6	711.7	757.1	797.1	843.9
我国纯碱表观消费量 (万吨)	2657.0	2857.0	2721.0	3134.0	3314.0	3521.0	3702.4	3750.0	3890.0
光伏玻璃纯碱需求占比 (2.5+3.2)	8.1%	10.1%	15.5%	23.7%	22.7%	23.6%	24.0%	25.2%	25.7%
光伏玻璃纯碱需求占比 (2.0+3.2)	7.5%	9.2%	13.7%	20.6%	19.7%	20.2%	20.4%	21.3%	21.7%

资料来源: 中国光伏行业协会, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理并测算

**光伏玻璃供需动态紧平衡: 光伏玻璃远期产能规划较多, 但预计落地节奏取决于行业需求。**受下游太阳能光伏装机量持续攀升的驱动, 我国光伏玻璃产能产量继续增长。**光伏行业方面,**受结构性供应过剩的问题仍持续, 根据中国光伏行业协会统计, 历年来光伏行业产能利用率普遍处于 50-60% 水平。目前, 光伏产业正处于从 P 型电池产能转换到 TOPCon、HJT 等 N 型电池产能的过程中。结构性产能过剩叠加技术迭代, 2024 年光伏行业洗牌加速。

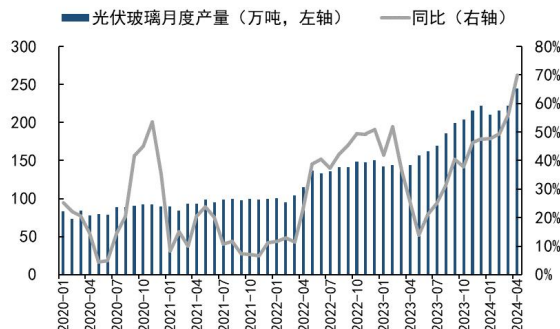
**光伏玻璃行业方面,**前期规划产能虽较多, 但受部分限制、投资回收期加长、融资收紧等因素, 2022 年以来部分玻璃厂新建产能点火推迟或搁置, 仅头部企业新增产能稳步推进。根据隆众资讯, 截至 2023 年底, 光伏玻璃的产能约为 9.98 万吨/d, 截至 2024 年 4 月底, 产能为 11.4 万吨/d。预计 2024 全年新点火产能将超过 4 万吨/d。整体来说, 光伏玻璃行业处在盈利周期底部已两年, 供给已放缓, 同时行业集中度高 (CR2 市占率约为 60%)、规模优势明显、技术迭代较少 (产品以 3.2mm 和 2.0mm 玻璃为主), 短期内光伏玻璃供需关系已出现阶段性改善。截至 2024 年 5 月, 光伏玻璃市场主流成交价格稳定在 17.5 元/平方米左右; 背面光伏玻璃的价格从最初的 17 元降至当前的 15.3-16 元/平方米区间。

图51: 光伏玻璃产能产量情况



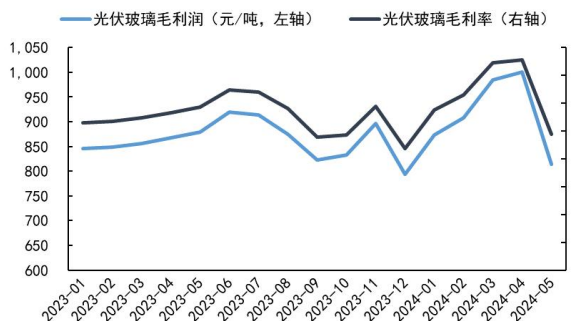
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图52: 光伏玻璃月度产量情况



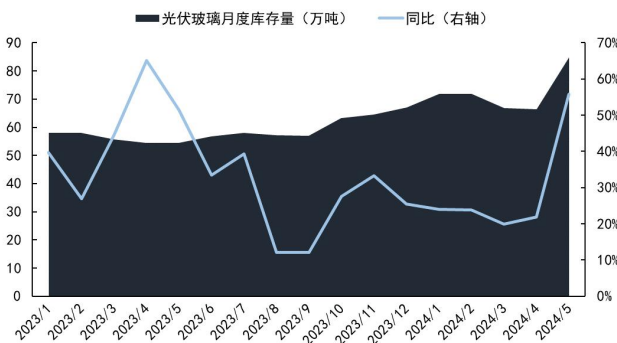
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图53: 光伏玻璃毛利润情况



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图54: 光伏玻璃月度库存情况



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

### 3.3 碳酸锂持续扩能，拉动纯碱消耗

受益于新能源汽车及储能行业等的快速发展，全球碳酸锂供给保持高速增长态势。

全球方面，据 SMM 统计，2023 全球碳酸锂产能在 154 万吨左右碳酸锂当量，近 8 年间年复合增速超过 25%。2024 年，预计全球碳酸锂产能或将超过 200 万吨碳酸锂当量 (LGE)。供应方面，SMM 预计 2024 年全球锂资源供应量或将达到 130 万吨碳酸锂当量上下，相较 2023 年的 105 万吨碳酸锂当量同比增长 28% 左右。2023-2024 年间，澳大利亚将提供主要的锂辉石供应增量，中国将提供主要的锂云母增量，阿根廷、智利等国家将提供主要的盐湖提锂的增量。据 SMM 整理的 2020 年 2026 年全球锂资源供需平衡来看，预计接下来的三年间（2024-2026 年），全球锂资源将持续处于供应过剩的状态。

中国方面，据 SMM 数据，作为全球最大的碳酸锂生产国和消费国，我国 2023 年碳酸锂产能新增加了 35 万吨至 95.78 万吨（占全球的 62%），2024 年预计将新增 37 万吨至 133.44 万吨，近 5 年年复合增长率超 30%。产量方面，2021-2023 年国内碳酸锂产量分别达到 22.18/35.02/46.01 万吨碳酸锂，增速分别为 35%、57.9% 和 31.2%。2023 年中国碳酸锂产量约 46 万吨，增速为 31%，增速依旧较高。其中全年需求增量带动及新建锂盐企业投产是 2023 年国内碳酸锂产量增加的主要推动力。

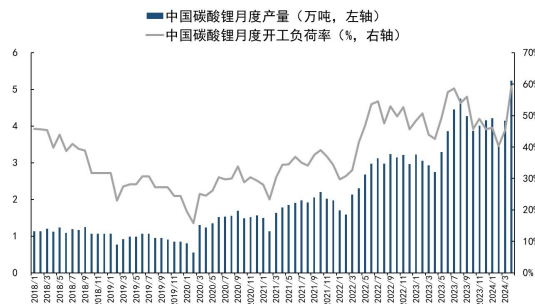


图55: 全球锂电池、锂电正极及碳酸锂产能产量变化趋势



资料来源: SMM (上海有色网), 国信证券经济研究所整理

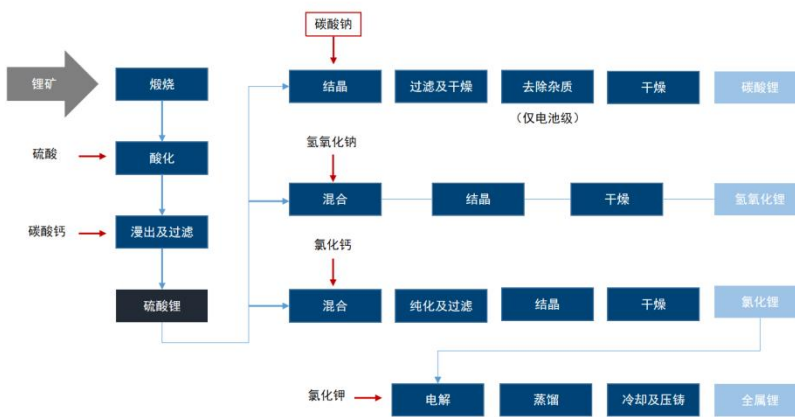
图56: 我国碳酸锂月度产量及开工率情况



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

**纯碱可应用于锂矿提锂，锂电成为纯碱需求新增长极。**碳酸锂生产工艺按原料不同可分为两类工艺：矿石提取、盐湖卤水提取，两类工艺又可细分为：硫酸法、蒸发沉淀法、溶剂萃取法、粉末吸附法等。纯碱在提取碳酸锂过程中也起到了重要作用：在上述多种工艺的生产过程均需要通过加入过量纯碱，使溶液中的锂离子沉淀。理论上生产1吨碳酸锂消耗1.8-2吨纯碱。以硫酸法制备碳酸锂为例，工艺流程大致是：硫酸与锂辉石或锂云母反应得到硫酸锂，在硫酸锂溶液中加入碳酸钠，再析出烘干从而制备碳酸锂。我国碳酸锂行业产能及产量主要集中在青海、江西、四川，以上三地碳酸锂产量及轻碱消耗量均能占到我国的90%及以上。

图57: 碳酸锂在碳酸锂合成中应用



资料来源: 天齐锂业公司公告, 国信证券经济研究所整理

**碳酸锂需求量保持高位。**未来，预计纯碱消耗量有望随碳酸锂产量拉升而快速增长。每生产1吨碳酸锂大概需要消耗1.8-2吨纯碱，以2023年中国碳酸锂产量约46万吨为例，据我们测算，2023年国内碳酸锂消耗纯碱约82.8-92.0万吨，约占2023年国内表观消费量的2.6%-3.0%。

### 3.4 纯碱供需平衡表：纯碱供需端预计整体维持紧平衡

假设条件：

**1、平板玻璃行业：**在“保交房”和各类房地产政策刺激下，房地产竣工端有望提振需求，地产需求短期内仍有反弹预期；汽车方面需求平稳增长。根据国家统计局数据显示，2024年1-4月，平板玻璃产量32891.0万重量箱，同比增长6.5%。我们按照2024-2026年国内平板玻璃需求量平稳增长，增速在3%-4%左右，对应纯碱需求分别约为1300/1350/1440万吨，占纯碱需求的39.23%/38.34%/37.81%。

**2、光伏玻璃行业：**随着全球光伏装机量持续高速增长以及双玻组件渗透率的提高，我们预测2024-2026年全球光伏装机分别达到390/420/443GW，按照双玻渗透率55%/60%/63%测算，考虑双玻和单玻比例，并取双玻用量平均值，2024-2026年光伏玻璃对应纯碱需求分别为561.7/616.9/658.3万吨，分别占国内纯碱表观消费量的16.95%/17.52%/17.78%。

**3、玻璃包装容器及日用玻璃制品：**玻璃包装可以有效解决熟料包装的后处理难题，也是鼓励型包装材料。日用玻璃的需求量与居民的生活水平和生活方式息息相关，居民收入增长和城镇化驱动下的消费升级是日用玻璃制品增长的核心动力。我们假设2024-2026年国内日用玻璃需求保持相对平稳。2024-2026年对应纯碱需求分别为680.4/714.4/750.1万吨，分别占20.53%/20.29%/20.26%。

**4、碳酸锂-纯碱需求：**在新能源需求不断增长下，碳酸锂产能持续增长，理论上生产1吨碳酸锂消耗2吨纯碱，大幅拉动纯碱需求。我们预计2024-2026年国内碳酸锂产量对应纯碱需求108.0/136.0/148.0万吨。

**5、其他：**我们假设其他领域纯碱需求量增速保持在5%-6%，则预计2024-2026年其他纯碱需求量分别为663.9/703.8/746.0万吨。

表12：纯碱供需平衡表及测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能/万吨	3,293	3,243	3,658	3,908	4,250	4,500
产量/万吨	2,720	2,912	3,100	3,322	3,613	3,825
进口量/万吨	23.75	11.38	68.32	40.00	40.00	40.00
出口量/万吨	75.86	205.38	148.88	150.00	150.00	150.00
开工率	82.60%	89.79%	84.75%	85.00%	85.00%	85.00%
期末库存/万吨	354	365	172	180	180	180
供给量/万吨	3,021.89	3,083.00	3,191.44	3,391.80	3,682.50	3,895.00
表观消费量/万吨	2,665.94	2,906.90	3,081.96	3,314.00	3,521.04	3,702.36
供需缺口/万吨	355.95	176.10	109.48	77.80	161.46	192.64
表观消费量增速	10.60%	9.04%	6.02%	7.53%	6.25%	5.15%
其中：						
<b>平板玻璃</b>	<b>1,258.0</b>	<b>1,198.8</b>	<b>1,230.0</b>	<b>1,300.0</b>	<b>1,350.0</b>	<b>1,400.0</b>
占比	47.19%	41.24%	39.91%	39.23%	38.34%	37.81%
<b>光伏玻璃</b>	<b>248.2</b>	<b>318.1</b>	<b>485.7</b>	<b>561.7</b>	<b>616.9</b>	<b>658.3</b>
占比	9.31%	10.94%	15.76%	16.95%	17.52%	17.78%
<b>玻璃包装/日用玻璃</b>	<b>558.9</b>	<b>720.0</b>	<b>648.0</b>	<b>680.4</b>	<b>714.4</b>	<b>750.1</b>
占比	20.97%	24.77%	21.02%	20.53%	20.29%	20.26%
<b>碳酸锂</b>	<b>44.4</b>	<b>70.0</b>	<b>92.0</b>	<b>108.0</b>	<b>136.0</b>	<b>148.0</b>
占比	1.67%	2.41%	2.99%	3.26%	3.86%	4.00%
<b>其他</b>	<b>556.4</b>	<b>600.0</b>	<b>626.3</b>	<b>663.9</b>	<b>703.8</b>	<b>746.0</b>
占比	20.87%	20.64%	20.32%	20.03%	19.99%	20.15%

资料来源：中国光伏行业协会，各公司公告，SMM，海关总署，卓创资讯，国信证券经济研究所整理并测算

备注：供需缺口=供给量-表观消费量

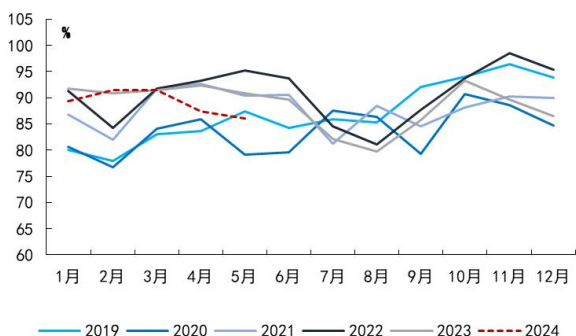
### 3.5 近 20 年纯碱价格复盘

#### 复盘纯碱价格走势：

2006-2008 年，主要受国家提高环保要求影响，国内环评政策逐步趋严，纯碱行业新增产能有所趋缓，此阶段纯碱价格明显上涨，纯碱价格中枢上移。2008 年，纯碱价格下跌后回升，受国际金融危机蔓延的影响，国内纯碱需求大幅下降，纯碱市场价格低位运行。2009 年之后金融危机影响逐渐转弱，在“4 万亿”刺激政策下经济快速复苏，浮法玻璃等纯碱下游行业的产能迅速增长，纯碱需求明显提升。2011 年初，纯碱供应端实行“限产保价”政策，产量增长率有所回落。成本端，电煤、天然气价格上涨，成本端支撑较好。需求改善和成本支撑共同推动了纯碱价格回升。2012-2015 年，纯碱价格一路下行，并保持底部震荡。供给端，全球经济增长放缓，纯碱行业产能严重过剩。需求端，地产调控政策开始收紧，下游建筑玻璃行业受到较大冲击，纯碱库存增加。供需失衡情况下，纯碱价格开始一路下行。2014 年，乘用车产销量走高，带动玻璃需求有所改善。玻璃产能产量增长直接带动了纯碱需求，纯碱价格出现小幅反弹。整体来看，受房地产调控政策趋紧和购房需求逐渐见顶影响，玻璃需求承压，纯碱行业供需失衡，纯碱价格虽出现小幅回弹，但整体处于底部波动。2016-2020 年，纯碱市场整体呈“W”型走势。供给端，国家推动供给侧结构性改革，纯碱产业结构优化升级。需求端：供给侧结构性改革下，纯碱下游行业间产能变化节奏的不同步，导致纯碱价格出现大幅波动。此阶段，在环保发力、行业检修、部分玻璃线停产等诸多因素影响下，纯碱市场波动较大。2021-2023 年，纯碱价格在高位大幅波动。需求端，国家加大光伏支持力度，光伏玻璃投产规模不断加快，光伏玻璃需求增加，成为纯碱供需格局好转的重要驱动力。2021 年之后受疫情/经济影响，光伏建设速度有所放缓，下游房建需求小幅回暖，纯碱价格窄幅波动。成本端，煤炭供不应求，纯碱成本端支撑较好。

2024 年以来，纯碱价格先扬后抑。供给端，目前新增产能暂未完全释放，纯碱维持供需紧平衡状态，企业停产检修等影响持续显现，供给表现相对紧张。需求端，地产政策不断出台，房地产短期需求有所反弹；乘用车玻璃需求和光伏玻璃需求整体稳中有增。2024 年 1-5 月纯碱价格相对强势，超市场预期。**纯碱近期开工及库存情况：**据百川盈孚数据，2024 年 5 月中国整体纯碱行业开工率为 84.01%，近期开工率略有下滑。除了季节性检修外，夏季高温天气纯碱生产装置故障频率的可能性提升，设备运行稳定性下降是否会再次导致供给受限值得持续关注。目前纯碱库存结构正在调整，纯碱社会库存、下游库存都有所累积。下半年新增产能存在投放预期，全产业链库存也仍将处于累积通道。

图58：我国纯碱开工率季节图



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图59：我国纯碱库存情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图60: 纯碱价格趋势复盘



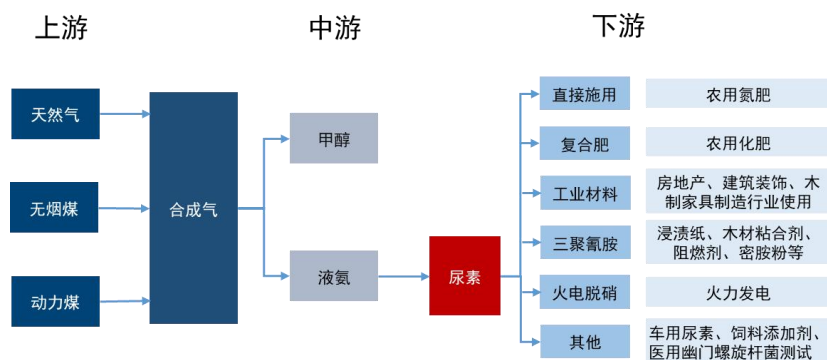
资料来源: IRENA, 国信证券经济研究所整理

## 四、尿素：产能持续新增，农业需求稳中有升

### 4.1 供给端：国内新增产能扩张，价格围绕成本波动

尿素分为煤制尿素和天然气制尿素。根据生产合成氨的原料可区分不同尿素种类，目前主流生产工艺主要是煤制尿素和天然气制尿素。在农业领域中，尿素作为一种高效的氮肥，不仅能够直接施用于土壤，还能用于生产多种复合肥料，以满足不同作物的生长需求；在工业和环保领域，尿素应用也比较广泛、分散；在医学领域，含有尿素的药剂还可用于增强皮肤的保湿能力，从而改善皮肤状况。

图61: 尿素行业产业链示意图

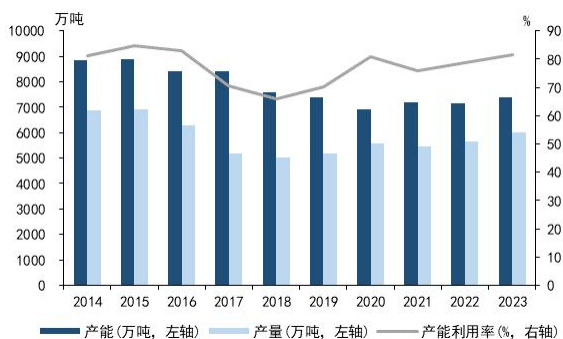


资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理



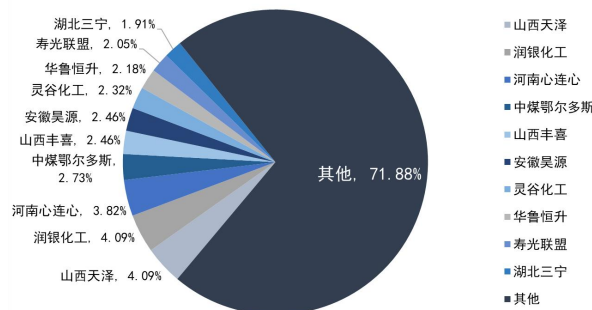
前期尿素行业去产能趋势明显，近年来尿素行业新增产能加速。2015年，在供给侧结构性改革推动下，全国尿素新增产能390万吨，退出产能394万吨，尿素退出产能首次超过新增产能。2016-2020年，尿素行业持续产能去化，产能过剩得到缓解。2021-2023年，尿素市场供需平衡，产能保持稳定。根据卓创数据，尿素产能从2015年起下滑至2020年的6913万吨，随后保持稳定。2020年起，受到疫情、能源、地缘局势和粮食问题的共同影响，尿素价格明显上涨，此后我国尿素产能开启新一轮增长周期。截至2023年，我国尿素产能达到7381万吨，产能利用率为81.51%。尿素行业集中度较低，产能排名前五分别为山西天泽300万吨、润银化工300万吨、河南心连心280万吨、中煤鄂尔多斯200万吨和山西丰喜180万吨，行业集中度有望提升。根据百川盈孚数据，2024预计在建产能为717万吨，新增产能项目主要包括水煤浆、粉煤气化、水煤浆气化三种工艺，均为煤制尿素。

图62: 我国尿素产能产量变化趋势



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图63: 我国尿素产能集中度



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

预计2024年国内尿素供应趋于宽松。据中国氮肥工业协会数据，2023年我国氮肥产量4486.7万吨，同比增长8.6%，尿素产量6291.5万吨，同比增长9.2%；据海关统计，2023年我国氮肥出口665.4万吨纯氮，同比增长31.9%；尿素出口425.1万吨，同比增长50.2%。根据百川盈孚及我们的统计，目前有约717万吨的尿素产能将于未来1-2年内释放，我们预计国内尿素供应形势将趋于宽松。此外，全球氮肥供应方面，2024年全球尿素产量预计达到1.9亿吨，同比增长3.6%。

表13: 我国尿素拟在建产能情况

企业名称	所在省份	在建产能 (万吨/年)	投产时间	工艺
华鲁恒升	湖北省	52	预计2024年12月投产	水煤浆
江苏晋煤恒盛	江苏省	80	预计2024年10月投产	粉煤气化
陕化集团	陕西省	160	预计2024年10月投产	水煤浆气化
刘化化工	甘肃省	35	预计2024年8月投产	粉煤气化
安徽泉盛	安徽省	80	预计2024年7月投产	粉煤气化
山东润银	山东省	100	预计2024年7月投产	水煤浆
河南晋开延化	河南省	80	预计2024年7月投产	粉煤气化
晋煤日月化工	山东省	20	预计2024年7月投产	水煤浆
龙华煤业科技	陕西省	80	预计2024年6月投产	水煤浆气化
鲁南化工	山东省	30	2024年5月投产	水煤浆
<b>总计</b>		<b>717</b>		

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

**尿素所处的化肥行业政策持续更迭。政策主要涉及供应保障、价格稳定、节能降碳、行业优化、商业储备和资源利用等多个方面。这些政策不仅体现了政府在不同层面和不同时期的综合调控，也显示了向环境可持续和高质量发展方向的明确倾向。**

**表14: 国内尿素行业政策**

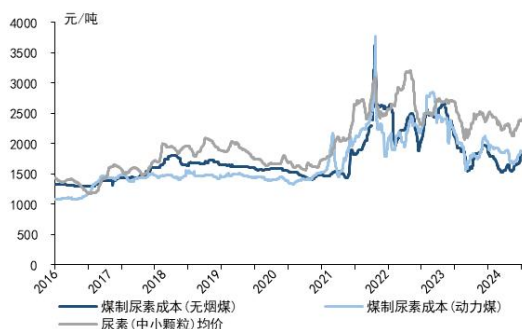
时间	部门	政策	主要内容
2022年2月	中华人民共和国国务院	《中共中央国务院关于做好2022年全年推进乡村振兴重点工作的意见》	做好化肥等农资生产储备调运，促进保供稳价。
2022年2月	国家发改委等12个部门	关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知	做好铁矿石、化肥等重要原材料和初级产品保供稳价，进一步强化大宗商品现货市场监管，加强大宗商品价格监测预警。
2022年2月	国家发改委、工信部等4部门	高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）；合成氨行业节能降碳改造升级实施指南	《合成氨行业节能降碳改造升级实施指南》提出，到2025年，合成氨行业能效标杆水平以上产能比例达到15%，能效基准水平以下产能基本清零，行业节能降碳效果显著，绿色低碳发展能力大幅增强。
2022年3月	国家工信部等6部门	关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	加强化肥生产要素保障，提高生产集中度和骨干企业产能利用率，确保化肥稳定供应。提高化肥、轮胎、涂料、染料、胶粘剂等行业绿色产品占比。鼓励企业提升品质，培育创建品牌。
2022年3月	山东省发改委等9部门	山东省“两高”项目管理目录（2022年版）》《“两高”项目提级审批和窗口指导工作指南》	氮肥行业新建项目，按照鲁政办字〔2021〕57号文件规定的产能替代比例执行。替代比例为1:1.05。乙烯、PX、煤制甲醇、煤制烯烃（乙烯、丙烯）、煤制乙二醇、醋酸等其他“两高”项目不实行产能替代。
2022年9月	国家发改委、财政部	国家化肥商业储备管理办法（2022年修订）	氮磷及复合肥储备每轮承储责任期为2年；氮磷及复合肥储备分省（区、市）布局，由国家发改委、财政部商农业农村部、中华全国供销合作总社，根据全国化肥市场形势和调控需要，综合考虑各地农业用肥量、化肥生产运输能力等情况研究确定，并由承储企业在中标区域内合理选择存储库点。粮食主产区氮磷及复合肥储备任务中，尿素占比不低于本地区储备规模的30%。
2022年11月	工信部、国家发改委、中华人民共和国国务院国资委	关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知	做好大宗原材料保供稳价，完善大宗原材料供给“红黄蓝”预警机制，下达化肥最低生产计划，灵活运用国家储备开展市场调节，促进价格运行在合理区间。
2022年12月	农业农村部	到2025年化肥减量行动方案	着力实现“一减三提”。即进一步减少农用地化肥施用总量，到2025年，氮、磷、钾和中微量元素等养分结构更加合理，全国农用地化肥施用量实现稳中有降；进一步提高有机肥资源还田量；进一步提高测土配方施肥覆盖率，到2025年全国主要农作物测土配方施肥技术覆盖率稳定在90%以上；进一步提高化肥利用率，推广施肥新技术、新产品和新机具，全面提升科学施肥水平，到2025年全国三大粮食作物化肥利用率达到43%。
2022年12月	中华人民共和国国务院关税税则委员会	中华人民共和国国务院关税税则委员会关于2023年关税调整方案的公告	继续对小麦等8类商品实施关税配额管理，税率不变。其中，对尿素、复合肥、磷酸氢铵3种化肥的配额税率继续实施1%的暂定税率。
2023年6月	国家发展改革委等5部门	工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）	包括尿素在内的11个领域，旨在扩大工业重点领域的节能降碳改造升级范围，并要求原则上在2026年底前完成技术改造或淘汰退出。
2023年10月	国家能源局	国家能源局综合司关于持续推进电力行业危险化学品安全风险集中治理工作的通知	积极推进尿素替代液氨改造等危化品重大危险源整治，对于计划于2024年改造的液氨三级、四级重大危险源，相关企业要提前谋划，缜密部署，倒排工期，有序高效开展改造工作。

资料来源：工业和信息化部，国家发改委，国信证券经济研究所整理

**原料煤价格下行，尿素价格总体围绕成本波动。**国内尿素按制备工艺分为煤制尿素、气制尿素，我国由于煤多气少的格局，主要以煤制尿素为主，其中煤制尿素按原料煤分为动力煤和无烟煤两种。无烟煤与动力煤市场价选用晋城市场无烟煤（块煤S0.4-0.5）日度市场价、鄂尔多斯市场动力煤（Q5500）日度市场价做参照。近年来管道气价格保持稳定，动力煤整体价格低于无烟煤，尿素市场价格围绕煤制尿素成本波动。2021年起，国内原料煤炭、天然气供应形势趋紧，价格持续高位，煤制尿素、气质尿素成本增加，尿素市场价格上行；2023年下半年，原料煤

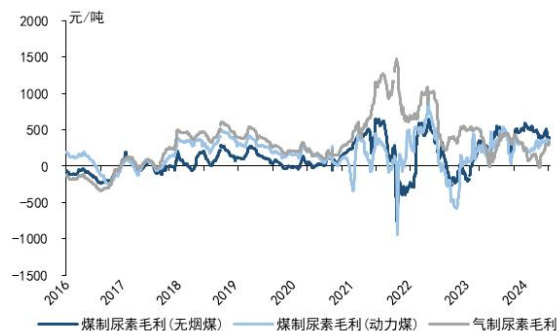
价格持续降低，煤制尿素成本降低，尿素价格下行。根据卓创数据，截至6月11日，尿素市场价格2390.75元/吨；气质尿素成本1883.49元/吨，毛利309.86元/吨；无烟煤制尿素成本1817.92元/吨，毛利375.43元/吨；动力煤制尿素成本1853.98元/吨，毛利339.37元/吨。

图64: 我国煤制尿素生产成本及尿素价格趋势



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图65: 我国煤制尿素毛利趋势



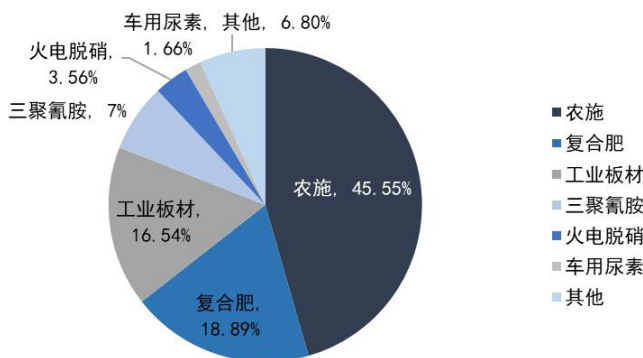
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

#### 4.2 需求端：整体表现消费量稳步增长，关注农用尿素出口情况

尿素下游需求主要集中在农业、工业和环保领域。尿素上游主要为天然气、煤和焦炉气。尿素在农业领域主要用于直接施用或与磷肥和钾肥加工成复合肥后，再施用于农作物，主要作物有玉米、水稻、小麦、蔬菜等。目前国内尿素市场下游结构以农业领域为主：农业领域包括农业用肥（46%）和复合肥（19%），共占65%；工业领域占比约为25%，主要用于制造脲醛树脂（人造板领域）、三聚氰胺等产品。其中脲醛树脂、三聚氰胺分别占比16.54%、7.00%；环保用途占比约5%，尿素用于火电脱销和车用尿素占比分别为3.56%和1.66%。

根据相关国家标准，与农用尿素相比，工业尿素对铁含量、碱度、硫酸盐、水分等有一定要求，氮、缩二脲、水分等主要质量指标差别不大。大中型企业的尿素产品一般能满足工业用尿素的质量要求。工业尿素和农业尿素没有严格区分。

图66: 2023年我国尿素消费结构

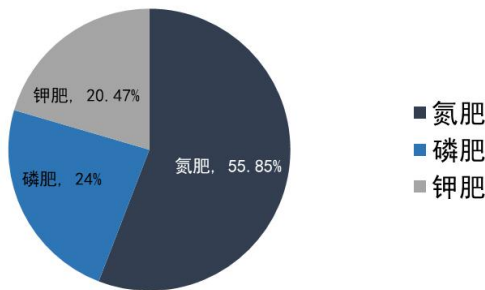


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

#### 4.2.1 农用尿素适用于各种土壤和植物，市场需求较为稳定

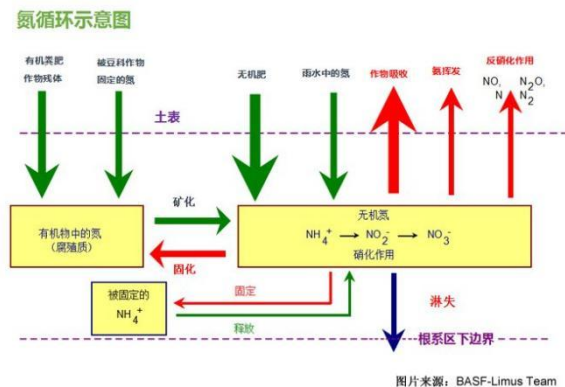
尿素是含氮量（高达 46%）较高的氮肥之一，适用范围广。根据养分种类，将化肥分成氮肥、磷肥、钾肥、复合肥三大类。2023 年全球氮肥需求量约 10699 万吨，占比 55.85%；磷肥需求量 4536 万吨，占比 23.68%；钾肥需求量 3922 万吨，占比 20.47%。其中，氮元素在土壤中以多种形式存在，氮元素可在土壤、作物、水、空气等介质中移动并相互转化。尿素则是目前使用量较大且较为广泛的一种化学氮肥，属于中性肥，适用于各种土壤和植物。尿素易于保存和使用，对土壤的破坏作用小。**农业应用方面**，尿素对作物的生长发育有重要的作用，可以促进作物的营养生长，增加叶面积，提高光合作用，增强抗逆能力，提高产量和品质。尿素主要用于农作物的种植直接施用和作为复合肥的原料，适用于多数作物和所有土壤，可用作基肥和追肥，旱水田均能施用。

图67：全球化肥细分市场需求结构（按养分，2023 年）



资料来源：FAO，国信证券经济研究所整理

图68：氮循环示意图



资料来源：世界农化网，国信证券经济研究所整理

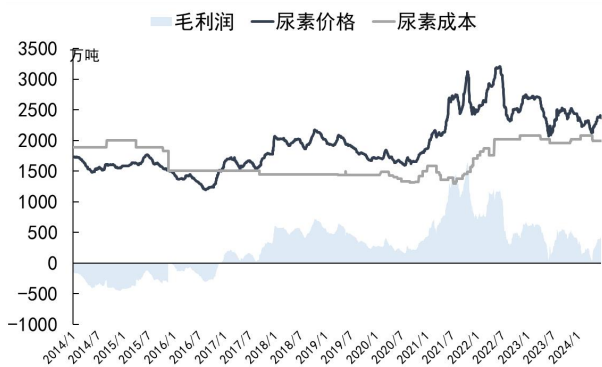
在农资产品中，尿素的供给和需求均有一定的季节性。供应方面，尿素的产量基本遵循“冬季弱，其他季节强”的季节性，通常冬季受气温、环保政策、气头企业停车检修、春节假期等影响，尿素日产量会出现明显的季节性下降。随着气温转暖，环保压力随之下降，天然气供应也开始出现季节性宽松。**需求方面**，主要分为农业需求和工业需求，其中农业需求部分约占总需求的 70%。农业用肥有明显的季节性，例如，2-3 月小麦、水稻施肥，4-5 月玉米、水稻施肥，9-10 月小麦、水稻、油菜施肥，冬季储备肥等。

**农业仍是尿素消费的主要下游，市场需求相对稳定。**尿素下游农业需求合计占比接近 65%，其中直接施用占比 45.55%，复合肥用占比 18.89%。国家统计局数据显示，2010 年-2016 年，中国农作物总种植面积呈逐年增长态势，并于 2011 年开始超过 24 亿亩，2015 年开始超过 25 亿亩，目前峰值为 2021 年的 25.3 亿亩；因种植业高度依赖土地资源，预计后期农作物总种植面积仍将稳定在 25 亿亩左右。2023 年我国农作物总播种面积同比增加 1%。2023 年，化肥施用量达到 5021.74 万吨，整体保持稳定。根据国际氮肥形势分析会议的预测，2024 年全国农用化肥需求量约为 5046 万吨，其中氮肥需求量预计增加 1%左右，折合尿素约 50 万吨。另外，尿素在农用领域除直接施用外，便是和磷肥、钾肥混合生产复合肥。2023 年复合肥产量 5757.03 万吨，同比增长 4.14%。2024 年 1-4 月，复合肥产量 1989.91 万吨，同比增长 6.22%。随着复合肥开工率回升，产量稳步增长，将有效带动尿素需求齐升。随着夏季耕种的推进，以及秋季备肥启动，复合肥需求或仍坚挺。



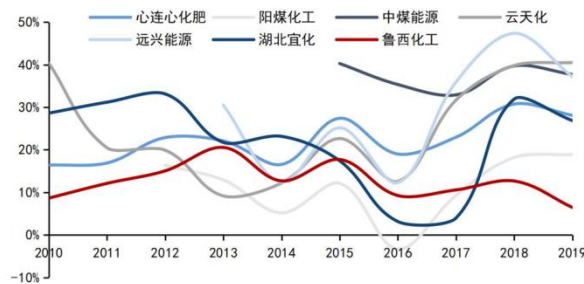
2017年至2023年，远兴能源的尿素产品的产销量、营业收入逐年增长，其“博大实地”“博源富农”品牌在尿素行业积累了较高知名度和品牌美誉度，得到客户的普遍认可。2024年1-4月份，国内氮肥供应大幅度增长，表现为产量增加、进口减少、需求增长、表观消费量大幅度增加，而由于原材料价格下跌以及供需失衡等方面的原因，导致尿素产品效益有所下降。2023年公司化肥产品出口规模较小。2023年，尿素业务占公司整体营收的32%左右，产品毛利率24.45%左右。

图69: 尿素价格、成本及利润情况



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图70: 远兴能源与同行公司尿素毛利率趋势比较

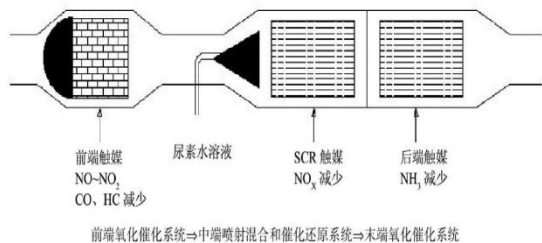


资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

#### 4.2.2 车用尿素未来需求仍有空间，有望与加油站配套或单独建设加注站

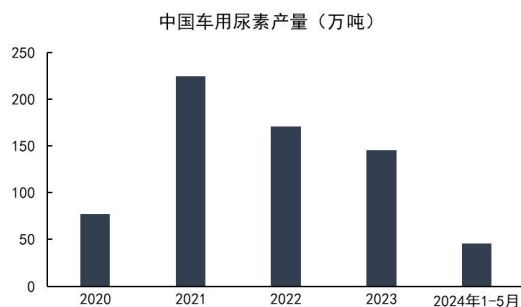
车用尿素是 SCR 方案的必需添加剂。柴油发动机尾气处理液又名车用尿素，应用于柴油发动机中，它是一种使用在 SCR 技术中，用来减少柴油车尾气中的氮氧化物污染的液体。为减少机动车 NO<sub>x</sub> 和 PM 的排放，采用机动车尾气排放后处理方式的以尿素溶液为还原剂的 SCR 处理技术将得到广泛推广。车用尿素溶液是无色、透明、清澈的液体，浓度在 31.8%–33.2%，用于还原 NO<sub>x</sub>。目前使用的车用尿素溶液一般由 32.5%高纯尿素和 67.5%的去离子水组成。在 SCR 催化还原系统中尿素分解出的氨气与 NO<sub>x</sub> 进行反应，生成水和氮气。我国车用尿素的销量在过去几年经历了显著增长，未来随着需求量的不断增加，与加油站配套或单独建设车用尿素加注站有望成为产业趋势，供应渠道将进一步完善，用户购买车用尿素的便利度将大幅提高，使用成本将有所降低。

图71: 尿素-SCR 技术尾气净化系统及功用



资料来源: 徐民《车用尿素-SCR 技术进展现状及发展展望》山东化工, 2015 年第 44 卷 P67–69, 国信证券经济研究所整理

图72: 国内车用尿素产量趋势



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

表15: 中国机动车尾气排放标准发展历程

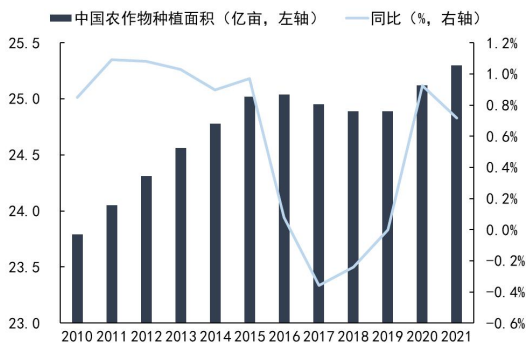
阶段	主要标准及颁布时间	开始实施时间	主要内容及意义
国一标准	1999年公布初定方案，2001年4月16日正式发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(I)》和《车用压燃式发动机排气污染物排放限值及测量方法》	2000年7月1日	标志我国的汽车排放标准开始追赶发达国家
国二标准	2001年4月16日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(II)》等三项国家污染物排放标准的通知	2003年7月1日	国二标准与国家一标准相比单车污染物排放一氧化碳降低30.4%，碳氢化合物和氮氧化物降低55.8%
国三标准	2005年4月15日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国III、IV阶段)》，2005年5月30日发布《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车污染物排放限值及测量方法(中国III、IV、V阶段)》	2008年7月1日	“国三”排放污染物总量比达到“国二”的车辆减少40%左右，同时国三标准要求加装车载排放诊断系统，因此单车排放更低，对大气环境的影响更小
国四标准		2011年7月1日	“国四”比“国三”污染物排放量下降50%左右
国五标准	2013年9月17日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第五阶段)》	2017年7月1日	“国五”相比“国四”最大区别在于对重型车排放更加严格，新标准轻型车氮氧化物排放可以降低25%，而重型车氮氧化物排放可以降低43%
国六标准	2016年12月23日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》；2018年6月28日发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	国六a阶段最早从2019年7月起实施，到2023年7月实现国六b全面实施	国六a的实施标志着我国汽车标准全面进入国六时代，基本实现与欧美发达国家接轨

资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

### 4.2.3 我国尿素表观消费量将稳步增长

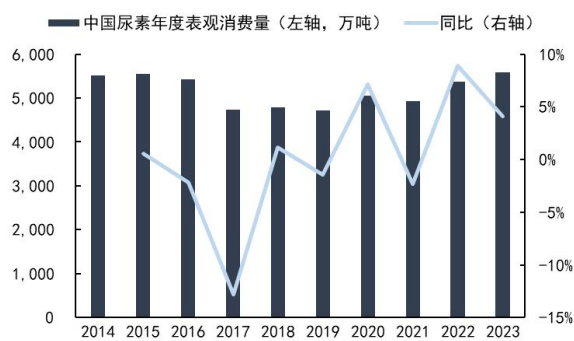
**近3年来我国尿素表观消费量稳步增长。**近三年来我国尿素需求持续增长，据中国氮肥工业协会测算，2023年全国氮肥表观消费量3841.2万吨纯氮，同比增长5.6%，尿素表观消费量5866.8万吨，同比增长7.1%。2024年1-4月，尿素表观消费量延续2023年良好态势，表观消费量2193.21万吨，同比增长15.00%。**农业需求方面**，2024年中央一号文件产粮目标连续第四次锁定1.3万亿斤以上，粮食产量仍以增产稳产为总体目标，我们看好尿素农业需求有望保持稳定。全球需求方面，2024年全球尿素的农业消费量将增长2%至1.10亿吨。**工业需求方面**，房地产行业景气度仍显低迷，导致建筑木材需求、家装需求增速放缓，三聚氰胺、脲醛树脂等与房地产相关的下游尿素需求增速或有限，而和脱硝有关的尿素需求或将受益于环保政策，保持高增速。据中国氮肥工业协会预测，2024年全年我国尿素非农需求将达到2,150万吨，同比增加约200万吨。

图73: 中国农作物总种植面积变化趋势



资料来源：世界农化网，国信证券经济研究所整理

图74: 我国尿素表观消费量



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 远兴能源盈利拆分假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

#### 1、天然碱业务：

公司阿拉善天然碱项目规划建设纯碱产能 780 万吨/年、小苏打产能 80 万吨/年，其中一期规划建设纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年，二期规划建设纯碱 280 万吨/年、小苏打 40 万吨/年。

目前，公司具备 580+100 万吨/年的纯碱产能，150 万吨/年的小苏打产能，并有 280 万吨纯碱、40 万吨小苏打正在建设中（计划于 2025 年 12 月建成）。项目一期于 2023 年 6 月投料试车，第一条、第二条和第三条生产线已达产，第四条生产线正在试车；项目二期于 2023 年 12 月启动建设。

**（1）纯碱产品：**2021-2022 年，随着光伏、锂电拉动下游需求高涨，纯碱行业步入景气上行周期，纯碱价格处于稳步上升阶段。2023 年，纯碱产品市场价格同比下降，子公司银根矿业阿拉善塔木素天然碱项目一期部分生产线投料，产能逐步释放，一定程度对冲了产品价格下降带来的不利影响。2024 年 2-4 月，纯碱市场含税价格保持平稳，5 月以来纯碱价格缓慢小幅上涨。2024 年-2026 年，预计纯碱产能及需求仍将保持增长态势，但随着远兴能源等公司的产能扩张叠加规模效应及技术进步带来的成本下降，我们预测 2024-2026 年，公司纯碱产品均价中枢将分别为 1900、1850、1820 元/吨。2023 年公司 400 万吨纯碱产能建成投产，2024Q1，四线 100 万吨产能已投料。我们预计截至 2024、2025、2026 年初，公司纯碱产能将分别达到 580、680、960 万吨；2024、2025 年底，公司纯碱产能分别 680、960 万吨。考虑到产能爬坡需要一定时间、部分检修计划等因素，我们预计 2024-2026 年公司纯碱销量分别为 470、610、735 万吨，毛利率分别为 52%、51%、51%。

**（2）小苏打产品：**近年来，随着食品、工业、饲料等下游需求持续释放，小苏打产品供需均稳步增长。近几年来我国小苏打产能利用率均能保持在 74%以上。目前公司小苏打产品产能为 150 万吨，阿拉善二期项目新增 40 万吨已于 2023 年 12 月启动建设，计划将于 2025 年年底建成。我们预计 2024-2026 年公司小苏打产品销量分别为 130、155、170 万吨。小苏打价格受上游主要原料纯碱价格波动影响较大，供应方面将会维持宽松局面，我们预计 2024-2026 年公司小苏打产品价格分别为 1450、1400、1400 元/吨，预计业务毛利率维分别为 42%、40%、40%。

**2、尿素产品：**2021-2022 年国内尿素供需双增，景气度提升，公司尿素毛利率分别达到 29.82%、29.60%、24.58%。2023 年上半年，由于原料价格及供需错配的影响，尿素市场震荡下行。2023 年下半年，伴随经济修复进程推进，农需集中释放及出口需求的共同作用，尿素市场价格反弹并延续震荡走势。2024 年 3 月中旬，全国尿素市场均价震荡下行，4 月中旬以来，尿素价格持续稳步上行。**未来 1-2 年**，尿素市场供应将进一步明显增加，而需求将保持平稳增长，我们认为中长期看尿素产品价格仍有走跌的预期。公司具备尿素产能 154 万吨/年，合成氨产能 80 万吨/年，未来暂时没有扩产预期。我们预计 2024-2026 年公司尿素销量保持平稳，在 155-175 万吨区间内，价格分别为 1,900、1,800、1,780 元/吨，毛利率分别 20%、19%、19%。

### 3、其他：假设其他业务的营收及毛利率水平均稳中有增。

综上所述，预计未来 2024-2026 年公司营收 140.8/168.3/193.7 亿元，同比增长 16.9%/19.5%/15.1%。预计未来 2024-2026 年公司毛利率分别为 43.3%/43.1%/43.7%，毛利分别为 61.0/72.6/84.7 亿元。2024Q1 公司营收、销售毛利率分别为 32.8 亿元、44.47%。

表16: 远兴能源公司盈利拆分及预测

业务	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯碱	营业收入	2,499	1,639	2,484	3,668	5,372	8,930	11,285	13,377
	单价			1,688	2,266	2,091	1,900	1,850	1,820
	销量			147	162	257	470	610	735
	毛利率	57%	45%	50%	58%	60%	52%	51%	51%
	毛利润	1,426	732	1,234	2,116	3,201	4,644	5,755	6,822
尿素	营业收入	2,160	2,475	3,171	3,794	3,820	2,945	2,970	3,115
	单价	1,583	1,445	2,029	2,427	2,111	1,900	1,800	1,780
	销量	136	171	156	156	181	155	165	175
	毛利率	37%	22%	30%	30%	25%	20%	19%	19%
	毛利润	803	541	946	1,123	939	589	564	592
小苏打	营业收入	936	1,236	1,634	2,326	1,803	1,958	2,170	2,380
	单价			1,601	2,028	1,508	1,450	1,400	1,400
	销量			102	115	120	135	155	170
	毛利率	57%	34%	47%	53%	43%	42%	40%	40%
	毛利润	530	423	764	1,224	777	822	868	952
甲醇	营业收入	899	702	995					
	单价	1,664	1,286	2,058					
	销量	54	55	48					
	毛利率	3%	-5%	22%					
	毛利润	31	-36	216					
煤炭	营业收入	231	503	2,125					
	单价	321	330	604					
	销量	72	152	352					
	毛利率(%)	-29%	37%	83%					
	毛利润	-68	184	1,772					
其他	营业收入	126	129	306	297	245	250	400	500
	毛利率					4%	4%	5%	6%
	毛利润					11	10	20	30
其他业务收入	营业收入	842.0	1,013.0	1,433.8	901.5	803.9	800.0	1,000.0	1,200.0
	毛利率	10%	4%	7%	2%	4%	4%	5%	6%
	毛利润	84.7	38.7	96.6	17.0	31.3	32.0	50.0	72.0
营收合计		7,693	7,698	12,149	10,987	12,044	14,083	16,825	19,372
营收增速			<b>0.1%</b>	<b>57.8%</b>	<b>-9.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>16.9%</b>	<b>19.5%</b>	<b>15.1%</b>
营业成本/营业收入			75.5%	58.6%	59.2%	58.8%	56.7%	56.9%	56.3%
毛利润合计		2,808	1,883	5,028	4,480	4,960	6,097	7,258	8,468
毛利率		<b>36.5%</b>	<b>24.5%</b>	<b>41.4%</b>	<b>40.8%</b>	<b>41.2%</b>	<b>43.3%</b>	<b>43.1%</b>	<b>43.7%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所拆分并预测

单位：营业收入/毛利润单位为百万元，毛利率单位为%，单价为元/吨，销量为万吨。单价为不含税均价。

备注：盈利拆分及预测仅为国信证券经济研究所研究假设所得，并非公司公告数据，请以公司公告为准。



## 不同纯碱价格情形下的公司净利润弹性测算

表17: 不同纯碱价格情形下的远兴能源公司净利润弹性测算

净利润测算(亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯碱价格(元/吨,含税)\纯碱销量(万吨)	162	257	470	610	735
2400	16.73	23.04	37.17	46.45	55.74
2300	15.89	21.70	34.71	43.26	51.90
2200	15.04	20.36	32.26	40.08	48.06
2100	14.20	19.01	29.80	36.89	44.22
2000	13.35	17.67	27.35	33.71	40.39
1900	12.51	16.33	24.90	30.52	36.55
1800	11.66	14.99	22.44	27.34	32.71
1700	10.82	13.65	19.99	24.15	28.87
1600	9.97	12.31	17.53	20.97	25.04
1500	9.13	10.96	15.08	17.78	21.20
1400	8.28	9.62	12.63	14.60	17.36
1300	7.44	8.28	10.17	11.41	13.52
1200	6.59	6.94	7.72	8.23	9.69

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理并预测

备注:横轴为公司销量及预测(单位:万吨),纵轴为纯碱含税均价(单位:元/吨);尿素、小苏打业务净利润采取保守测算;蒙大矿业投资收益保守测算

## 估值

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值: 8.65-13.70 元

未来3年估值假设条件见下表:

**1、管理费用率方面**,2022年,受2021Q4处置子公司内蒙古博源煤化工、内蒙古博源联合化工,不再纳入合并范围,管理费用总额减少。公司部分项目正在实施产业化,未来随着公司营业收入逐年增长和业务规模的扩大,管理投入及人力成本或将有所增加。考虑到下一阶段,公司将持续狠抓经营管理、持续优化管理体系,我们预计2024年-2026年公司的管理费用率将分别为6.3%/6.3%/6.4%。

**2、研发费用方面**,考虑到公司多个研发项目现已进入中试阶段,部分项目正在实施产业化,主要设备已采购,我们按小幅增长的态势预测未来三年公司研发费用率:2024年-2026年研发费用率分别为:1.3%、1.3%、1.4%。

**3、销售费用率方面**,公司主要产品由子公司统一销售,构建了以大客户为核心,直销、经销和网络销售相结合的营销体系。博大实地、兴安化学分别地处鄂尔多斯腹地、兴安盟,有良好的市场优势、物流优势以及客户资源优势,保证了公司产品销量的稳定增长。公司销售渠道不断完善,通过产销分离及精准营销,深耕下游市场,为公司提质增效、满产满销提供有力保障。而2023年阿拉善塔木素天然碱项目一期部分生产线投料,伴随产品销量增加,公司销售费用也出现了同步增加。随着营收规模持续增长,我们预计2023-2025年公司销售费用率整体将维持在前三年的平均值,维持1.6%左右。

表18: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	57.8%	-9.6%	9.6%	16.9%	19.5%	15.1%
营业成本/销售收入	58.6%	59.2%	58.9%	56.7%	56.9%	56.3%
管理费用/销售收入	6.9%	6.8%	6.2%	6.3%	6.3%	6.4%
研发费用/销售收入	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%
销售费用/销售收入	1.3%	1.5%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%
营业税及附加/营业收入	3.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%
所得税税率	10.0%	12.8%	19.2%	17.0%	17.0%	17.0%
股利分配比率	4.5%	30.9%	68.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

表19: 资本成本假定

无杠杆 Beta	1.2	T	17.00%
无风险利率	3.50%	Ka	14.30%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.10
公司股价	7.1	Ke	<b>13.40%</b>
发行在外股数	3740	E/(D+E)	64.10%
股票市值(E)	26556	D/(D+E)	35.90%
债务总额(D)	14874	WACC	<b>9.78%</b>
Kd	4.00%	永续增长率(10年后)	<b>2%</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

表20: 远兴能源 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	4,460.4	5,314.1	6,200.6	6,185.5	6,497.7
所得税税率	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
EBIT*(1-所得税税率)	3,702.1	4,410.7	5,146.5	5,133.9	5,393.1
折旧与摊销	2,185.5	2,818.6	3,426.2	4,081.2	4,750.5
营运资金的净变动	(1,392.2)	(141.3)	(256.6)	(189.5)	(334.1)
资本性投资	(10,000.0)	(10,000.0)	(10,000.0)	(10,000.0)	(10,000.0)
FCFF	(5,504.6)	(2,911.9)	(1,683.9)	(974.4)	(190.5)
PV(FCFF)	(5,014.2)	(2,416.2)	(1,272.7)	(670.8)	(119.5)
<b>核心企业价值</b>	<b>51,113.6</b>				
减: 净债务	11,129.1				
<b>股票价值</b>	<b>39,984.5</b>				
<b>每股价值</b>	<b>10.69</b>				

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表21：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.8%	9.3%	9.78%	10.3%	10.8%
永续增长率变化	3.5%	18.47	15.87	13.70	11.87	10.30
	3.0%	16.73	14.46	12.55	10.92	9.51
	2.5%	15.26	13.26	11.56	10.08	8.80
	<b>2.0%</b>	14.01	12.23	<b>10.69</b>	9.35	8.18
	1.5%	12.93	11.32	9.93	8.71	7.63
	1.0%	11.99	10.53	9.25	8.13	7.13
	0.5%	11.16	9.83	8.65	7.61	6.68

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 8.65-13.70 元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在周期股预测中存在失真现象。

### 相对估值：6.60-9.90 元

选择目前从事新合成生物学的企业三友化工、山东海化、中盐化工、华鲁恒升等公司为可比公司，选择理由如下：

**1、三友化工（600409.SH）：**三友化工是纯碱、粘胶短纤龙头企业，专业从事纯碱、PVC、粘胶短纤、烧碱等产品的研发、生产与销售，公司粘胶短纤产品差异化率行业领先，是国内唯一拥有三代纤维产品的公司。公司纯碱低盐化率、重质化率、散装化率行业第一，在国内首创了以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的较为完善的循环经济体系。**考虑到：**（1）三友化工拥有纯碱产能 340 万吨/年，“三友”牌纯碱为中国驰名商标，远兴能源现有纯碱产能 680 万吨/年，拥有国内知名品牌“远兴”牌纯碱和“马兰”牌小苏打产品；（2）三友化工以氨碱法生产纯碱，而远兴能源主要以天然碱法生产纯碱；（3）三友化工积极推进“三链一群”（循环经济产业链、有机硅新材料产业链、精细化工产业链、新能源新材料产业集群）的产业布局，远兴能源则聚焦于天然碱法生产和相关产业链的延伸。故，我们选择三友化工公司作为远兴能源的可比公司之一。

**2、山东海化（000822.SZ）：**山东海化立足盐化产业，致力于纯碱、烧碱、溴素、氯化钙、小苏打等产品的生产和销售。公司纯碱一次检验优级品率达到 99.95%，是纯碱行业能效“领跑者”标杆企业，同时还是国内首家解决提溴后卤水酸性中和难题的厂家。**考虑到：**（1）山东海化于 1997 年成立，于 1998 年 7 月上市，成立时间与远兴能源同年，上市时长仅晚于远兴能源约半年；（2）山东海化以传统纯碱生产为主，是国内重要的氨碱法制碱企业，而远兴能源专注于天然碱法制纯碱；（3）山东海化在纯碱行业中产销量位于前列，与远兴能源的尿素产品存在直接竞争关系。故，我们选择山东海化公司作为远兴能源的可比公司之一。

**3、中盐化工（600328.SH）：**中盐化工是一家以盐化工为主的生产企业，主营以纯碱、烧碱、PVC、糊树脂、氯化铵为代表的基础化工产品，以金属钠、氯酸钠、三氯异氰尿酸等为代表的精细化工产品。公司获得 12 项中国纯碱工业协会 2021-2023 年度科技进步三等奖，拥有技术领先、产能位居全国前三的纯碱生产系统及国内最大的氯酸钠生产系统。**考虑到：**（1）中盐化工拥有位于内蒙古阿拉善盟的吉兰泰盐湖的全部资源，远兴能源同样拥有位于内蒙古阿拉善塔木素天然

碱矿；（2）以 2023 年年报类比，中盐化工营业收入/归母净利润为 161.01/11.52 亿元，远兴能源则分别为 120.44/14.1 亿元，二者经营业绩体量基本相当；（3）中盐化工使用氨碱法、联碱法生产纯碱，拥有纯碱产能 390 万吨，远兴能源以天然碱法生产纯碱，现有产能 680 万吨，在建产能 280 万吨。（4）中盐化工“阿瑞美”牌食用纯碱是国内首家通过认证的食用碱品牌，“昆仑雪”牌纯碱获得青海省省级著名商标荣誉称号，远兴能源拥有国内知名品牌“远兴”牌纯碱和“马兰”牌小苏打产品。故，我们选择中盐化工公司作为远兴能源的可比公司之一。

**4、华鲁恒升（600426.SH）：**华鲁恒升主要业务包括化工产品 & 化学肥料的生产、销售，发电及供热业务，主营产品包括肥料、醋酸及衍生品、有机胺、己二酸及中间品、多元醇等。作为全球最大的 DMF 生产商之一，华鲁恒升在 DMF 行业的产能占比约 25%，保持较强的市场竞争优势。目前，公司高新技术企业复审认定通过审核，被中华人民共和国国务院国资委确定为“创建世界一流专精特新示范企业”和“科改企业”。**考虑到：**华鲁恒升主要生产煤制尿素，拥有尿素产能 255 万吨，优化提升项目在建产能 52 万吨。2023 年 10 月，公司荆州基地顺利投产，包括 100 万吨冰醋酸、70 万吨尿素、15 万吨 DMF 等，投产后公司尿素、醋酸、DMF 等产能大幅提升。公司采用新型水煤浆气化炉和多联产的综合利用工艺，在尿素成本方面全国领先，2023 年尿素产销量进一步增长。华鲁恒升的尿素产品与远兴能源的尿素产品存在直接竞争关系。故，我们选择华鲁恒升公司作为远兴能源的可比公司之一。

表22: 远兴能源及可比公司估值

股票代码	股票简称	主营产品	股价		EPS			PE	PB	总市值 (亿元)	
			(2024.6.18)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		(2024.6.18)
600409	三友化工	氨碱法纯碱、粘胶短纤、PVC、烧碱、有机硅单体等	5.27	0.19	0.32	0.45	28.18	16.37	11.74	0.80	108.79
000822	山东海化	氨碱法制纯碱企业	6.09	0.81	1.19	1.31	7.50	5.11	4.63	1.05	54.51
600328	中盐化工	金属钠、氯酸钠、烧碱、氨碱法纯碱、PVC、氯化铵等	7.14	0.62	1.03	1.33	11.44	6.95	5.39	0.87	105.12
600426	华鲁恒升	煤化工、尿素、有机胺、醋酸及衍生品、肥料等	27.99	1.73	2.23	2.68	16.14	12.56	10.44	2.06	594.32
<b>平均值</b>						<b>15.81</b>	<b>10.24</b>	<b>8.05</b>	<b>1.19</b>		
000683	远兴能源	天然碱法纯碱、小苏打、尿素	7.12	0.38	0.66	0.75	18.89	10.71	9.44	1.77	265.63

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

备注：远兴能源公司盈利预测为国信证券经济研究所预测，其余公司预测来自于 Wind 一致性预期

**可比公司的行业平均 PE（2024 年）约 10.24 倍，公司 2024 年 PE 基本符合行业平均水平。**考虑到：远兴能源公司资源优势和技术优势突出，在天然碱化工领域处于国内领先水平，在行业中更加能提高资源利用效率、节能降耗、降低成本，同时成本端周期性波动较小。天然碱是符合国家绿色低碳发展要求的产业，作为目前国内唯一采用天然碱法制纯碱和小苏打的企业，公司紧紧把握国家宏观经济政策和产业导向，以“产业升级、转型发展”为重点，未来远期项目投产规模仍较大；同时，公司坚持产业发展与资本运营并重的发展思路。公司标的稀缺性及且产能仍继续扩张，所以在可比公司估值 10 倍的基础上，适当给予估值溢价，我



们按 PE 10-15 倍来估值较合理，对应股价区间 6.60-9.90 元。

## 投资建议

综合绝对及相对方法估值，我们认为股票合理估值区间在 8.65-9.90 元之间，2024 年动态市盈率 10-15X，相对于目前股价有 22%-39% 溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 24.86/28.21/32.08 亿元（+76.3%/+13.5%/+13.7%），EPS 分别为 0.66/0.75/0.86 元，对应当前 PE 分别 10.7/9.4/8.3 元/股。**首次覆盖，给予“优于大市”评级。**

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 8.65-9.90 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、风险溢价 9.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的企业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司三友化工、山东海化、中盐化工、华鲁恒升等 2024 年平均预测 PE 作为相对估值的参考。考虑到公司标的稀缺性和产能仍将继续扩张，在行业平均动态 PE（10X）的基础上，最终给予公司 10-15 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们假设公司 2024-2026 年 3 年营收 140.8/168.3/193.7 亿元，同比增长 16.9%/19.5%/15.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司 2024-2026 年 3 年毛利率分别为 43.3%/43.1%/43.7%，主要是基于公司产能持续扩张、规模效应且技术优化、下游需求支撑、行业竞争格局将在 2026 年有所缓解等假设，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

我们预计公司新增产线将在未来 1-3 年内陆续投产，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

公司盈利受终端需求、市场价格的影响较大。若由于形势变化，终端产品的实际价格大大低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

### 法律风险

**参股子公司诉讼风险：**公司参股子公司乌审旗蒙大矿业有限责任公司涉及探矿权转让合同纠纷的诉讼案件，目前案件结果存在不确定性，最终判决结果可能对公司的产生不利影响。

**大股东质押风险：**公司控股股东内蒙古博源控股集团有限公司质押股份数量占其所持公司股份数量比例超过 80%。高比例的质押可能增加了公司控制权的不稳定性，对公司稳定经营存在一定风险。

### 政策风险

**宏观经济周期风险：**纯碱下游主要为房地产和光伏行业，其发展状况与宏观经济周期紧密相连。在当前宏观经济面临下行压力的背景下，纯碱行业可能面临需求减缓的风险。经济增长放缓通常会导致消费者支出减少，而影响到市场需求量；同时企业投资回报周期拉长。此外，宏观经济的不确定性也可能增加企业运营的难度，导致生产和销售计划的调整，对企业的盈利能力构成挑战。

**产业政策风险：**公司所处行业一定程度上受到国家政策的影响，产业政策对行业的发展具有重要指导和限制作用。政策的不连续性或未来可能的调整也给企业带来了不确定性，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

**国际贸易形式波动风险：**尿素的出口易受国际贸易政策的影响。国际市场上的关税调整、贸易保护措施、出口限制等政策的变动都可能对行业的出口量和价格产生重大影响。虽 2023 年公司化肥产品出口规模较小，公司化肥产品税收政策未发生变化，但在当前全球贸易摩擦的背景下，国际贸易政策的不确定性增加了企业的经营风险，可能对企业的国际竞争力和市场份额产生不利影响。

**资源税政策变动风险：**目前公司河南地区开采地下碱矿（原矿）按应税额的 5% 计缴、开采地下碱矿（选矿）按应税额的 2.5% 计缴；内蒙古地区开采地下碱矿（原矿）按应税额的 4.5% 计缴、开采地下碱矿（选矿）按应税额的 4% 计缴。若后续资源税政策变动，则会对公司税费确认带来一定影响。

### 市场风险

**行业产能过剩风险：**若纯碱行业产能释放过快，可能会导致产品供过于求，进而影响产品价格和公司的盈利能力。目前纯碱市场整体供需维持紧平衡，公司产能投产可能会对供需格局造成不利影响，出现纯碱价格不及预期的风险。尚需考虑市场需求放缓及市场容量有限等风险。

**房地产修复不及预期风险：**房屋新开工和竣工面积对浮法玻璃等建材的需求具有影响。若房地产市场复苏速度慢于预期，可能导致浮法玻璃的需求增长受限，纯碱需求可能面临压力。

**光伏新增装机量不及预期风险：**光伏玻璃是纯碱的重要下游应用，是纯碱需求的重要增长点，若光伏新增装机量低于预期，将影响光伏玻璃的需求量，从而影响纯碱需求。

**原材料价格波动的风险：**公司主要原材料为煤炭等产品，直接材料占主营业务成本的比例较高，为主营业务成本重要的组成部分，公司生产所用的主要原材料的采购价格呈现一定波动，未来如果主要原材料价格出现上升而公司未能采取

有效措施予以应对，将对公司的经营业绩带来不利影响。

### 经营风险

**项目投产不及预期风险：**公司阿拉善天然碱项目正在推进过程中，若不能按计划投产，可能会影响公司的收益增长速度及市场竞争力。

**安全生产风险：**公司属于化工类企业，生产过程存在一定的安全风险。一些突发性事件可能造成人员伤亡或生产设备、设施损毁事故的发生，从而可能使公司正常生产经营受到停产等影响，若员工操作不当或设备老化失修，可能导致严重安全事故。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2062	3568	3319	2983	3290	营业收入	10987	12044	14083	16825	19372
应收款项	481	260	575	687	792	营业成本	6506	7094	7986	9567	10904
存货净额	776	535	651	758	843	营业税金及附加	242	240	282	337	407
其他流动资产	4633	2956	4176	4989	5744	销售费用	163	232	225	269	310
<b>流动资产合计</b>	<b>8041</b>	<b>7321</b>	<b>8725</b>	<b>9421</b>	<b>10672</b>	管理费用	803	838	946	1119	1289
固定资产	6029	19836	27681	34902	41513	研发费用	164	151	183	219	262
无形资产及其他	837	1478	1419	1360	1300	财务费用	154	317	418	665	852
投资性房地产	11832	1718	1718	1718	1718	投资收益	793	550	450	450	450
长期股权投资	3124	3742	3742	3742	3742	资产减值及公允价值变动	(24)	57	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>29862</b>	<b>34094</b>	<b>43284</b>	<b>51142</b>	<b>58945</b>	其他收入	(188)	(248)	(183)	(219)	(262)
短期借款及交易性金融负债	3139	3810	10532	14979	19229	营业利润	3700	3680	4493	5099	5798
应付款项	4932	3110	3470	4036	4488	营业外净收支	(42)	(1028)	0	0	0
其他流动负债	1421	1596	1468	1772	1986	<b>利润总额</b>	<b>3658</b>	<b>2652</b>	<b>4493</b>	<b>5099</b>	<b>5798</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9492</b>	<b>8516</b>	<b>15469</b>	<b>20787</b>	<b>25703</b>	所得税费用	468	508	764	867	986
长期借款及应付债券	2085	4342	4342	4342	4342	少数股东损益	530	734	1243	1411	1605
其他长期负债	1566	3305	3305	3305	3305	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2660</b>	<b>1410</b>	<b>2486</b>	<b>2821</b>	<b>3208</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3651</b>	<b>7647</b>	<b>7647</b>	<b>7647</b>	<b>7647</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>13143</b>	<b>16163</b>	<b>23116</b>	<b>28434</b>	<b>33350</b>	净利润	2660	1410	2486	2821	3208
少数股东权益	4189	4445	5191	6038	7001	资产减值准备	3	27	28	20	21
股东权益	12531	13486	14977	16670	18594	折旧摊销	880	1046	2186	2819	3426
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29862</b>	<b>34094</b>	<b>43284</b>	<b>51142</b>	<b>58945</b>	公允价值变动损失	24	(57)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	154	317	418	665	852
每股收益	0.73	0.38	0.66	0.75	0.86	营运资本变动	(8187)	12373	(1392)	(141)	(257)
每股红利	0.23	0.26	0.27	0.30	0.34	其它	363	208	718	827	941
每股净资产	3.46	3.61	4.00	4.46	4.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>(4257)</b>	<b>15007</b>	<b>4025</b>	<b>6345</b>	<b>7340</b>
ROIC	16%	15%	15%	13%	13%	资本开支	0	(14848)	(10000)	(10000)	(10000)
ROE	21%	10%	17%	17%	17%	其它投资现金流	(28)	86	(1)	0	0
毛利率	41%	41%	43%	43%	44%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1652</b>	<b>(15379)</b>	<b>(10001)</b>	<b>(10000)</b>	<b>(10000)</b>
EBIT Margin	28%	29%	32%	32%	32%	权益性融资	0	434	0	0	0
EBITDA Margin	36%	38%	47%	48%	50%	负债净变化	1740	2257	0	0	0
收入增长	-10%	10%	17%	19%	15%	支付股利、利息	(822)	(959)	(994)	(1128)	(1283)
净利润增长率	-46%	-47%	76%	13%	14%	其它融资现金流	(1497)	(1151)	6722	4447	4250
资产负债率	58%	60%	65%	67%	68%	<b>融资活动现金流</b>	<b>339</b>	<b>1878</b>	<b>5727</b>	<b>3319</b>	<b>2967</b>
息率	3.1%	3.6%	3.7%	4.2%	4.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(2266)</b>	<b>1506</b>	<b>(249)</b>	<b>(336)</b>	<b>307</b>
P/E	9.7	18.8	10.7	9.4	8.3	货币资金的期初余额	4328	2062	3568	3319	2983
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4	货币资金的期末余额	2062	3568	3319	2983	3290
EV/EBITDA	9.7	9.4	7.5	6.8	6.2	企业自由现金流	0	1391	(5505)	(2912)	(1684)
						权益自由现金流	0	2497	870	983	1859

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032