

## 博源化工 (000683.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

周立  
化工研究员

2026年4月2日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	8.28
总市值	307.75亿
PE-TTM	28.80
PB-MRQ	2.12

## 估值结果

价值	406.84亿
DDM估值 上行空间	32%
状态	偏低估
价值	405.52亿
动态估值 上行空间	32%
状态	偏低估

## 四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

公司是国内纯碱行业龙头，公司天然碱法制碱成本优势显著。

公司成长空间一般，主要系公司具备扩张能力，但核心工艺依赖碱矿资源，扩张存在一定难度；公司盈利趋势较弱，主要系纯碱产能持续过剩，短期内行业盈利能力仍将持续承压；公司产业格局较好，主要系在波特五力模型框架下，本行业竞争较为激烈，但公司处于有利地位，其他四个维度表现尚可；公司护城河深厚，主要系公司具有稀缺的碱矿资源优势。

基于公司缓慢扩张，远期毛利率为38%的假设，我们认为公司估值状态为偏低估。

## 我们区别于市场的观点

市场观点：行业周期性强，盈利波动较大，在景气下行时过度悲观，在景气上升时过度乐观。

我们认为：短期景气度不影响公司的长期估值，周期股的魅力在于景气低谷时无人问津，可以用便宜的价格买到优质的公司。公司作为纯碱行业头部企业，综合表现良好，值得长期关注。

## 风险提示

环保政策约束风险。天然碱矿开采涉及生态脆弱区，环保审批趋严可能延缓后续资源接续或扩产节奏。公司资源储量虽丰富，但开发进度受政策不确定性影响，长期产能释放存在变数。

价格剧烈波动风险。纯碱需求与地产、玻璃行业深度绑定，下游景气下行易致价格快速回落。公司虽具成本优势，但无法主导定价，盈利随行业价差大幅波动。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

## 图表目录

图1：预测2025年收入占比 .....	4
图2：预测2025年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	7
表1：护城河详解表 .....	8
表2：公司整体业绩预测 .....	9
表3：公司分业务业绩预测 .....	9
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	10
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	10

## 1. 基本信息

公司是国内纯碱行业的龙头企业，更名前为远兴能源。公司核心业务围绕天然碱资源展开，主要从事纯碱、小苏打及煤制尿素的生产与销售。依托内蒙古地区丰富的天然碱矿资源，公司掌控国内绝大部分天然碱储量，采用独特的天然碱法制碱工艺，相比传统的氨碱法和联碱法，具有能耗低、污染小、成本优的显著优势。公司构建了从碱矿开采、碱产品制造到下游应用的一体化产业链，形成了以天然碱资源为核心的独特商业模式。近年来，公司持续聚焦主业，逐步剥离煤炭、甲醇等非相关资产，强化在天然碱化工领域的专业布局。截至2024年，公司在产产能纯碱680万吨/年，小苏打150万吨/年，尿素154万吨/年；在建产能纯碱280万吨/年，小苏打40万吨/年。

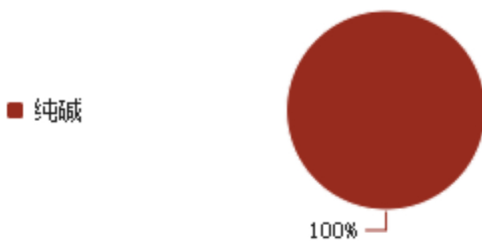
## 2. 业务介绍

对于博源化工公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

纯碱：

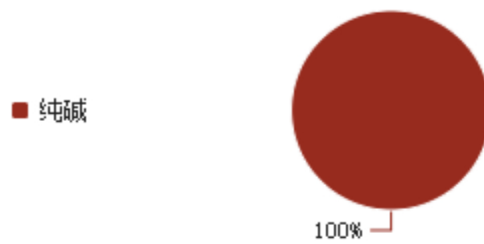
公司的纯碱业务以天然碱资源为核心，构建了国内独特的碱产品制造体系。公司掌控内蒙古阿拉善等地区丰富的天然碱矿，采用天然碱法制碱工艺，直接将地下碱矿溶解提取后加工制碱，相比传统氨碱法省去石灰石煅烧等高耗能环节，具备流程短、能耗低、无废渣排放的清洁生产优势。该业务板块涵盖纯碱与小苏打两大产品：纯碱作为基础化工原料，广泛应用于玻璃、洗涤剂、化工合成等领域；小苏打则由纯碱进一步加工制成，用于食品、医药及灭火剂等精细领域。此外，公司配套发展煤制尿素业务，利用当地煤炭资源生产氮肥，与碱业务共享部分基础设施，形成资源协同。公司主要产地在内蒙古阿拉善地区，距离产品消费地较远，运输成本相对较高，但是即便考虑运输成本，公司相较行业仍能有300元/吨的成本优势。公司产品主要在国内销售，因此我们将公司该业务的竞争市场界定于国内市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

公司是典型的资源垄断型重资产企业，商业模式高度依赖天然碱矿的稀缺禀赋而非技术或品牌驱动。高资产强度构筑了资源壁垒与成本护城河，但亦带来灵活性不足与周期敏感性；低研发与低营销强度符合大宗化工品行业特性，盈利核心源于“资源控制+规模生产”而非创新或渠道溢价；客户分散则平滑了经营风险。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司属典型资源驱动型重资产模式。核心资产包括阿拉善天然碱矿采矿权、地下溶采系统、纯碱生产装置及配套能源设施，前期资本开支巨大。2024年公司固定资产193亿元，占总资产比例为54%。

### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

天然碱法制碱工艺成熟稳定，技术迭代缓慢，公司研发重心集中于工艺优化与节能降耗，而非高端产品突破。纯碱、小苏打属大宗基础化工品，技术门槛低，差异化空间有限。相较于新材料、精细化工企业，公司研发投入强度与创新活跃度均偏低，商业模式核心依赖资源禀赋而非技术驱动。2024年公司研发费用1.2亿元，研发费用率0.9%。

### 3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

纯碱为标准化大宗产品，价格透明、渠道成熟，公司采取“资源-生产-分销”轻营销模式。销售以长期协议与经销商体系为主，较少投入品牌建设或终端服务。下游玻璃、化工等行业客户采购决策基于价格与供应稳定性，营销附加值低。2024年公司销售费用3.8亿元，销售费用率2.9%。

### 3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

纯碱下游应用分散，涵盖平板玻璃（占比约50%）、日用玻璃、洗涤剂、化工合成等多个领域，客户数量众多且单体采购规模有限。公司客户结构天然分散，有效规避大客户依赖风险。2024年公司前五大客户集中度为13%。

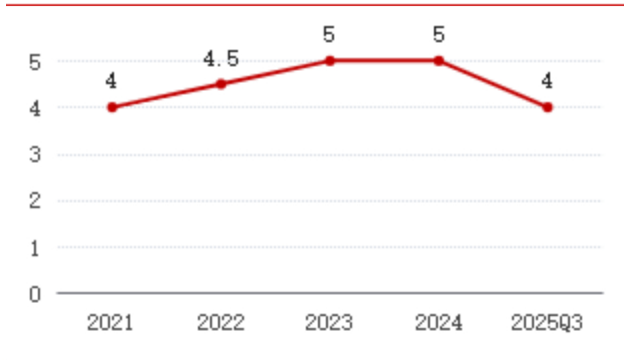
## 4. 历史经营绩效

公司是一家资源禀赋突出、经营稳健的周期型化工企业。其核心竞争力源于不可复制的天然碱资源控制力，而非技术或市场驱动。过去几年，公司在行业波动中展现出“盈利有底、成长有度、回报有序”的特征：以资源护城河保障盈利韧性，以产能扩张对冲产品价格压力，以稳定分红回馈股东。虽成长弹性受限于行业属性，但资源独占性构筑了长期安全边际。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



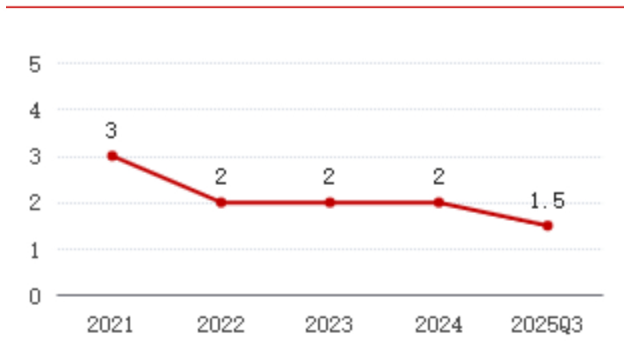
数据来源：公司财报，壹评级

公司凭借天然碱资源独占优势与清洁生产工艺，构建了显著的成本护城河。即使在纯碱价格下行周期中，公司仍能维持优于行业平均的盈利水平，展现出较强的成本韧性与抗周期能力。近四年公司净利率均超17%，ROE均超10%。

## 4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



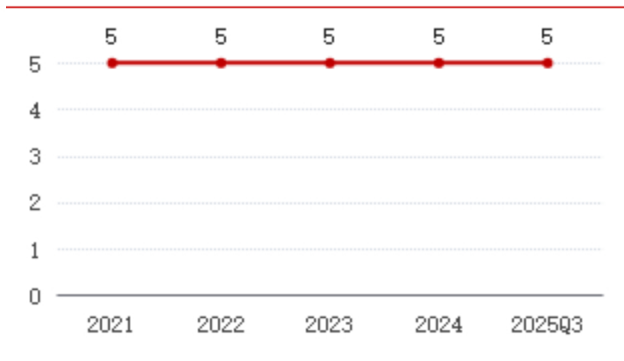
数据来源：公司财报，壹评级

受纯碱产品价格周期性回落影响，公司收入规模增长承压。但剔除价格因素，公司产能扩张节奏稳健；阿拉善大型碱矿项目陆续投产，推动总产能显著提升，体现出“以量补价”的内生增长逻辑。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



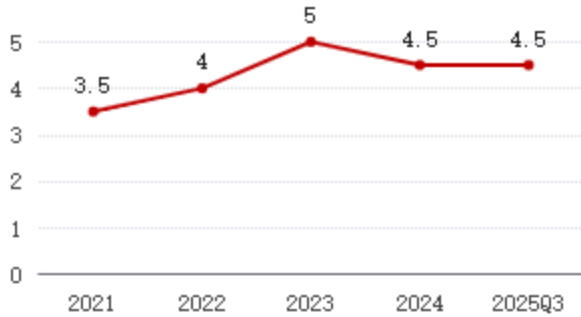
数据来源：公司财报，壹评级

公司上游以自有碱矿为主，对外采购依赖低；下游集中于玻璃制造（占比过半）、洗涤剂等传统行业，客户分散但单体规模大。公司销售多采用预收款或短账期模式，收现质量较好。但玻璃行业集中度提升且周期性强，削弱了公司对下游的绝对话语权，占款能力呈现“有优势但非强势”的特征。公司经营性现金流/净利润常年大于100%；上下游净占款/营业总收入常年大于20%。

## 4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2023年起伴随公司阿拉善新产能释放，盈利质量提升，资本开支下降，公司大幅提高分红力度，股利支付率提升至60%以上，股息率达到5%水平。资本利得方面，2023年开始公司股价持续下跌，因此在资本利得上对股东收益形成拖累。

## 5. 四维评级

公司成长空间一般，主要系公司具备扩张能力，但核心工艺依赖碱矿资源，扩张存在一定难度；公司盈利趋势较弱，主要系纯碱产能持续过剩，短期内行业盈利能力仍将持续承压；公司产业格局较好，主要系在波特五力模型框架下，本行业竞争较为激烈，但公司处于有利地位，其他四个维度表现尚可；公司护城河深厚，主要系公司具有稀缺的碱矿资源优势。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司依托阿拉善塔木素天然碱矿资源，采取“资源驱动型”扩张策略，通过新建产能释放自有矿产价值。但天然碱法高度依赖特定矿床，新资源获取难度大、开发周期长，且矿区位于生态脆弱区，环保审批趋严制约扩产节奏。公司虽具低成本优势，成长天花板受制于资源禀赋而非资金或技术，扩张路径稳健但难以突破资源物理边界。

纯碱(2.5星)：

纯碱属成熟大宗品，全球需求增速已降至2%~3%，与地产、玻璃周期深度绑定，增量空间有限。国内产能近年快速释放，供需格局趋松，价格竞争加剧。企业增长更多依赖存量产能替代而非需求爆发，公司成长空间受制于资源独占性与行业低速增长的双重约束。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司依托塔木素天然碱矿推进产能释放，天然碱法成本显著低于联碱法，具备周期底部生存优势。但纯碱属同质化大宗品，公司无法主导定价，盈利高度依赖行业供需格局。面对产能过剩，公司可通过资源自给与规模效应延缓利润下滑，无法主动提价。在需求未见实质性复苏前，盈利修复更多依赖行业出清节奏，被动承压特征明显。

纯碱(2.5星):

2023年以来纯碱新增产能集中投放（含博源阿拉善项目），而下游玻璃、地产需求持续疲软，供需缺口短期难弥合。行业产能利用率下滑，价格从高位快速回落并低位震荡。尽管天然碱法成本优势突出，但价格由全行业边际产能决定，龙头亦难独善其身。高成本联碱法装置虽有退出，但速度缓慢，行业盈利中枢下移趋势尚未逆转，短期承压格局延续。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司以天然碱矿资源构筑核心壁垒，在激烈竞争中凭成本优势稳居行业最左端。面对新进入者，天然碱资源稀缺性与环保门槛形成天然阻隔；对上下游，依托矿产自给削弱供应商议价力，客户分散降低买方集中度；替代品威胁极小——纯碱在玻璃、光伏领域不可替代。

纯碱(3星):

纯碱行业现有竞争激烈，市场出现产能过剩致价格承压；但天然碱法资源独占，新进入者难以复制，准入壁垒高。上游原盐、煤炭供应商分散，下游玻璃、光伏客户虽集中但纯碱占其成本比例低，议价博弈相对均衡。纯碱化学性能稳定，短期无经济性替代品。格局呈现高竞争、高资源壁垒、低替代特征，公司凭资源+成本双优势占据有利生态位。

### 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河核心是塔木素天然碱矿的独占性资源禀赋，该碱矿储量超10亿吨，支撑公司长期低成本扩张。公司战略上以“资源锁定+产能释放”为主线，天然碱法较氨碱法成本低300元/吨以上。虽矿产开发受环保审批制约，但资源稀缺性构筑天然壁垒，新进入者无法复制，使公司在周期底部仍具显著生存优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
纯碱	(5星) 公司是国内纯碱行业龙头，公司国内市占率约20%。经壹评级调整后，平滑周期波动，稳态期公司ROIC为17%，超额收益显著，公司业务控制力强，因此公司护城河宽度星级非常高。	(4星) 公司该业务的护城河主要在于资源优势，该优势持续性强。国内纯碱以联碱法、氨碱法为主，能耗高、副产氯化铵难处理；天然碱法一步法生产，无废液排放且成本最低，相较氨碱法成本优势达300元/吨以上。国内天然碱矿资源极度稀缺，同行难以复制公司的资源优势，因此公司该护城河持续性强。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值状态为偏低估。

## 6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为纯碱，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

**收入假设：**受行业过剩影响，我们预计公司产品价格短期内维持低位，受产能投放影响，公司销量将显著增长，因此我们预计2026年公司纯碱（含小苏打）销量为970万吨，合并尿素产品收入后的总收入约140亿元。由于公司扩张存在不确定性，我们出于保守假设，预计公司远期的收入规模达225亿元。

**盈利能力假设：**受行业过剩影响，我们预计短期内公司盈利能力持续承压，但是在国内反内卷的影响下，我们认为行业盈利能力有望在2028年后修复回升，因此我们预计公司2030年毛利率可以回升至41%。由于公司资源禀赋护城河持续性强，我们认为公司超额盈利可以长期维持，因此我们预计公司远期的毛利率可维持在38%。

表2：公司整体业绩预测

博源化工	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	109.9	120.4	132.6	122.1	137.5	157.3	159.8	174.4
归母净利润(亿)	26.6	14.1	18.1	14.4	16.2	18.9	19.0	24.9
归母净利润增速(%)	-46.3	-47.0	28.6	-20.3	11.8	17.2	0.1	31.4
经营性净利润(亿)	24.0	16.4	25.6	16.3	19.6	23.8	23.8	32.9
经营性净利润增速(%)	-11.6	-31.9	56.7	-36.5	20.2	21.6	0.1	38.1
经营性归母净利润(亿)	20.0	10.8	16.2	11.0	12.8	15.6	15.6	21.6
经营性归母净利润增速(%)	-15.4	-46.2	50.1	-31.9	16.5	21.6	0.1	38.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

纯碱	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	109.9	120.4	132.6	122.1	137.5	157.3	159.8	174.4
收入增速(%)	-9.6	9.6	10.1	-7.9	12.6	14.4	1.6	9.1
经营性净利润(亿)	24.0	16.4	25.6	16.3	19.6	23.8	23.8	32.9
经营性净利率(%)	21.8	13.6	19.3	13.3	14.2	15.1	14.9	18.9
经营性净利润增速(%)	-11.6	-31.9	56.7	-36.5	20.2	21.6	0.1	38.1

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
纯碱	1.7%	中低	较好	较强	7.5%	15	43.6
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
纯碱(亿)	194.7	340.9	535.5	-	180.0	50.0	405.5
公司整体测算(亿)	194.7	340.9	535.5	-	180.0	50.0	405.5

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
纯碱(亿)	276.3	260.5	536.8	-	180.0	50.0	406.8
公司整体测算(亿)	276.3	260.5	536.8	-	180.0	50.0	406.8

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处行业信息透明度较高，关键数据获取难度较低，跟踪难度较低；公司业务信息披露详细程度一般，公司与市场交流频率较高，交流充分度较高。业绩预测层面：公司业务周期性较强，但公司超额优势显著，因此预测准确度一般。总体而言，公司估值确定性中等。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。