

氯碱高景气，未来看土壤修复业务放量

投资要点

- **事件：8月2日，PVC价格出现上涨，行情火热不亚于气温。**(1)百川资讯数据显示，电石法PVC树脂华东地区平均价格上涨110元/吨至6925元/吨。(2)根据我们跟踪，8月2日上午，国内PVC市场气氛好转，受到期货大幅飙升影响，华东及华南市场封盘增多，报价瞬间拉涨100元/吨以上，北方市场也受到影响，价格上涨30-50元/吨。5型普通电石法PVC树脂华东市场主流自提价为6950-7050元/吨，华南市场主流自提价为7020-7050元/吨，山东市场主流送到价为6750-6810元/吨，河北市场主流送到价6690-6800元/吨。
- **公司是国内氯碱行业龙头企业之一，多元化经营发展：**公司的PVC、电石、土壤调理剂产能和综合经营实力在国内名列前茅，公司有PVC产能70万吨、烧碱产能70万吨、电石产能112万吨、土壤调理剂产能120万吨、碳酸稀土冶炼产能3万吨、稀土氧化物分离产能4000吨。另外，公司还拥有国内最大的塑料现货交易中心，布局供应链金融。
- **氯碱行业需求端分析：上半年新开工面积增长10.6%带动需求端向好，华东华南主要PVC仓库库存持续下降显示国内需求向好趋势仍然延续。**今年上半年房地产行业景气度较好，房屋新开工面积上半年累计同比增长10.6%，带动了氯碱行业的整体消费，其中，需要消耗烧碱的氧化铝今年上半年产量累计同比增长19.70%，PVC今年前五个月表观消费量同比增速超过11%。预计下半年房屋新开工面积增速会继续保持目前的增速，拉动PVC的需求。另外，截止7月28日华南地区主要PVC仓库库存量4.2万吨，周环比下降0.2万吨；华东地区主要PVC仓库库存量10.8万吨，周环比下降0.7万吨，下游市场的低库存仍在持续，显示国内需求向好的趋势仍然在延续。
- **PPP项目合作协议签署，有助于公司产品推广应用。**公司2017年2月27日与内蒙古自治区通辽市科尔沁左翼中旗人民政府、广州华南土壤改良基金管理有限公司签署了《通辽市100万亩盐碱地土壤改良PPP项目合作协议》，公司将对科尔沁左翼中旗的100万亩盐碱退化土地通过土地流转方式，进行土壤改良和综合开发，项目估算总投入25亿元。标的土地位于松辽平原西段，由于气候等多种因素产生了大面积的盐碱退化土地，严重影响农牧业生产。公司全资子公司西部环保有限公司拥有专有的土壤改良技术，已有在中国、东南亚的部分地区开展大面积土壤改良项目的成熟经验。本次PPP项目合作协议签署，有助于公司产品推广应用。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑增发成功带来的股本变化，预计2017-2019年EPS分别为0.57元、0.71元、0.88元，未来三年归母净利润将保持37.41%的复合增长率，考虑到公司目前动态估值水平仅有15倍市盈率，PEG低，我们给予公司2018年15倍PE估值，对应目标价10.65元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济放缓风险、土壤修复盈利能力低于预期风险、发生生产安全事故风险、主要产品价格波动风险、广东塑交所业绩实现或不及承诺风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6157.74	7594.74	9108.72	11255.10
增长率	61.62%	23.34%	19.93%	23.56%
归属母公司净利润(百万元)	817.80	1382.45	1711.59	2121.98
增长率	57.55%	69.05%	23.81%	23.98%
每股收益EPS(元)	0.34	0.57	0.71	0.88
净资产收益率ROE	21.29%	27.46%	26.46%	25.72%
PE	25	15	12	10
PB	5.38	4.08	3.18	2.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

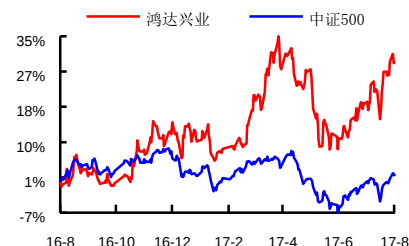
分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 021-50755259
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
 电话: 010-57631196
 邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
 电话: 0755-23617478
 邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.21
流通A股(亿股)	20.76
52周内股价区间(元)	6.6-9.03
总市值(亿元)	205.75
总资产(亿元)	129.35
每股净资产(元)	1.70

相关研究

1 公司是国内氯碱行业龙头企业之一，多元化经营发展

公司的 PVC、电石、土壤调理剂产能和综合经营实力在国内名列前茅，公司有 PVC 产能 70 万吨、烧碱产能 70 万吨、电石产能 112 万吨、土壤调理剂产能 120 万吨、碳酸稀土冶炼产能 3 万吨、稀土氧化物分离产能 4000 吨。另外，公司还拥有国内最大的塑料现货交易中心，布局供应链金融。

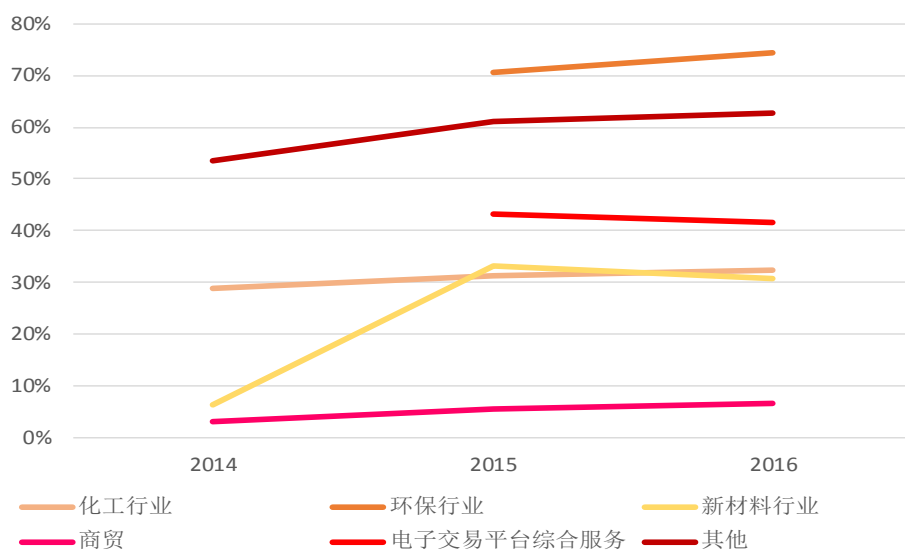
表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2014	2015	2016
化工行业（PVC、烧碱、纯碱、电石、盐酸、液氯等）	2419.38	2347.45	3851.29
环保行业（土壤调理剂）	11.85	124.24	338.31
新材料行业（PVC 制品、稀土化工产品）	295.00	655.49	374.30
商贸（化工产品贸易）	485.05	560.55	1127.20
电子交易平台综合服务		2369.69	410.02
其他	108.74	162.11	56.62

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务收入水平受到宏观影响较大，化工行业、新材料行业和环保行业毛利率有所上升。

图 1：公司各业务毛利率变动情况（单位：%）



数据来源：Wind，西南证券整理

2 PVC 价格回暖，公司有望受益

今年二季度末，PVC 价格触底反弹，8 月 2 日，PVC 价格出现上涨，行情火热不亚于气温。百川资讯数据显示，电石法 PVC 树脂华东地区平均价格上涨 110 元/吨至 6925 元/吨。根据我们跟踪，8 月 2 日上午，国内 PVC 市场气氛好转，受到期货大幅飙升影响，华东及华南市场封盘增多，报价瞬间拉升 100 元/吨以上，北方市场也受到影响，价格上涨 30-50

元/吨。5 型普通电石法 PVC 树脂华东市场主流自提价为 6950-7050 元/吨，华南市场主流自提价为 7020-7050 元/吨，山东市场主流送到价为 6750-6810 元/吨，河北市场主流送到价 6690-6800 元/吨。

PVC 企业目前库存少，欠单多。根据我们了解，目前 PVC 企业自身的库存少，仍有欠单要归还。

从需求端看，上半年新开工面积增长 10.6% 带动需求端向好，华东华南主要 PVC 仓库库存持续下降显示国内需求向好趋势仍然延续。今年上半年房地产行业景气度较好，房屋新开工面积上半年累计同比增长 10.6%，带动了氯碱行业的整体消费，其中，需要消耗烧碱的氧化铝今年上半年产量累计同比增长 19.70%，PVC 今年前五个月表观消费量同比增速超过 11%。预计下半年房屋新开工面积增速会继续保持目前的增速，拉动 PVC 的需求。另外，截止 7 月 28 日华南地区主要 PVC 仓库库存量 4.2 万吨，周环比下降 0.2 万吨；华东地区主要 PVC 仓库库存量 10.8 万吨，周环比下降 0.7 万吨，下游市场的低库存仍在持续，显示国内需求向好的趋势仍然在延续。

从进出口情况看，进口依存度仅 5%，8 月是 PVC 传统出口旺季，出口量预计不会太低。我们观测历史数据发现每年的 3 月和 8 月是 PVC 出口的旺季，预计今年 8 月 PVC 的出口量也不会太低。

PVC 行业的僵尸企业被彻底废去武功，PVC 行业出现冰火两重天。目前国内 PVC 行业的僵尸企业约占总产能的 30%，均因为工艺落后、环保不达标、上游电石供应不足等因素而停产，其余符合开工条件的企业则基本处于满负荷生产状态。比如冀中集团旗下的金牛化工 40 万吨 PVC 项目截止 2015 年末在建工程进度达 98%，但 2015 年以来 PVC 项目并未进行 PVC 生产。

我们认为本轮的 PVC 涨价，公司有望受益。

图 2：PVC 周价格



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：预计 2017-2019 年 PVC 销量为 60、60、65 万吨，售价为 5700、6000、6000 元/吨，毛利率 35%、37%、37%。烧碱销量 32.5、32.5、37.5 万吨，售价为 2400、2400、2400 元/吨，毛利率 50%、50%、50%。土壤改良剂销量 12、14、18 万吨，售价为 2900、2900、2900 元/吨。稀土材料销量 1.2、1.3、1.3 万吨，售价 2.3、2.3、2.35 万元/吨；

假设 2：广东塑交所完成 2017、2018 年 1.5 亿、2 亿的利润承诺。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	6157.7	7594.7	9108.7	11255.1
	增速	61.6%	23.3%	19.9%	23.6%
	成本	4264.0	4900.1	5873.9	7320.3
	毛利率	30.8%	35.5%	35.5%	35.0%
化工行业	收入	3851.29	4350.03	4532.73	4799.71
	增速	64.1%	13.0%	4.2%	5.9%
	成本	2604.44	2697.02	2810.29	2975.82
	毛利率	32.4%	38.0%	38.0%	38.0%
环保行业	收入	338.31	449.95	607.43	820.03
	增速	172.3%	33.0%	35.0%	35.0%
	成本	86.70	134.98	194.38	287.01
	毛利率	74.4%	70.0%	68.0%	65.0%
其他	收入	1968.14	2794.76	3968.56	5635.36
	增速	47.1%	42.0%	42.0%	42.0%
	成本	1572.88	2068.12	2869.27	4057.46
	毛利率	20.1%	26.0%	27.7%	28.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6157.74	7594.74	9108.72	11255.10	净利润	823.34	1402.28	1738.21	2155.50
营业成本	4264.03	4900.13	5873.94	7320.29	折旧与摊销	351.28	366.11	400.20	423.00
营业税金及附加	48.75	58.18	70.95	86.95	财务费用	283.29	229.29	201.19	199.10
销售费用	238.21	273.73	336.32	412.26	资产减值损失	39.44	70.00	70.00	70.00
管理费用	265.81	335.53	399.34	494.71	经营营运资本变动	200.30	1188.01	122.47	500.78
财务费用	283.29	229.29	201.19	199.10	其他	-1064.57	-75.00	-74.57	-66.87
资产减值损失	39.44	70.00	70.00	70.00	经营活动现金流净额	633.08	3180.69	2457.50	3281.50
投资收益	-4.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-614.55	-600.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	其他	349.65	0.00	-0.01	-0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-264.90	-600.00	-600.01	-600.01
营业利润	1013.59	1727.87	2156.97	2671.79	短期借款	255.59	-1956.19	0.00	0.00
其他非经营损益	22.32	18.18	18.63	19.09	长期借款	-360.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1035.91	1746.05	2175.60	2690.88	股权融资	-573.15	0.00	0.00	0.00
所得税	212.57	343.77	437.38	535.38	支付股利	-194.41	-163.56	-276.49	-342.32
净利润	823.34	1402.28	1738.21	2155.50	其他	281.59	-863.74	-201.19	-199.10
少数股东损益	5.54	19.83	26.62	33.52	筹资活动现金流净额	-590.38	-2983.49	-477.68	-541.41
归属母公司股东净利润	817.80	1382.45	1711.59	2121.98	现金流量净额	-219.22	-402.80	1379.81	2140.08
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1188.02	785.21	2165.03	4305.11	成长能力				
应收和预付款项	2165.64	2469.10	3048.62	3752.24	销售收入增长率	61.62%	23.34%	19.93%	23.56%
存货	525.28	610.37	737.56	916.54	营业利润增长率	55.30%	70.47%	24.83%	23.87%
其他流动资产	51.06	62.95	75.49	93.26	净利润增长率	52.53%	70.32%	23.96%	24.01%
长期股权投资	301.13	301.13	301.13	301.13	EBITDA 增长率	56.74%	40.96%	18.73%	19.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7968.46	8217.17	8431.80	8623.63	毛利率	30.75%	35.48%	35.51%	34.96%
无形资产和开发支出	273.47	264.84	256.22	247.59	三费率	12.79%	11.04%	10.29%	9.83%
其他非流动资产	264.93	258.73	252.53	246.34	净利率	13.37%	18.46%	19.08%	19.15%
资产总计	12737.98	12969.52	15268.37	18485.83	ROE	21.29%	27.46%	26.46%	25.72%
短期借款	2456.19	500.00	500.00	500.00	ROA	6.46%	10.81%	11.38%	11.66%
应付和预收款项	2528.63	3931.01	4490.92	5483.46	ROIC	13.99%	22.23%	27.74%	33.53%
长期借款	1590.00	1590.00	1590.00	1590.00	EBITDA/销售收入	26.77%	30.59%	30.28%	29.27%
其他负债	2295.63	1842.26	2119.48	2531.21	营运能力				
负债合计	8870.45	7863.27	8700.40	10104.67	总资产周转率	0.51	0.59	0.65	0.67
股本	2420.68	2420.54	2420.54	2420.54	固定资产周转率	1.09	0.97	1.09	1.32
资本公积	38.45	38.59	38.59	38.59	应收账款周转率	6.11	5.76	5.61	5.67
留存收益	1380.33	2599.23	4034.33	5813.99	存货周转率	9.21	8.49	8.66	8.81
归属母公司股东权益	3822.64	5041.53	6476.63	8256.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.11%	—	—	—
少数股东权益	44.90	64.72	91.34	124.86	资本结构				
股东权益合计	3867.53	5106.25	6567.98	8381.16	资产负债率	69.64%	60.63%	56.98%	54.66%
负债和股东权益合计	12737.98	12969.52	15268.37	18485.83	带息债务/总负债	45.61%	26.58%	24.02%	20.68%
					流动比率	0.58	0.67	0.90	1.12
					速动比率	0.50	0.57	0.79	1.01
					股利支付率	23.77%	11.83%	16.15%	16.13%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.57	0.71	0.88
					每股净资产	1.58	2.08	2.68	3.41
					每股经营现金	0.26	1.31	1.02	1.36
					每股股利	0.08	0.07	0.11	0.14
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1648.16	2323.28	2758.36	3293.88					
PE	25.16	14.88	12.02	9.70					
PB	5.38	4.08	3.18	2.49					
PS	3.34	2.71	2.26	1.83					
EV/EBITDA	14.48	9.33	7.36	5.51					
股息率	0.94%	0.79%	1.34%	1.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn