



氯碱龙头基础稳固，行业景气扬帆起航

——氯碱化工（600618.SH）首次覆盖报告

核心观点

专注氯碱产品，业绩迎来反转。2021年公司现有产品产能：烧碱72万吨/年、二氯乙烷72万吨/年、液氯60万吨/年、特种聚氯乙烯树脂9万吨/年、氯乙烯20万吨/年。深耕氯碱化工多年，公司产业链已从传统氯碱产品延伸至下游聚氯乙烯树脂、MDI等。2021年，公司实现归母净利润17.7亿元，同比增长192%，业绩反转创近5年新高。

烧碱供需偏紧，价格有望上行。产能方面，受供给侧改革及能耗双控影响，未来1-2年国内烧碱新增产能有限。2021年国内烧碱原计划新增产能111万吨，实际新增35万吨，仅实现31.53%。需求方面，下游氧化铝产能快速增长，带动烧碱需求增长。同时下游电解铝和氧化铝的价差不断加大，氧化铝价格上行空间犹存。而烧碱和氧化铝价格高度同步，因此随着电解铝价格的走高，烧碱价格也有望上行。库存方面，截至2022年4月8日，片碱工厂库存为2.26万吨，较2020年同期减少93.4%，处于历史较低水平。库存走低，支撑价格上行。截至2022年4月13日，国内液碱、固体烧碱市场均价分别报1296元/吨，4074元/吨，分别同比增长88.0%、131.5%，均处于上行通道。

二氯乙烷产能稳定，价格中枢上移。国内二氯乙烷产能稳定，行业集中度高。在目前主要的三家生产企业中，公司产能占比44.4%，位居第一。自2020年以来国内二氯乙烷价格大幅上涨，中枢上移。截至2022年4月13日，国内二氯乙烷价格仍高位运行，同比上涨约111.7%。

新产能不断投放，盈利能力有望进一步提升。2021年公司20万吨氯乙烯、6万吨特种聚氯乙烯改造项目顺利投产。2022年公司广西钦州新增烧碱30万吨/年，聚氯乙烯40万吨/年，预计年底前投产。未来新增项目的投产将为公司打开业绩增长空间，公司盈利能力有望进一步提升。

投资建议

结合公司新增在建产能项目，以及主营业务行业景气度，预期2022/2023/2024年公司营业收入分别为75.70/102.76/116.79亿元，归母净利润分别为20.47/30.39/35.19亿元，归母净利润对应EPS分别为1.77/2.63/3.04元。以2022年4月13日收盘价为基准，预计对应的PE分别为7.64/5.15/4.45倍。我们看好公司发展前景，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

烧碱价格异常波动、国内疫情反复、公司项目达产受阻等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6664.19	7569.71	10276.03	11678.81
增长率(%)	36.32	13.59	35.75	13.65
归母净利润	1771.71	2047.05	3038.89	3518.82
增长率(%)	192.03	15.54	48.45	15.79
EPS(元/股)	1.53	1.77	2.63	3.04
市盈率(P/E)	8.10	7.64	5.15	4.45
市净率(P/B)	2.09	1.71	1.23	0.92

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为2022年04月13日收盘价

请仔细阅读报告尾页的免责声明

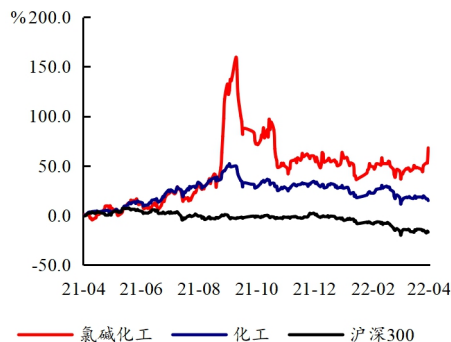
评级

强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1156.40
流通A股/B股(百万股)	749.84/406.56
资产负债率(%)	23.62
每股净资产(元)	4.97
市净率(倍)	2.72
净资产收益率(加权)	12.17
12个月内最高/最低价	20.89/7.73

相关研究

正文目录

1. 公司：聚焦氯碱主业，迎来业绩反转.....	4
1.1. 专注氯碱产品，实施“走出去”战略.....	4
1.2. 国资委控股，打造氯碱龙头.....	5
1.3. 业绩大幅提升，营收利润双增长.....	6
2. 行业：产能受限需求上升，行业景气度上行.....	8
2.1. 烧碱供需趋紧，行业景气度高.....	8
2.2. 二氯乙烷产能固定，价格中枢上移.....	14
3. 优势：技术产业齐推进，盈利能力稳提高.....	16
3.1. 行业高景气，主营产品业绩高增长.....	16
3.2. 新增项目稳步推进，打开业绩增长空间.....	17
3.3. 技术创新稳推进，产品优化持续进行.....	17
3.4. 一体化产业链，上下游相协同.....	18
4. 盈利预测.....	19
5. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1. 2021 年公司主营产品产能、产量.....	4
图表 2. 公司发展历程.....	5
图表 3. 公司实际控制人为上海国资委.....	6
图表 4. 2021 年营业收入同比增长 36.32%.....	6
图表 5. 2021 年归母净利润同比增长 192.03%.....	6
图表 6. 公司主营业务产量较为稳定.....	7
图表 7. 2021 年氯产品业务收入占比 49.02%.....	7
图表 8. 2021 年毛利润主要来自于烧碱、氯产品.....	7
图表 9. 2021 年毛利率为 31.87%.....	8
图表 10. 2021 年氯产品毛利率为 41.70%.....	8
图表 11. 2021 年三费总费用率为 6.79%.....	8
图表 12. 2021 年管理费用、财务费用增加.....	8
图表 13. 2017-2021 年烧碱产能增长缓慢.....	9
图表 14. 2017-2021 年烧碱产量年复合增长率为 1.15%.....	9
图表 15. 烧碱/氯碱行业相关政策.....	9
图表 16. 2021 年企业新增产能.....	10
图表 17. 2022 年企业预计新增产能.....	10
图表 18. 2021 年烧碱下游消费结构.....	11
图表 19. 氧化铝产能增长快速.....	11
图表 20. 电解铝、氧化铝价差持续走高.....	12
图表 21. 氧化铝和烧碱价格高度同步.....	12
图表 22. 2022 年以来烧碱库存处于低位.....	13
图表 23. 烧碱价格处于上行通道.....	13
图表 24. 二氯乙烷国内生产企业.....	14
图表 25. 二氯乙烷产量、开工率较为稳定.....	15
图表 26. 二氯乙烷价格高企.....	15
图表 27. 2021 年公司主营产品营收大幅提升.....	16
图表 28. 公司主营业务 2021 年产销量均同比上升.....	17
图表 29. 公司主营业务 2021 年平均售价均同比上升.....	17

图表 30. 氯碱化工产能与开工情况.....	17
图表 31. 研发占比逐年递增.....	18
图表 32. 化工园区实现一体化.....	19

1. 公司：聚焦氯碱主业，迎来业绩反转

1.1. 专注氯碱产品，实施“走出去”战略

公司历史积淀丰厚，主营业务为氯碱化工产品。上海氯碱化工股份有限公司成立于1992年，同年于上交所上市。公司主营业务为制造和销售烧碱、氯及氯制品，以及聚氯乙烯塑料树脂与制品。其中氯及氯制品包括二氯乙烷、液氯及副产物盐酸。现有产品产能：烧碱72万吨/年、二氯乙烷72万吨/年、液氯60万吨/年、特种聚氯乙烯树脂9万吨/年、氯乙烯20万吨/年。

图表 1. 2021 年公司主营产品产能、产量

产品	设计产能 万吨	产量 万吨
烧碱	72	76.4
二氯乙烷	72	
液氯	60	158.3
盐酸	-	
特种聚氯乙烯树脂	9	4.7

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司聚焦氯碱主业，积极扩大产能。烧碱方面，2002年公司烧碱产能为30万吨；2008年烧碱二期项目投产，产能扩充至45万吨/年；2012年三期项目投产，烧碱产能达72万吨/年，目前正在广西钦州化工园区建设30万吨/年烧碱生产项目。氯产品方面，2003年，公司一期年产36万吨二氯乙烷工程成功获得技术合作；截至2021年公司二氯乙烷产能增加至72万吨/年，同时新增20万吨/年氯乙烯产能。

公司逐步拓宽产业链，布局下游高附加值产品。2006年，公司投资年产24万吨二苯基甲烷二异氰酸酯(MDI)和16万吨甲苯二异氰酸酯(TDI)项目；2018年，在上海化工区投资建设20万吨/年氯乙烯和6万吨/年特种树脂项目；2019年，投资建设广西钦州化工园区，并新建40万吨/年聚氯乙烯生产装置。

图表 2. 公司发展历程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

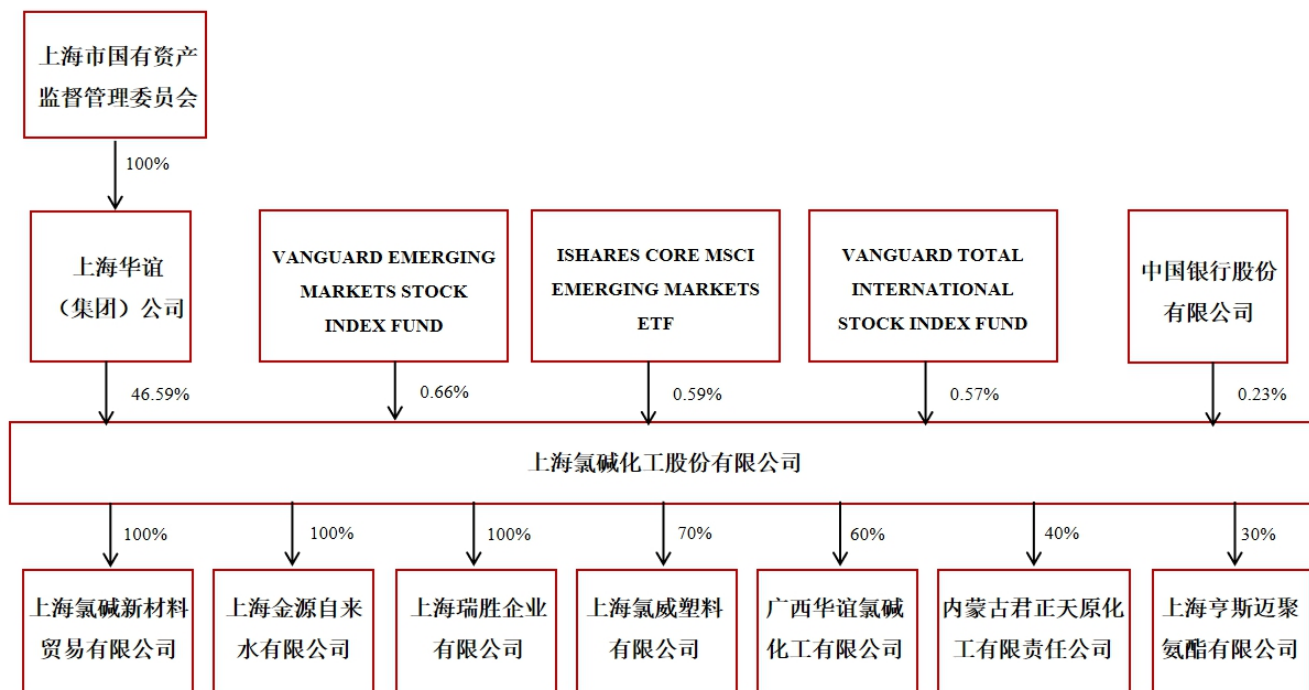
公司积极落实“走出去”战略，做大做强产业链。一方面，公司巩固上海化工区主战场，完善氯碱产业链。2018年在上海化工区投资建设20万吨/年氯乙烯(EDC)和6万吨/年特种树脂项目，补齐了公司HCL-EDC-VCM-特种PVC产业链，项目已在2021年下半年相继建成投产。另一方面，公司落实“走出去”，积极发展新产业基地。2019年公司在广西钦州投资建设30万吨/年烧碱和40万吨/年聚氯乙烯项目，该项目预计2022年四季度开车。

1.2. 国资委控股，打造氯碱龙头

公司第一大股东为上海华谊公司，实际控制人为上海市国资委。公司前身为上海氯碱总厂，属地方国有企业。公司前十大股东中，第一大股东为上海华谊（集团）公司，持股比例为46.59%，其余股东持股比例均未超1%。同时，上海华谊公司为上海市国资委的全资子公司，公司的实际控制人为上海市国资委。

控股子公司布局清晰、业务规划明确。公司拥有5家控股权的子公司，其中3家主营氯碱业务，包括上海氯碱新材料贸易有限公司、上海氯碱塑料有限公司，以及广西华谊氯碱化工有限公司。同时，公司参股多家下游聚酯业务公司，包括上海亨斯迈聚氨酯有限公司、上海联恒异氰酸酯有限公司等。另外，公司参股了上海华谊天原化工物流有限公司、苏州天原物流有限公司，依托于长三角地区优势，进一步完善销售平台。

图表 3. 公司实际控制人为上海国资委

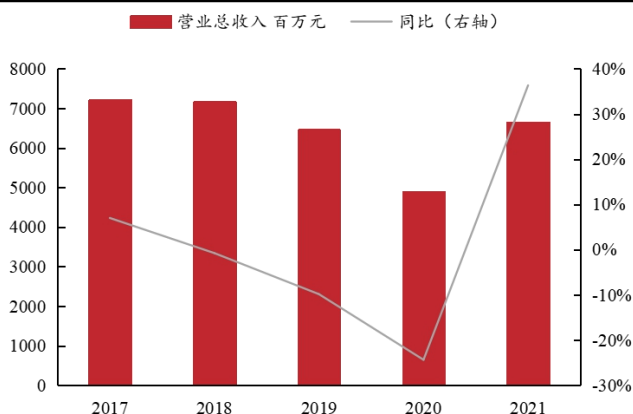


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 业绩大幅提升，营收利润双增长

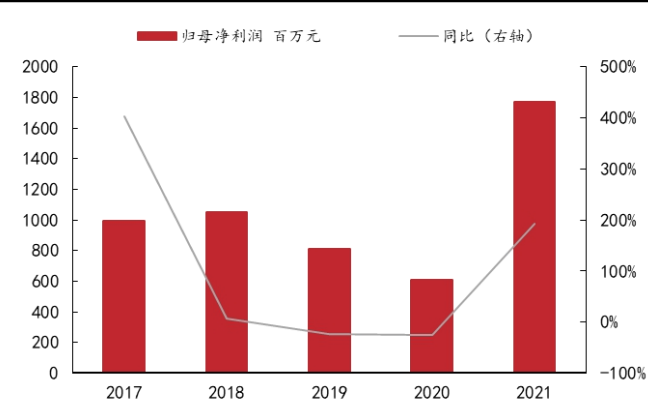
2021 年公司业绩回暖，营收、归母净利润大幅增长。营收方面，公司 2021 年实现营收 66.64 亿元，同比增长 36.32%。归母净利润方面，公司 2021 年实现归母净利润 17.72 亿元，同比增长 192.03%，创近 5 年新高。

图表 4. 2021 年营业收入同比增长 36.32%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 5. 2021 年归母净利润同比增长 192.03%

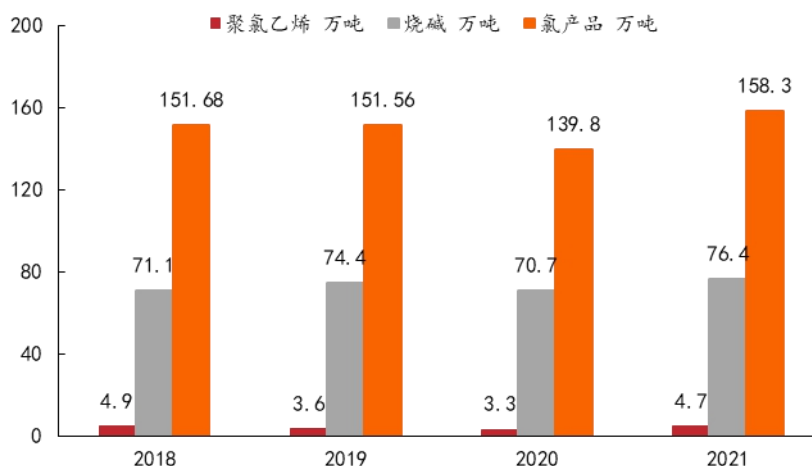


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2021 年公司主营业务烧碱、氯产品产量已恢复至疫情前水平。2018 至 2019 年，公司主要产品产量稳定，烧碱、氯产品产量分别为 72、151 万吨上下。2020 年，受疫情影响，公司产量稍有下滑。2021 年公司累计生产烧碱 76.4 万吨、氯产品 158.3 万吨，分别同比增长 8.1%、13.2%，已恢复至

疫情前产出水平。

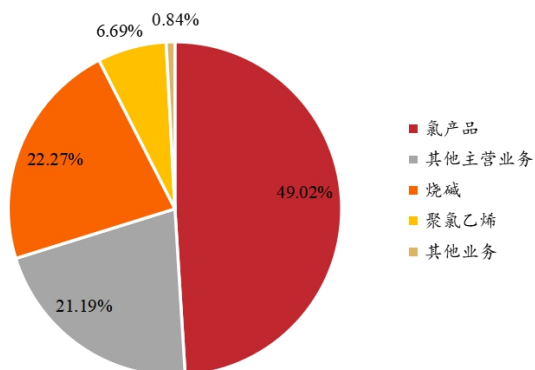
图表 6. 公司主营业务产量较为稳定



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

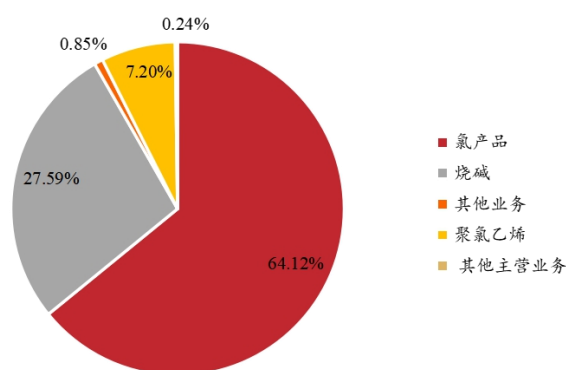
烧碱、氯产品业务收入比例及毛利润占比高，为公司主要业绩来源。业务收入方面，2021 年，烧碱、氯产品、聚氯乙烯营业收入占比分别 22.27%、49.02%、6.69%，烧碱、氯产品为公司创造主要营收。毛利润方面，烧碱、氯产品、聚氯乙烯占比分别为 27.59%、64.12%、7.20%，公司超 90%的毛利润来自于主营业务烧碱和氯产品。

图表 7. 2021 年氯产品业务收入占比 49.02%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

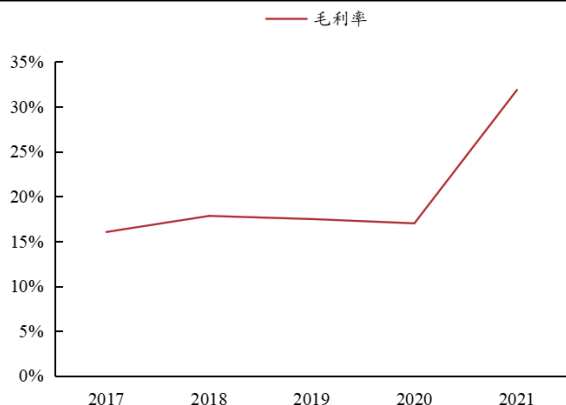
图表 8. 2021 年毛利润主要来自于烧碱、氯产品



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

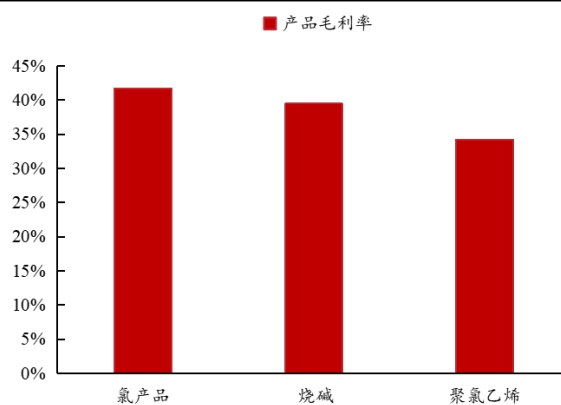
总体毛利率显著提高，其中氯产品毛利率最高。随着新冠疫情得到有效控制，国内经济持续复苏，公司产品产量增加以及部分产品售价上涨，致使公司盈利能力明显增强。2021 年公司整体毛利率达 31.87%，较 2020 年提升超 14pct。按产品类别来看，2021 年公司主营产品中氯产品毛利率最高，其次是烧碱，分别为 41.70%、39.49%。

图表 9. 2021 年毛利率为 31.87%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

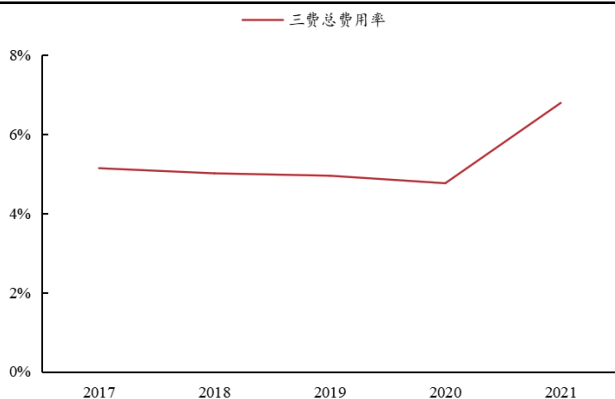
图表 10. 2021 年氯产品毛利率为 41.70%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

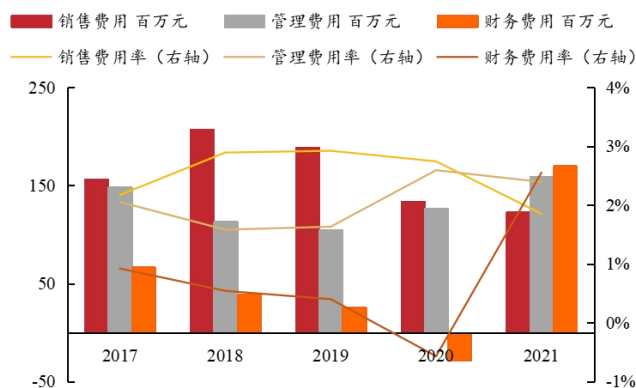
2021 年公司三费总费用率有所上升。三费总费用率方面, 2017-2021 年分别为 5.14%、5.01%、4.95%、4.76%、6.79%, 2021 年有所上升, 主要系管理费用和财务费用增加所致, 其中管理费用受人工成本及摊销增加推动。分别来看, 2021 年销售费用、管理费用、财务费用分别为 1.23、1.59、1.70 亿元, 分别同比降低 8.21%、增长 25.20%、增长 46.43%, 费用率分别为 1.85%、2.39%、2.55%。

图表 11. 2021 年三费总费用率为 6.79%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 12. 2021 年管理费用、财务费用增加



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2. 行业: 产能受限需求上升, 行业景气度上行

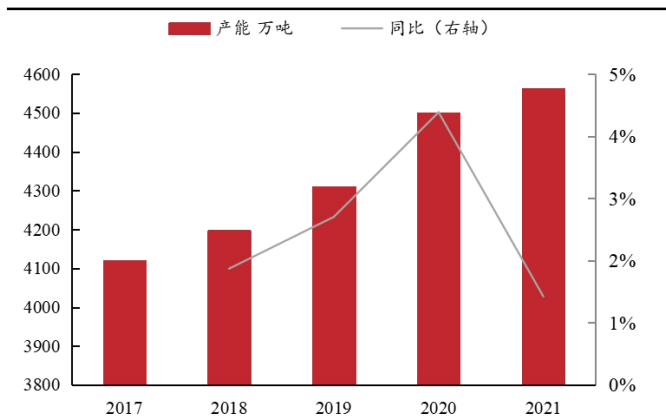
2.1. 烧碱供需趋紧, 行业景气度高

2.1.1. 供给: 新增产能受限、产量增长缓慢

2017 年以来, 烧碱行业产能、产量增长缓慢。产能方面, 2017 年至 2021 年, 烧碱产能从 4120.0 万吨增加至 4563.4 万吨, 年均复合增长率为 2.59%, 增速较缓。产量方面, 2017 年至 2021 年, 烧碱产量从 3427.49 万吨上涨至 3588.17 万吨, 年均复合增长率仅为 1.15%, 主要系 2018、2019 年产量下降

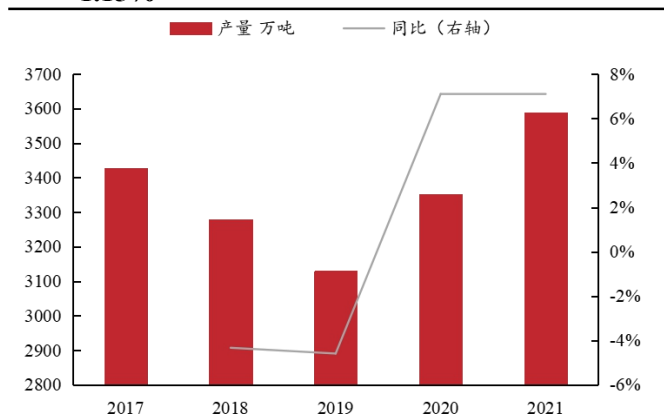
所致。

图表 13. 2017-2021 年烧碱产能增长缓慢



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 14. 2017-2021 年烧碱产量年复合增长率为 1.15%



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

受供给侧改革驱动，烧碱生产限制增加。2007 年起，国家发布氯碱行业准入条件，生产规模小的企业难以进入市场，新增产能受限。随后，在 2016、2019 年，烧碱被列入产能过剩行业、限制类产业，产能增长持续受限。2021 年，受能耗双控政策影响，部分省份，如甘肃、内蒙等，出台高耗能行业管理办法，对烧碱生产进一步提出限制。

图表 15. 烧碱/氯碱行业相关政策

时间	部门	文件	核心内容
2007	国家发改委	《氯碱行业准入条件》	新进入企业的烧碱装置规模必须达到 30 万吨/年以上。
2016.07	国务院办公厅	《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	严格控制尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能。
2019.10	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	烧碱(废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)被列为限制类。
2021.01	甘肃省	《甘肃省高能耗行业执行差别电价管理办法》	对钢铁、铁合金、电解铝、锌冶炼、电石、烧碱、黄磷、水泥等八个高能耗行业企业执行差别化电价政策。
2021.03	内蒙古自治区	《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》	从 2021 年起，不再审批电石、聚氯乙烯、田醇、乙二醇、烧碱等新增产能项目。确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。

资料来源：国务院，国家发改委，内蒙古自治区人民政府官网，甘肃省发改委，东亚前海证券研究所

2022 年烧碱新增产能较少，产能扩张较缓。2022 年预计有 13 家企业将新增产能，单家企业最高新增 60 万吨，共计新增产能 244 万吨，占 2021 年总产能的 5.35%。然而，2021 年 7 家企业宣布新增产能计划，原计划新增 111 万吨，实际新增 35 万吨，仅实现 31.53%。假设维持此完成率，预计 2022 年实际新增产能 77 万吨，较 2021 年总产能提升 1.69%。

图表 16. 2021 年企业新增产能

投产时间	省份	企业名称	原计划新增产能(万吨)	实际新增产能(万吨)
2021 年 12 月	四川	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	14	0
2021 年 12 月	江西	九江九宏新材料有限公司	15	0
2021 年 11 月	宁夏	宁夏华御化工有限公司	9	0
2021 年 10 月	福建	福建省东南电化股份有限公司	38	0
2021 年 5 月	江西	江西九二盐业有限责任公司	10	10
2021 年 5 月	江苏	新浦化学(泰兴)有限公司	15	15
2021 年 3 月	河南	河南佰利联新材料有限公司	10	10
	合计		111	35

资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 17. 2022 年企业预计新增产能

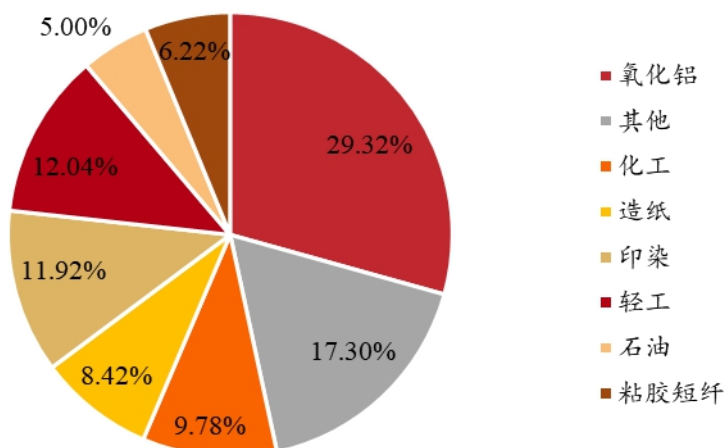
投产时间	省份	企业名称	新增产能(万吨)
2022 年 12 月	湖北	中国石油化工股份有限公司江汉油田分公司	5
2022 年 11 月	河北	黄骅市金华化工有限责任公司	10
2022 年 9 月	山东	山东日科化学股份有限公司	20
2022 年 9 月	广西	广西华谊氯碱化工有限公司	60
2022 年 6 月	浙江	万华化学(宁波)有限公司	10
2022 年 6 月	山东	山东民祥化工科技有限公司	15
2022 年 4 月	陕西	陕西金泰氯碱化工有限公司	20
2022 年 4 月	云南	云南冶金新立钛业有限公司	10
2022 年 3 月	吉林	双辽昊华化工有限公司	20
2022 年 3 月	安徽	安徽八一化工股份有限公司	14
2022 年 2 月	江苏	金桥丰益氯碱(连云港)有限公司	15
2022 年 2 月	江苏	江苏瑞恒新材料科技有限公司	15
2022 年 2 月	安徽	安徽广信农化股份有限公司	30
	合计		244

资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.1.2. 需求：氧化铝产能快速增长、价格上行空间犹存

烧碱下游主要需求为氧化铝。烧碱下游应用众多，包括氧化铝、化工、印染、短毛纤维等。其中，氧化铝为占比最大的消费领域。2021 年烧碱下游消费结构中，氧化铝占比 29.32%；其次为轻工、印染，占比分别为 12.04%、11.92%，对烧碱需求远少于氧化铝。

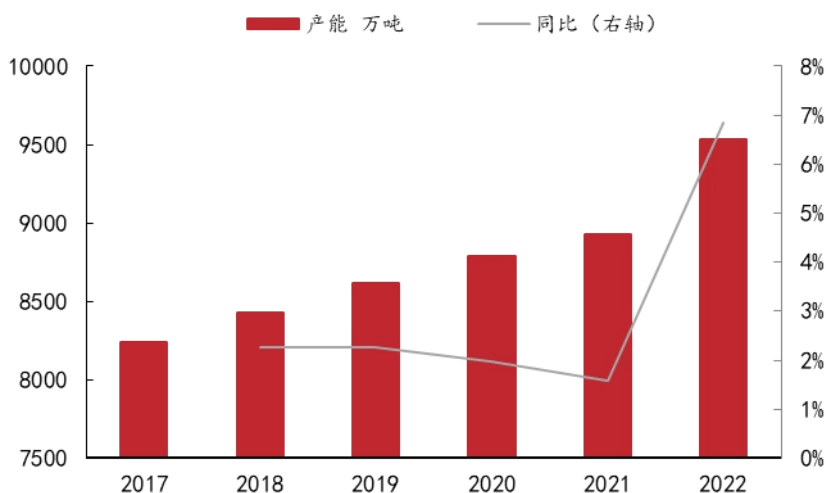
图表 18. 2021 年烧碱下游消费结构



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

氧化铝产能增速快，对烧碱需求走高。2019 至 2021 年氧化铝消费占比分别为 34%、30.51%、29.32%。2015 年以来，受供给侧改革及环保政策推动，氧化铝及其主要下游应用电解铝行业景气度走高。2017 年至 2022 年，氧化铝产能持续高速增长，且增速加快，从 8239 万吨提高至 9534 万吨，年复合增长率为 2.96%。2022 年，氧化铝产能增长率为 6.84%，显著高于烧碱产能增速。

图表 19. 氧化铝产能增长快速

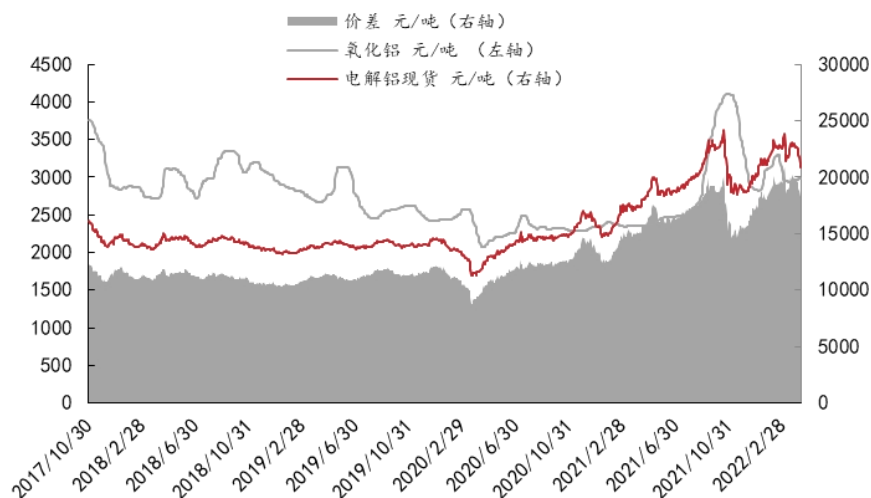


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

氧化铝和电解铝价差持续走高，氧化铝价格存在上行空间。氧化铝的主要下游应用为电解铝。2020 年 4 月以来，电解铝价格持续上升，目前仍高位运行。截至 2022 年 4 月 13 日，电解铝国内市场价报 21072 元/吨，同比上涨 20.7%。同时，氧化铝价格较为稳定，价格长期处于 2300 至 3500 元/吨，近期稍有增长，最高上升至约 4100 元/吨。因此，两者价差持续拉

大。

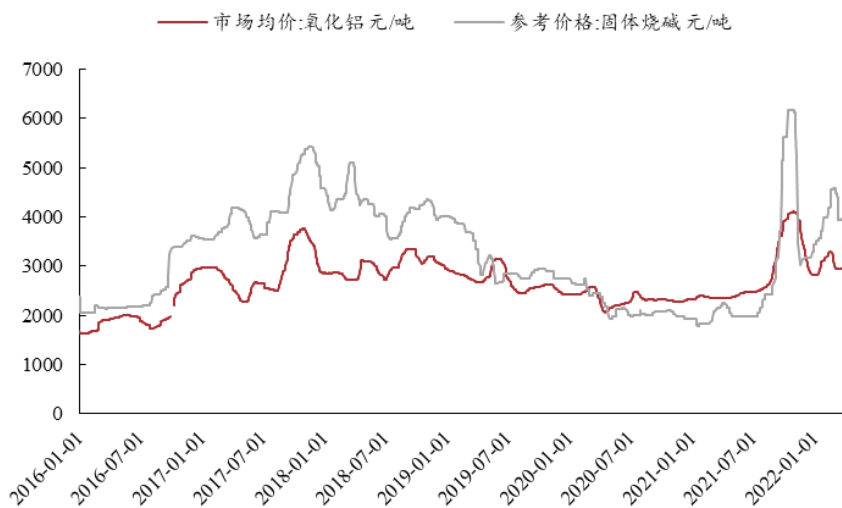
图表 20. 电解铝、氧化铝价差持续走高



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

氧化铝和烧碱价格密切相关，并高度同步。2016-2022 年氧化铝价格涨跌均伴随着烧碱的价格变化，二者趋势基本同步。以 2021 年为例，氧化铝和烧碱市场价从 7 月初开始上涨，10 月底达到高位开始回落。具体的，氧化铝从 2473 元/吨上涨至 4100 元/吨；烧碱从 1978 元/吨上涨至 6170 元/吨。12 月二者回落至 2800-3000 元/吨区间后，重新同步上涨。

图表 21. 氧化铝和烧碱价格高度同步



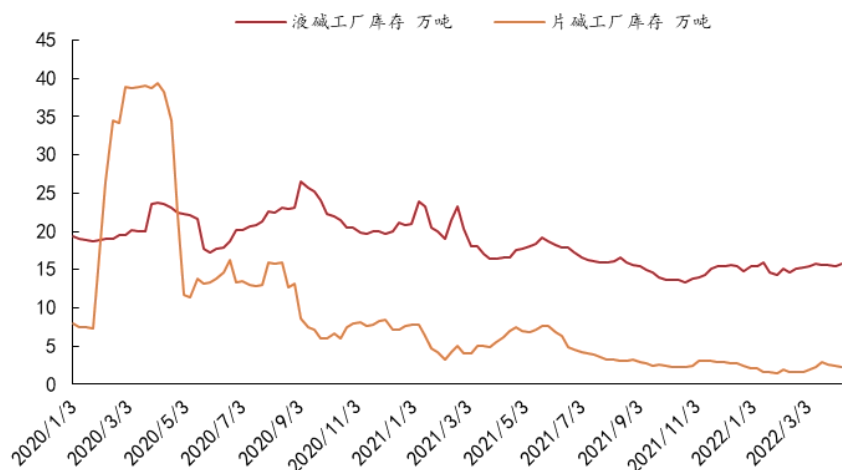
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.1.3. 趋势：库存低位运行，价格处于上行通道

库存持续降低，处于历史低位。以液碱为例，自 2020 年 9 月 4 日到达高峰 26.50 万吨后，烧碱库存整体呈下降趋势。截至 2022 年 4 月 8 日，液碱工厂库存为 15.79 万吨，较 2020 年同期减少 28.5%；片碱工厂库存为 2.26

万吨，较 2020 年同期减少 93.4%，均处于历史较低水平。库存走低，反应了烧碱供应偏紧的局面，对其价格高位起到支撑作用。

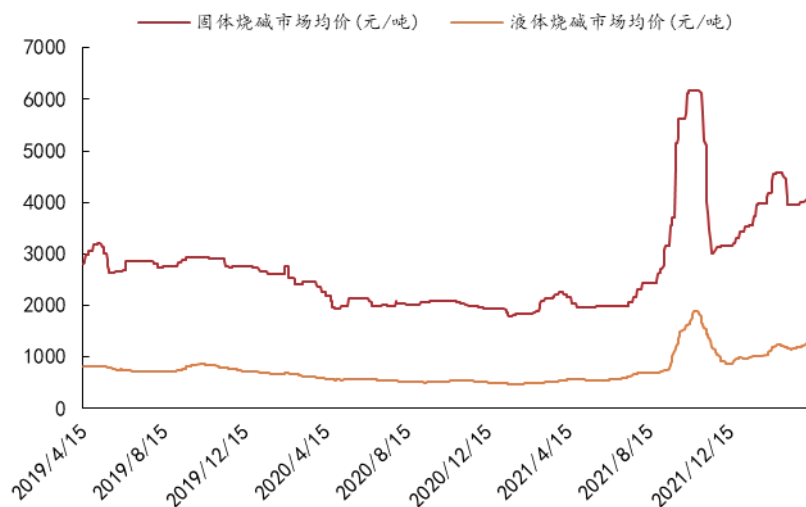
图表 22. 2022 年以来烧碱库存处于低位



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2021 年下半年以来烧碱价格高涨，目前仍处于上行通道。以液体烧碱为例，2019 年初至 2021 年 8 月，烧碱价格相对稳定，在 470 元/吨至 900 元/吨的区间内小幅波动。2021 年 9 月起，烧碱价格快速走高，并于 10 月 26 日达到最高价 1902.06 元/吨。随后，价格回落，至相对过往偏高的水平后，再次稳定、持续上涨。截至 2022 年 4 月 13 日，国内液碱市场均价报 1296 元/吨，固体烧碱市场均价报 4074 元/吨，同比分别增长 88.0%、131.5%，均处于上行通道。我们预计短期内烧碱行业供给增速缓慢、库存处于低位，供需仍旧趋紧。价格高位运行下，烧碱行业景气度有望延续。

图表 23. 烧碱价格处于上行通道



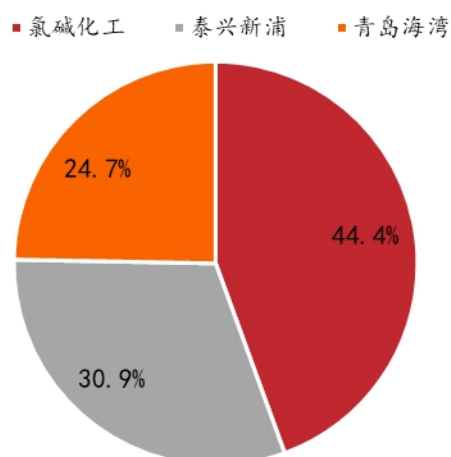
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.2. 二氯乙烷产能固定，价格中枢上移

二氯乙烷（EDC）是一种有机化合物，主要用作制氯乙烯制取过程的中间体。同时，还可用作洗涤剂、萃取剂、橡胶溶剂、谷物杀虫剂等。其主要生产工艺包括乙烯与氯气直接合成法及乙烯氧氯化法。

二氯乙烷产能固定，行业集中度高。2019 年至 2022 年，二氯乙烷产能稳定，均为 162 万吨/年。国内生产企业主要为 3 家，均位于华东地区，CR3=100%。具体生产企业为氯碱化工、泰兴新浦、青岛海湾，产能分别为 72、50、40 万吨/年，其中，氯碱化工产能占比最大，为 44.4%，接近一半。过去 3 年间，3 家企业均无任何新增、淘汰产能，行业供给格局极为稳定。

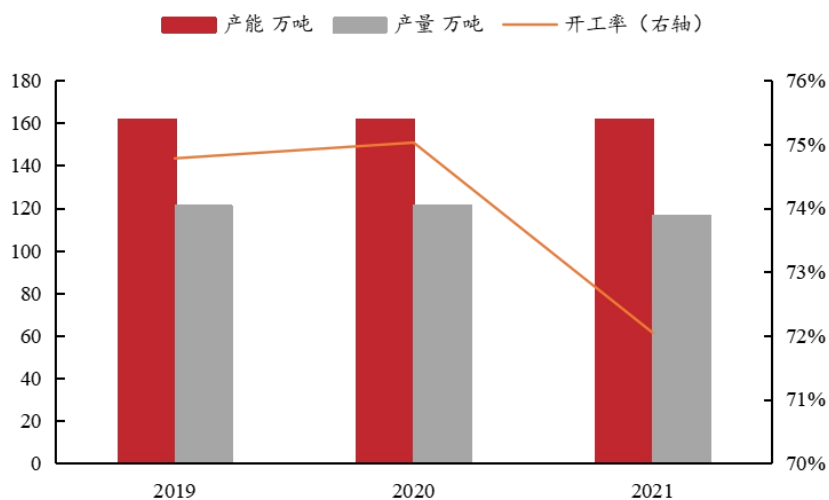
图表 24. 二氯乙烷国内生产企业



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

二氯乙烷产量稳定，开工率波动小。2019 年至 2021 年，二氯乙烷年产量分别为 121.14、121.54、116.72 万吨，产量变动小；开工率分别为 74.78%、75.02%、72.05%，在 3% 的范围内小幅波动。行业生产平稳，预计在后续无新增产能的情况下，2022 年产量将为 120 万吨上下。

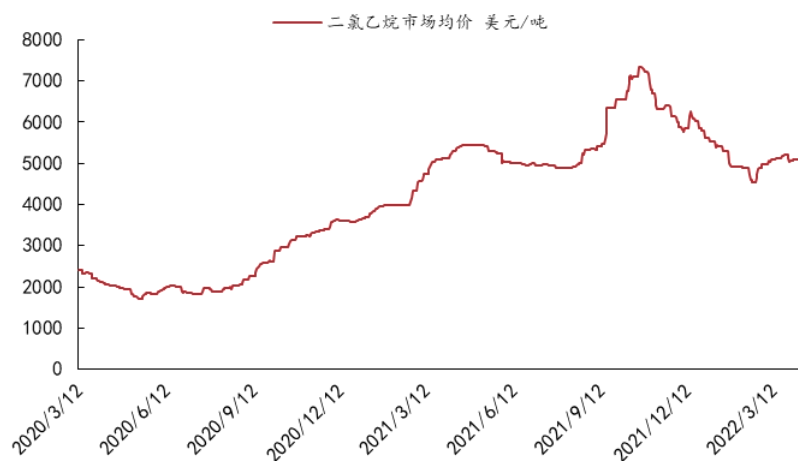
图表 25. 二氯乙烷产量、开工率较为稳定



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

二氯乙烷价格高企，目前处于高位运行。2020 年初，二氯乙烷价格为 2400 美元/吨，而后持续上涨。至 2021 年 10 月，二氯乙烷价格升至最高点 7330 美元/吨，随后回落，于 2022 年 2 月 18 日降至 4530 美元/吨。截至 2022 年 4 月 13 日，国内二氯乙烷价格回升明显，达 5080 美元/吨，仍处于历史高位。两年总涨幅约 112%，且短期内，价格仍表现出上升趋势。

图表 26. 二氯乙烷价格高企



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

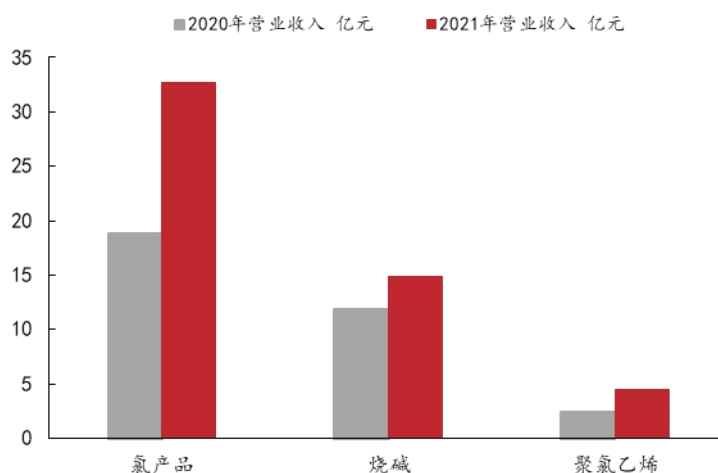
3. 优势：技术产业齐推进，盈利能力稳提高

3.1. 行业高景气，主营产品业绩高增长

公司主营产品中，烧碱行业景气度高，二氯乙烷价格高位运行。氯碱化工主营烧碱、二氯乙烷，产能均达 72 万吨/年。烧碱方面，行业受供给侧改革及节能环保政策影响，加之下游需求增速相对更快，库存低位运行，整体供给偏紧。叠加价格处于上行通道，烧碱行业景气度有望提升。二氯乙烷方面，行业集中度高，市场被 3 家公司所垄断。公司产能在国内排名居于首位，在行业内具有一定的定价权。2021 年以来，二氯乙烷价格高位运行，使得公司氯产品盈利能力提升。

受行业景气度推动，公司业绩显著提升。2021 年公司实现营收 66.64 亿元，同比增长 36.32%。公司主营业务氯产品、烧碱、聚氯乙烯营业收入分别为 32.67、14.84、4.46 亿元，分别同比增长 73.87%、25.66%、82.04%，主要系行业维持高景气，公司产品量价齐升所致。

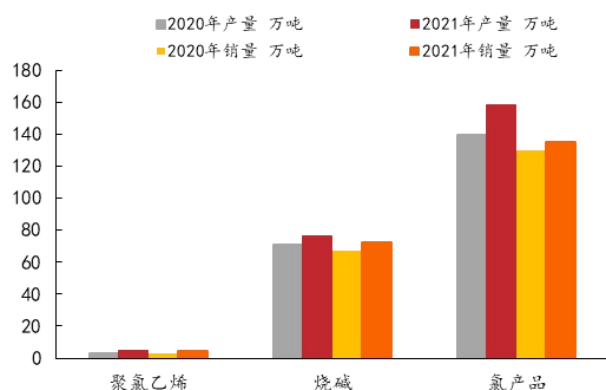
图表 27. 2021 年公司主营产品营收大幅提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

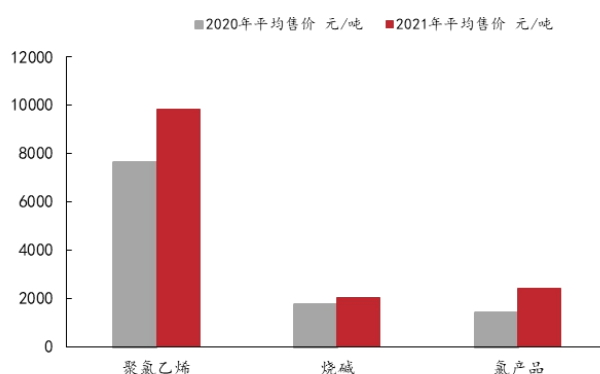
公司主营产品量价齐升。产量和销量方面，2021 年，烧碱、氯产品产量分别为 76.4、158.3 万吨，同比增长 8.1%、13.2%；销量分别为 72.7、135.1 万吨，同比增长 8.35%、3.68%。价格方面，2021 年烧碱、氯产品的平均售价分别为 2042.19 元/吨、2417.37 元/吨，同比增长 16.06%、67.61%，氯产品售价上升幅度显著。受行业景气度影响，公司主营业务的销量、平均售价均有所提升，带动公司营业收入大幅上涨。

图表 28. 公司主营业务 2021 年产销量均同比上升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 29. 公司主营业务 2021 年平均售价均同比上升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 新增项目稳步推进，打开业绩增长空间

烧碱增产项目投资落实。长期以来，公司持续进行主营业务产能扩张，先后于 2003 年、2018 年对烧碱进行增产。2019 年公司启动钦州基地建设，在广西成立子公司，开工建设的烧碱项目产能为 30 万吨/年，占公司现有产能的 41.67%。据公司 2021 年年报，截至 2021 年，该项目土建基本完成，启动安装工程。

图表 30. 氯碱化工产能与开工情况

主要厂区或项目	设计产能 (万吨)	产能利用率 (%)	在建产能 (万吨)	在建产能已投资额 (万元)	在建产能预计完工时间
烧碱	72	100	30	57,118.27	2022 年 12 月
二氯乙烷	72	73			
液氯	60	100			
特种聚氯乙烯	9	100			
氯乙烯	20				
聚氯乙烯			40	116,757.73	2022 年 12 月

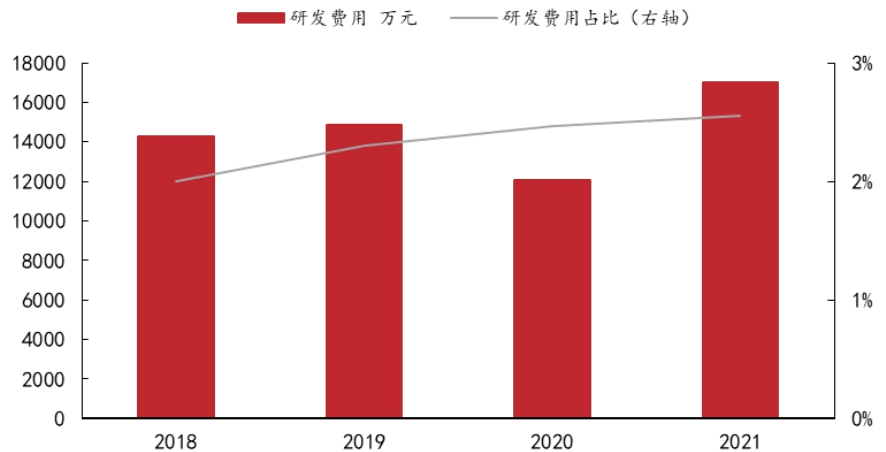
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

聚氯乙烯增产、提升改造项目多。公司同时推进多个聚氯乙烯增产、改造项目。一方面，广西钦州基地 40 万吨/年聚氯乙烯项目，土建已基本完成，启动安装工程。另一方面，公司在上海化工区投资建设 6 万吨/年的特种树脂提升改造项目，该项目已于 2021 年下半年正式投产。另外，上海化工区公司新建 20 万吨/年氯乙烯项目，该项目已于 2021 年下半年正式投产。

3.3. 技术创新稳步推进，产品优化持续进行

公司研发投入占比上升，持续关注技术升级。2018 年至 2021 年，氯碱化工研发费用从 2018 年的 1.49 亿元增长至 2021 年的 1.70 亿元，年均复合增长率为 5.89%，费用占比从 2018 年的 2.00% 增长至 2021 年的 2.55%，研发费用占比逐年提高，公司持续聚焦技术开发升级。

图表 31. 研发占比逐年递增



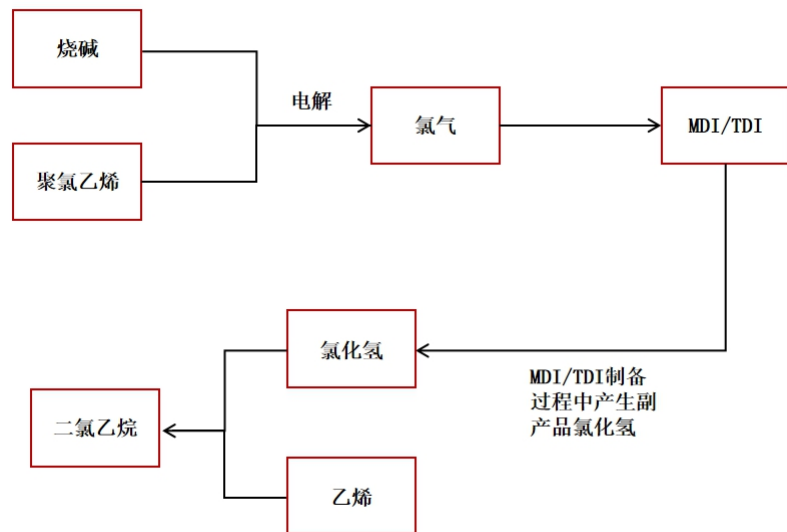
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司多项目优化升级，积极开拓新工艺。第一，截至 2021 年，公司氯化氢催化氧化制氯气核心技术累计获得授权专利 8 项，并新申请发明专利 2 项。目前，该项目催化剂连续稳定使用近 16000 小时。第二，公司聚焦特种聚氯乙烯树脂优化升级，6 万吨/年特种树脂提升改造项目已于 2021 年下半年正式投产，进一步提升产品质量和降低成本。第三，公司积极开拓聚氨酯产业链，实质性探索聚合物聚醚多元醇、硅烷改性聚醚多元醇、不饱和端基聚醚多元醇封端等三个研发点，助力“环氧丙烷-聚醚多元醇-聚氨酯”一体化的高端聚醚产品研究。第四，公司应用新技术监测预警异常工况，提高安全保障，进一步贴合国家安全政策。2021 年上半年，公司已完成对生产装置的新一轮 HAZOP 分析，并完成 20 万吨/年 VCM 装置和 6 万吨树脂装置的 HAZID 分析。

3.4. 一体化产业链，上下游相协同

化工园区实现一体化运营，实现资源高效利用，成本降低。氯碱化工在上海化工区实现了园区内生产一体化，在化工区建立了装置配套、管道输送的一体化运营模式。具体生产流程为：公司提供原料氯和烧碱，用于园区内 MDI、TDI 等的生产；并投入乙烯原料，与 MDI、TDI 生产过程中产生的副产品氯化氢气体相结合，二次用氯，制造二氯乙烷。氯碱化工在该化工园区内设有 72 万吨烧碱和 72 万吨二氯乙烷装置，以支持此流程的实现。同时，公司在化工园区通过采用氯气管道、烧碱管道隔墙式供应模式，保证了供应的稳定性和安全性的同时，又使物流成本降到最低，充分实现资源的高效转化，形成在资源、成本、环保等方面的核心竞争力。

图表 32. 化工园区实现一体化



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

与国际化工公司紧密合作，发挥上下游产业链协同效应。氯碱化工紧密结合上下游产业链，主要以赛科公司的乙烯为核心，以公司的氯碱产品为基础，以德国巴斯夫、美国亨斯迈公司的聚异氰酸酯、异氰酸酯及聚碳酸酯等精细化工制品为中间体，并以涂料、胶粘剂等精细化工产品为终端，形成一条较为完整的原料、中间产物、最终产品和废弃物的互供共享的一体化产业链。该商业模式帮助公司提高长期稳定生存和发展的能力，也为下游客户长期稳定获得氯碱终端产品提供了保障，真正体现了互利共赢，实现了协同效应。

4. 盈利预测

2021 年以来，氯碱化工公司业绩显著提升，主要系主营产品的销量与价格双增高，公司生产技术持续开发。我们对公司未来盈利的预测基于以下条件 and 假设：1) 公司化工产品生产成本主要由直接材料、直接人工、动力和制造费用四部分构成，其中 2021 年直接材料成本占比最高，为占总成本的 58.14%；2) 采购材料包括，乙烯、原盐和氯乙烯，其中乙烯为长期合同，原盐和氯乙烯为长、短期合同相结合，2021 年公司乙烯采购价格上升 62.78%；3) 假设公司未来新投产的氯乙烯基本全部用于聚氯乙烯的生产，规模化效应可降低公司聚氯乙烯的单吨成本。

结合公司正在投资建设的新增产能项目，预期 2022/2023/2024 年公司营业收入分别为 75.70/102.76/116.79 亿元，归母净利润分别为 20.47/30.39/35.19 亿元，归母净利润对应 EPS 分别为 1.77/2.63/3.04 元。以 2022 年 4 月 13 日收盘价为基准，预计对应的 PE 分别为 7.64/5.15/4.45 倍。

结合公司主营业务行业景气度，我们看好公司发展前景。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

烧碱价格异常波动、国内疫情反复、公司项目达产受阻等。

1、烧碱价格异常波动：受双碳政策和环保要求持续提升的影响，氯碱企业检修将导致其供给存在不确定性，叠加烧碱下游氧化铝、造纸、印染等行业或将面临不同的环保压力，对烧碱的需求存在不确定性，将导致烧碱价格异常波动。

2、国内疫情反复：全球新冠疫情仍在持续，由此导致的内外部不确定性仍较多，尤其是外部环境更趋复杂严峻，致使我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。

3、公司项目达产受阻：目前公司“30万吨/年烧碱生产项目”和“40万吨/年聚氯乙烯生产装置”正在建设中，预计2022年底正式投产，受环保政策、疫情等因素的影响，或将导致公司建设不及预期，产能增加受阻。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6664	7570	10276	11679
%同比增速	36%	14%	36%	14%
营业成本	4540	5095	6592	7437
毛利	2124	2475	3684	4242
%营业收入	32%	33%	36%	36%
税金及附加	28	27	38	44
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	123	176	230	257
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	159	176	246	277
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	170	188	257	292
%营业收入	3%	2%	3%	3%
财务费用	-41	2	7	-13
%营业收入	-1%	0%	0%	-0%
资产减值损失	-1	46	47	51
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	3	8	10	11
投资收益	326	334	464	531
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-8	-7	-8	-10
营业利润	2006	2285	3419	3966
%营业收入	30%	30%	33%	34%
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	2007	2285	3419	3966
%营业收入	30%	30%	33%	34%
所得税费用	251	236	374	437
净利润	1756	2049	3045	3529
%营业收入	26%	27%	30%	30%
归属于母公司的净利润	1772	2047	3039	3519
%同比增速	192%	16%	48%	16%
少数股东损益	-16	2	6	11
EPS (元/股)	1.53	1.77	2.63	3.04

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.53	1.77	2.63	3.04
BVPS	5.94	7.92	10.98	14.67
PE	8.10	7.64	5.15	4.45
PEG	0.04	0.49	0.11	0.28
PB	2.09	1.71	1.23	0.92
EV/EBITDA	6.31	5.54	2.81	1.40
ROE	26%	22%	24%	21%
ROIC	18%	15%	17%	15%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3527	6318	9600	13454
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	180	240	324	360
存货	212	206	274	313
预付账款	171	170	222	254
其他流动资产	366	449	575	634
流动资产合计	4456	7383	10994	15015
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	733	778	844	910
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1789	2880	3590	4259
无形资产	354	378	397	411
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	1968	1167	1202	1186
资产总计	9300	12588	17027	21782
短期借款	822	1822	2322	2572
应付票据及应付账款	574	559	752	853
预收账款	0	29	20	26
应付职工薪酬	71	82	100	116
应交税费	202	185	266	306
其他流动负债	373	353	464	527
流动负债合计	2042	3030	3924	4400
长期借款	4	4	4	4
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	23	23	23	23
其他非流动负债	128	128	128	128
负债合计	2197	3185	4079	4555
归属于母公司的所有者权益	6865	9162	12701	16970
少数股东权益	239	241	247	258
股东权益	7104	9403	12948	17227
负债及股东权益	9300	12588	17027	21782

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1378	1689	2755	3149
投资	2	-45	-66	-67
资本性支出	-1254	-384	-788	-661
其他	219	334	464	531
投资活动现金流净额	-1033	-95	-390	-197
债权融资	0	0	0	0
股权融资	120	250	500	750
银行贷款增加(减少)	1071	1000	500	250
筹资成本	-80	-53	-83	-98
其他	-159	0	0	0
筹资活动现金流净额	952	1197	917	902
现金净流量	1295	2791	3283	3854

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>