

➤ **事件：**自 2023 年 3 月起，国内房地产竣工数据表现强劲，根据 Wind 数据，3 月、4 月和 5 月全国房屋当月竣工面积分别同比增长 32.02%、37.24% 和 24.51%，增速均超过过去五年的同期水平。

➤ **公司是国内氯碱产业龙头企业之一，已完成产业链一体化布局。**公司已经打通“自备电力—电石—聚氯乙烯树脂及副产品—电石渣及其他废弃物制水泥”的一体化氯碱化工循环经济产业链。今年 4 月收购天辰化工股权后，公司拥有 2×300MW、2×330MW 两个自备电厂，213 万吨电石产能，134 万吨 PVC 产能（其中包括 114 万吨通用 PVC 树脂、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂），97 万吨烧碱产能和 535 万吨水泥产能。此外，公司参股子公司东华天业和天业汇合分别具备 10 万吨 PBAT 产能和 60 万吨乙二醇产能。PVC 树脂和烧碱贡献了公司主要的营收和利润，2022 年 PVC 树脂和烧碱的营收占比分别为 45.29% 和 15.27%，毛利润占比分别为 22.23% 和 48.51%。

➤ **PVC 板块盈利能力处于历史低位，后续有望受益于房地产领域的复苏。**根据百川盈孚的数据，2023 年上半年，华东电石法 PVC 树脂报价中位数为 6100 元/吨，同比下降 29.89%，华东乙烯法 PVC 树脂报价中位数为 6400 元/吨，同比下降 31.73%，价格均位于历史上相对低点；价差上，2023 年上半年，华东电石法 PVC 树脂原料价差中位数为 675.55 元/吨，同比下降 54.68%，乙烯法 PVC 树脂原料价差中位数为 2996.76 元/吨，同比下降 42.63%，也处于历史较低水平。PVC 下游主要应用产品包括管材/管件、型材/门窗、板材、电缆料等与房地产相关的材料，因此后续房地产需求的复苏有望拉动对 PVC 的需求量，进而有望改善公司 PVC 板块的业绩。

➤ **烧碱板块盈利能力有所回调，后续有望受益于消费、新能源等领域的复苏。**根据百川盈孚的数据，截至 2023 年 6 月底，华东 32% 离子膜烧碱价格在 840 元/吨，处于 2018 年以来价格的 41.31% 分位数水平；价差上，截至 2023 年 6 月底，华东 32% 离子膜烧碱原盐价差在 460 元/吨，处于 2018 年以来价差的 34.58% 分位数水平。烧碱下游主要的应用领域包括氧化铝、轻工业、化纤印染、锂电等行业，因此后续消费、新能源等领域的复苏有望拉动对烧碱的需求量，进而有望改善公司烧碱板块的业绩。

➤ **投资建议：**随着房地产、消费等领域的好转，公司的盈利能力或将改善。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.95、3.07、6.39 亿元，现价（2023/07/03）对应 PE 分别为 85X、26X、13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**房地产复苏不及预期；消费、新能源领域复苏不及预期；原材料价格上涨。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11646	10357	11184	11978
增长率（%）	-3.1	-11.1	8.0	7.1
归属母公司股东净利润（百万元）	853	95	307	639
增长率（%）	-47.9	-88.8	222.2	108.4
每股收益（元）	0.50	0.06	0.18	0.37
PE	9	85	26	13
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 07 月 03 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**4.73 元**

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

**研究助理 刘隆基**

执业证书：S0100122080049

电话：15000393047

邮箱：liulongji@mszq.com

### 相关研究

1. 把握确定性，拥抱新技术——化工行业 2022 年度中期投资策略-2022/07/11

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>11646</b>	<b>10357</b>	<b>11184</b>	<b>11978</b>
营业成本	9367	9094	9644	10002
营业税金及附加	113	104	112	132
销售费用	304	280	291	299
管理费用	292	259	280	299
研发费用	347	321	347	371
EBIT	1216	347	565	938
财务费用	161	168	160	170
资产减值损失	-70	-86	-68	-47
投资收益	-78	10	11	12
<b>营业利润</b>	<b>982</b>	<b>106</b>	<b>351</b>	<b>736</b>
营业外收支	9	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>992</b>	<b>110</b>	<b>355</b>	<b>740</b>
所得税	189	19	60	126
净利润	802	91	295	614
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>853</b>	<b>95</b>	<b>307</b>	<b>639</b>
EBITDA	1807	1004	1284	1743

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4832	4892	5063	5619
应收账款及票据	194	155	171	189
预付款项	137	109	116	120
存货	1093	986	1068	1131
其他流动资产	1655	1464	1578	1688
<b>流动资产合计</b>	<b>7912</b>	<b>7606</b>	<b>7996</b>	<b>8747</b>
长期股权投资	1363	1373	1384	1396
固定资产	9132	9250	9339	9422
无形资产	749	751	752	753
<b>非流动资产合计</b>	<b>12139</b>	<b>12778</b>	<b>13127</b>	<b>13252</b>
<b>资产合计</b>	<b>20051</b>	<b>20383</b>	<b>21123</b>	<b>21999</b>
短期借款	1005	1205	1305	1405
应付账款及票据	1863	1893	2008	2083
其他流动负债	1412	1261	1311	1361
<b>流动负债合计</b>	<b>4280</b>	<b>4360</b>	<b>4625</b>	<b>4848</b>
长期借款	1896	2249	2449	2549
其他长期负债	2948	2931	2930	2930
<b>非流动负债合计</b>	<b>4845</b>	<b>5180</b>	<b>5379</b>	<b>5479</b>
<b>负债合计</b>	<b>9125</b>	<b>9540</b>	<b>10004</b>	<b>10327</b>
股本	1707	1707	1707	1707
少数股东权益	293	290	278	253
<b>股东权益合计</b>	<b>10927</b>	<b>10844</b>	<b>11119</b>	<b>11672</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>20051</b>	<b>20383</b>	<b>21123</b>	<b>21999</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-3.07	-11.07	7.99	7.09
EBIT 增长率	-42.58	-71.46	62.93	65.88
净利润增长率	-47.92	-88.85	222.24	108.41
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	19.57	12.20	13.77	16.49
净利润率	7.33	0.92	2.74	5.33
总资产收益率 ROA	4.26	0.47	1.45	2.90
净资产收益率 ROE	8.02	0.90	2.83	5.60
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.85	1.74	1.73	1.80
速动比率	1.55	1.48	1.46	1.54
现金比率	1.13	1.12	1.09	1.16
资产负债率 (%)	45.51	46.80	47.36	46.94
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	6.09	6.00	6.00	6.00
存货周转天数	42.59	43.00	43.00	43.00
总资产周转率	0.64	0.51	0.54	0.56
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.50	0.06	0.18	0.37
每股净资产	6.23	6.18	6.35	6.69
每股经营现金流	0.75	0.74	0.69	0.91
每股股利	0.10	0.01	0.04	0.07
<b>估值分析</b>				
PE	9	85	26	13
PB	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.96	9.36	7.40	5.25
股息收益率 (%)	2.11	0.24	0.76	1.58
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	802	91	295	614
折旧和摊销	591	657	719	805
营运资金变动	-440	208	-112	-126
<b>经营活动现金流</b>	<b>1285</b>	<b>1268</b>	<b>1183</b>	<b>1560</b>
资本开支	-340	-1475	-1044	-905
投资	-565	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-956</b>	<b>-1274</b>	<b>-1044</b>	<b>-905</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	153	490	277	200
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2866</b>	<b>66</b>	<b>32</b>	<b>-99</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3194</b>	<b>59</b>	<b>172</b>	<b>556</b>

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026