

➤ **事件：**棉花与粘胶纤维在一定领域存在互相替代，根据全国棉花交易市场披露的数据，截至2023年六月底，国内328级棉花价格指数为17304元/吨，较年初上涨了15.07%。

➤ **公司是拥有氯碱化工和粘胶纺织两大主业的优势企业。**公司已经打通“煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”上下游一体化的循环经济产业链，截至2022年年报，公司拥有205万吨PVC产能、146万吨离子膜烧碱产能、88万吨粘胶纤维产能和320万吨粘胶纱产能。2022年，贸易、PVC和纱线板块贡献的营收占比最高，分别为47.52%、23.03%和6.56%；利润端，PVC、氯碱类产品和其他煤化工产品板块贡献的毛利润占比最高，分别为33.50%、30.16%和16.32%。

➤ **氯碱化工板块盈利能力承压，后续有望受益于地产和消费等领域的复苏。**根据百川盈孚的数据，截至2023年六月底，乙烯法PVC原料价差、电石法PVC原料价差、离子膜烧碱原料价差分别为2945元/吨、900元/吨和460元/吨，分别处于2018年以来价差的14.00%、24.96%和34.58%分位数线水平，氯碱产业链盈利能力处于相对低位。而后续随着房地产市场的走暖，以及轻量化对于电解铝需求的走强，氯碱产线的盈利能力有望提升。

➤ **成本端压力缓解带来粘胶纺织板块价差走阔，下游纺织服装的进一步恢复或改善公司粘胶纺织板块利润。**根据Wind披露的数据，截至2023年六月底，1.5D规格的粘胶短纤原料价差在5800元/吨，处于2018年以来价差的56.35%分位数线水平。成本端如溶解浆等原料价格的下跌使得粘胶短纤的价差处于正常水平，根据Wind披露的数据，截至2023年六月底，溶解浆内盘报价7100元/吨，相较于2022年7月份9500元/吨的阶段高点回调了25.26%，而1.5D规格的粘胶短纤报价为12900元/吨，仅从2022年6月份阶段高点回落17.31%。后续随着纺织服装等需求进一步恢复，公司的粘胶纺织板块的盈利情况或进一步改善。

➤ **投资建议：**随着房地产、纺织服装等领域的需求好转，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1.04、6.62、9.01亿元，现价(2023/07/05)对应PE分别为161X、25X、19X，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；原材料价格大幅上涨。

推荐

维持评级

当前价格：

6.45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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55911	50902	52062	53257
增长率(%)	-11.1	-9.0	2.3	2.3
归属母公司股东净利润(百万元)	714	104	662	901
增长率(%)	-74.0	-85.4	536.6	36.1
每股收益(元)	0.28	0.04	0.26	0.35
PE	23	161	25	19
PB	0.6	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年07月05日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	55911	50902	52062	53257
营业成本	49043	45945	45966	46716
营业税金及附加	529	458	469	479
销售费用	2366	2189	2187	2184
管理费用	1262	1273	1197	1118
研发费用	444	305	312	320
EBIT	2213	816	2017	2528
财务费用	1141	824	1122	1250
资产减值损失	-122	-90	-45	-23
投资收益	330	255	260	266
营业利润	1403	177	1126	1532
营业外收支	-71	0	0	0
利润总额	1332	177	1126	1532
所得税	236	28	180	245
净利润	1096	149	946	1287
归属于母公司净利润	714	104	662	901
EBITDA	4998	3921	5726	6889

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8117	7339	7748	9159
应收账款及票据	6232	6382	6527	6677
预付款项	2667	2116	2117	2152
存货	3512	2157	2203	2262
其他流动资产	3068	2224	2258	2306
流动资产合计	23596	20218	20853	22555
长期股权投资	3026	3281	3541	3807
固定资产	36580	39513	42172	44787
无形资产	1684	1682	1677	1672
非流动资产合计	56786	59913	60578	60203
资产合计	80382	80130	81431	82758
短期借款	5543	7543	9543	9543
应付账款及票据	12404	8467	8471	8609
其他流动负债	15719	13969	9659	9801
流动负债合计	33666	29979	27672	27952
长期借款	6370	7956	9656	9656
其他长期负债	7403	9426	10426	10426
非流动负债合计	13773	17382	20082	20082
负债合计	47439	47361	47754	48034
股本	2601	2590	2590	2590
少数股东权益	7200	7245	7528	7914
股东权益合计	32943	32769	33677	34724
负债和股东权益合计	80382	80130	81431	82758

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.10	-8.96	2.28	2.29
EBIT 增长率	-55.23	-63.14	147.24	25.35
净利润增长率	-74.02	-85.44	536.65	36.07
盈利能力 (%)				
毛利率	12.28	9.74	11.71	12.28
净利润率	1.28	0.20	1.27	1.69
总资产收益率 ROA	0.89	0.13	0.81	1.09
净资产收益率 ROE	2.77	0.41	2.53	3.36
偿债能力				
流动比率	0.70	0.67	0.75	0.81
速动比率	0.50	0.51	0.58	0.63
现金比率	0.24	0.24	0.28	0.33
资产负债率 (%)	59.02	59.10	58.64	58.04
经营效率				
应收账款周转天数	15.71	16.29	16.29	16.29
存货周转天数	26.14	17.85	17.85	17.85
总资产周转率	0.73	0.63	0.64	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.04	0.26	0.35
每股净资产	9.94	9.86	10.10	10.35
每股经营现金流	2.06	0.66	2.11	2.59
每股股利	0.10	0.01	0.09	0.13
估值分析				
PE	23	161	25	19
PB	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.54	8.45	5.77	4.59
股息收益率 (%)	1.55	0.23	1.44	1.96

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1096	149	946	1287
折旧和摊销	2785	3105	3709	4361
营运资金变动	706	-2316	-190	-53
经营活动现金流	5325	1700	5462	6703
资本开支	-5296	-5534	-3851	-3461
投资	-871	-16	-10	-10
投资活动现金流	-6182	-5733	-3848	-3471
股权募资	661	-58	0	0
债务募资	663	4738	280	0
筹资活动现金流	1389	3255	-1205	-1821
现金净流量	621	-778	409	1411

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收到任何形式的补偿。

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
	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