

➤ **事件：**根据百川盈孚数据，2023 年二季度纯碱、电石法 PVC、烧碱、DMC 等产品平均价格环比 2023 年一季度均有下降，环比跌幅分别为 16.3%、7.2%、19.8% 和 12.8%。

➤ **公司深耕“两碱一化”循环经济产业链。**公司长期专注主营业务，截至 2022 年报公司的纯碱、粘胶短纤、PVC、烧碱、有机硅单体年产能分别达到 340 万吨、78 万吨、52.5 万吨、53 万吨、20 万吨，产能规模优势显著。公司在国内首创了以“两碱一化”为主，热力供应和精细化工等为辅的循环经济体系，以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤、有机硅等产品上下游有机串联，通过副产综合利用和资源阶梯级利用实现综合成本的优势。2022 年公司实现营业总收入 236.80 亿元，同比 +2.15%，归母净利润 9.89 亿元，同比 -40.83%。

➤ **二季度主营产品景气度下行，短期利润承压。**2023 年二季度公司多个主营产品呈下行态势，根据百川盈孚数据，纯碱、电石法 PVC、烧碱、DMC 等平均价格环比跌幅分别为 16.3%、7.2%、19.8% 和 12.8%。利润端，价格下降进一步导致利润承压，氨碱法纯碱 Q2 行业平均毛利 725 元/吨，环比下降 24%，电石法聚氯乙烯 Q2 行业平均毛利 -430 元/吨，环比下降 35%，烧碱 Q2 行业平均毛利 553 元/吨，环比下降 50%。

➤ **“三链一群”产业规划打开未来成长空间。**根据公司公告，未来计划总投资规模约 570 亿元，构建“三链一群”产业布局（即“两碱一化”循环经济产业链、有机硅新材料产业链、精细化工产业链和新能源新材料“双新”战略产业集群），规划产能新增 55 万吨烧碱及下游产品，30 万吨新溶剂法绿色纤维素纤维，40 万吨有机硅，4GW 光伏发电、15 万吨/天海水淡化等项目。项目建设预计在“十四五”期间逐步落地，公司产业链优势将进一步加强，打开中长期成长空间。

➤ **投资建议：**公司依托自身优势打造“三链一群”产业规划，随着新产能的逐步投放，有望打开中长期成长空间。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 8.70、12.96、17.60 亿元，7 月 10 日收盘价对应 PE 为 13、9、7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原料及产品价格大幅波动的风险；产品需求不及预期；新产能建设进度不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

5.57 元

**分析师** 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李家豪

执业证书：S0100122060011

电话：15919000973

邮箱：lijiahao@mszq.com

相关研究

1. 把握确定性，拥抱新技术——化工行业

2022 年中期投资策略-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）	23680	22216	23312	26022
增长率（%）	2.1	-6.2	4.9	11.6
归属母公司股东净利润（百万元）	989	870	1296	1760
增长率（%）	-40.8	-12.0	49.0	35.8
每股收益（元）	0.48	0.42	0.63	0.85
PE	12	13	9	7
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 10 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	23680	22216	23312	26022
营业成本	19106	18777	19237	21071
营业税金及附加	313	293	308	344
销售费用	211	198	208	232
管理费用	1630	1529	1605	1791
研发费用	330	261	274	306
EBIT	2047	1200	1725	2329
财务费用	350	101	88	105
资产减值损失	-86	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
营业利润	1710	1099	1638	2224
营业外收支	-21	0	0	0
利润总额	1689	1099	1638	2224
所得税	365	229	342	464
净利润	1324	870	1296	1760
归属于母公司净利润	989	870	1296	1760
EBITDA	3260	2453	3105	3845

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4840	5512	4086	5433
应收账款及票据	903	830	871	972
预付款项	195	192	197	215
存货	1659	1630	1670	1830
其他流动资产	2716	2521	2643	2944
流动资产合计	10313	10685	9466	11394
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	14258	14345	14353	14352
无形资产	1029	1028	1028	1028
非流动资产合计	17293	17403	17276	17140
资产合计	27607	28088	26742	28534
短期借款	601	601	601	601
应付账款及票据	3065	2890	2961	3243
其他流动负债	3896	4192	1744	1889
流动负债合计	7562	7683	5307	5733
长期借款	2690	2436	2436	2436
其他长期负债	2778	2823	2823	2823
非流动负债合计	5469	5259	5259	5259
负债合计	13031	12942	10566	10992
股本	2064	2064	2064	2064
少数股东权益	1296	1296	1296	1296
股东权益合计	14576	15146	16177	17542
负债和股东权益合计	27607	28088	26742	28534

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	2.15	-6.18	4.93	11.63
EBIT 增长率	-20.89	-41.36	43.72	34.98
净利润增长率	-40.83	-12.02	48.98	35.82
盈利能力 (%)				
毛利率	19.31	15.48	17.48	19.03
净利润率	4.18	3.92	5.56	6.76
总资产收益率 ROA	3.58	3.10	4.85	6.17
净资产收益率 ROE	7.44	6.28	8.71	10.83
偿债能力				
流动比率	1.36	1.39	1.78	1.99
速动比率	1.11	1.15	1.42	1.62
现金比率	0.64	0.72	0.77	0.95
资产负债率 (%)	47.20	46.08	39.51	38.52
经营效率				
应收账款周转天数	6.87	6.59	6.59	6.59
存货周转天数	31.69	31.69	31.69	31.69
总资产周转率	0.88	0.80	0.85	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.42	0.63	0.85
每股净资产	6.43	6.71	7.21	7.87
每股经营现金流	1.17	1.06	1.32	1.59
每股股利	0.15	0.13	0.19	0.26
估值分析				
PE	12	13	9	7
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.39	5.84	4.61	3.72
股息收益率 (%)	2.62	2.31	3.44	4.67
现金流量表 (百万元)				
净利润	1324	870	1296	1760
折旧和摊销	1213	1253	1380	1516
营运资金变动	-374	24	-96	-154
经营活动现金流	2406	2194	2734	3276
资本开支	-367	-1150	-1198	-1326
投资	-18	0	0	0
投资活动现金流	-399	-1182	-1198	-1326
股权募资	0	0	0	0
债务募资	511	175	-2488	0
筹资活动现金流	-455	-339	-2961	-603
现金净流量	1601	672	-1426	1347

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