

电石 PVC 价格上涨，业绩有望改善



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——新金路深度报告 (000510)

核心观点

❖ PVC 价格高企，公司业绩有望显著回升

今年年初以来，PVC 价格经过小幅回调后，呈快速上升趋势。近期，PVC 期货收盘价达到 9000 元/吨附近，较往常 6500 元/吨的价格上涨了 38%。PVC 作为门窗、管材、板材等房地产相关产品的原材料，需求也随之向好。今年 1-2 月全国商品房销售面积为 17363 万平方米，同比增长 104.9%，较疫情前 2019 年同期增长 23.1%。2 月份，美国德克萨斯州遭遇寒潮袭击，受影响的 PVC 产能约 350 万吨至 400 万吨。在“碳中和”政策影响下，国内严控电石产能，但下游产品需求将持续增长，未来产品价格有望长期维持上行趋势。2019 年公司 PVC 树脂产量达到 22.5 万吨，直接受益产品价格上涨。

❖ 自有电石产能，抵御原材料价格波动

近期，电石价格创出十多年来的新高，最高达到 5300 元/吨，超过历史高点 4500 元/吨。即使近期电石价格震荡，最新价格也在 4700 元附近，较疫情前 3100 元的均价上涨 52%。公司旗下岷江电化利用水电生产电石，可满足公司近 80% 的电石需求。

❖ 特种掺混树脂的研发有望提高公司毛利率

公司公告进行特种掺混树脂的合作研发，未来有望覆盖公司 PVC 全部产能。近半年来，糊树脂相对 PVC 通用树脂的价差显著扩大。2020 年 4 月以前，糊树脂和 PVC 通用树脂的价差为 2000 元/吨，近半年来已经扩大到 14000 元/吨。公司若成功生产特种掺混树脂有望显著提高公司毛利率。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

今年国内 PVC 价格有望维持强势，公司主营业务显著受益，特种掺混树脂的研发有望继续提高公司毛利率。预计 2021-2023 年营业收入分别为 27、30、33 亿元，实现 EPS 分别为 0.37、0.43、0.48 元/股，对应 PE 分别为 13、11、10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：PVC 价格大幅下跌、环保政策变化、原材料价格大幅上涨。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	2206.96	2700.00	3000.00	3300.00
+/-%	-4.83%	22.34%	11.11%	10.00%
归属母公司净利润(百万)	67.26	226.09	261.53	294.53
+/-	41.92%	236.15%	15.67%	12.62%
EPS(元/股)	0.11	0.37	0.43	0.48
PE	42.84	12.74	11.02	9.78

资料来源：公司公告、川财证券研究所，估值截止于 2021 年 4 月 29 日

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	化工
报告时间	2021/4/29
前收盘价	4.73 元
公司评级	增持评级

📌 分析师

白竣天

证书编号：S1100518070003

bai.juntian@cczq.com

📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、公司概况	4
1. 股权结构	4
2. 业务简介	4
2.1 PVC 树脂业务	5
2.2 烧碱业务	9
二、财务情况	11
三、投资机会	12
1. PVC 价格高企，公司业绩有望显著回升。	12
2. 自有电石产能，抵御原材料价格波动。	13
3. 特种掺混树脂的研发有望提高公司毛利率	15
4. 水电生产电石，减少碳排放	16
四、估值评级	19

图表目录

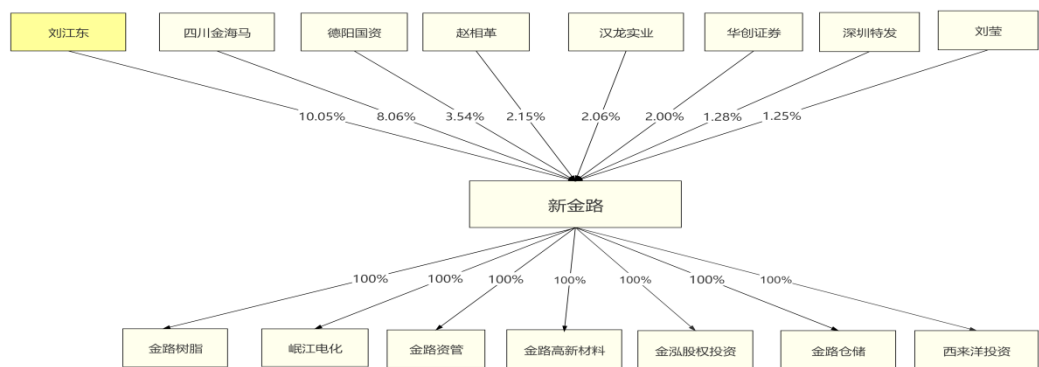
图 1:	公司股权结构图.....	4
图 2:	公司营业收入构成.....	5
图 3:	分产品收入情况.....	5
图 4:	“金路”牌 PVC 树脂.....	6
图 5:	我国 PVC 产业结构.....	7
图 6:	电石法 PVC 生产流程.....	8
图 7:	PVC 下游需求结构.....	8
图 8:	公司 PVC 树脂营业收入及毛利.....	9
图 9:	烧碱产业下游需求结构.....	9
图 10:	西南地区烧碱价格.....	10
图 11:	烧碱营业收入及毛利.....	10
图 12:	公司营业收入及净利润.....	11
图 13:	三费占营业收入的比重.....	11
图 14:	2020 上半年产品毛利构成.....	12
图 15:	PVC 期货收盘价.....	13
图 16:	全国电石市场中间价.....	14
图 17:	西南井矿盐价格近几年保持稳定.....	14
图 18:	PVC 乙炔法价格相对略低.....	15
图 19:	糊树脂相对 PVC 的价差显著扩大.....	16
图 20:	我国 PVC 产能地区分布.....	16
图 21:	我国电石行业集中度.....	18
表格 1:	公司产品简介.....	6
表格 2:	PVC 产业相关政策.....	17
表格 3:	新金路可比公司.....	19

一、公司概况

1. 股权结构

新金路集团股份有限公司（简称“新金路”，以下简称“公司”），前身为四川省树脂总厂，1992 年经批准作为四川省首批股份制试点企业改制成四川金路股份有限公司，1993 年 5 月 7 日，公司登陆深交所。1997 年，公司更名为金路集团股份有限公司。2015 年，现控股股东刘江东入股公司，经数年经营改善业绩后，2019 年公司正式改名为新金路集团股份有限公司，即现用名。同时证券简称也改为新金路。

图 1：公司股权结构图



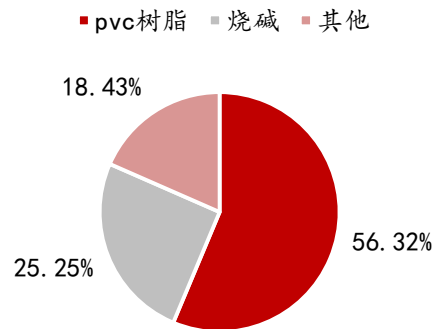
资料来源：Wind，川财证券研究所

2015 年刘江东入主公司并成为控股股东，公司进入稳步发展期。刘江东个人拥有公司 10.05% 的股权，同时也是四川金海马的实际控制人，共持股 16.5%。

2. 业务简介

公司长期深耕氯碱化工业务，形成了氯碱化工、电石、PVC 软制品生产经营及仓储、物流等业务。自 2015 年新管理层入驻以来，公司在为摆脱产品结构单一的弊端，积极探索业务转型升级，先后成立了物流公司、融资租赁公司、资产管理、股权投资等公司。在此基础上，公司拓展了新的利润增长点，逐步向主营与服务并重的“双轮驱动”的业务模式推进。

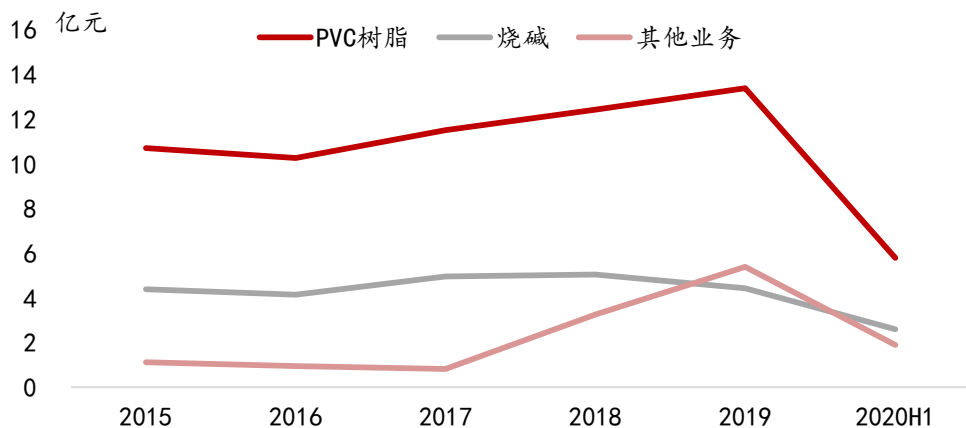
图 2：公司营业收入构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

PVC 树脂板块为公司目前核心业务，据 2020 年半年报数据统计，公司 PVC 树脂营收比重高达 56%，超过其余所有产品之和。从历史业绩上看，PVC 树脂营收也长期是公司营收的中流砥柱。烧碱作为电石法 PVC 的主要副产品，目前则是公司营收的第二大板块，占比达到 25.25%。而自从公司新大股东入职以来，在拓展新业务，寻找新增长点的努力下，公司其他业务板块也有着长足的进步。2019 年年报显示，包括物流、融资租赁、资管多种业务在内的其他业务板块，为公司贡献的营业收入已经超过公司传统第二大板块烧碱。

图 3：分产品收入情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.1 PVC 树脂业务

PVC 属于三大合成材料（合成树脂、合成纤维、合成橡胶）中的合成树脂，PVC 树脂是世界上五大通用树脂之一，是我国第一、世界第二大通用型合成

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

树脂材料。其拥有优异的阻燃性、耐磨性、抗腐蚀性、透明性、绝缘性、机械性能和易加工性。是应用范围最为广泛的塑料品质之一。软制品方面主要用于包装材料、人造革和塑料制品等，硬制品主要用于板材、管材、农业节水器材、异型材等。

表格1：公司产品简介

名称	简介
聚氯乙烯树脂	广泛用于塑料制品行业。1-3 型树脂主要用于电信、电缆、塑料、鞋类加工领域。5-8 型树脂主要用于塑料门窗、塑钢门窗、下水管穿线管、塑料管件、管材、农用薄膜等。
特种聚氯乙烯树脂	提高 ABS 合金制品阻燃性、着色性，改善其机械性能；用于高流动性 PVC/ABS 合金；用于高透明 PVC 制品；用于 PVC 吹膜。
掺混聚氯乙烯树脂	广泛用于壁纸、地板革、人造革、浸渍制品、注塑制品等几乎所有糊树脂制品。

资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司在 PVC 树脂领域拥有一定品牌价值，公司的“金路”牌聚氯乙烯树脂在行业和客户内拥有较好的口碑，同时也是大连商品交易所 PVC 期货指定交割品牌。

图 4：“金路”牌 PVC 树脂



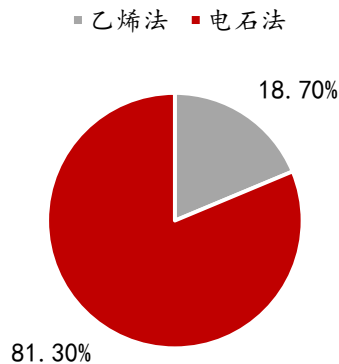
资料来源：公司官网，川财证券研究所

PVC 制备方法方面，世界上主要国家依靠石油天然气路径进行制备。而我国化石燃料天然呈现富煤缺油少气的特点，并且我国作为工业大国，化石燃料消

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

耗数量巨大，原油对外依存度较高。同时我国还是世界上最大的 PVC 生产国和消耗国，截至 2018 年年底，全球 PVC 产能达 5720 万吨，其中超过 60% 集中在亚洲地区，而我国 PVC 产能则占全球比例高达 43%。因此，如果我国主要采用石油天然气路径制备 PVC，无疑要进一步增加石油天然气进口量，不利于我国能源安全。在此背景下，我国 PVC 生产方法主要是以煤炭为原材料的电石法进行制备。电石法 PVC 产能在我国整体 PVC 产能中占比高达 81.70%，远超依靠石油作为原材料的乙烯法。

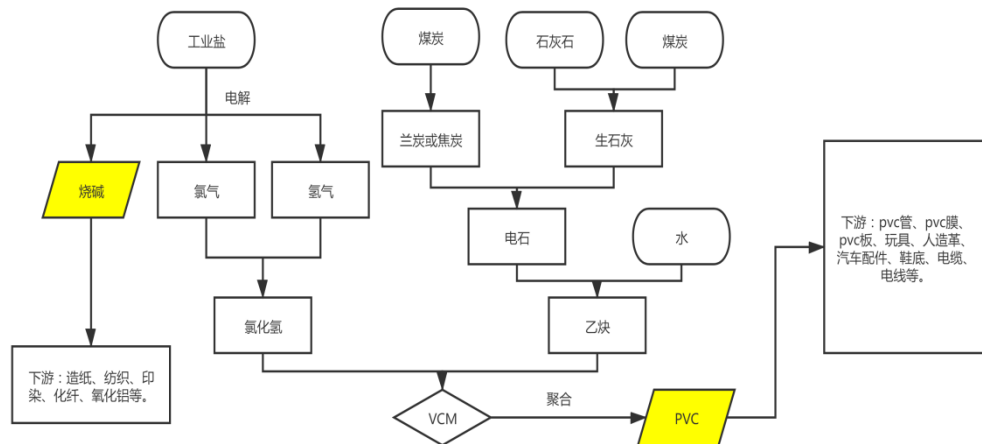
图 5：我国 PVC 产业结构



资料来源：中国氯碱工业协会，川财证券研究所

但是电石法 PVC 也有其局限性。首先电解过程需要大量的电，外加制备电石消耗煤炭，整个行业能耗较高。同时传统电石法 PVC 工艺中，依靠含汞触媒来催化反应。使用含汞触媒不可避免地带来汞污染问题。除此之外，电石带来的粉尘和电石渣也是难以处理的污染物。

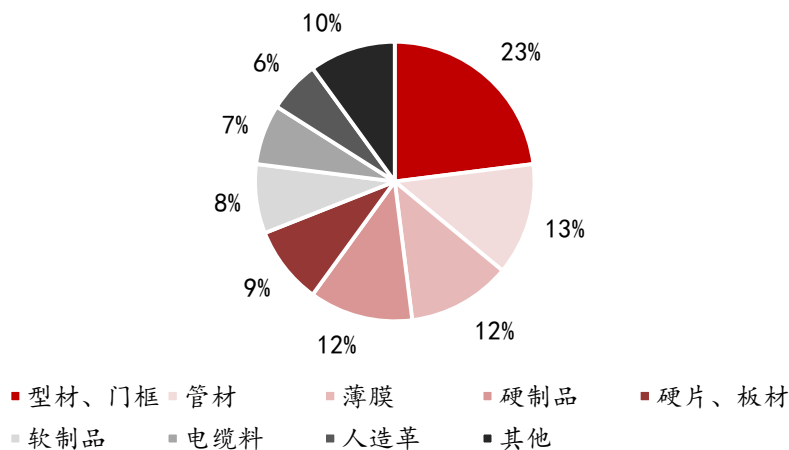
图 6：电石法 PVC 生产流程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

PVC 生产环节是以 2016 年为分水岭，2016 年以前，我国 PVC 产能严重过剩。2014 年至 2016 年，PVC 行业产能连续 3 年保持负增长，淘汰了一部分落后产能，但我国 PVC 行业产能利用率一直在 50%-60%之间徘徊。2016 年以后，随着 PVC 需求不断增加，国内产能利用率逐步提高。2020 年国内 PVC 产能为 2712 万吨/年，产量约 2281 万吨，产能利用率约 82%，较 2016 年前有着显著提升。

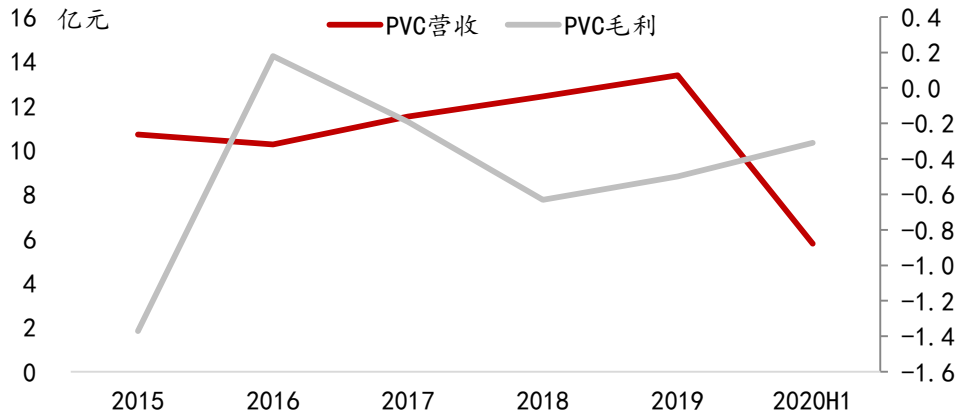
图 7：PVC 下游需求结构



资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

公司将成本多计入在 PVC 业务中，使得 PVC 毛利率相对较低，而烧碱成为 PVC 的副产品，成本相对减少，导致烧碱毛利率相对较高。

图 8：公司 PVC 树脂营业收入及毛利

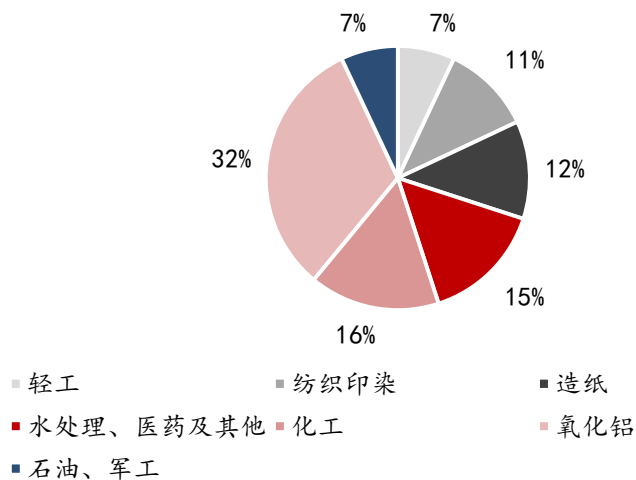


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 烧碱业务

烧碱是电石法 PVC 的主要副产品，在使用隔膜法或离子膜法电解食盐水的时候会产出副产品烧碱。国内氯碱行业多采用“PVC+烧碱”的联产模式以使利益最大化。烧碱下游主要包括氧化铝、化工、印染、造纸等。

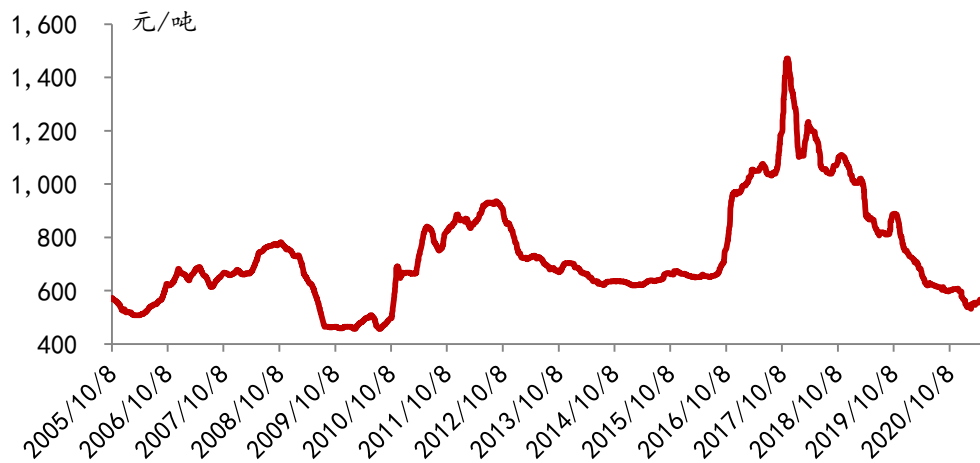
图 9：烧碱产业下游需求结构



资料来源：前瞻经济学人，川财证券研究所

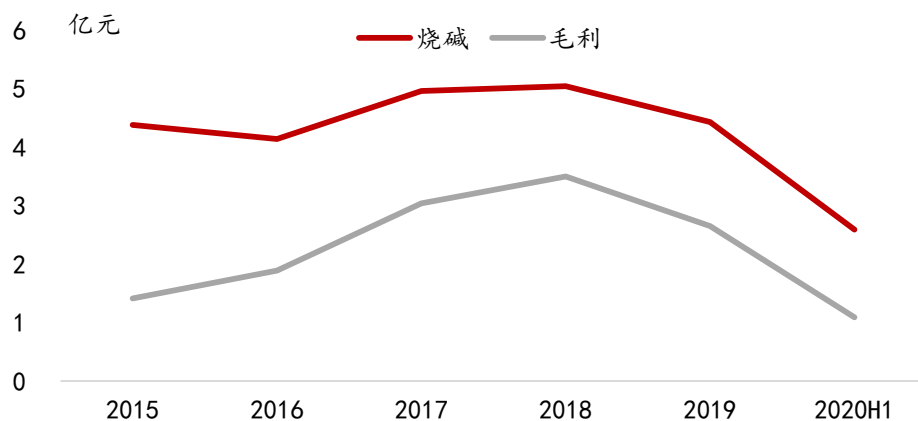
自 2016 年以来，我国烧碱开工率维持在 80% 以上，市场需求也在不断增加，但近几年增速有所放缓。自 2017 年烧碱价格达到历史高位后，其单价一路下行，价格较 2017 年高位回落了超过 60%。烧碱价格已经跌至历史底部区域，下游氧化铝、印染和造纸等行业的景气度较高，未来价格触底回升的概率较大。

图 10：西南地区烧碱价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：烧碱营业收入及毛利

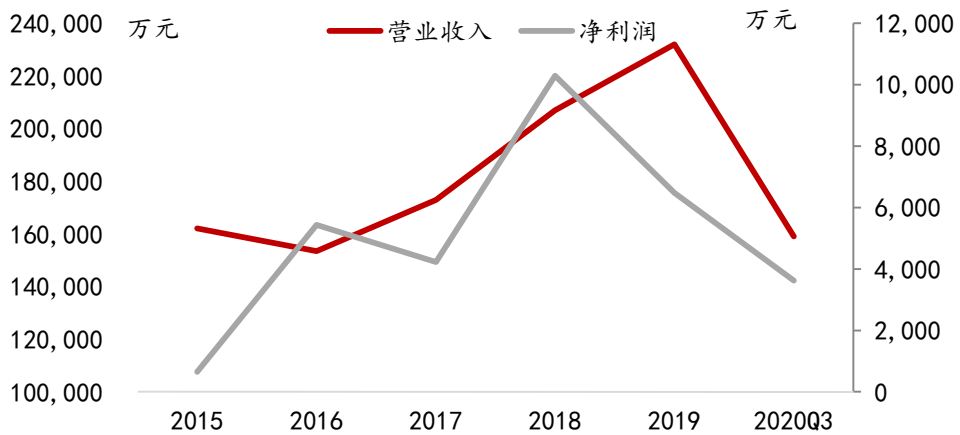


资料来源：Wind，川财证券研究所

二、财务情况

自 2015 年新大股东入驻以来，公司经营状况良好。在拓宽业务面、新增赢利点的策略指导下，近五年公司营业收入随着物流、融资租赁、资管等业务开展持续稳定增长。

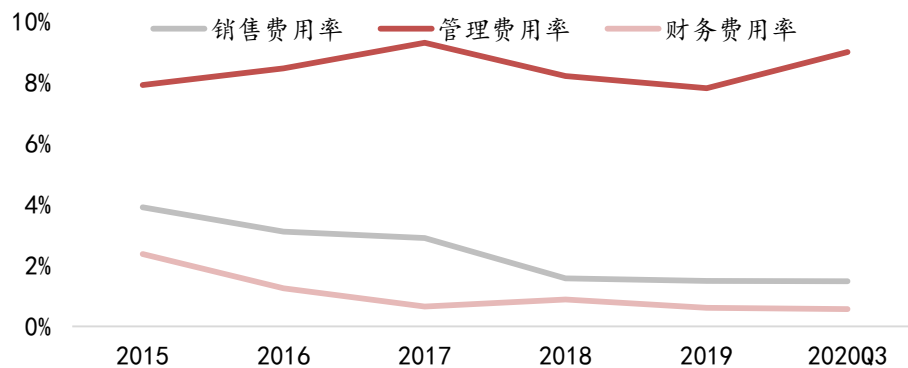
图 12：公司营业收入及净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所

2020 年前三季度受疫情影响，PVC 价格低迷，并且受洪水影响，公司电石到 11 月中旬宣布复产。多重因素叠加下，公司去年前三季度营业收入较 2019 年同期有所下降，下降 7.69%。

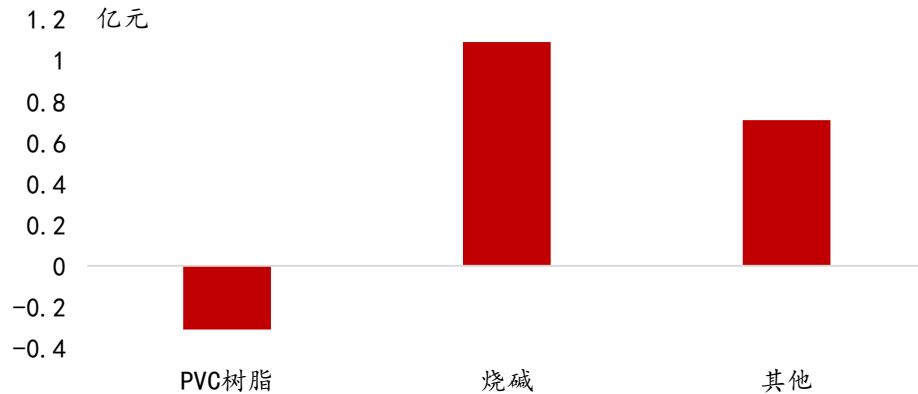
图 13：三费占营业收入的比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司主业相对单一、近几年没有融资扩产，下游客户也相对稳定，财务费用和销售费用控制的较好，管理费用也相对稳定。

图 14：2020 上半年产品毛利构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

三、投资机会

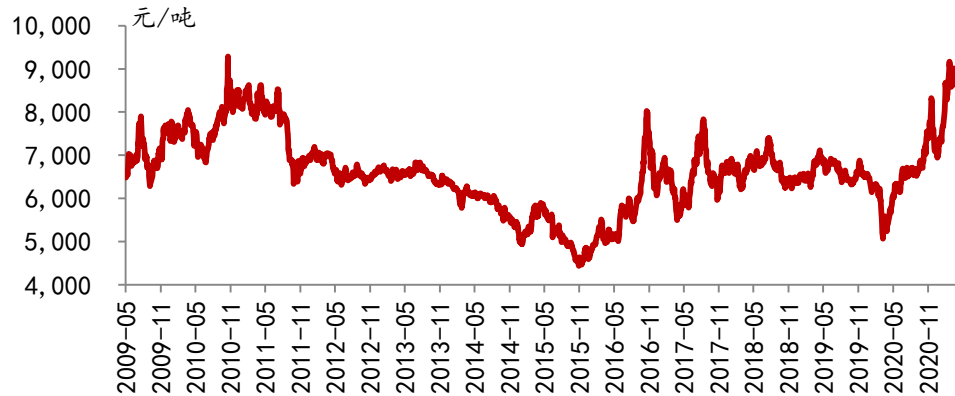
1. PVC 价格高企，公司业绩有望显著回升。

今年年初以来，PVC 价格经过小幅回调后，呈快速上升趋势。近期，PVC 期货收盘价达到 9000 元/吨附近，较往常 6500 元/吨的价格上涨了 38%。

本轮 PVC 价格上涨受多重因素影响。首要因素是疫情复苏大环境下，下游产业需求提振。尤其以国内房地产行业的火热，带动了多种上游材料的需求。据统计局公布的数据，今年 1-2 月全国商品房销售呈现出量价齐升的态势。1-2 月全国商品房销售面积为 17363 万平方米，同比增长 104.9%，较疫情前 2019 年同期增长 23.1%。销售额为 19151 亿元，同比增长 133.45%，较疫情前 2019 年同期增长 49.6%。PVC 作为门窗、管材、板材等房地产相关产品的原材料，需求也随着房地产数据向好而水涨船高。

南方地区设备检修季即将到来，化工设施陆续检修，短期或许存在市场缺口。南方地区为迎接夏季，每年二季度通常为设备检修期。据新闻报导，信越、西方化学等均已对其 PVC 设备展开检修。

图 15: PVC 期货收盘价



资料来源: Wind, 川财证券研究所

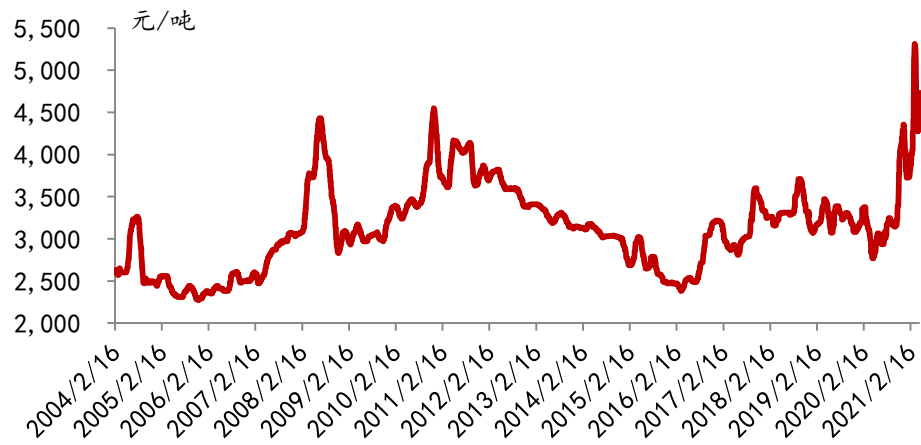
另一方面原因则是极端气候导致海外 PVC 设施停产。今年 2 月份, 美国德克萨斯州遭遇寒潮袭击, 多个化工企业炼化设施被迫关停或宣布不可抗力。其中包括台塑 80 万吨 PVC 生产设施, OxyChem 的 127 万吨 PVC 设施, Shintech 的 145 万吨 PVC 设施等, 受影响的 PVC 产能约 350 万吨至 400 万吨。尽管美国德州化工设施已宣布全部复产, 但提高负荷仍需要时间, 供给短期下降仍导致库存明显降低。预计寒潮对德州化工企业产能负面影响完全消退须等到 6 月。美国产能短期受限也将 PVC 需求传导至国内市场。

2. 自有电石产能, 抵御原材料价格波动。

近期 PVC 价格上行的一大原因是原材料电石在年后价格快速上涨, 为 PVC 产品价格价格上涨提供了有力支撑。近期, 电石价格创出十多年来的新高, 最高达到 5300 元/吨, 超过历史高点 4500 元/吨。即使近期电石价格震荡, 最新价格也在 4700 元附近, 较疫情前 3100 元的均价上涨 52%。

在“碳中和”政策影响下, 国内严控电石产能, 但下游产品需求将持续增长, 未来产品价格有望长期维持上行趋势。

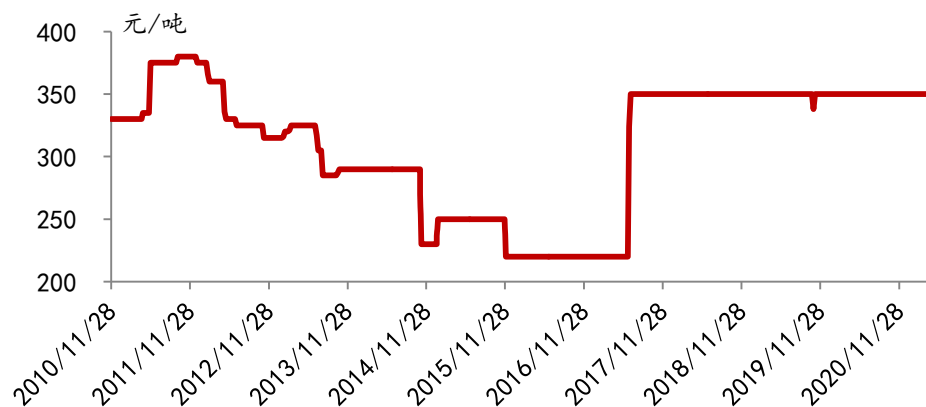
图 16: 全国电石市场中间价



资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司旗下拥有电石生产子公司岷江电化。2019 年公司生产 PVC 树脂 22.46 万吨，电石 21.76 万吨。以每生产 1 吨 PVC 消耗 1.4 吨电石估算，公司自产的电石足够生产 16 万吨 PVC，达到公司 PVC 产量的近 80%。在 PVC 原材料电石大幅涨价的背景下，对公司抵御原材料价格波动有着重要意义。依托于自身拥有原材料产能，公司能在不过多付出成本的情况下维持自身主营业务即 PVC 树脂业务的利润。

图 17: 西南井矿盐价格近几年保持稳定



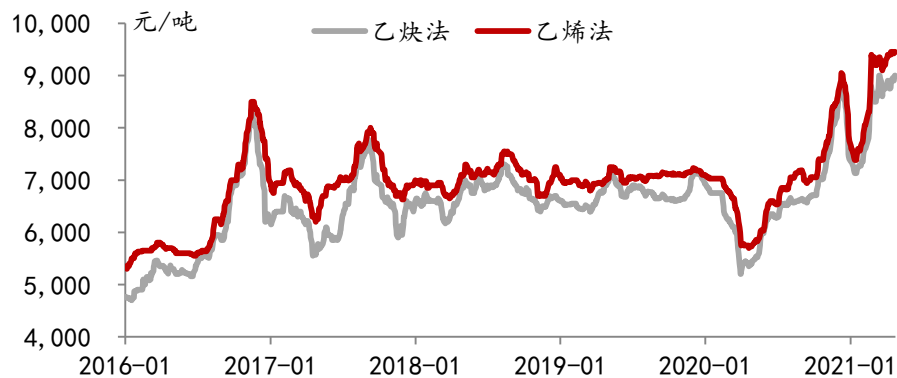
资料来源: Wind, 川财证券研究所

3. 特种掺混树脂的研发有望提高公司毛利率

聚氯乙烯树脂按用途主要分为通用树脂和糊树脂。通用树脂是以正常用量增塑剂或助剂混合后形成干态或湿状粉末进行加工成型的树脂。而糊树脂则以形成糊状物进行加工成型，颗粒很细的树脂。

掺混树脂是介于通用树脂和糊树脂之间的特种 PVC 树脂。该类树脂通常与糊树脂掺合使用，不仅部分代替糊树脂，并可调整糊粘度，改善糊加工性，扩大糊树脂使用范围，改善糊树脂制品质量。被广泛用于人造革、墙纸、塑料地板、玩具、钢板涂层等塑料制品中。

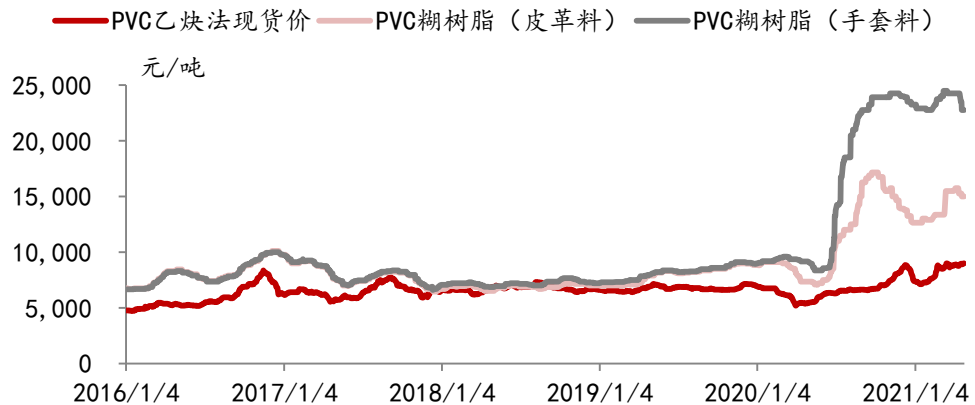
图 18: PVC 乙炔法价格相对略低



资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司加大特种掺混树脂的研发有利于增加产品销售价格，提高公司毛利率。受疫情影响，PVC 手套用量大幅提升，使得原材料糊树脂需求显著增长，PVC 糊树脂手套料相对 PVC 的价差显著扩大。2020 年 4 月以前，糊树脂和 PVC 的价差为 2000 元/吨，近期已经扩大到 14000 元/吨，并且持续已经有半年的时间。即使 PVC 手套需求下降，公司产品仍可用在人造革、墙纸、塑料地板、玩具、钢板涂层等塑料制品中。

图 19: 糊树脂相对 PVC 的价差显著扩大



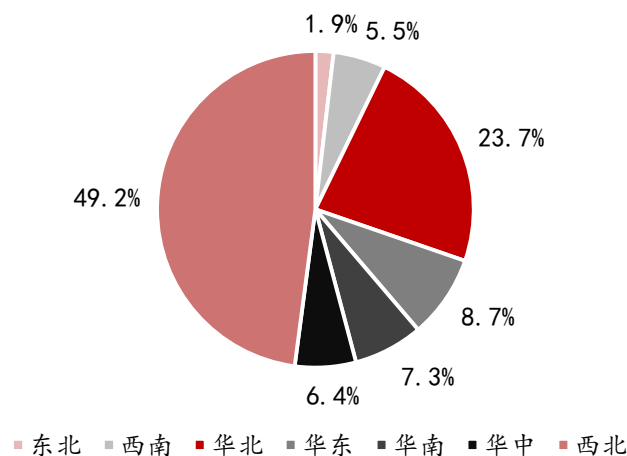
资料来源: Wind, 川财证券研究所

4. 水电生产电石，减少碳排放

电石法 PVC 行业高能耗、高污染的特点。随着“碳中和”政策大方向正式落地，电石法 PVC 产业面临越来越严格的环保监管政策。

我国电石生产主要集中在西北、华北和华东地区，电力供应主要以煤电为主，且生产过程中还需要用到大量煤炭，行业碳排放整体较强。公司电石生产在四川阿坝地区，水电资源丰富且电费相对较低。

图 20: 我国 PVC 产能地区分布



资料来源: Wind, 川财证券研究所

今年三月，内蒙古自治区正式出台《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》。《措施》要求 PVC、烧碱、纯碱等一系列高能耗行业在“十四五”期间将不再得到审批。若有新增产能必要，则需进行产能和能耗的减量置换。这意味着未来能源大省内蒙古自治区的 PVC 产能将只减不增。而内蒙古地区是我国 PVC 生产大省，整个西北地区占全国产能的 49.2%，而内蒙古约占西北地区产能的 37%，即占全国产能的约 18.2%。

表格2：PVC 产业相关政策

名称	时间	简介
《氯碱行业准入条件》	2007	文件从产业布局、规模、工艺与设备、能源消耗、安全、健康、环境保护以及监督管理等方面对确定了氯碱行业的准入标准，要求新建氯碱企业应靠近资源、能源产地且起始规模须达到 30 万吨/年以上。东部地区原则上不再新建电石法 PVC 项目和配套的烧碱项目。
《产业结构调整指导目录》	2013	文件将新建年产 20 万吨以下乙炔法聚氯乙烯、起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯、新建烧碱和纯碱装置等列为限制项目。将使用高汞催化剂的乙炔法聚氯乙烯生产装置列为淘汰项目。
《关于汞的水俣条约》	2017	广泛用于壁纸、地板革、人造革、浸渍制品、注塑制品等几乎所有糊树脂制品。
《石油和化学工业“十四五”发展指南》	2021	“十四五”期间，将推动行业高质量发展，以绿色、低碳、数字化为重点，深入实施绿色可持续发展战略。
《内蒙古确保完成“十四五”能耗双控目标的若干措施》	2021	文件要求坚持和完善能耗双控制度，加快高能耗行业结构调整，控制高能耗行业产能规模。自 2021 年起不再审批电石、聚氯乙烯、烧碱、纯碱项目。确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。

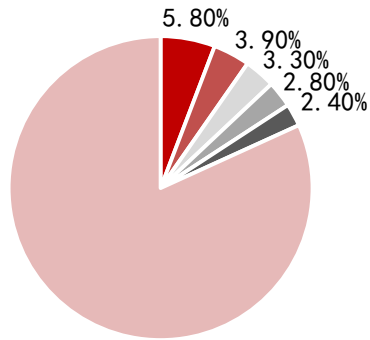
资料来源：川财证券研究所整理

电石法 PVC 生产工艺中，首先受到环保政策监管的是上游电石的生产。电石是单位生产能耗极高的化工品，受“碳中和”影响，审批将更加严格。

目前国内电石行业产能利用率低、集中度分散。2020 年，我国电石产能为 4.1 亿吨，较 2019 年增长 0.9%，而电石产量仅 2.79 亿吨，较 2019 年增长 7.88%。2020 年产能利用率为 68.2%。而从产业集中度看，电石行业 CR5 为 18.2%，这意味着电石生产有着大批零散产能。未来在能耗双控政策下，电石行业零散产能将受到能耗指标限制而被迫淘汰。而现有上市公司集中产能则可以利用自身资金技术优势填补空缺。

图 21：我国电石行业集中度

■ 中泰化学 ■ 鄂尔多斯氯碱 ■ 新疆天业 ■ 君正集团 ■ 大地化工 ■ 其他



资料来源：卓创资讯，川财证券研究所

四、估值评级

今年国内 PVC 价格有望维持强势，公司主营业务显著受益，特种掺混树脂的研发有望继续提高公司毛利率。预计 2021-2023 年营业收入分别为 27、30、33 亿元，实现 EPS 分别为 0.37、0.43、0.48 元/股，对应 PE 分别为 13、11、10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格3：新金路可比公司

代码	简称	收盘价 20210426 (人民币： 元)	总市值 20210426 (人民币：亿 元)	ROE-2019 年报 (%)	PE20210426 (TTM)(倍)	EPS (TTM) (元/股)
000510.SZ	新金路	4.78	29.12	6.45	40.70	0.12
002092.SZ	中泰化学	9.13	195.97	1.81	134.26	0.07
002002.SZ	鸿达兴业	3.65	105.86	9.43	13.01	0.28
000635.SZ	英力特	8.84	26.79	1.92	17.53	0.50
601568.SH	北元集团	8.87	320.31	22.44	17.24	0.51
002386.SZ	天原集团	6.17	48.18	1.58	39.73	0.16
000698.SZ	沈阳化工	6.69	54.83	-18.12	6.69	1.00
601216.SH	君正集团	5.66	477.59	14.11	9.92	0.57
600277.SH	亿利洁能	3.33	91.21	5.97	17.59	0.19
600618.SH	氯碱化工	7.90	71.88	18.93	15.06	0.52
600075.SH	新疆天业	7.07	100.37	0.61	7.55	0.94
002372.SZ	伟星新材	25.18	400.89	26.11	33.61	0.75
均值				7.60	29.41	0.47

资料来源：Wind，川财证券研究所

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
利润表 (人民币, 百万)						经营性现金净流量	68.75	192.56	441.68	95.54	496.1
营业收入	2319.07	2206.96	2700.00	3000.00	3300.00	投资性现金净流量	-188.02	-100.2	-6.32	-6.32	-6.32
减: 营业成本	2009.03	1854.71	2160.00	2400.00	2640.00	筹资性现金净流量	157.82	-37.05	-235.53	-16.14	-12.79
营业税金及附加	12.82	14.20	18.25	20.28	22.31	现金流量净额	38.55	55.24	199.83	73.07	477.03
营业费用	34.24	6.41	30.02	33.35	36.69						
管理费用	180.93	225.38	235.80	262.00	288.20						
财务费用	13.96	11.41	2.88	-5.82	-11.96						
资产减值损失	-0.39	0.95	3.96	3.96	3.96						
加: 投资收益	-5.44	26.28	0.00	0.00	0.00	财务分析和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
其他经营损益	-7.98	-9.27	-5.83	-5.83	-5.83	毛利率	13.37%	15.96%	20.00%	20.00%	20.00%
营业利润	55.06	110.92	243.26	280.39	314.97	销售净利率	2.16%	3.22%	8.78%	9.14%	9.35%
加: 其他非经营损益	-3.96	-14.35	-7.54	-7.54	-7.54	ROE	4.78%	6.32%	17.80%	17.33%	16.56%
利润总额	51.10	96.57	235.72	272.85	307.43	ROA	5.03%	7.19%	15.56%	14.70%	13.83%
减: 所得税	0.99	25.42	-1.21	-1.21	-1.21	ROIC	6.24%	7.58%	19.18%	25.10%	23.76%
净利润	50.11	71.15	236.93	274.07	308.65	成长能力					
减: 少数股东损益	2.72	3.89	10.84	12.54	14.12	销售收入增长率	12.07%	-4.83%	22.34%	11.11%	10.00%
归属母公司股东净利润	47.39	67.26	226.09	261.53	294.53	净利润增长率	-48.59%	41.98%	233.01%	15.67%	12.62%
资产负债表 (人民币, 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	15.65	43.01	242.84	315.91	792.94	资产负债率	35.59%	35.89%	23.30%	21.39%	19.83%
应收和预付款项	64.02	164.93	130.98	197.81	163.86	流动比率	0.45	0.78	1.31	1.95	2.55
存货	108.53	192.51	71.94	221.89	101.33	速动比率	0.17	0.39	1.05	1.33	2.27
其他流动资产	15.93	19.51	19.51	19.51	19.51	经营效率					
长期股权投资	115.44	70.24	70.24	70.24	70.24	总资产周转率	1.80	1.48	1.76	1.65	1.55
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	18.51	9.63	30.02	10.82	26.05
固定资产和在建工程	864.59	937.61	933.18	928.75	924.33	业绩和估值					
无形资产和开发支出	61.25	58.39	58.39	58.39	58.39	EPS	0.08	0.11	0.37	0.43	0.48
其他非流动资产	44.00	6.10	3.78	1.46	1.46	BPS	1.627	1.746	2.085	2.478	2.920
资产总计	1289.40	1492.31	1530.88	1813.98	2132.06	PE	60.80	42.84	12.74	11.02	9.78
短期借款	219.70	213.68	0.00	0.00	0.00	PB	2.91	2.71	2.27	1.91	1.62
应付和预收款项	237.85	316.15	350.85	382.32	417.02						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他负债	1.37	5.78	5.78	5.78	5.78						
负债合计	458.92	535.61	356.63	388.10	422.80						
股本	609.18	609.18	609.18	609.18	609.18						
资本公积	25.41	20.43	20.43	20.43	20.43						
留存收益	356.75	434.00	640.71	879.80	1149.07						
归属母公司股东权益	991.34	1063.61	1270.31	1509.41	1778.68						
少数股东权益	58.87	31.38	42.22	54.76	68.88						
股东权益合计	1050.22	1094.99	1312.53	1564.17	1847.55						
负债和股东权益合计	1509.14	1630.60	1669.17	1952.27	2270.35						

风险提示

原材料价格大幅上涨

原盐、煤炭、石灰石等原材料价格大幅上涨可能减少公司毛利率。

环保政策变化

公司电石以水电作为能源生产、符合“碳中和”政策，在环保政策要求下市占率有提升空间。

PVC 价格大幅下跌

主要产品价格大幅下跌将影响公司业绩

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004