

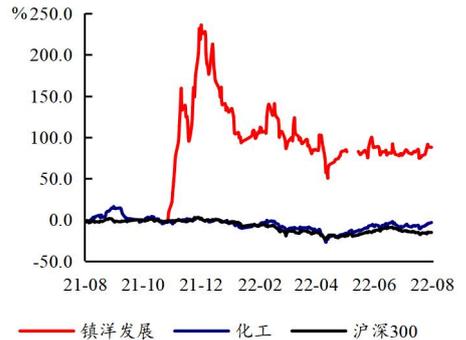


评级 强烈推荐（首次覆盖）

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)	435.00
流通A股/B股(百万股)	435.00/0.00
资产负债率(%)	19.27
每股净资产(元)	1.96
市净率(倍)	7.98
净资产收益率(加权)	6.35
12个月内最高/最低价	28.99/8.63

相关研究

聚焦氯碱协同发展，拓展下游扬帆起航

——镇洋发展（603213.SH）首次覆盖报告

核心观点

深耕氯碱行业多年，2021年业绩亮眼。公司主营业务为氯碱相关产品的研发、生产与销售。2021年公司现有产品产能：烧碱35万吨/年、液氯30.68万吨/年、氯化石蜡7万吨/年、次氯酸钠20万吨/年、MIBK2万吨/年、ECH4万吨/年、氢气0.88万吨/年。受益于公司主要产品量价齐升，2021年公司实现归母净利润4.96亿元，同比增长282.81%。

烧碱新增产能受限，叠加下游氧化铝产能快速扩张，行业景气上行。供给端，在“双碳”和“能耗双控”背景下，国家将烧碱列入产能受限行业。2021年全国烧碱实际新增产能35万吨，原计划实现111万吨，实现率不足三分之一。需求端，受益于下游氧化铝产能加速释放，烧碱需求有望大幅增长。2022年全年计划净增氧化铝产能1146万吨，同比增长12.8%。此外，目前电解铝和氧化铝价差处于历史高位，截至2022年8月12日，两者价差为12882.36元/吨。下游电解铝利润高位运行，对氧化铝投产起到支撑作用，进而带动烧碱需求的提升。

氯化石蜡产能增速放缓，叠加下游需求复苏，支撑其价格中枢上行。供给端，2019-2020年氯化石蜡总产能有所回落，截至2020年，氯化石蜡产能为200万吨，同比下降2.44%。需求端，塑料制品产量回升带动氯化石蜡需求上行，2021年氯化石蜡实际消费量为111.46万吨，同比增长21.0%。2021年以来氯化石蜡价格中枢有所抬升。截至2022年8月12日，氯化石蜡市场均价报5633元/吨。

降本增效，完善产业链，有望打开业绩增长空间。一方面，公司氯碱产品的单吨成本整体呈现下降趋势。2018年至2021年上半年烧碱单吨成本下降12.43%。另一方面，公司4万吨/年ECH项目已投产，30万吨/年PVC项目已于2022年1月20日正式开工，预计于2023年投产。随着公司降本增效的持续推进以及在建项目的稳步推进，公司盈利能力有望增强，业绩有望迎来新的增长点。

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年公司的营业收入分别为26.69/27.83/33.43亿元，归母净利润分别为5.10/5.53/7.07亿元，归母净利润对应EPS分别为1.17/1.27/1.63元。以2022年8月16日收盘价15.76元为基准，对应2022/2023/2024年PE分别为13.43/12.40/9.69倍。

风险提示

烧碱价格异常波动、国内疫情反复、公司项目达产不及预期等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2043.26	2668.74	2782.70	3343.10
增长率(%)	77.33	30.61	4.27	20.14
归母净利润	496.44	510.35	552.59	706.91
增长率(%)	282.81	2.80	8.28	27.93
EPS(元/股)	1.32	1.17	1.27	1.63
市盈率(P/E)	17.55	13.43	12.40	9.69
市净率(P/B)	6.35	3.27	2.59	2.04

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价为2022年8月16日收盘价

请仔细阅读报告尾页的免责声明

正文目录

1. 公司：立足氯碱，业绩高增	4
1.1. 聚焦氯碱产品，氯碱协同发展	4
1.2. 浙江交投控股，股权结构集中	5
1.3. 业绩高速增长，盈利能力增强	6
2. 行业：下游需求向好，行业景气上行	7
2.1. 烧碱：供给受限需求回暖，价格高位运行	7
2.1.1. 供给：能耗双控下，新增产能受限	7
2.1.2. 需求：氧化铝快速扩产，带动烧碱需求提升	9
2.1.3. 趋势：价格处于历史中高位，行业景气有望延续	11
2.2. 氯化石蜡：产能增速放缓、需求持续向好	12
3. 优势：完善产业链布局，降本提升竞争力	15
3.1. 新增产能投产，切入新材料领域	15
3.1.1. ECH 项目投产，贡献盈利增长点	15
3.1.2. PVC 项目稳步推进，完善氯碱产业链	16
3.2. 能效领跑行业，单吨成本下降	17
3.3. 区位优势明显，交通运输便捷	18
3.4. 推进技术创新，加大研发投入	18
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1. 2021 年公司主营产品现有及在建产能	4
图表 2. 公司历史沿革	5
图表 3. 公司各产品生产关系	5
图表 4. 公司实际控制人为浙江省国资委（截至 2022 年 6 月）	6
图表 5. 2021 年公司营业收入同比增长 77.33%	6
图表 6. 2021 年公司归母净利润同比增长 282.81%	6
图表 7. 2021 年氯碱类产品营业收入占比 79.1%	7
图表 8. 2021 年氯碱类产品毛利率占比 83.7%	7
图表 9. 2021 年公司毛利率和净利率显著提升	7
图表 10. 2018-2021 年公司费用率呈下行趋势	7
图表 11. 2017-2021 年液碱产能年复合增长率为 2.59%	8
图表 12. 2017-2021 年液碱有效产能年复合增长率为 1.17%	8
图表 13. 烧碱行业限制性政策文件	8
图表 14. 2021 年液碱企业计划新增产能	9
图表 15. 2021 年烧碱下游消费结构	9
图表 16. 2022 年氧化铝产能快速增长	10
图表 17. 2022 年企业计划新增氧化铝产能	10
图表 18. 2022 年以来电解铝—氧化铝价差高位运行	11
图表 19. 2020-2022 年烧碱库存	11
图表 20. 2022 年以来烧碱价格位于历史中高位	12
图表 21. 氯化石蜡产业链	12
图表 22. 2021 年氯化石蜡下游需求结构	12
图表 23. 氯化石蜡生产工艺对比	13
图表 24. 2010-2020 年我国氯化石蜡产能、产量	13
图表 25. 2021 年塑料制品产量同比增长 5.3%	14

图表 26. 2022 年以来氯化石蜡行业库存持续下行	14
图表 27. 2021 年以来氯化石蜡价格中枢上移	14
图表 28. 2021 年 ECH 下游环氧树脂占比 75.87%	15
图表 29. 公司 ECH 产业链	16
图表 30. 2017-2021 年 PVC 表观消费量年复合增长率为 3.47%	16
图表 31. 乙烯法 PVC 价格更具优势	17
图表 32. 2018 年至 2021 年上半年公司氯碱产品单吨成本变化	18
图表 33. 2021 年公司前五大销售客户基本都位于宁波	18
图表 34. 2022 年一季度公司研发投入同比增长 325%	19
图表 35. 公司参与制定的行业标准	19

1. 公司：立足氯碱，业绩高增

1.1. 聚焦氯碱产品，氯碱协同发展

深耕氯碱行业多年，上市迎发展新机遇。镇洋发展前身是浙江善高化学有限公司，深耕氯碱工业30年，于2004年成立宁波镇洋化工。2019年公司完成混合股份制改革，正式更名为浙江镇洋发展股份有限公司，并于2021年11月在A股成功上市。公司的成功上市，开启了资本与产业双轮驱动发展模式，也向创建一流企业的宏伟目标迈出了坚实步伐。

公司主要从事氯碱相关产品的研发、生产与销售。目前公司产品包括氯碱类产品、MIBK类产品和高纯氢气等其他产品。2021年公司现有产品产能：烧碱35万吨/年、液氯30.68万吨/年、氯化石蜡7万吨/年、次氯酸钠20万吨/年、MIBK2万吨/年、ECH4万吨/年、氢气0.88万吨/年。后续30万吨/年乙烯基材料（PVC）项目将于2023年11月投产。

图表 1. 2021 年公司主营产品现有及在建产能

	产能 万吨	在建产能 (万吨)	预计完工时间
烧碱	35	-	
液氯	30.68	-	
氯化石蜡	7	-	
次氯酸钠	20	-	
MIBK	2	-	
ECH	4	-	
氢气	0.88	-	
PVC		30	2023 年

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司氯碱产品产能稳步扩张，并积极向有机和新材料化工领域延伸。**烧碱方面**，2006年公司新增10万吨/年离子膜烧碱产能，并于2007年建成投产6万吨/年高浓碱项目，2015年公司烧碱错峰技改项目建成投产，2019年公司5万吨/年烧碱扩产项目开工建设。**氯产品方面**，2006年公司3.5万吨/年氯化石蜡装置建成投产，并于2016年建成投产2万吨/年氯化石蜡扩建装置，同年公司新增10万吨/年次氯酸钠产能。**有机和新材料化工方面**，2007年公司1.5万吨/年MIBK装置建成投产，2021年公司4万吨/年环氧丙烷项目建成投产。

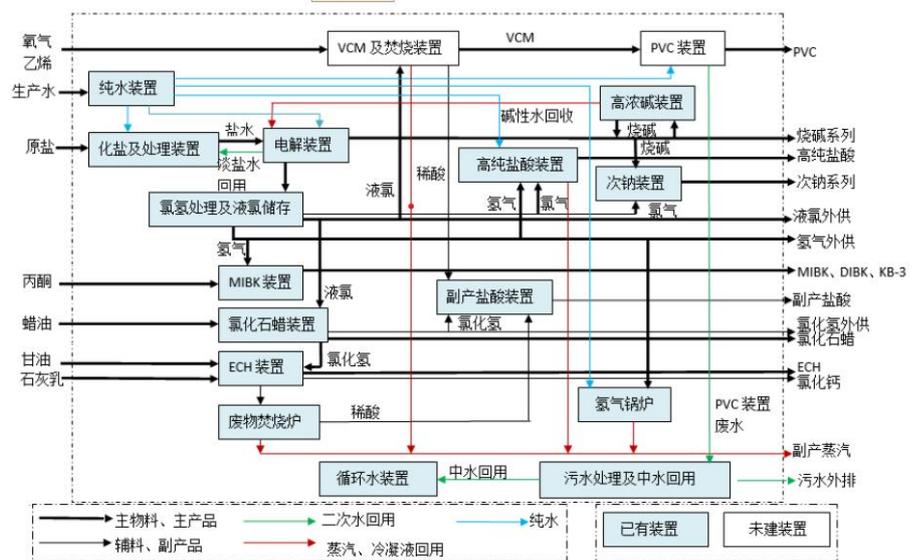
图表 2. 公司历史沿革



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

具有一体化产业链，助力碱氯氢三大产品链协同发展。公司采用国家产业政策鼓励的零极距离子膜法水电解工艺生产烧碱，联产出氯气、氢气，并以此为基础发展自身的碱、氯、氢三大产品链。公司在化工区建立了装置配套、管道输送的一体化运营模式。例如：公司生产氯化石蜡的副产品盐酸可用来生产 ECH。

图表 3. 公司各产品生产关系



注：ECH 主装置已于 2021 年 8 月转固并投产

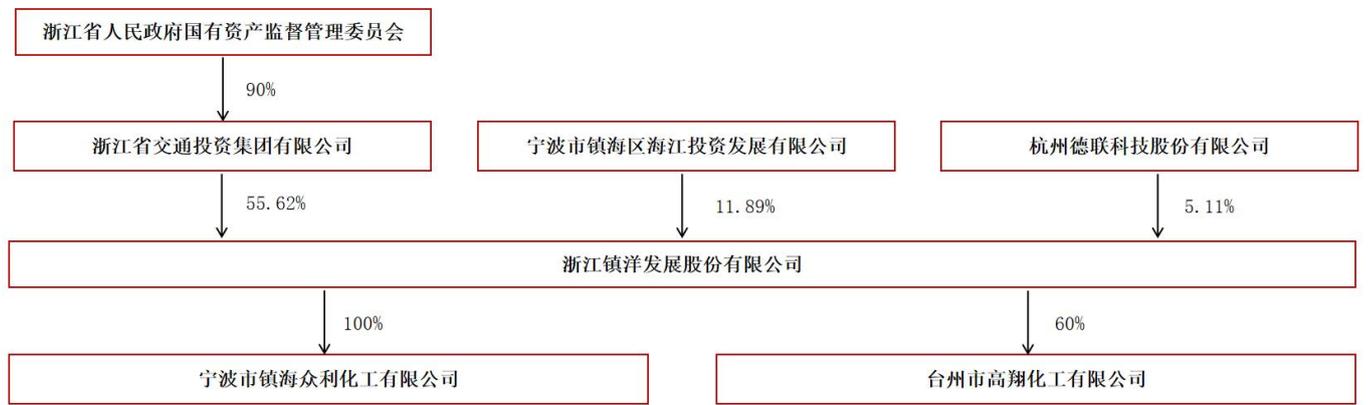
资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

1.2. 浙江交投控股，股权结构集中

公司第一大控股股东为浙江交投，实际控制人为浙江省国资委。公司股权结构集中，第一大股东为浙江省交通投资集团有限公司（简称“浙江交投”），持股比例为 55.62%，第二大股东为宁波市镇海区海江投资发展有限公司，持股比例为 11.89%，合计达 67.51%。同时，浙江省人民政府国

有资产监督管理委员会（简称“浙江省国资委”）持有浙江交投 90% 的股份，因此公司的实际控制人为浙江省国资委。

图 4. 公司实际控制人为浙江省国资委（截至 2022 年 6 月）

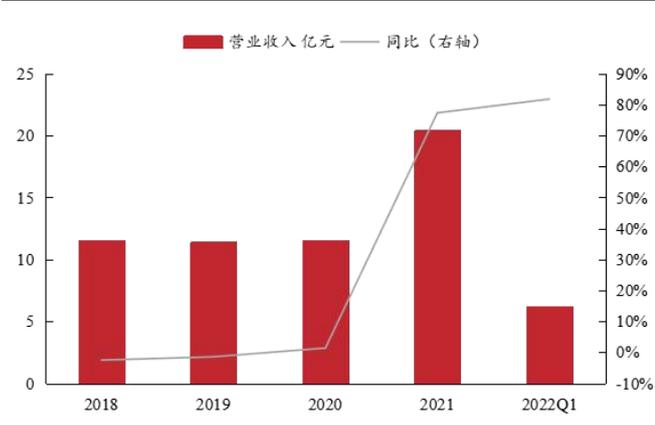


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.3. 业绩高速增长，盈利能力增强

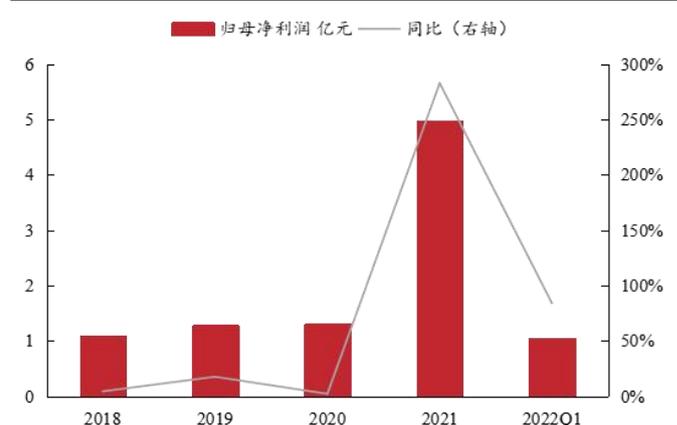
2021 年公司业绩大幅提升。2018-2020 年公司业绩保持稳定，2021 年在化工品行业景气高涨的背景下，公司业绩高速增长。2021 年公司实现营业收入 20.43 亿元，同比增长 77.33%；归母净利润 4.96 亿元，同比增长 282.81%。2021 年公司业绩大幅提升主要系公司产品量价齐升，叠加公司运营管理效率提升，盈利能力增强。

图 5. 2021 年公司营业收入同比增长 77.33%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

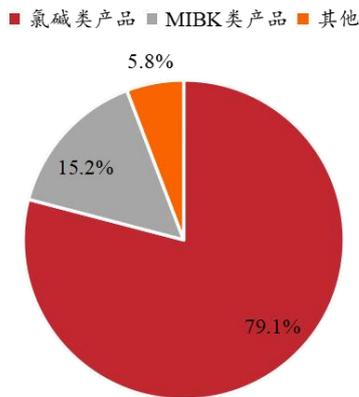
图 6. 2021 年公司归母净利润同比增长 282.81%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

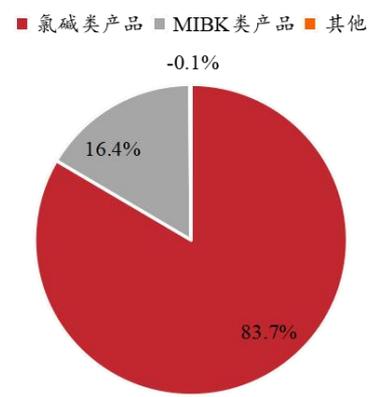
氯碱类产品营业收入及毛利润占比高，为公司主要业绩来源。营业收入方面，2021 年公司氯碱类产品、MIBK 类产品营业收入占总营业收入的比例分别为 79.1%、15.2%，其中氯碱类产品为公司营业收入主要来源。毛利润方面，2021 年公司氯碱类产品、MIBK 类产品毛利润占总毛利润的比例分别为 83.7%、16.4%，氯碱类产品贡献了公司的主要毛利润。

图表 7. 2021 年氯碱类产品营业收入占比 79.1%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

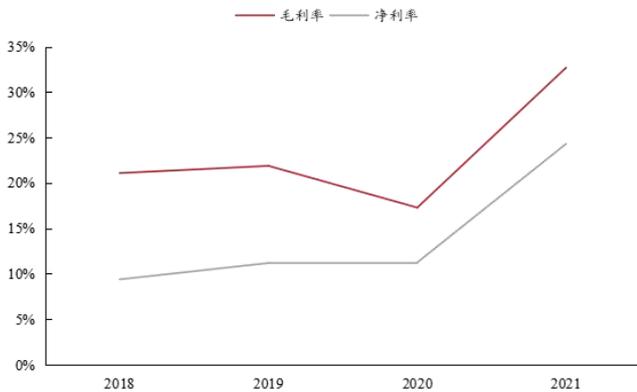
图表 8. 2021 年氯碱类产品毛利润占比 83.7%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

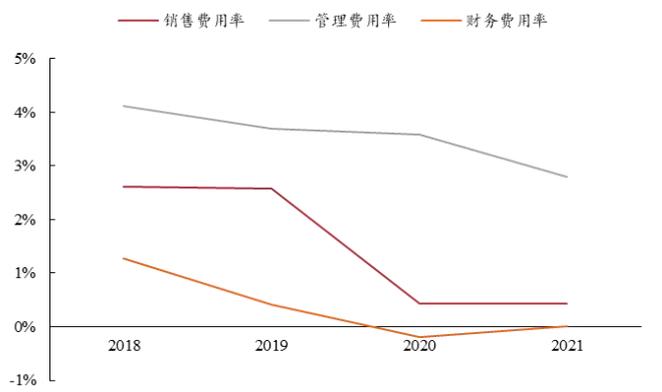
盈利能力显著提升。2021 年公司毛利率、净利率分别为 32.68%、24.34%，分别同比增长 15.4pct、13pct。2021 年公司毛利率和净利率显著提升主要源于其主要产品量价齐升，叠加公司改进生产工艺以及采用先进技术，同时公司注重精细化管理，大力推进实施成本领先战略，促进公司盈利能力大幅提升。费用方面，2021 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.43%、2.79%和 0.01%。总体上公司费用占比处于下行趋势，这也反映了公司在精细化管理下降本增效成果明显。

图表 9. 2021 年公司毛利率和净利率显著提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 10. 2018-2021 年公司费用率呈下行趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

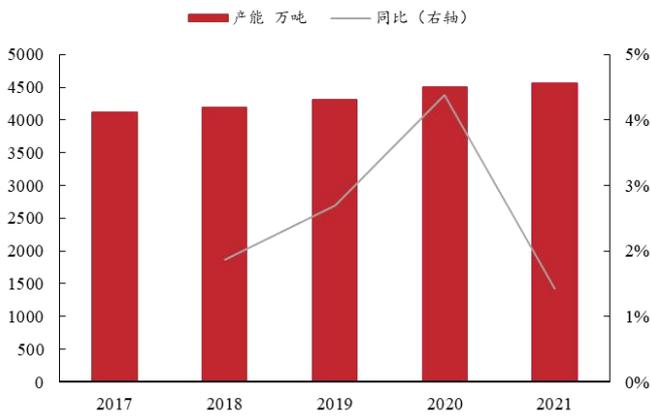
2. 行业：下游需求向好，行业景气上行

2.1. 烧碱：供给受限需求回暖，价格高位运行

2.1.1. 供给：能耗双控下，新增产能受限

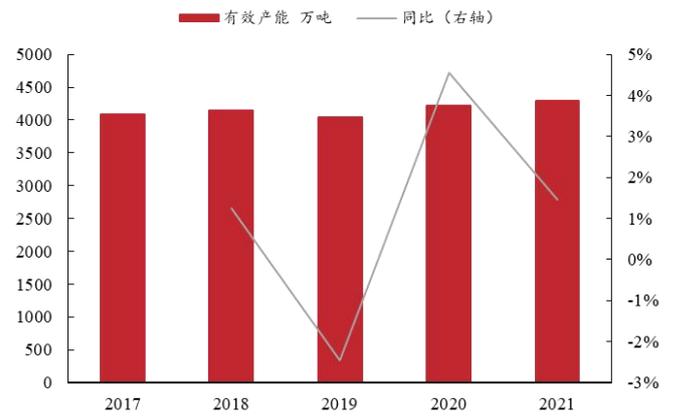
近年来，烧碱行业整体产能释放较缓。以液碱为例，液碱产能由 2017 年的 4120 万吨增长至 2021 年的 4563.4 万吨，年复合增长率为 2.59%；液碱有效产能由 2017 年的 4094 万吨增长至 2021 年的 4288.9 万吨，年复合增长率为 1.17%。

图表 11. 2017-2021 年液碱产能年复合增长率为 2.59%



资料来源: 百川盈孚, 东亚前海证券研究所

图表 12. 2017-2021 年液碱有效产能年复合增长率为 1.17%



资料来源: 百川盈孚, 东亚前海证券研究所

2020 年提出碳中和目标以来, 国家针对烧碱行业出台了一系列的相关政策。2019 年发布的《产业结构调整指导目录》将烧碱列为限制类产业。2021 年 11 月, 发改委发布了《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平》, 其中详细规定了离子膜法液碱能效标杆水平、基准水平, 并提出拟建和在建项目应力争全面达到标杆水平, 存量项目应合理设置政策实施过渡期。2022 年 2 月发改委公布了《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南》。该文件一方面指出, 截至 2020 年底我国烧碱行业能效优于标杆水平的产能约占 15%, 能效低于基准水平的产能约占 25%; 另一方面提出, 截至 2025 年烧碱行业能效标杆水平以上产能比例达到 40%, 能效基准水平以下产能基本清零。

图表 13. 烧碱行业限制性政策文件

时间	部门	文件	核心内容
2019.10	国家发改委	《产业结构调整指导目录》	烧碱(废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)被列为限制类
2021.11	国家发改委	《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》	规定了离子膜法液碱能效标杆水平、基准水平
2022.02	国家发改委	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》	截至 2025 年烧碱行业能效标杆水平以上产能比例达到 40%, 能效基准水平以下产能基本清零

资料来源: 国家发改委, 东亚前海证券研究所

在“双碳”和“能耗双控”背景下, 烧碱行业面临着产业结构的改革, 新增产能受限。一方面, 政策提高了烧碱行业的准入门槛, 增加了淘汰机制, 行业集中度有望提升。另一方面, 未来低效产能淘汰, 新增产能受限, 行业供给趋紧。根据百川盈孚数据, 2021 年全国烧碱原计划新增产能 111 万吨, 实际新增为 35 万吨, 实现率不足三分之一。

图表 14. 2021 年液碱企业计划新增产能

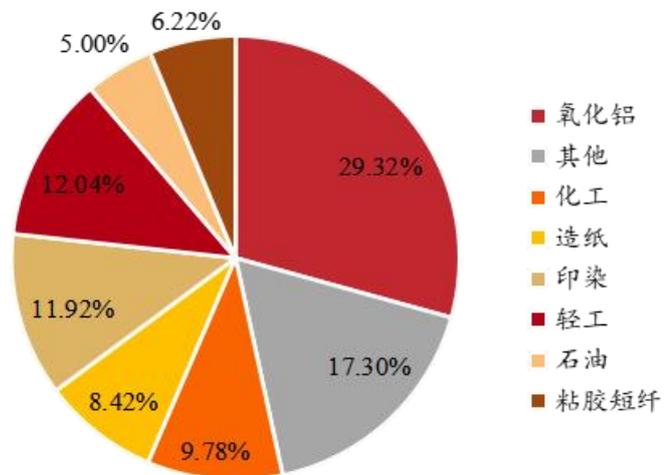
投产月度	省份	企业名称	计划新增产能 (万吨)	实际新增产能 (万吨)
2021 年 12 月	四川	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	14	-
2021 年 12 月	江西	九江九宏新材料有限公司	15	-
2021 年 11 月	宁夏	宁夏华御化工有限公司	9	-
2021 年 10 月	福建	福建省东南电化股份有限公司	38	-
2021 年 5 月	江西	江西九二盐业有限责任公司	10	10
2021 年 5 月	江苏	新浦化学(泰兴)有限公司	15	15
2021 年 3 月	河南	河南佰利联新材料有限公司	10	10
	合计		111	35

资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.1.2. 需求：氧化铝快速扩产，带动烧碱需求提升

氧化铝为烧碱下游最大消费领域，占比接近三分之一。烧碱下游应用众多，包括氧化铝、化工行业、轻工行业、印染、造纸、粘胶短纤等，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，氧化铝消费占比为 29.32%。

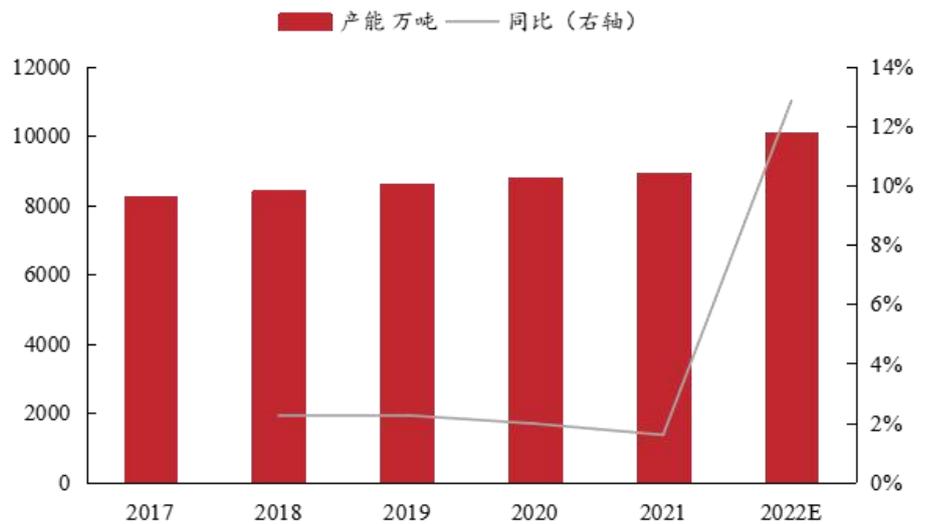
图表 15. 2021 年烧碱下游消费结构



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

过去几年，氧化铝产能增长稳定，预计未来将继续上升。2017-2021 年，氧化铝年产能持续增长，且增速较为平稳，氧化铝年产能从 8239 万吨提高至 8924 万吨，年复合增长率为 2.02%。

图表 16. 2022 年氧化铝产能快速增长



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

下游氧化铝产能加速释放，带动烧碱需求增长。近期，受益于氧化铝产能加速释放，烧碱需求有望大幅增长。2021 年氧化铝产能达 8924 万吨，2022 年全年计划净增产能为 1146 万吨，占 2021 年总产能的 12.8%，达到近 5 年新高。根据目前已披露的各企业投产计划，截至 7 月氧化铝产能已增长 746 万吨。氧化铝行业扩张速度较快，有望带动烧碱需求快速提升。

图表 17. 2022 年企业计划新增氧化铝产能

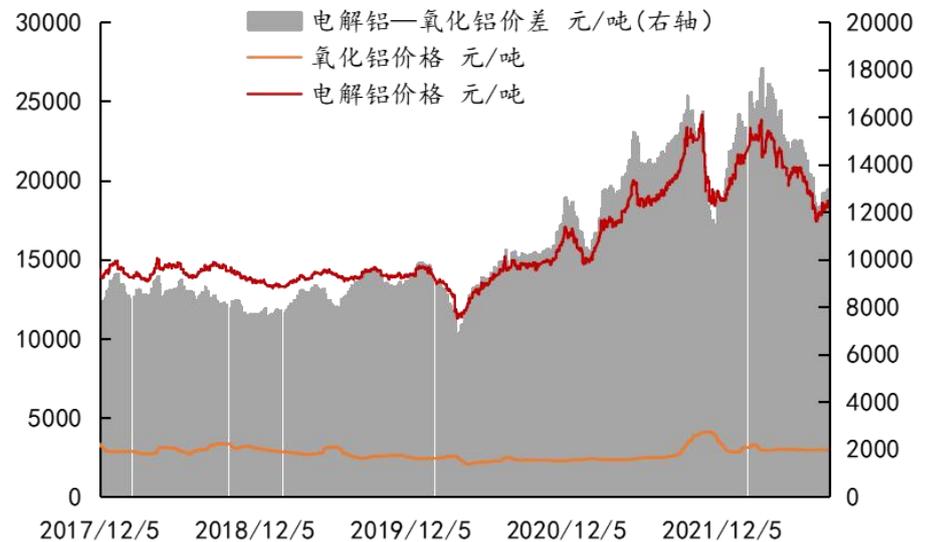
投产月度	省份	企业名称	预计当年净增产能 (万吨)	最新产能 (日期)	当年净增产能 (万吨)
2022 年 12 月	广西	广西田东锦鑫化工有限公司	120	2022 年 7 月	0
2022 年 10 月	山东	山东鲁渝博创铝业有限公司	80	2022 年 7 月	0
2022 年 4 月	内蒙	内蒙古大唐国际再生资源开发有限公司	-24	2022 年 7 月	-24
2022 年 4 月	重庆	重庆市南川区先锋氧化铝有限公司	-80	2022 年 7 月	-80
2022 年 3 月	河北	河北文丰新材料有限公司	240	2022 年 7 月	240
2022 年 3 月	山东	山东鲁北化工股份有限公司	200	2022 年 7 月	0
2022 年 3 月	重庆	重庆市九龙万博新材料科技有限公司	400	2022 年 7 月	400
2022 年 1 月	山西	孝义市田园化工有限公司	40	2022 年 7 月	40
2022 年 1 月	广西	靖西天桂铝业有限公司	170	2022 年 7 月	170
合计			1146		746

资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

目前电解铝、氧化铝价差高位运行，带动利润空间提升。2020 年 4 月以来，电解铝价格持续上升，而氧化铝价格增长幅度相对较小，两者价差持续拉大。同样可以看出，价差走势与电解铝价格走势较为相似。截至 2022 年 8 月 12 日，两者价差为 12882.36 元/吨，达到电解铝价格的 69.4%。电解

铝利润高位运行，对氧化铝需求起到支撑作用，进一步带动对烧碱的需求，即“电解铝-氧化铝-烧碱”的需求传导机制。

图表 18. 2022 年以来电解铝—氧化铝价差高位运行

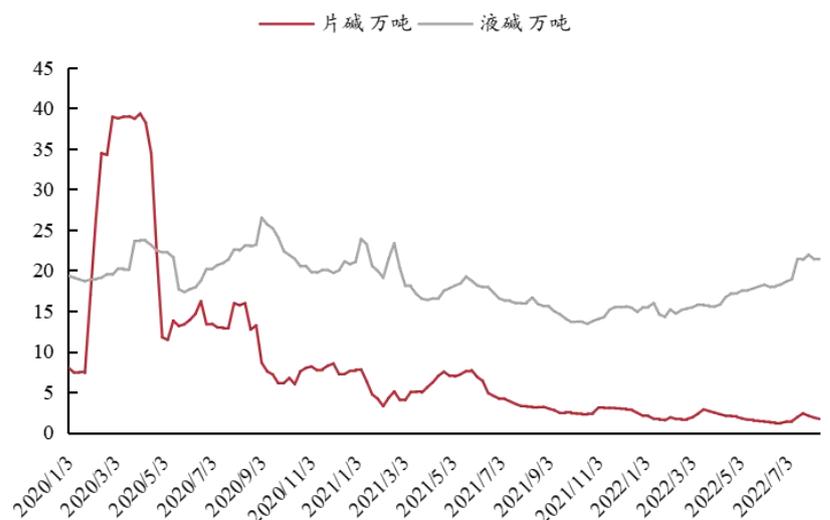


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.1.3. 趋势：价格处于历史中高位，行业景气有望延续

液碱库存有所回升，片碱库存位于历史低位。根据百川盈孚数据，截至 2022 年 8 月 12 日，国内液碱库存报 21.38 万吨，较 2022 年初上升 37.8%；片碱工厂库存为 1.68 万吨，较 2020 年同期减少 89.5%，处于历史较低水平。

图表 19. 2020-2022 年烧碱库存



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

烧碱价格仍处于历史中高位。2022 年以来，烧碱价格高位运行，截至

2022年8月12日，国内烧碱（32%离子膜）市场中间价报1294元/吨，较年初上涨22.7%。2022年一季度国内烧碱（32%离子膜）平均价格为1169.02元/吨，相比2021年平均价837.52元/吨增长39.6%。目前烧碱价格仍处于历史中高位。烧碱供给受限，叠加需求上行，行业景气度有望延续。

图表 20. 2022 年以来烧碱价格位于历史中高位

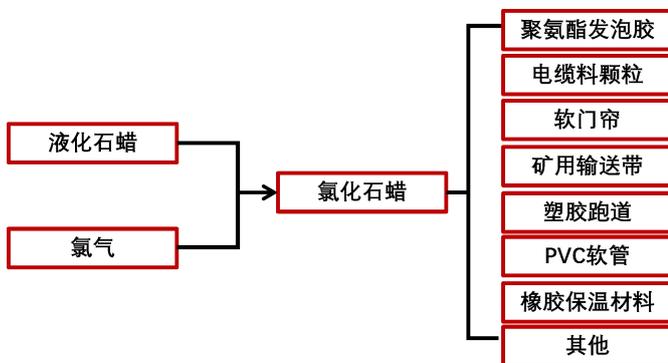


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2. 氯化石蜡：产能增速放缓、需求持续向好

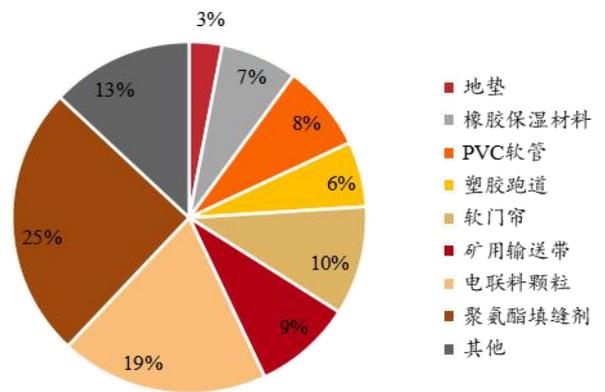
氯化石蜡位于氯碱产业链下游，下游应用广泛。氯化石蜡主要用作阻燃剂和聚氯乙烯增塑剂，广泛应用于生产电缆料、地板料、软管、人造革、橡胶、聚氨酯等制品以及涂料、润滑油等产品的添加剂。其中聚氨酯填缝剂占氯化石蜡下游比例最大，为25%。

图表 21. 氯化石蜡产业链



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 22. 2021 年氯化石蜡下游需求结构



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

目前氯化石蜡的生产方法以连续氯化方式为主，主要分为热氯化法、

催化法和光氯化法。光氯化法生产工艺具有产能高、产品质量稳定、色泽好、转化率高、环保易达标等优点。公司氯化石蜡产品采用自主研发并拥有核心自主知识产权的光氯化连续生产工艺技术，该工艺生产出的氯化石蜡“高品质、多元化”，同时具有生产效率高、产品品质好、单位产品能耗低、副产品氯化氢可实现高价值利用等特点。

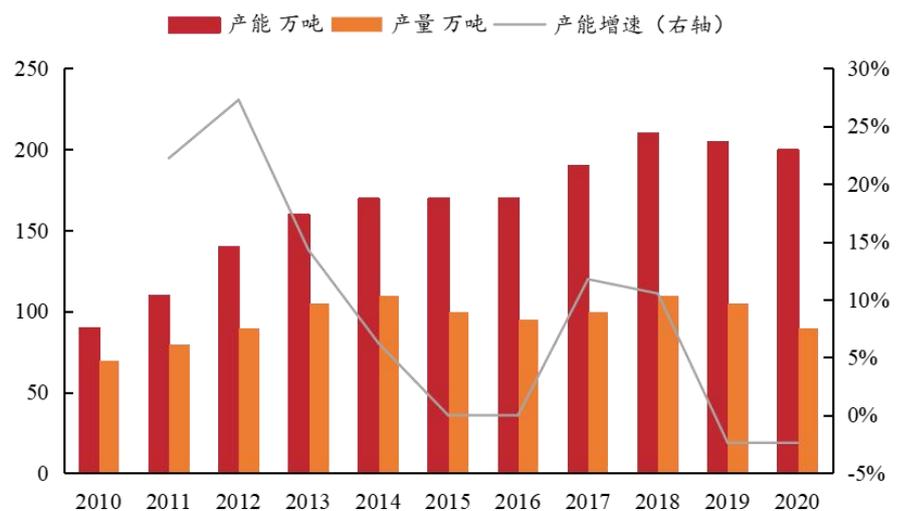
图表 23. 氯化石蜡生产工艺对比

	工艺流程	优点	缺点
热氯化法	利用热能将氯分子的化合键离解，获得氯自由基，使烷烃进行取代反应，生成氯化烷烃。	生产工艺成熟、稳定。	能量消耗大，成本高，产品质量不稳定，副产品盐酸质量差，环保难以达标。
催化法	使用如偶氮二异丁腈、镁、过氧化醚等化合物，作为一种高能的催化剂，使烷烃完成取代反应，生成氯化烷烃。	反应温度较低，产品色泽相对较好，氯气转化率较高。	催化剂成分对材料制品有影响，产品使用范围受到限制，环保难以达标。
光氯化法	烷烃和氯气在特殊光照和加热条件下烷烃进行取代反应，生成氯化烷烃。	反应温度较低，产能高，产品质量稳定，色泽好，起转化率高，环保易达标。	工艺控制难度增加，设备要求较高。

资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

我国为氯化石蜡主要生产国，产能增速放缓。根据镇洋发展招股说明书，2020 年全球氯化石蜡总产能约 310 万吨，产能分布主要集中在中国，占全球总产能 65%。近年来氯化石蜡落后产能有所出清，2019-2020 年氯化石蜡总产能和总产量有所回落，截至 2020 年，氯化石蜡产能为 200 万吨，同比下降 2.44%。

图表 24. 2010-2020 年我国氯化石蜡产能、产量

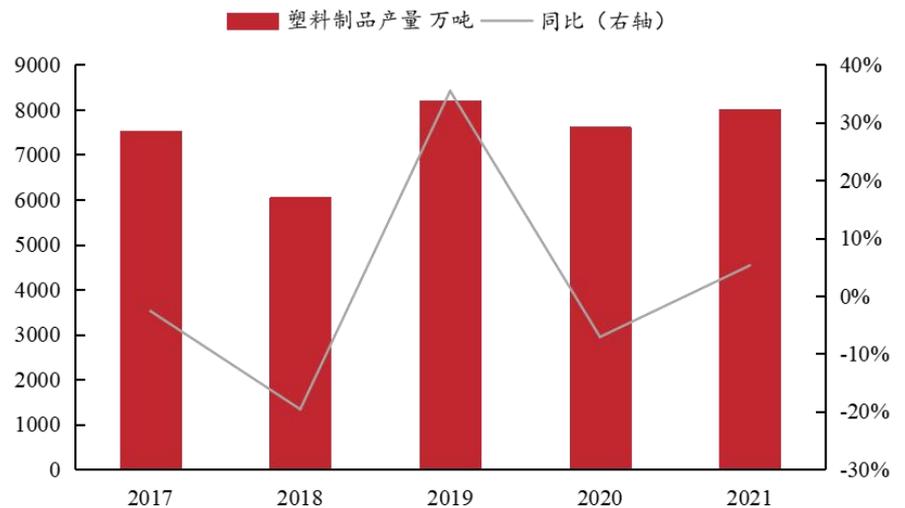


资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

2021 年氯化石蜡需求上行。随着国内疫情缓解，2021 年塑料制品产量

有所回升。2021年塑料制品产量为8004万吨，同比增长5.3%。塑料制品产量回升带动氯化石蜡需求上行，根据百川盈孚数据，2021年氯化石蜡实际消费量为111.46万吨，同比增长21.0%。此外，随着我国煤炭工业、化学建材、“三防”涂料的发展，国内对氯化石蜡产品用于阻燃方面的需求有望增加。

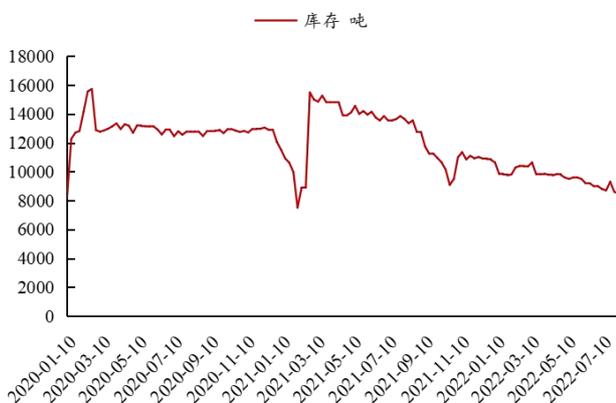
图表 25. 2021 年塑料制品产量同比增长 5.3%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

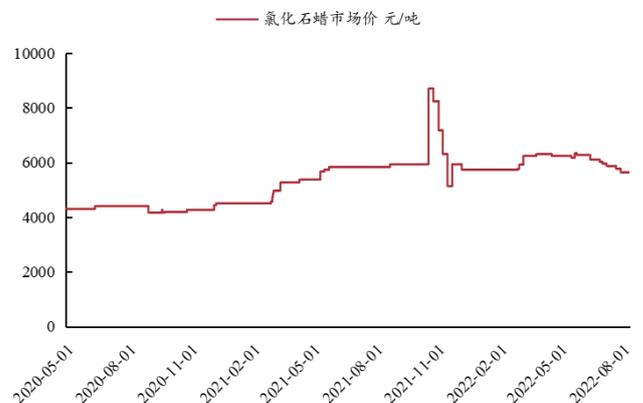
下游需求向好，支撑行业景气延续。库存方面，截至2022年8月12日，国内氯化石蜡工厂库存为7800吨，同比下降41.6%。2022年以来氯化石蜡库存持续下行，目前处于历史低位，说明下游行业需求向好，支撑氯化石蜡景气周期延续。价格方面，氯化石蜡价格长期保持稳定，整体在4000元/吨左右，2021年以来价格中枢有所抬升。截至2022年8月12日，氯化石蜡市场均价为5633元/吨。

图表 26. 2022 年以来氯化石蜡行业库存持续下行



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 27. 2021 年以来氯化石蜡价格中枢上移



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

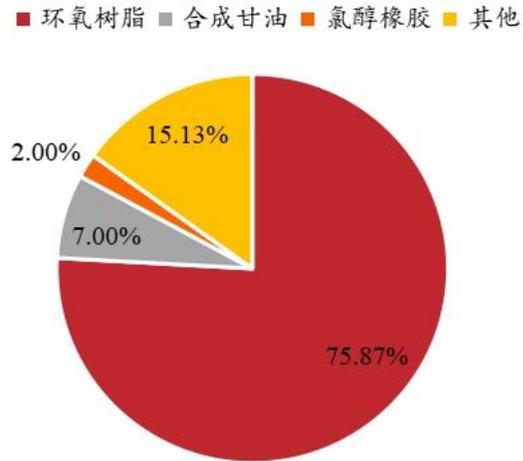
3. 优势：完善产业链布局，降本提升竞争力

3.1. 新增产能投产，切入新材料领域

3.1.1. ECH 项目投产，贡献盈利增长点

公司拓展产业链，由氯碱基础化工向精细化工和新材料等下游领域逐步延伸。公司环氧氯丙烷（ECH）项目已于 2021 年 8 月顺利投产，当年即实现盈利。2022 年随着 ECH 达产，预计将贡献业绩新增量。ECH 是重要的有机化工原料和精细化工产品，下游主要应用于环氧树脂、固化剂、溶剂、医药中间体、表面活性剂等领域。其中环氧树脂是 ECH 下游最大应用领域，2021 年占比达 75.87%。

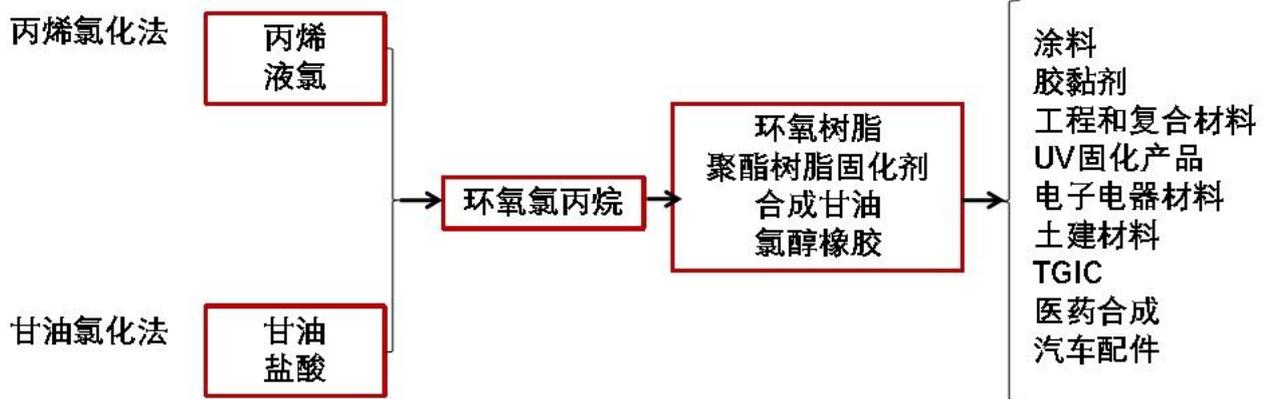
图表 28. 2021 年 ECH 下游中环氧树脂占比 75.87%



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

公司环氧氯丙烷生产工艺采用先进环保友好型甘油氯化法。甘油氯化法属于国家重点推广的石化绿色工艺名录。其原料之一来自于公司氯化石蜡装置的副产氯化氢，公司在建立氯碱-增塑剂-绿色有机化学品产业链的同时实现了副产氯化氢的高价值利用。

图表 29. 公司 ECH 产业链



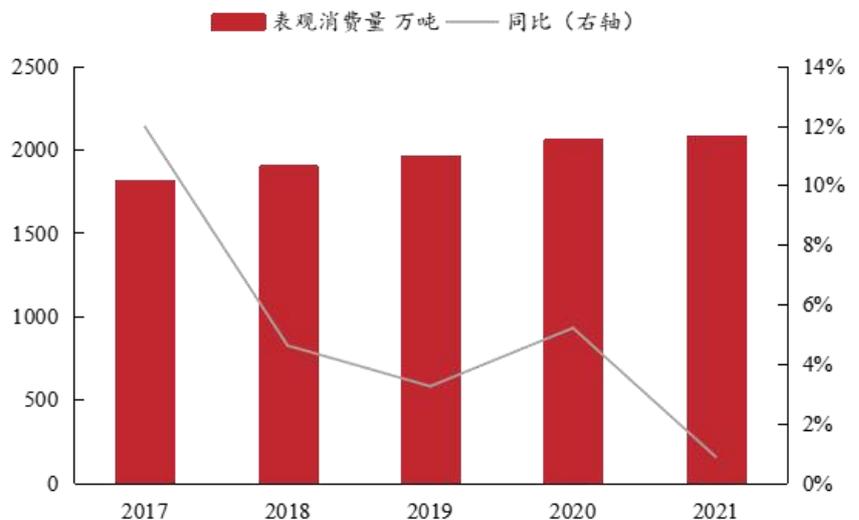
资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

3.1.2. PVC 项目稳步推进，完善氯碱产业链

PVC 项目完善氯碱产业链，有望打开发展新空间。公司募投年产 30 万吨乙烯基新材料 (PVC) 项目于 2022 年 1 月 20 日正式开工，预计于 2023 年投产。项目满负荷生产可实现年均销售收入 17.55 亿元，实现年均利润总额 2.28 亿元。募投项目实施后，公司氯碱产业链将进一步完善，同时进一步开拓新材料领域。

PVC 市场发展趋势良好，有助于公司实现氯碱平衡。高附加值的高耗氯产品是公司提高氯碱装置综合经济效益的有效途径。近年来 PVC 表观消费量持续增加，叠加电石法新增产能受限，供需格局明显改善。2017-2021 年，PVC 表观消费量从 1816.28 万吨上升至 2081.56 万吨，年复合增长率为 3.47%。

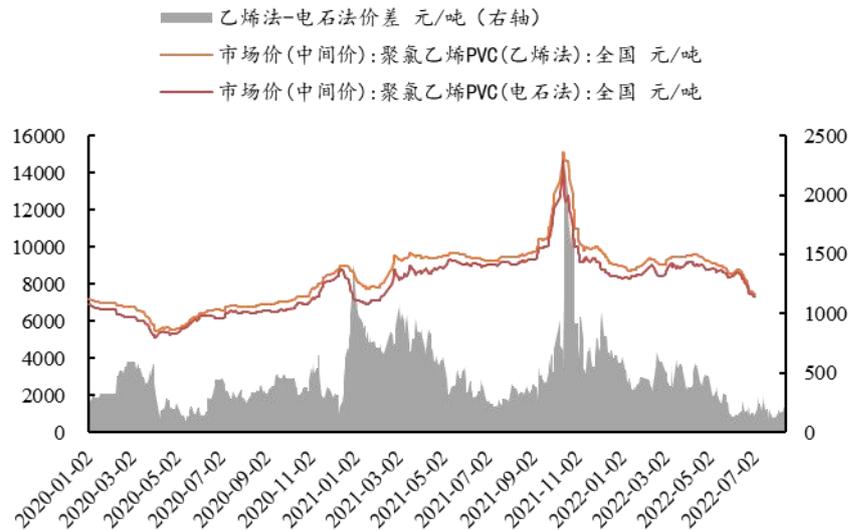
图表 30. 2017-2021 年 PVC 表观消费量年复合增长率为 3.47%



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

乙烯法 PVC 更具优势。PVC 价格自 2021 年大幅上涨，虽然在年末跟随煤价回调，但在供需紧平衡下依然维持高位。公司募投项目采用乙烯法生产 PVC，较电石法“价高质优”且具备明显的成本优势。根据公司招股说明书披露，30 万吨/年电石法 PVC 平均成本约为 5400 元/吨，30 万吨/年乙烯法 PVC 平均成本约为 4600 元/吨。此外，2020 年以来乙烯法 PVC 市场价格高于电石法 PVC 市场价格，截至 2022 年 8 月 12 日，乙烯法 PVC 市场均价与电石法 PVC 市场均价的差价为 202 元/吨。因此乙烯法 PVC 项目盈利能力更强，投产后将打开公司业绩增长新空间。

图表 31. 乙烯法 PVC 价格更具优势



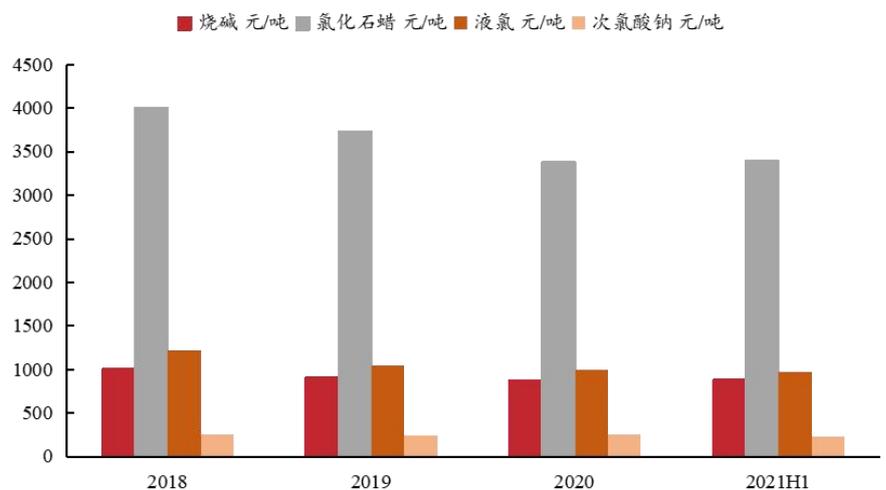
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2. 能效领跑行业，单吨成本下降

公司注重精细化管理，可控的成本优势是其核心竞争力。2021 年公司烧碱综合能效位居国内领先水平，并于 2022 年 1 月份被国家工信部正式评选为 2021 年度重点用能行业能效“领跑者”企业。根据工信部数据，公司单位产品综合能耗从 2019 年的 295.5 千克标准煤/吨下降至 2021 年的 290.4 千克标准煤/吨，降幅达到 1.73%。国家烧碱单位产品综合能耗限额先进值为 350 千克标准煤/吨，公司能效优势明显。

2018 年至 2021 年上半年，公司氯碱产品的单吨成本整体呈现下降趋势。公司烧碱单吨成本从 2018 年的 1005.80 元/吨下降至 2021 年上半年的 880.82 元/吨，降幅为 12.43%。氯化石蜡、液氯和次氯酸钠单吨成本从 2018 年至 2021 年上半年分别下降 15.17%、20.68%和 12.15%。

图表 32. 2018 年至 2021 年上半年公司氯碱产品单吨成本变化



资料来源: 公司招股说明书, 东亚前海证券研究所

3.3. 区位优势明显, 交通运输便捷

地处国家级化学工业专业园区, 公司区位优势明显。公司所在地宁波石化经济技术开发区是国家级化学工业专业园区, 可直接管输销售至园区下游客户。园区内产业链的集聚可使公司更便捷地面对销售市场, 并提供高附加值且稳定的下游产品。公司最大的销售客户宁波巨化科技同样位于该园区内。

物流便捷, 运输成本具有优势。园区紧靠国内最大的液体化工码头——宁波镇海液体化工码头, 具有得天独厚的物流条件, 配套基础设施建设完善, 海运、公路运输条件十分优越。公司相较同行具有运输成本优势。

图表 33. 2021 年公司前五大销售客户基本都位于宁波

序号	客户名称	所处城市	销售额 (万元)	占比 (%)
1	宁波巨化化工科技有限公司	宁波	25336.87	12.40
2	恒河材料科技股份有限公司	宁波	7760.23	3.80
3	浙江舜联贸易有限公司	宁波	7381.95	3.61
4	浙江联环科技有限公司	杭州	5447.08	2.67
5	浙江金贸通供应链管理有限公司	宁波	5201.70	2.55
	合计		51127.84	25.02

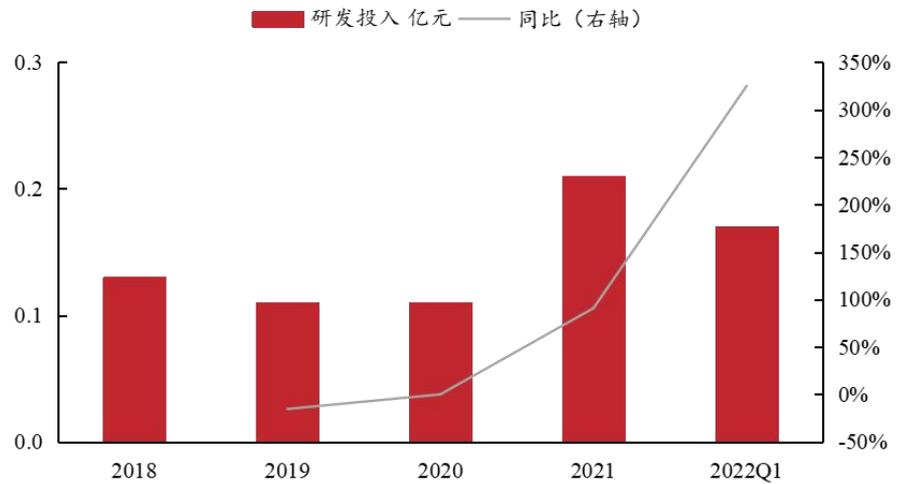
资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

3.4. 推进技术创新, 加大研发投入

2021 年以来, 公司研发投入大幅提升。2021 年公司研发投入为 0.21

亿元，同比增长 90.9%。2022 年一季度公司研发投入为 0.17 亿元，同比增长 325%，已超过 2020 年全年研发投入水平。

图表 34. 2022 年一季度公司研发投入同比增长 325%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司技术创新能力不断提升，成果转化明显。公司在氯碱工艺技术革新、节能减排技术、资源循环利用等方面具有较强的研发创新能力，主要产品多采用先进技术或生产工艺，并已实现了多项研究成果的工业化应用。2021 年公司继续通过技术革新实施一批技改技措项目，其中氯化石蜡提质增效项目，对 ECH 装置达标达产起到了关键作用。截至目前，公司共获得授权专利 117 项，参与制定的 3 项产品行业标准均已公布实施。

图表 35. 公司参与制定的行业标准

序号	行业标准	实施时间
1	HGT5620-2019 工业用二异丁基酮 (DIBK)	2020.7
2	HGT5627-2019 工业用甲基异丁基酮 (MIBK)	2020.7
3	《氯化石蜡热分解温度测定方法》	2021.7

资料来源：工信部，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

2022 年上半年，烧碱行业景气上行，公司业绩大幅提升。我们假设：(1) 价格方面，基于目前烧碱供需偏紧，未来新增产能受限，我们预计 2022-2023 年烧碱价格或将维持高位运行。(2) 销量方面，由于 2022-2024 年烧碱、液氯、氯化石蜡、次氯酸钠、MIBK 没有新增产能，销量均按 2021 年测算。ECH 于 2021 年投产，预计 2022 年处于产能爬坡期，2023-2024 年满产，销量达到 4 万吨/年。30 万吨/年 PVC 项目预计于 2023 年 11 月投产，产能于 2024 年投放。(3) 成本方面，2022-2024 年在原材料上涨和能源品上涨下，单吨成本或有小幅抬升。

结合行业景气周期上行，我们预期 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 26.69/ 27.83/33.43 亿元，归母净利润分别为 5.10/5.53/7.07 亿元，归母净利润对应 EPS 分别为 1.17/1.27/1.63 元。以 2022 年 8 月 16 日收盘价 15.76 元为基准，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 13.43/12.40/9.69 倍。结合行业景气度，看好公司的发展。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、公司项目达产不及预期等。

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、公司项目达产不及预期：目前公司 30 万吨/年乙烯基材料（PVC）项目正在建设中，预计 2023 年 11 月正式投产，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	2043.26	2668.74	2782.70	3343.10
%同比增速	77.33%	30.61%	4.27%	20.14%
营业成本	1375.53	1975.23	2051.59	2417.81
毛利	667.73	693.51	731.11	925.29
%营业收入	32.68%	25.99%	26.27%	27.68%
税金及附加	15.17	16.12	19.75	22.44
%营业收入	0.74%	0.60%	0.71%	0.67%
销售费用	8.71	8.21	7.65	9.06
%营业收入	0.43%	0.31%	0.27%	0.27%
管理费用	35.81	48.33	43.67	50.55
%营业收入	1.75%	1.81%	1.57%	1.51%
研发费用	21.13	20.50	19.76	24.48
%营业收入	1.03%	0.77%	0.71%	0.73%
财务费用	0.10	-7.02	-10.54	-15.09
%营业收入	0.01%	-0.26%	-0.38%	-0.45%
资产减值损失	-1.28	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-1.91	0.00	0.00	0.00
其他收益	12.54	16.27	17.61	20.79
投资收益	-0.93	-0.61	-0.74	-0.95
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	19.14	32.49	35.96	40.38
营业利润	614.38	655.51	703.66	894.07
%营业收入	30.07%	24.56%	25.29%	26.74%
营业外收支	-17.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	597.07	655.51	703.66	894.07
%营业收入	29.22%	24.56%	25.29%	26.74%
所得税费用	99.84	134.82	139.85	175.06
净利润	497.23	520.69	563.82	719.02
%营业收入	24.33%	19.51%	20.26%	21.51%
归属于母公司的净利润	496.44	510.35	552.59	706.91
%同比增速	282.81%	2.80%	8.28%	27.93%
少数股东损益	0.78	10.34	11.22	12.10
EPS (元/股)	1.32	1.17	1.27	1.63

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.32	1.17	1.27	1.63
BVPS	3.64	4.82	6.09	7.72
PE	17.55	13.43	12.40	9.69
PEG	0.06	4.79	1.50	0.35
PB	6.35	3.27	2.59	2.04
EV/EBITDA	14.75	8.69	7.71	5.79
ROE	31%	24%	21%	21%
ROIC	30%	22%	19%	19%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	473	733	958	1321
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	121	116	128	159
存货	131	140	156	187
预付账款	7	8	9	10
其他流动资产	614	661	714	873
流动资产合计	1346	1658	1965	2550
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产合计	516	889	1216	1458
无形资产	26	36	46	55
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	7	7	7	7
其他非流动资产	188	109	68	43
资产总计	2085	2700	3303	4116
短期借款	50	56	58	51
应付票据及应付账款	256	309	337	400
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	24	47	46	53
应交税费	83	81	91	111
其他流动负债	38	55	54	64
流动负债合计	452	547	586	680
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	31	31	31	31
其他非流动负债	12	12	12	12
负债合计	494	590	629	722
归属于母公司的所有者权益	1585	2095	2648	3355
少数股东权益	5	16	27	39
股东权益	1590	2111	2675	3394
负债及股东权益	2085	2700	3303	4116

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	130	638	619	705
投资	0	0	0	0
资本性支出	-112	-382	-392	-333
其他	0	-1	-1	-1
投资活动现金流净额	-112	-382	-392	-334
债权融资	0	0	0	0
股权融资	374	0	0	0
银行贷款增加(减少)	50	6	1	-6
筹资成本	-68	-2	-2	-2
其他	-124	0	0	0
筹资活动现金流净额	231	5	-0	-8
现金净流量	248	260	226	363

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/>