

氯碱和粘胶短纤双龙头企业，依托低成本能源，产业链一体化优势显著

——中泰化学深度报告

✉ : 杨云 执业证书编号: S0860510120006
☎ : 021-80108035
✉ : dengsheng@stocke.com.cn 联系人: 邓胜

评级	增持
上次评级	首次评级
当前价格	¥ 14.51

报告导读

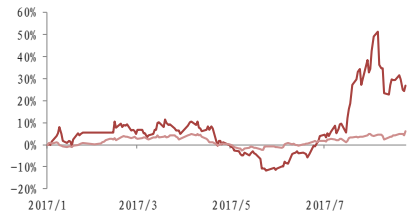
氯碱行业迎来周期反弹，行业景气向上，公司逆势扩产能，迎来产品量价齐升；同时公司拥有“烧碱、浆粕-粘胶-纺纱一体化产业链”，实现中间烧碱和粘胶产品疆内消化，成本优势显著，盈利能力显著高于同行。

单季度业绩	元/股
2Q/2017	0.25
1Q/2017	0.33
4Q/2016	0.54
3Q/2016	0.21

投资要点

□ 要点1 氯碱供需改善，PVC 涨价业绩弹性大

近年来，国家不断推进氯碱行业供给侧改革，低端产能逐步退出。目前，全国共计 PVC 产能 2286 万吨，氯碱行业经过大规模的整合，行业集中度不断提升，下游需求仍然稳定增长。历经多年全行业亏损后，氯碱行业从 15 年下半年以来盈利能力逐渐得到恢复，西北地区企业表现出较强的盈利能力。16 年公司年产 PVC 170 万吨，烧碱 120 万吨，依托新疆低廉的能源成本，上游配套建有 240 万吨电石、210 万 KWh 热电。且随着一体化程度的不断提升，近几年公司 PVC 单位成本不断降低，统计结果表明中泰化学在氯碱行业中生产成本最低。



□ 要点2 拥有氯碱-粘胶-纺纱一体化产业链，实现中间烧碱和粘胶产品疆内消化，成本优势显著

2015 年完成对新疆富丽达的并表后，增加粘胶短纤业务，目前全资子公司新疆富丽达具备黏胶短纤产能 40 万吨；控股公司阿拉尔富丽达 10 万吨改造到了 14 万吨，未来扩建到 30 万吨；18 年底规划形成 90 万吨粘胶产能。上游配套有 10 万吨浆粕、烧碱装置，下游配套 236 万吨纺纱产能，形成“烧碱、浆粕-粘胶短纤-纺纱”产业链，大大降低了运费及其他成本费用，增强公司的盈利能力，分享新疆纺织大发展战略。

公司简介

公司业务有氯碱（PVC+烧碱）、粘胶纤维、纺纱

□ 要点3 拟定增建 30 万吨特种 PVC 和 60 万吨电石

公司规划在吐鲁番市托克逊县建设高性能树脂产业园及配套基础设施项目，投资金额 32.87 亿，新建年产 30 万吨特种 PVC 树脂项目、60 万吨电石项目。特种 PVC 盈利强，有利于优化公司 PVC 产品结构，往差异化、高端化方向发展，提升公司的整体盈利能力。在碳减排的大趋势下，国家对电石实行配给制，电石也将成本一种稀缺资源，“电-电石-PVC”产业链一体化的企业受益最显著，而需要外购电石的 PVC 成本企业会在高成本下会继续逐步退出。

相关报告

20170209 氯碱行业深度报告：高成本产能逐步退出，氯碱行业将景气向上

联系人: 邓胜

021-80108035

dengsheng@stocke.com.cn

特别感谢实习生王明辉对本文贡献

□ 利预测及估值

预计 17、18、19 年收入分别为 346 亿元、372 亿元和 387 亿元，同比增长 48.1%、7.4%和 4.1%；预计 17、18、19 年归属母公司净利润分别为 29.0 亿，35.3 亿和 40.1 亿元，对应增速分别为 57.1%、21.8%和 13.6%，17、18、19 年 EPS 为 1.35、1.48 元和 1.68 元，当前股价对应 17、18、19 年 PE 分别为 11、9.0 和 7.9 倍 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：PVC 价格大幅下跌、粘胶价格下跌、特种 PVC 拟募投项目不达预期

财务摘要

(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	23362.32	34600.82	37157.87	38677.22
(+/-)	53.1%	48.1%	7.4%	4.1%
净利润	1843.47	2895.58	3527.34	4006.75
(+/-)	23914.9%	57.1%	21.8%	13.6%
每股收益(元)	0.86	1.35	1.48	1.68
P/E	17.23	10.97	9.01	7.93

注释：考虑未来增发对股本摊薄影响

正文目录

1. 公司简介	6
1.1. 规模最大的氯碱企业	6
1.2. 拥有完整的产业链, 业务协同效应强	6
1.3. 产品量价齐升, 收入和利润大幅增长	7
2. 电石行业: 西北西区企业成本优势显著	9
2.1. 产能增长放缓, 落后产能逐渐淘汰, 行业集中度进一步提升	9
2.2. PVC 下游产品回暖, 带动电石价格上涨	9
3. 氯碱行业: 供需格局不断改善, 行业景气上行	10
3.1. PVC 行业	10
3.2. 烧碱行业	15
4. 氯碱-粘胶纤维-纺纱产业链优势显著	19
4.1. 粘胶纤维性能优异, 备受消费者青睐	19
4.2. 新增产能放缓, 粘胶需求稳步增长	19
4.3. 价格上涨, 开工率维持在高位, 行业景气向上	20
4.4. 新疆富丽达盈利能力显著	21
4.5. 政策优厚, 新疆成纺纱热土	21
5. 圣雄扭亏为盈, 重组曙光初现	22
6. 特种 PVC 贡献高利润	23
6.1. 国家政策大力支持发展特种 PVC	23
6.2. 高性能 PVC 价格波动小, 盈利能力稳定	24
6.3. 拟定增建 30 万吨特种 PVC 和 60 万吨电石	25
7. 盈利预测与估值	26

图表目录

图 1: 中泰化学股权结构	6
图 2: 主要控股子公司	6
图 3: 完整的上下游产业链	7
图 4: 主要子公司的地址	7
图 5: 中泰化学近年收入情况	8
图 6: 中泰化学近年利润情况	8
图 7: 2017H 收入构成	8
图 8: 2017H 毛利构成	8
图 9: 核心产品毛利率 (%)	8
图 10: 近年来电石产能产量情况	9
图 11: 2016 年电石产量区域分布	9
图 12: 国内电石价格走势 (西北地区)	10
图 13: 近年来电石开工率	10
图 14: 兰炭价格走势 (元/吨)	10
图 15: PVC 近年来产能、产量和年度开工率情况	12
图 16: 2017 年 PVC 行业产能规模占比	12
图 17: 2017 年 PVC 行业产能分布	12
图 18: PVC 下游应用占比	13
图 19: 我国管道产量情况	13
图 20: PVC 管材	13
图 21: PVC 型材	13
图 22: PVC 地板图	13
图 23: PVC 农用膜图	13
图 24: 近年来 PVC 价格及价差走势	14
图 25: 上市公司 PVC 毛利率对比	14
图 26: 上市公司 PVC 单吨成本对比 (元/吨)	15
图 27: 烧碱产能、产量、表观消费量和开工率	16
图 28: 烧碱下游应用占比	16
图 29: 烧碱产能分布情况	16
图 30: 2010 年烧碱行业规模	16
图 31: 2017 年烧碱行业规模	16
图 32: 氧化铝价格走势	18
图 33: 烧碱价格走势	18
图 34: 近期氧化铝月度开工率	18
图 35: 近期烧碱月度开工率	18
图 36: 上市公司烧碱毛利率对比	18
图 37: 粘胶短纤上下游产业链	19
图 38: 近年粘胶纤维产能及增长率	19
图 39: 近年粘胶短纤产量和表观消费量	19
图 40: 近年来布的产量	20
图 41: 近年来纱的产量	20

图 42: 2017 年粘胶纤维产能情况 (万吨)	20
图 43: 2017 新增产能统计	20
图 44: 粘胶短价格走势	21
图 45: 粘胶短纤开工率 (%)	21
图 46: 2017 新疆纺织行业补贴政策汇总	22
图 47: 圣雄能源收入与利润情况	23
图 48: 有关支持特种 PVC 树脂发展政策一览	23
图 49: 糊树脂 PVC 与普通 PVC 价格走势比较	24
图 50: 公司投产项目一览	25
图 51: 公司核心业务假设	26
图 52: 相关公司盈利预测与估值	27
图 53: 相关公司产品业绩弹性	27
表附录: 三大报表预测值	28

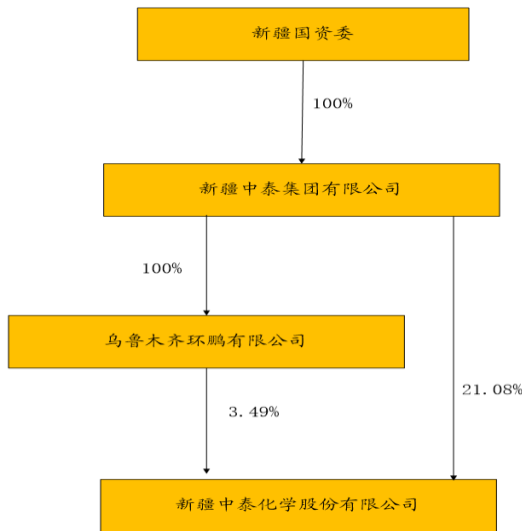
1. 公司简介

1.1. 规模最大的氯碱企业

中泰化学成立于2001年12月18日，与2006年12月8日在深圳交易所上市，经过上市后10多年的快速发展，公司由成立之初单一的烧碱、PVC生产企业发展为拥有聚氯乙烯树脂（PVC）、离子烧碱膜、粘胶纤维、纱线四大主营产品及热电、电石、供应链管理、国际贸易、融资租赁、商业保理等配套循环经济体系的行业龙头企业。目前，公司拥有153万吨聚氯乙烯树脂（PVC）、110万吨离子膜烧碱、粘胶纤维权益产能48万吨、236万吨锭纺纱的生产能力，是我国规模最大的氯碱生产企业。

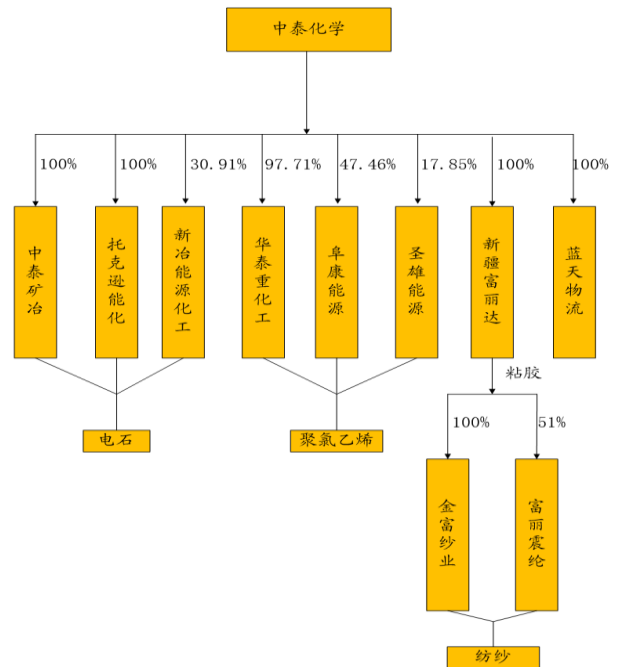
公司目前拥有32家控股公司、10家参股公司，员工近1.5万人（含劳务工）。公司依托新疆能源优势以及完整的“煤—电—氯碱—粘胶纤维—纺纱”上下游一体化产业布局，公司在资源、成本、技术、规模等方面具有核心竞争优势，在市场具有较高的知名度和信誉。

图 1：中泰化学股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：主要子公司



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

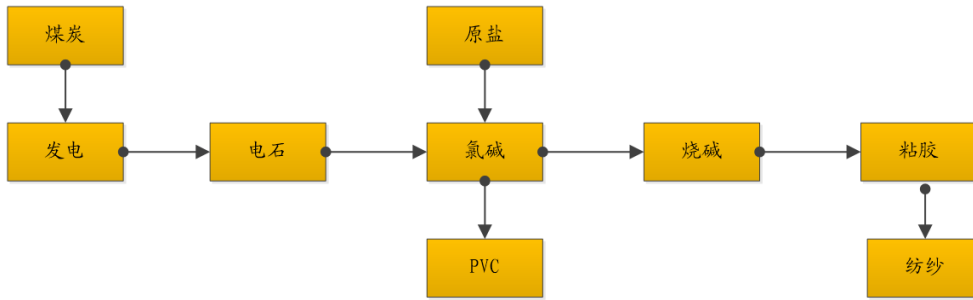
注：中泰化学直接持股阜康能源47.46%，间接持股51.34%；

1.2. 拥有完整的产业链，业务协同效应强

公司依托新疆地区丰富的煤炭、石灰石、原盐资源，建立稳定的上游原料基地。全资子公司中泰矿冶、托克逊能化、参股公司新冶能源化工的主营业务为电石，全资子公司华泰重化工、阜康能源主营PVC和烧碱，全资子公司新疆富丽达、控股子公司阿拉尔富丽达主要生产粘胶纤维，新疆富丽达的子公司金富纱业和富丽震纶主营纺纱业务。蓝天物流凭借良好的供应链服务能力以及供应链信息化服务平台的建设，对疆内物流资源进行整合，将获得较为稳定的未来收益。

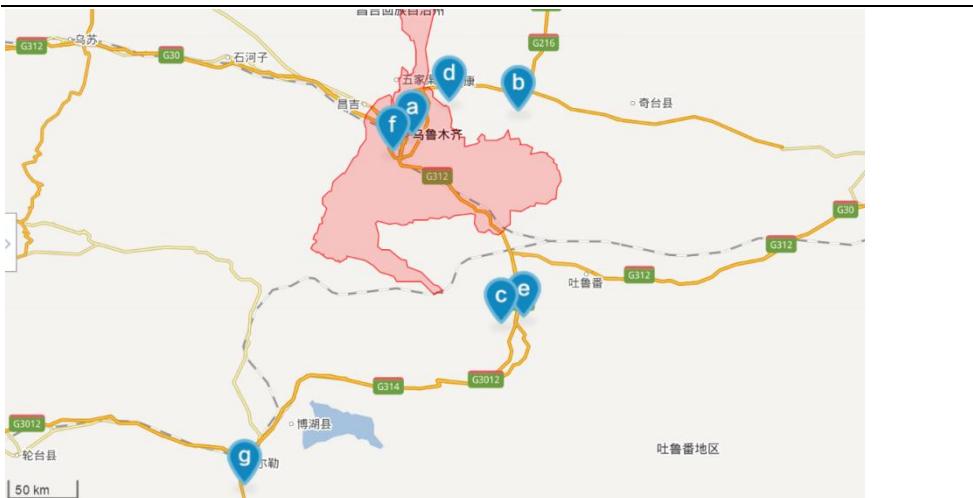
公司掌控氯碱产业所需的煤炭、原盐、石灰石等资源，降低原材料供应成本；同时，通过疆内企业的强强联合扩大粘胶纤维、纱线的生产能力，完成烧碱、粘胶纤维等大部分产品的内部消化，降低整个产业链中的物流运输成本，实现资源、能源的就地高效转化，打造集群化、园区化氯碱、粘胶纱线生产基地。

图 3：完整的上下游产业链



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 4：主要子公司的地址



资料来源：浙商证券研究所

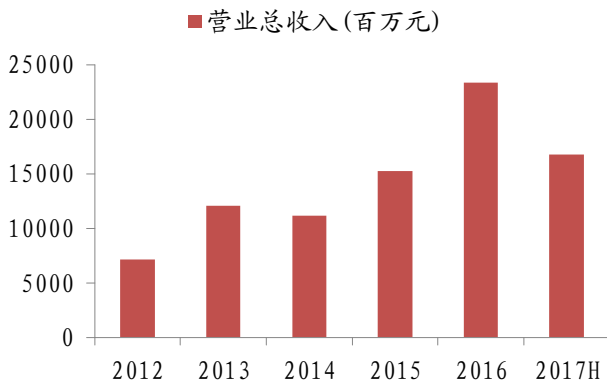
注：a：华泰重化工；b：中泰矿冶；c：新冶能源、圣雄能源；d：阜康能源；e：托克逊能化；f：蓝天物流；g：新疆富丽达、金富纱业、富丽震纶；

1.3. 产品量价齐升，收入和利润大幅增长

公司 2016 年营业收入 233.62 亿元，与 2015 年相比增长 53.1%。实现归母净利润 18.43 亿元，与 2015 年相比，增幅达到 23915%，主要原因是公司主营产品 PVC、烧碱、粘胶纤维、纱线价格及销量同比上升，同时产业链逐步完善，成本下降。公司 2017 年上半年保持良好经营态势，实现营业收入 168 亿元，比去年同期增长 74.3%，归母净利润 12.44 亿元，比去年同期增长 357%。从收入结构来看，贸易占比 47.1%，PVC 产品占比 26.9%，烧碱占比 8.5%，纱线和粘胶短纤分别为 7.9% 和 5.9%。从毛利构成来看，2017 年上半年，聚氯乙烯产品和氯碱类产品贡献大部分毛利，其占比分别为 41.02% 和 26.62%。粘胶和纱线的毛利贡献分别为 8.32% 和 5.44%。

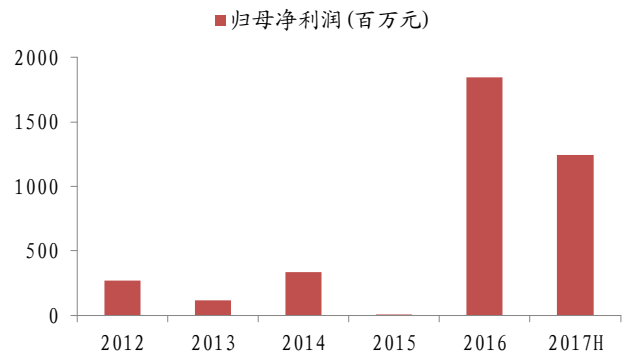
毛利率方面，公司的核心产品 PVC 和氯碱产品的毛利率近几年整体趋势在往上走，16 年毛利率分别达到 35% 和 54%，2017 年上半年，PVC 仍然维持 32% 左右较高毛利率，而氯碱产品的毛利率则高达 67%。此外，粘胶纤维的毛利率维持在 30% 左右，而纱线的毛利率略有下滑，为 15%，主要是上半年纱线竞争激烈所导致。

图 5：中泰化学近年收入情况



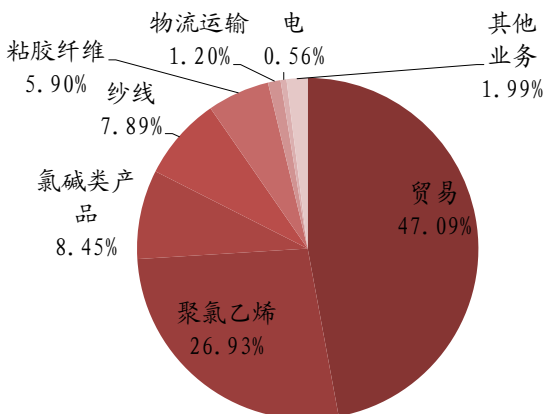
资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 6：中泰化学近年利润情况



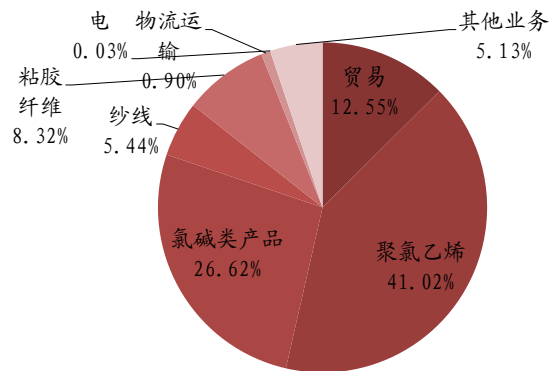
资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 7：2017H 收入构成



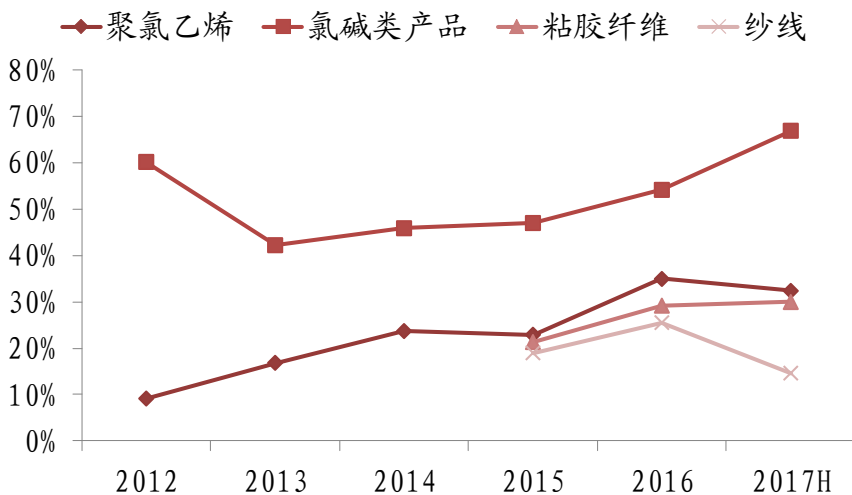
资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 8：2017H 毛利构成



资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 9：核心产品毛利率 (%)



资料来源：wind, 浙商证券研究所

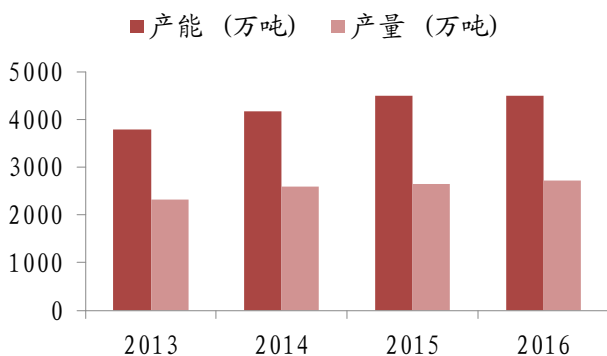
2. 电石行业：西北西区企业成本优势显著

2.1. 产能增长放缓，落后产能逐渐淘汰，行业集中度进一步提升

我国是世界上最大的电石生产国和消费国，产能占世界总产能的90%以上。据中国电石工业协会统计，截止到2016年底，国内电石生产企业220家，产能达到4500万吨/年，与2010年相比产能几乎翻了一番，但相对于2015年，产能首次出现零增长。技术装备水平高、节能环保效果显著的密闭式电石炉产能达到3753万吨/年，占总产能的比重提升至84%，内燃式电石炉比重下降至16%，较2015年下降了5个百分点。2016年，电石产量为2730万吨，同比增长3%。

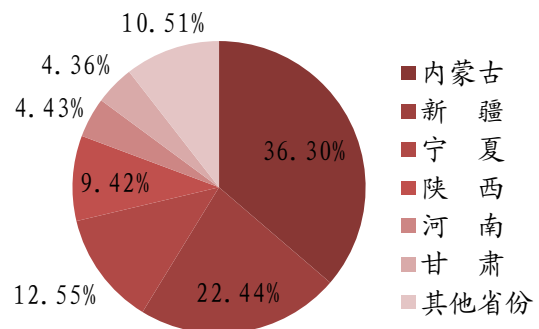
随着国内产业布局的调整，中西部地区丰富的煤炭资源的吸引，全国电石生产重心纷纷向中西部地区转移。从2016年产量的地域分布来看，内蒙古、新疆、宁夏、陕西、河南、甘肃六省的电石产量均在100万吨以上，以上六省产量占全国电石产量的89.49%。其中，内蒙古、新疆、宁夏地区集中了40500KVA等大型密闭式电石炉，依靠上下游产业链配套和当地煤价、电价的优势，保持了较高的开工率。其中，内蒙古产量940万吨，占比36.30%，新疆产量581万吨，占比22.44%，宁夏产量325万吨，占比12.55%。产量前十位的电石企业共生产电石1298万吨，占国内总产量的47.54%。据中国电石工业协会统计，2016年产能20万吨及以上的企业有77家，合计产能占全国总产能的78%，比2015年提升了6个百分点，行业集中度进一步提升。

图 10：近年来电石产能产量情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 11：2016 年电石产量区域分布



资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

2.2. PVC 下游产品回暖，带动电石价格上涨

由于早期电石产能过度扩张，行业面临产能过剩，2011年8月以来，国内电石价格持续下降，从2011年最高的4100元/吨下跌至2016年中的2200元/吨，下跌幅度高达41%。部分地区电石出厂价甚至跌破2000元/吨，创历史新低。但是，从2016年6月开始，在PVC等下游产品行情持续回暖的带动下，电石价格强劲反弹，到货均价从年初的2400元/吨上升到年底的3100元左右/吨，上涨了700元/吨左右。除去长期闲置的1200万吨产能，行业的有效开工率高达83%。

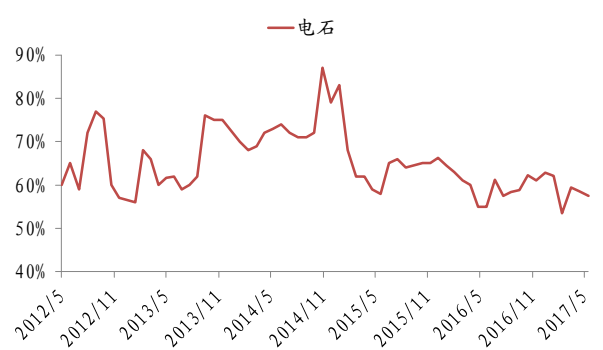
形成电石价格上涨的主因：一是环保督察组深入西北主要电石产区检查，部分环保不达标的电石企业被迫停产，同时，宁夏、内蒙古地区石灰石矿山的限采，对电石产量也造成很大影响；二是PVC行业从第二季度以来价格回升较为明显，涨价2000-3000元/吨，带动了电石价格上涨；三是电石用原材料价格及运输成本涨势强劲，生产1吨电石需要消耗工业用电3450千瓦时，0.6吨的兰炭和0.9吨的石灰石。兰炭较年初累计上涨400元/吨，石灰石上涨100元/吨，吨运输成本上调70-80元，导致吨电石成本直接增加500-600元。

图 12: 国内电石价格走势(西北地区)



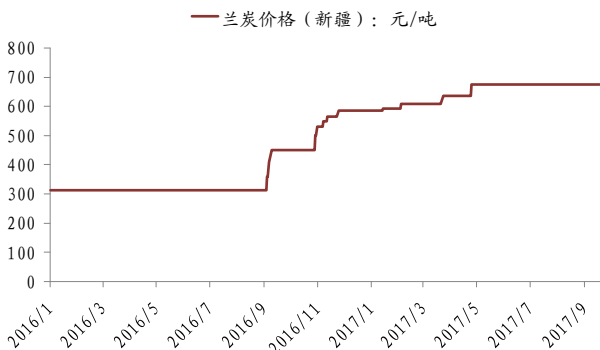
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 13: 近年来电石开工率



资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所;
注释: 总产能包含了长期停产的 1200 万吨产能

图 14: 兰炭价格走势(元/吨)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

中泰化学是国内最大的电石生产企业, 目前产能已经达到 188 万吨/年; 子公司新冶能源化工(占股 30.91%)有限公司具有 50 万吨/年电石生产能力, 权益产能约 15 万吨/年; 托克逊能化二期 60 万吨/年电石产能正在积极建设中, 项目投资额 17.45 亿元, 预计 2018 年 9 月-12 月运行; 未来合计权益产能能达到 260 万吨。

3. 氯碱行业: 供需格局不断改善, 行业景气上行

3.1. PVC 行业

3.1.1. PVC 低端产能逐渐退出, 行业集中度不断提升

近年来我国 PVC 产能严重扩张, 2015 年之前, PVC 生产企业约 130 多家, 共计 2600 万吨产能, 经过 12-15 三年的冷却期, 目前留下的企业 77 家左右, 可以正常生产 PVC 的企业 30 多家, 据百川资讯统计, 截止 2017 年 6 月份, 全国共计产能 2258 万吨, 产量 1669 万吨左右, 近年来经过大规模的整合, 布局分散、生产成本居高不下的中小型企业将被逐渐淘汰。2016 年下半年以来, PVC 行业开工率持续上升, 维持在 70-75% 之间, 除去无法利用的装置, 行业开工率在 85% 以上甚至更多。近年来 PVC 产能扩张速度明显放缓, 开工率逐步提升。

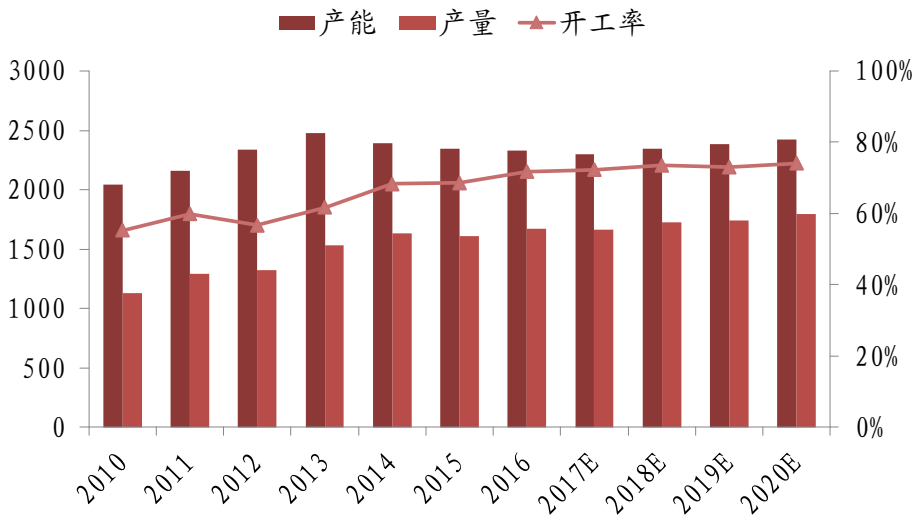
从行业集中度来看, 目前生产规模大于 100 万吨的企业共有 3 家, 合计产能 460 万吨, 占 PVC 行业总产能的 20.4%, 小于 10 万吨产能的小企业共 13 家, 合计产能 94 万吨, 占比仅 4.2%, 整个行业在向合理的发展方向, 行业格局逐渐规范。从产能的区域分布来看, 西部新疆、内蒙古地区因其突出的资源优势, 合计产能占比在 30% 以上, 今后随着行业不断健康的发展, 新疆内蒙地区的企业在行业里的地位将越来越稳固。

图 15: PVC 生产企业产能统计

企业名称	产能(单位:万吨)	企业名称	产能(单位:万吨)
新疆中泰	154	黑龙江昊华化工	25
新疆天业	120	湖北宜化	25
陕西北元	110	宁夏金昱元	25
天津大沽	80	宁夏英力特	24
甘肃新川化工	80	河北金牛化工股份有限公司	23
内蒙古君正	70	东曹(广州)化工有限公司	22
山东信发	60	盐湖化工分公司	22
内蒙亿利	50	山西瑞恒	20
新疆圣雄	50	衡阳建滔	20
泰州联成塑料工业有限公司	45	昔阳阳煤化工	20
唐山三友	40	沈阳化工股份有限公司	20
河南昊华宇航	40	山西霍家沟	16
四川金路	40	苏州华苏塑料有限公司	13
青海宜化	40	云南能投	12.5
中盐吉兰泰	40	山东东岳	12
包头海平面	40	成都华融	12
天津乐金 LG 大沽	40	四川永祥	12
台塑(宁波)股份有限公司	40	甘肃银光聚银(银达)化工有限公司	12
青岛海晶	40	泰山盐化	10
宜宾天原	38	青海盐湖	10
济宁金威	36	安徽氯碱	10
山西榆社	32	内蒙伊东东兴化工	10
安徽华塑	30	新疆天业	10
德州实华	30	青海盐湖工业股份有限公司	10
山东恒通	30	泰州市正大化工有限公司	8
河南神马	30	内蒙古晨宏利	7.5
河南联创	30	伊犁南岗	6
青海盐湖	30	江阴大华化工有限公司(乙烯)	6
内蒙古鄂尔多斯	30	上海氯碱	6
内蒙古三联	30	山东朗晖石化	6
乌海化工	30	方大锦化	5
内蒙伊东东兴	30	济源方升	5
内蒙宜化	30	康宁化学有限公司	5
云南南磷	30	唐山三友	5
中谷矿业	30	宁夏英力特化工股份有限公司	4
新疆宜化	30	湖北宜昌山水投资有限公司	4
韩华石化(宁波)有限公司	30	济宁中联化学目前	4
山西金泰	27	盐湖海纳	3.5
河北盛华	26	合计	2258.5

资料来源:百川资讯,浙商证券研究所

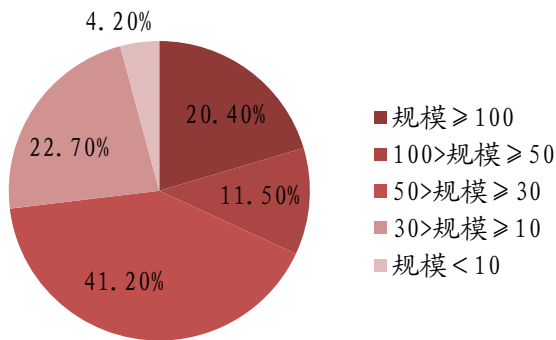
图 16: PVC 近年来产能、产量和年度开工率情况



资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所 预测值也来自百川资讯

注释: 百川资讯和中国氯碱网统计口径不一致

图 17: 2017 年 PVC 行业产能规模占比



资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 18: 2017 年 PVC 行业产能分布

排名	省份	总计 (万吨)	产能占比
1	新疆	375	16.60%
2	内蒙	335.5	14.90%
3	山东	242	10.70%
4	陕西	137	6.10%
5	天津	120	5.30%
6	河南	105	4.70%
7	成都	82	3.60%
8	宁夏	69	3.10%
9	山西	68	3.00%
10	青海	72	3.20%

资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

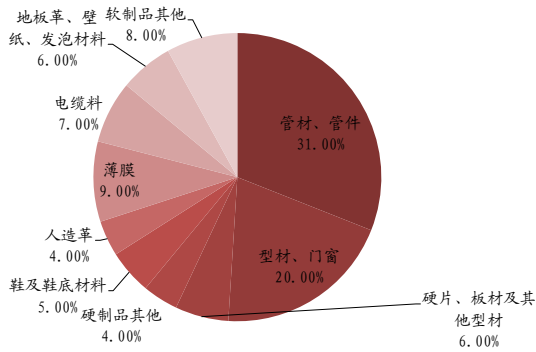
3.1.2. PVC 下游需求前景广阔

PVC 的下游主要分成软制品和硬制品, 其中硬制品占比 66%, 以管材和管件、型材、门窗为主要代表; 软制占比为 34%, 以电缆、薄膜、人造革为代表。60%-70% 的 PVC 用于生产管材、型材、异型材等建筑用材。

近年来, 建筑工程、市政工程、水利工程、农业和工业等行业对塑料管道需求不断加大, 拉动中国塑料管道行业高速发展, 中国已成为最大的塑料管道生产和应用国家。2010 年-2015 年, 我国塑料管道行业保持着持续、稳定的发展, 产量由 2010 年的 840 万吨, 增长到 2015 年末的 1380 万吨, 平均年增长率为 10.4%。根据中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会预测, 2016 年-2020 年, 我国塑料管道生产量将保持在 3% 左右的年增长速度, 到 2020 年全国塑料管道产量预计将达到 1600 万吨, 其中以市政给水排水管道增长为主。

PVC 作为基础材料之一, 产业地位正在全面提升。目前我国人均 PVC 消费量仅为发达国家的三分之一, 消费潜力巨大。PVC 是以塑代木、以塑代钢的重要材料, 还是电缆、农膜、滴灌等领域的应用的材料, PVC 未来肯定会向特种料、专用料方向发展, 随着产业结构的升级, PVC 制品向高性能化、轻量化和绿色环保化的升级换代步伐进一步加快, PVC 建筑材料和新型包装材料成为当前塑料工业迅速增长的主要领域。

图 19: PVC 下游应用占比



来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 21: PVC 管材



来源: 百度图片, 浙商证券研究所

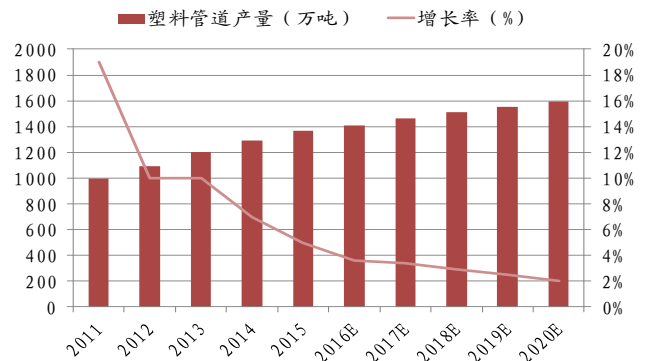
以塑代木。PVC 塑胶地板, 是一种高品质、高科技研究开发出来的新型地面装饰材料, 采用天然的大理石粉构成高密度、高纤维网状结构的坚实基层, 表面覆以超强耐磨的高分子 PVC 耐磨层, 经上百道工序加工而成。PVC 塑胶地板成为当今世界流行的地面装饰材料, 绿色环保, 零甲醛。环保石塑地板相对现有的木材地板具有表面硬度加强, 抗刮、擦性能好等优势, 相对地毯、橡胶地板、瓷砖地板。PVC 塑胶地板已经被广泛用在教育机构、医疗场所、商务办公楼、家居装修、工业系统、交通系统等。施工方面只需要美工刀就可任意裁剪出设计师们理想的地面艺术品。PVC 塑胶地板安装方便, 如果地面平整度达到要求, 就可自己动手安装。该模板以优异的性能和使用周期长的优点有望在建筑行业替代传统木材模板。

图 23: PVC 地板图



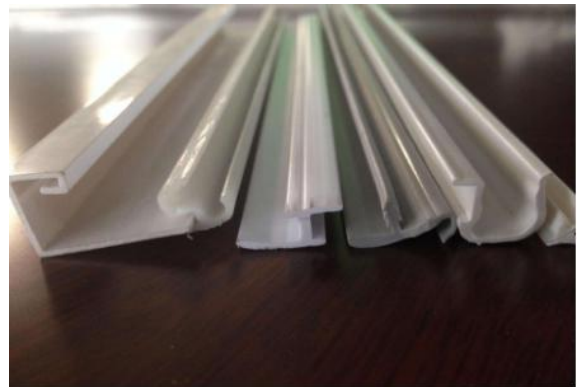
来源: 百度图片, 浙商证券研究所

图 20: 我国管道产量情况



资料来源: 《中国塑料管道行业“十三五”期间(2016-2020)发展建议》, 浙商证券研究所

图 22: PVC 型材



资料来源: 百度图片, 浙商证券研究所

图 24: PVC 农用膜图



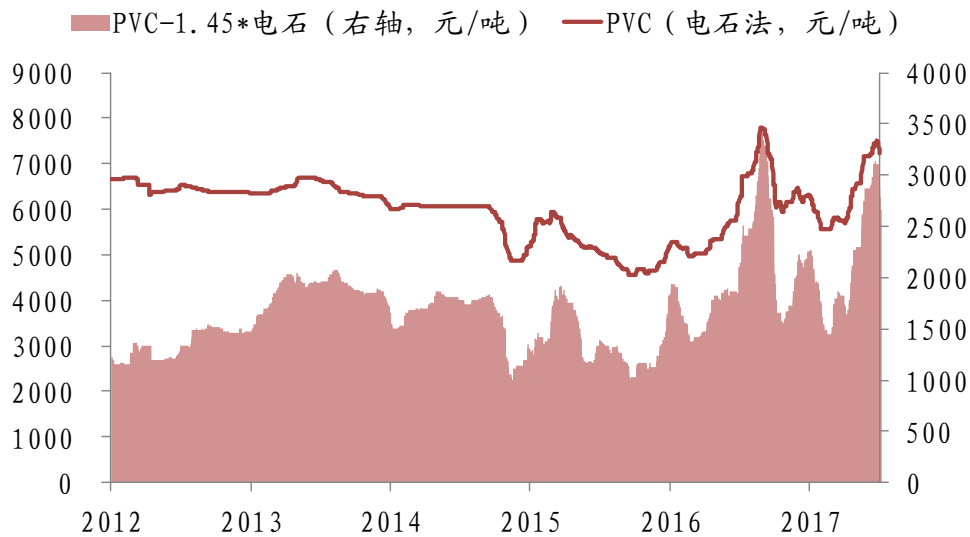
资料来源: 百度图片, 浙商证券研究所

以塑代塑。地膜，即地面覆盖薄膜，通常是透明的PE薄膜，用于地面覆盖，以提高土壤温度，保持土壤水分，维持土壤结构，防止害虫侵袭作物和某些微生物引起的病害等，促进植物生长的功能。但地膜种植在田地内覆盖大量的塑料薄膜，作物收获后残留在土壤中，难以降解，对土壤造成了污染和损害，聚氯乙烯的耐候性高于聚乙烯，用聚氯乙烯做成地膜且可回收性能好，未来，聚氯乙烯极有可能代替聚乙烯用于地膜。

3.1.3. 环保因素叠加供给收缩，PVC价格上涨，企业盈利能力不断改善

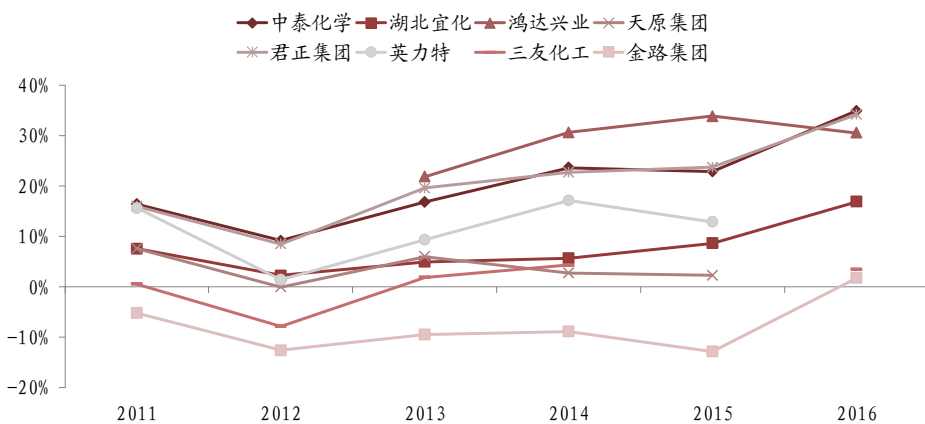
受前期产能过度扩张的影响，PVC行业面临产能过剩，从11年开始到16年上半年，PVC价格处于下降通道，经过几年供给侧改革，低端产能不断退出，需求逐渐好转。16年下半年，PVC价格迅速上涨，2016年1-6月份PVC平均价格在5062元/吨，2016年下半年聚氯乙烯的价格在6885元/吨左右，同上半年相比，涨幅高达36%。2017年上半年，市场呈现涨-跌-涨趋势，年初PVC价格逐步上涨，2月中旬达到顶点至6515元/吨，由于有效开工率维持高位，厂家出货积极，2-4月份，PVC价格下跌明显，5月份开始，期货市场强势反弹叠加环保因素带来原材料电石价格上涨，PVC市场价格再度走高，9月份以来，PVC价格稳定在7000元/吨以上，从行业供需格局来看，未来PVC行业新增产能少，需求稳定增长，PVC企业盈利能力不断改善。

图 25：近年来 PVC 价格及价差走势



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 26：上市公司 PVC 毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；

电石法生产 PVC 是我国的主要生产工艺，占比达到 75%。中泰化学地处新疆，矿产资源丰富且幅员辽阔，新疆煤炭储量丰富，且煤层浅、煤质好、易开采。同时，新疆原盐以湖盐为主，氯化钠含量高达 95%以上，储量高达 18 亿吨。石灰石储量异常丰富，且品位较高。受到地理位置的限制，新疆的电力和煤目前均无法向东部发达地区输出，在这样的前提下，把煤、原盐和石灰石生产成聚氯乙烯，把新疆的资源优势转化为经济优势。中泰化学靠近能源基地，配套有电石产能，电力成本低，在成本端表现出明显优势。2016 年公司 PVC 生产成本 3223 元/吨（不含税，16 年上半年原材料价格低于 15 年），远远低于同行业其他公司，随着公司产业链的不断完善，公司生产 PVC 的相对成本将进一步降低。

图 27：上市公司 PVC 单吨成本对比（元/吨）

	君正集团	湖北宜化	英力特	天原集团	鸿达兴业	中泰化学	三友化工	氯碱化工（乙烯法）
2011			5424	6052		5341		
2012			5384	5226		4869	6097	9153
2013	4385	4838	5348	5457	4638	4584	5546	9592
2014	4050	4681	4237	5014	3635	4045	5215	10641
2015	3513	3796	3899	4434	3031	3551	5412	7497
2016	3300		4022	4494	3312	3223	5721	7715

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2. 烧碱行业

3.2.1. 行业向合理范围发展，集中度不断提高

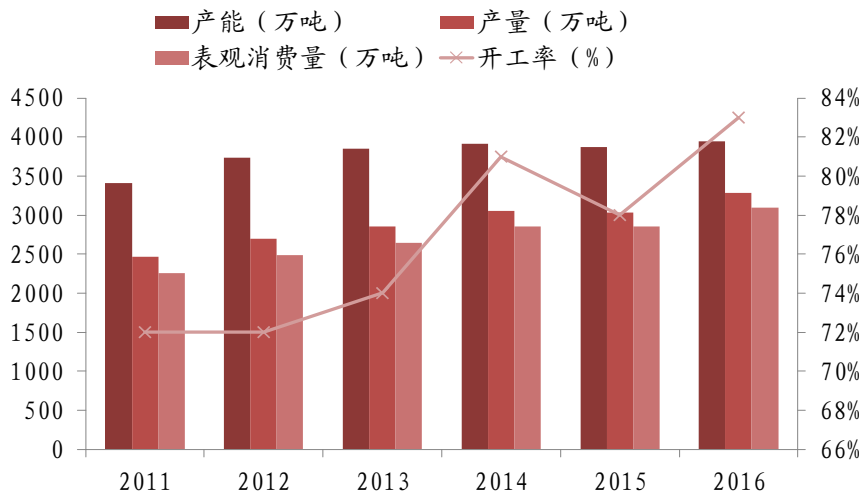
烧碱是一种重要的基础化工原料，传统消费领域主要为氧化铝、造纸和化工行业，这三大行业每年消费的烧碱量约占总量的大部分。经过近几年的快速发展，我国已成为全球烧碱主要生产国，商品量略有剩余，每年出口 30 多万吨烧碱供应国际市场。烧碱作为“三酸两碱”中的基础化工原料，产量超过 3000 万吨，但由于单价较低，因此涉及的上市公司往往都归类为 PVC、PO、氟化工等行业，烧碱只是作为配套副产品，关注度一直很低。

2010-2011 年烧碱市场整体走势上行，国内新项目积极扩产，停车装置复工，产能增长较快。2012-2016 年期间，烧碱走势差强人意，企业盈利情况逐年退步，抑制了行业的过快增长。据百川资讯统计，预计 2017-2018 年烧碱产能增长速度在 2%以内，行业准入、环保压力、氯酸处理等都会使新项目犹豫彷徨。

与 2010 年相比，行业规模不断扩大，小规模、产业链过短、地址位置等问题突出的逐渐被淘汰。大于 100 万吨的产能，在 2010 年没有一家，在 2017 年已经有 4 家（百川资讯的数据），整个行业在向不断进步，不断合理的范围发展。

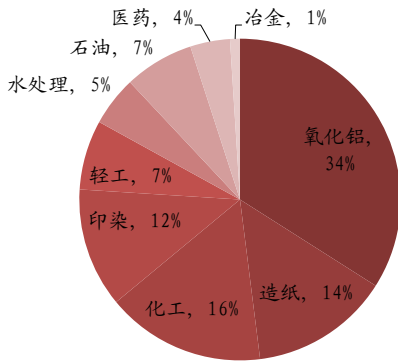
从产能区域分布来看，山东省企业数量以及总生产能力居于首位，其中烧碱产能>20 万吨的企业共 22 家，占比近 70%，总产能 1072 万吨，在中国烧碱行业具有较高的话语权，对华北、华东市场有直接的影响，对东北、华南、华中的影响也不容小觑。华南地区从原盐资源、电价上均无优势，又因西北、华北地区液碱到货稳定，故未来 2-3 年均不会有明显增量。西北新疆地区烧碱产能 323.5 万吨，内蒙古地区产能 351 万吨，西部地区依托资源优势，在我国氯碱行业整体布局中的地位日益突出。

图 28: 烧碱产能、产量、表观消费量和开工率



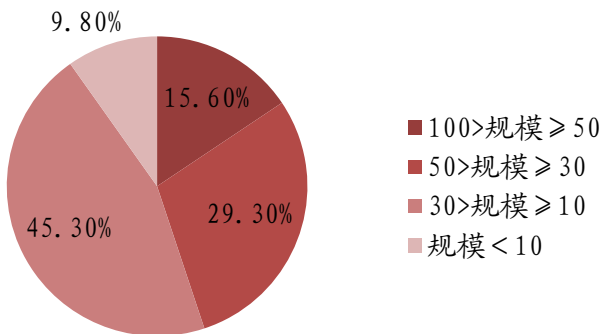
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 29: 烧碱下游应用占比



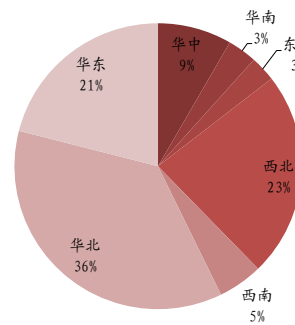
资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 31: 2010 年烧碱行业规模



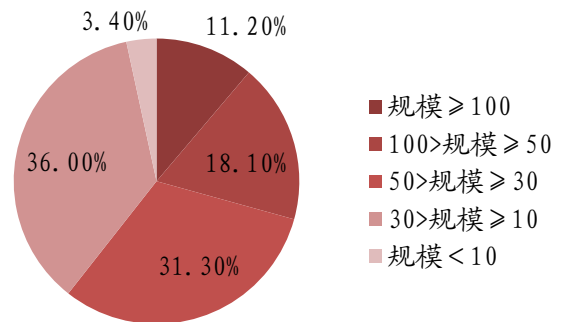
资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 30: 烧碱产能分布情况



资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 32: 2017 年烧碱行业规模



资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 33：烧碱生产企业产能统计

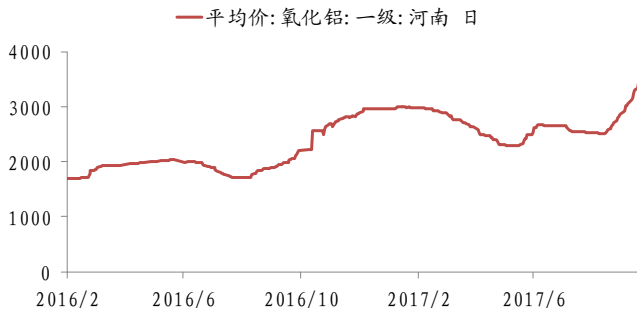
省份	企业名称	产能/万吨	省份	企业名称	产能/万吨
河南	神马氯碱化工	45	浙江	浙江-巨化股份	20
河南	开元化工	20	浙江	浙江-宁波镇洋	28
河南	济源方升化学	5	浙江	浙江-嘉化集团	32
河南	昊华宇航化工	44	浙江	浙江-闰土股份	16
河南	开封东大化工	18	浙江	浙江-宁波万华/东港电化	54
河南	联创化工	40	甘肃	甘肃稀土公司烧碱厂	4
河南	永银化工	10	青海	青海宜化化工有限责任公司	16
湖南	衡阳建滔化工	32	宁夏	宁夏金昱元化工集团有限公司	11
湖北	宜化化工	20	宁夏	宁夏英力特化工股份有限公司	22
湖北	江汉油田盐化	20	新疆	新疆中泰化学股份有限公司	90
湖北	沙隆达	25	新疆	新疆宜化化工有限公司	20
湖北	宜昌山水	3	新疆	新疆天业集团有限公司	110
湖北	仙桥化学	8	内蒙古	蒙古中盐吉兰泰盐化集团有限公	32
湖北	兴瑞化工	30	内蒙古	蒙古伊东集团东兴化工有限责任公	32
辽宁	方大锦华化工	43	内蒙古	内蒙古晨宏力化工有限公司	10
辽宁	沈阳化工	10	内蒙古	内蒙古亿利化学	38
广西	柳化氯碱	15	内蒙古	内蒙古宜化化工有限公司	29
广西	田东锦盛	22	内蒙古	内蒙古君正能源化工股份有限公司	10
广西	联溢化工	7.5	内蒙古	内蒙古乌海化工股份有限公司	30
福建	湄洲湾氯碱	12	内蒙古	内蒙古乌海欣业股份有限公司	10
福建	南平榕昌化工	5	内蒙古	内蒙古鄂尔多斯联合化工有限公	30
福建	东南电化	12	内蒙古	内蒙古包头海平面高分子工业有	28
江苏	大和氯碱	30	内蒙古	内蒙古三联化工集团	30
江苏	盐海化工	10	内蒙古	内蒙古中谷矿业	40
江苏	江苏博汇	32	陕西	陕西北元化工集团	80
江苏	金桥丰益	15	陕西	陕西金泰氯碱化工有限公司	20
江苏	安邦电化	20	天津	天津LG渤海化学有限公司	75
江苏	新浦化学	75	天津	天津大沽化工股份有限公司	60
江苏	梅兰化工	24	天津	天津渤天化工有限责任公司	32
江苏	南通江山农药	17.5	河北	河北唐山三友化工股份有限公司	50
江苏	扬农化工	31	河北	河北金牛化工股份有限公司	20
江苏	苏化集团	21	河北	河北金华化工有限公司	10
江苏	中盐常州化工	25	河北	河北冀衡化学股份有限公司	25
江苏	南京金浦锦湖	10	河北	河北盛华化工有限公司	20
江苏	中国石化集团	10	河北	河北沧州沧县信诺化工有限公司	10
江苏	精细双狮	30	山西	山西榆社化工股份有限公司	30
江苏	江苏理文化工	24	山西	山西瑞恒化工有限公司	20
江西	蓝恒达化工	19	山西	山西长治市霍家工业有限公司	18
江西	江西世龙	16	山西	山西昔阳阳煤氯碱化工有限公司	40
江西	星火有机硅	7	云南	云南南磷氯碱化工有限公司	20
江西	江西理文化工	30	重庆	重庆市映天辉氯碱化工有限公司	18
安徽	芜湖融汇化工	17	重庆	重庆天原化工有限公司	18
安徽	安徽华塑股份	32	重庆	四川宜宾天原集团股份有限公司	48
安徽	中盐安徽红四方	20	四川	四川泸州鑫福化工有限公司	10
安徽	安徽华星化工	10	四川	四川乐山永祥股份有限公司	15
安徽	安徽-八一化工	16	四川	四川省金路树脂有限公司	32

资料来源：百川资讯，浙商证券研究所（注释：统计不完全）

3.2.2. 下游氧化铝持续景气，拉动烧碱价格上涨

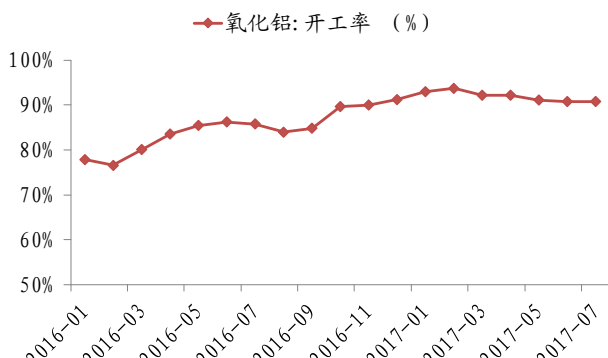
从16年下半年开始，烧碱下游的氧化铝、造纸、化工、石化等多个子行业盈利都在不断提升，最大下游子行业氧化铝价格由2016年初的1650元/吨一度上涨至2017年初3000元/吨，价格涨幅高达81%，2017年4月份回调至2300元/吨，近期氧化铝价格再次上涨，维持在2500元/吨以上。此外，粘胶、纸浆开工率提升，这些因素带来了烧碱行业需求增量和开工率的提升，以及价格大幅上涨。

图 34：氧化铝价格走势



资料来源：wind, 浙商证券研究所

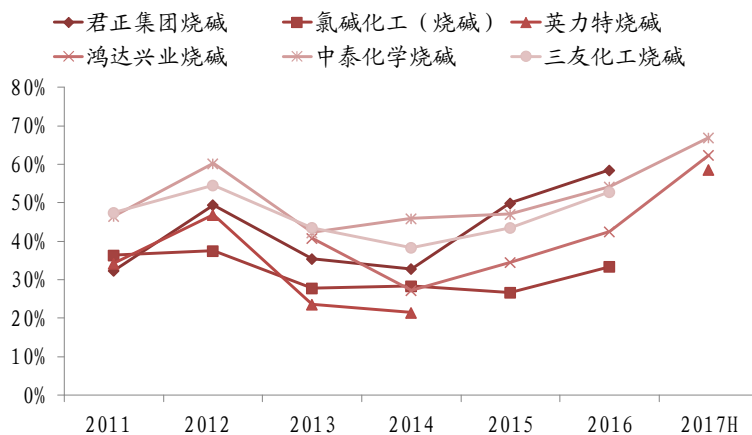
图 36：近期氧化铝月度开工率



资料来源：wind, 浙商证券研究所

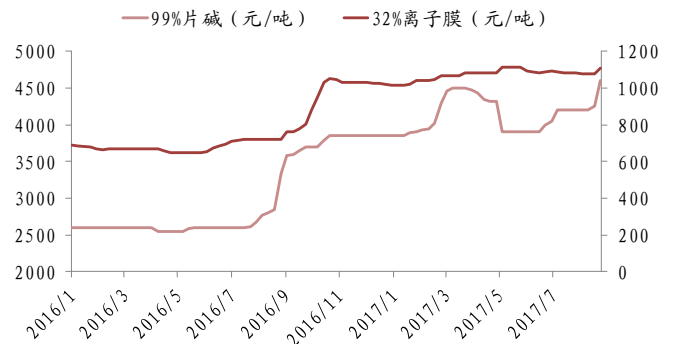
中泰化学具有年产110万吨烧碱离子膜的能力，公司具有“氯碱—粘胶纤维—纺纱”上下游一体化完整产业链条。与同行相比，公司毛利率一直处于较高水平。其子公司新疆富丽达消化部分烧碱产品，其余大部分烧碱产品的就地销售，节约了生产成本及销售运输费用。

图 38：上市公司烧碱毛利率对比



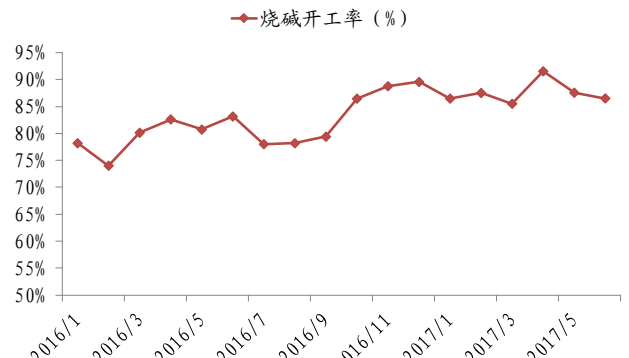
资料来源：wind, 浙商证券研究所;

图 35：烧碱价格走势



资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 37：近期烧碱月度开工率



资料来源：百川资讯, 浙商证券研究所

4. 氯碱-粘胶纤维-纺纱产业链优势显著

4.1. 粘胶纤维性能优异，备受消费者青睐

粘胶纤维属于纤维素纤维，原材料层次为生产粘胶短纤的棉浆粕、溶解浆或竹浆粕。在粘胶短纤层次，其与棉花、涤纶等有较为显著的替代效应。粘胶短纤的下游为棉纺企业，棉纺企业的下游为服装、家纺企业，终端服装、家纺产品的消费者。

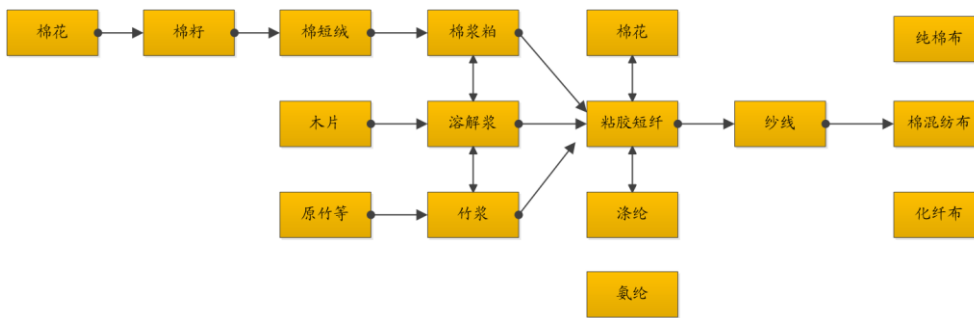
粘胶短纤性能优异。

与棉花相比：棉花属于传统种植作物，粘胶短纤属于化纤品种，终端上游为棉花，两者产品性能较为接近，且其下游及终端产品应用领域具有重叠性，在家纺、家居、内衣等产品中应用广泛，但在吸湿性、透气性及纤维强度方面，粘胶短纤产品优于棉花。

与涤纶短纤相比：涤纶短纤终端上游原材料为原油，就其原料来看，与棉花及粘胶短纤差异较大。且不仅于此，就性能方面，涤纶短纤与两者亦存有明显差异，多与棉花及粘短混纺，性能互补。综合来看，粘胶短纤吸湿性、染色性、悬垂性优越，同时拥有工艺环保、舒适透气等性能。

粘胶的特殊性能使其在纺织品领域受到广泛欢迎，而随着我国居民收入水平的提高，消费升级趋势明显，中高端面料的需求量显著上升，粘胶短纤在常用纺织纤维中的应用比例越来越高。

图 39：粘胶短纤上下游产业链

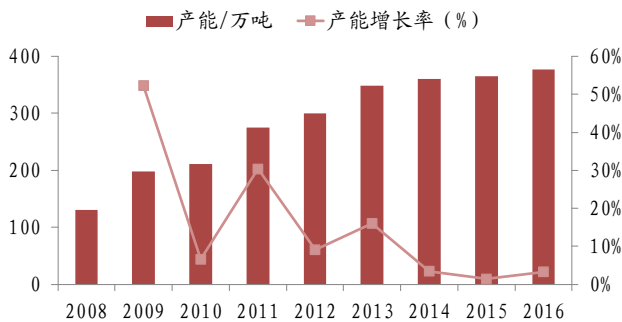


资料来源：中商情报网，浙商证券研究所；

4.2. 新增产能放缓，粘胶需求稳步增长

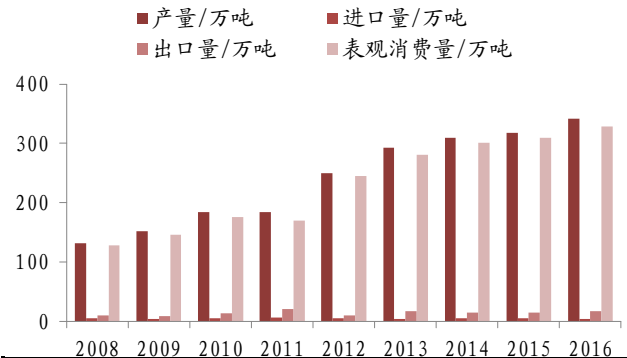
我国粘胶纤维经历了快速发展阶段，2008年至2013年，我国粘短行业整体保持扩能态势，2013年之后，整个行业增速呈放缓。2016年几乎没有新增产能，只有新疆富丽达4万吨产能的增长，2017年粘胶短纤行业计划新增30万吨，新增产能的放缓使得行业的供需关系得到有效改善。从下游需求来看，布的产量维持稳定增长态势，16年布产量下滑主要是下游服饰销量的减少，以及部分产能搬迁到了越南、印度、孟加拉国等地区。纱的产量依然维持稳定的增长态势（过去5年复合增速为8%，16年增速为14%），未来纺织品对粘胶短纤的年均需求增速将维持在10%左右。新增产能的放缓以及下游需求的稳定增长将有利于整个行业盈利能力改善。

图 40：近年粘胶纤维产能及增长率



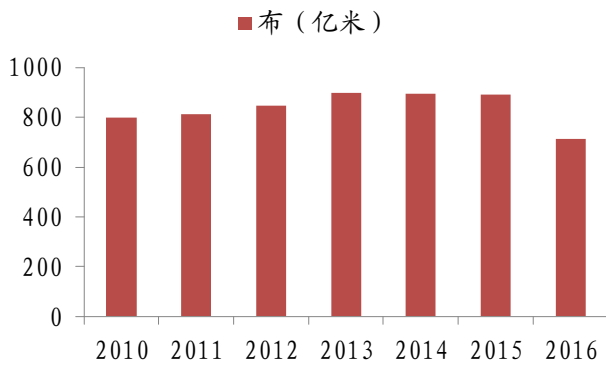
资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

图 41：近年粘胶短纤产量和表观消费量



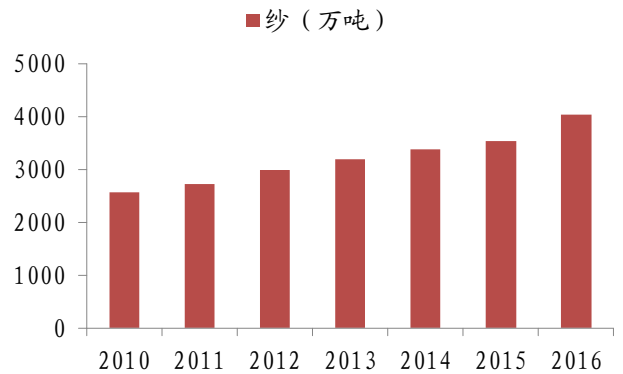
资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

图 42: 近年来布的产量



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 43: 近年来纱的产量



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 44: 2017 年粘胶纤维产能情况 (万吨)

省份	各省总产能	生产厂家	2017年产能	省份	各省总产能	生产厂家	2017年产能	
江苏省	66	江苏翔盛	26	浙江省	12	浙江富丽达	12	
		阜宁澳洋	16	安徽省		6	安徽舒美特	6
		江苏三房巷	0	河北省		50	唐山化纤	50
		南京化纤	8	吉林省		1.2	吉林化纤	1.2
		兰精化纤	16	辽宁省		6	丹东化纤厂	6
山东省	59	山东高密银鹰	8	河南省	10	新乡化纤	10	
		山东雅美	34	四川省		30	成都丝丽雅	10
		山东海龙	17				宜宾丝丽雅	20
福建省	16	福建赛得利	16	新疆维吾尔自治区	80	新疆银鹰	5	
江西省	39	九江恒生	3			新疆澳洋	14	
		江西龙达	16			新疆海龙	10	
		江西赛得利	20			新疆舜泉	6	
		湖北省	10.8			湖北化纤	0	新疆富丽达
襄樊楚天	0.8					新疆天泰	7	
博拉经纬	10					合计	386	

资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所;

图 45: 2017 新增产能统计

2017年粘胶短纤预计新增产能统计表		
厂家	产能(万吨)	投产时间
高密银鹰	新疆地区年产10万吨	四季度
中泰化学	技改扩能2万吨	一季度
山东雅美	技改扩能6万吨	一季度
吉林化纤	12万吨	四季度
合计	30万吨	

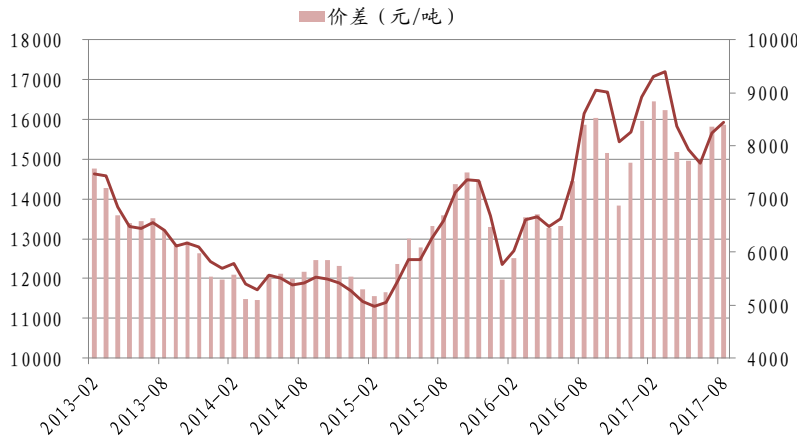
资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所;

4.3. 价格上涨, 开工率维持在高位, 行业景气向上

我国粘胶行业前期产能过度扩张, 尤其是 2009 年和 2011 年新建产能的集中释放, 使得粘胶短纤进入供给过剩的局面, 2012 年之后, 粘胶价格震荡下行, 在 2013 年至 2015 年初的两年时间里, 震荡在 12500 元/吨, 行业大面积亏损。近两年, 受供给侧改革的影响, 行业供需关系得到不断改善, 从 2015 年 4 月起, 粘胶纤维价格不断上涨, 而同期棉浆粕价格比较平稳, 因此, 短胶纤维的盈利空间不断改善。伴随着企业盈利能力的不断改善, 企业开工率也不断上

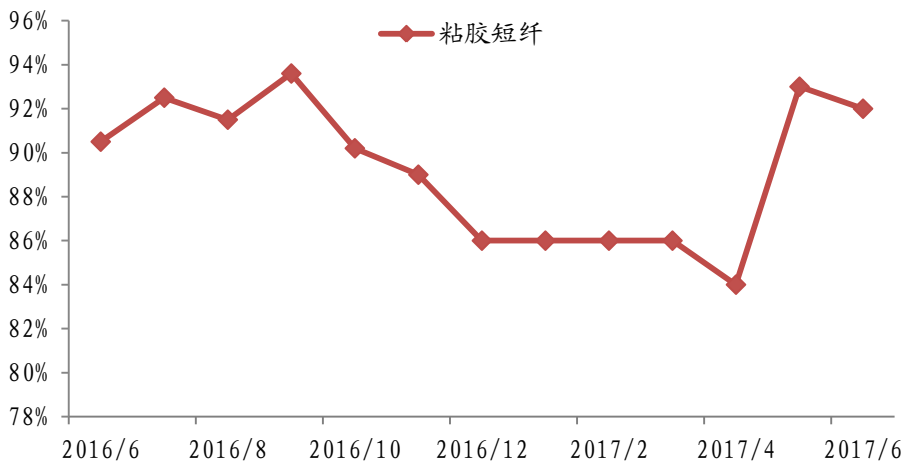
升, 从 2016 年 3 月至今, 粘胶行业开工率维持在 90%以上, 行业景气向上。

图 46: 粘胶短价格走势



资料来源: wind, 浙商证券研究所;

图 47: 粘胶短纤开工率 (%)



资料来源: 百川资讯、 浙商证券研究所

4.4. 新疆富丽达盈利能力显著

2016 年新疆富丽达共生产粘胶 36.9 万吨, 扣除供应金富纱业和富丽震纶的粘胶纤维使用量, 公司销售粘胶 21.45 万吨, 实现营业收入 25.1 亿元, 毛利率为 29.18%, 比 15 年同期增加了 7.85%。一方面, 粘胶行业景气向上, 新疆富丽达盈利能力大大增加, 另一方面, 生产粘胶所用的原材料烧碱来自于公司内部, 原材料成本优势显著。

4.5. 政策优厚, 新疆成纺纱热土

2014 年第二次中央新疆工作座谈会提出, 要大力促进新疆发展纺织服装产业带动就业。当年, 新疆纺织服装产业固定资产投资达 96.15 亿元, 较 2013 年增长 76.1%, 比历史最高的 2011 年增长 58.9%, 新疆装置服装企业有 680 家。2015 年, 新疆纺织服装产业固定资产投资达 317.9 亿元, 较上年增长 230.6%, 新疆纺织服装企业达到 1549 家。2016 年新疆纺织服装产业固定资产投资达到 500 亿左右, 预计 2017 年, 新疆纺织服装产业投资将达到 600 亿元。中央在新疆实施特殊的纺织服装产业发展政策, 包括设立 200 亿元纺织服装产业发展基金, 企业增值税全部用于产业发展、低电价、出疆运输补贴、贷款贴息社保补贴、国家资金投资建设阿克苏、库尔勒印染污水处理厂等, 使新疆成为全球纺织服装制造成本最低的地区之一。

新疆纺织发展目标:

第一阶段 (2015-2017 年): 棉纺产能达到 1200 万纱锭 (含气流纺), 棉花就地转化率为 20%; 粘胶产能 87 万吨; 服装服饰产能达到 1.6 亿件 (套)

第二阶段(2018-2020年):棉纺产能达到1800万锭(含气流纺),棉花就地转化率为26%;粘胶产能控制在90万吨以内;服装服饰产能达到5亿件(套)

总目标:到2020年,新疆棉纺织业规模和技术水平居国内前列,基本建成国家重要棉纺产业基地、西北地区和丝绸之路经济带核心区域服装服饰生产基地与向西出口集散中心。

政策积极支持新疆纺织业发展。为了支持新疆纺织业的发展,新疆政府出台了一系列政策支持,纺织品服装运费补贴、使用新疆棉花补贴、企业社保补贴等各种优惠政策相继出台。国家给新疆纺织服装行业200亿元发展基金、低价政策,增值税的减免、出疆运输的补贴、社保补贴等,这些优势让新疆纺织服装行业的发展成本比内地便宜10%。

积极布局纺织业务。中泰化学抓住中央、新疆自治区发展纺织服装产业的战略机遇,积极布局纺纱业务。2014年8月,中泰化学通过新疆富丽达投资8870万元,收购了金富纱业51%的股权,2016年,中泰化学以发行股份购买资产的方式收购了金富纱业剩余49%的股权,对其形成完全控股。2014年10月底,新疆富丽达与苏州震纶棉纺有限公司共同投资组建富丽震纶,新疆富丽达持股51%,按规划将形成200万锭的纺纱规模。子公司金富纱业150万锭产能于2017年8月全部建成投产,富丽震纶200万锭项目进度已达到67%,现具备86万锭纺纱产能。金富纱业、富丽震纶两家纱厂位于新疆富丽达粘胶厂旁边,以公司目前236万锭纺纱能力来看,新疆富丽达大部分粘胶可以实现就地消化,大大节约了销售费用和运输成本。

图 48: 2017 新疆纺织行业补贴政策汇总

补贴类型	主要内容
运费补贴	出疆棉花运费补贴政策,对符合补贴申报条件的新疆本地棉花,安排出疆运输补贴,补贴标准为500元/吨。 纱线类产品32支以上补贴800元/吨,32支以下补贴720元/吨,60支以上的纱线类产品补贴标准统一增加100元,织布类产品补贴800元/吨,在2016年10月1日之后新注册的纺纱企业生产的32支以下产品补贴标准减半,毛纺(含绒线)、麻纺纱线类产品,补贴720元/吨;
贷款贴息	企业纺织项目固定资产贷款贴息率1.5%、生产性流动资金贷款贴息率3.5%;服装、家纺、针织、产业用纺织品等终端产品固定资产贷款贴息率2%、生产性流动资金贷款贴息率4%
电费补贴	0.03元/千瓦时
岗前培训补贴	地区企业按照每人2400元的补贴标准以及自治区纺就办核定的就业人数给予一次性补贴
社会保险补贴	纺织、化纤等生产类企业新招录的新疆籍员工,按企业实际缴纳或代缴的社会保险费用之和的50%给予补贴;服装、家纺、针织、地毯、产业用纺织品等终端产品生产类企业新招录新疆籍员工,按实际缴纳社会保险费用之和给予全额补贴

资料来源:财政部,浙商证券研究所

5. 圣雄扭亏为盈, 重组曙光初现

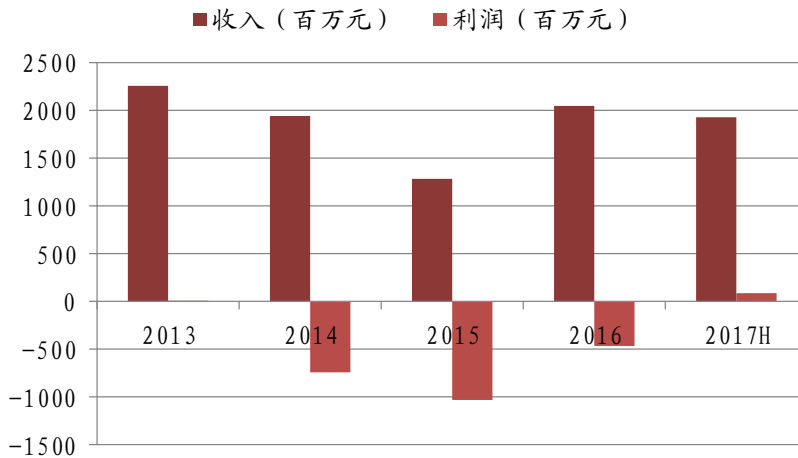
圣雄能源地处吐鲁番地区托克逊县,是氯碱化工综合性企业。拥有年产120万吨石灰石矿、240万吨水泥生产线、60万吨电石、275万吨兰炭、150万吨石灰生产线、2*300MW自备电厂、30万吨PVC和22万吨烧碱生产能力,并有年产400万吨露天煤矿、90万吨井工煤矿。二期项目于2012年10月开始建设,总投资约26亿元,其中固定资产投资25亿,2016年10月30日正式投产,目前公司共拥有50万吨PVC产能,40万吨烧碱项目产能。形成煤-电-盐化循环经济产业链。

前几年,由于氯碱行业产能过剩、产业布局不合理以及圣雄能源经营等原因,圣雄能源自2013年之后亏损严重。为了提高疆内氯碱行业集中度,共同做强企业。中泰化学2015年增资重组圣雄能源,收购圣雄能源17.85%的股份,成为圣雄能源的第一大控股股东。针对圣雄公司负债率高达80%,设备老化、存在缺陷,管理松懈,生产经营无法正常进行等问题,中泰化学对其进行了整改,2016年9月份。圣雄公司营业收入为2.16亿元,实现了763.45万元的盈利,实现了重组后的首次盈利,2017年上半年,圣雄能源实现营业收入19.26亿元,净利润8039.9万元。

圣雄能源大力发展以煤电盐为基础的循环经济园区产业,2011年10月同心工业园产业规划获得自治区人民政府批复(新政函【2011】305号文件),被列为自治区第三批循环经济试点企业。圣雄能源煤电盐化循环产业链已全线贯

通。从地理位置上看，雄能源处于南北疆及通往内地的枢纽区和优质煤炭、石灰石、原盐等的资源区。不仅资源优势突出，物流成本优势也极为明显，中泰化学战略重组则将两个企业的生产体系纳入统一指挥之下，可以进行集中统一的进货、集中统一的销售和集中统一的生产管理，加强协调配合，充分利用生产规模的优势进一步降低营运成本。随着实体经济规模的不断壮大，将会为企业创造更多现金流，中泰化学重组圣雄能源将极大增强区域资源的话语权，进一步凸显氯碱产业链上的资源优势和自备电优势，是“一带一路”上逐渐兴起的明星。

图 48：圣雄能源收入与利润情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；

6. 特种 PVC 贡献高利润

6.1. 国家政策大力支持发展特种 PVC

图 49：有关支持特种 PVC 树脂发展政策一览

时间	政策	内容
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料 and 先进复合材料为发展重点
2016 年 2 月 19 日	国家科技部 2016 国家重点研发计划“重点基础材料技术提升与产业化”	支持开发高强度聚氯乙烯树脂产业示范
2016 年 4 月 26 日	《中国制造 2025 新疆行动方案》	大力发展高性能、专用、功能性新材料，高分子改性、合金材料，高性能复合材料，新型膜材料、钢铁材料等
2016 年 10 月 21 日	《产业技术创新能力发展规划（2016-2020 年）》	在石化和化学工业重点发展方向包括高性能阻燃聚氯乙烯（PVC）建材
2016 年 11 月 25 日	《工业企业技术改造升级投资指南（2016 年版）》	推广膜极距和氧阴极节能技术、姜钟法等无汞聚氯乙烯生产工艺，发展高抗冲性能聚氯乙烯特种树脂和管材、型材、阻燃型等聚氯乙烯专用料
2017 年 1 月 25 日	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》	新型工程塑料与塑料合金，新型特种工程塑料，新型氟塑料，液晶聚合物，高性能热塑性树脂，阻燃改性塑料，ABS 及其改性制品，HIPS 及其改性材料，不饱和聚酯树脂专用料，汽车轻量化热塑性复合材料

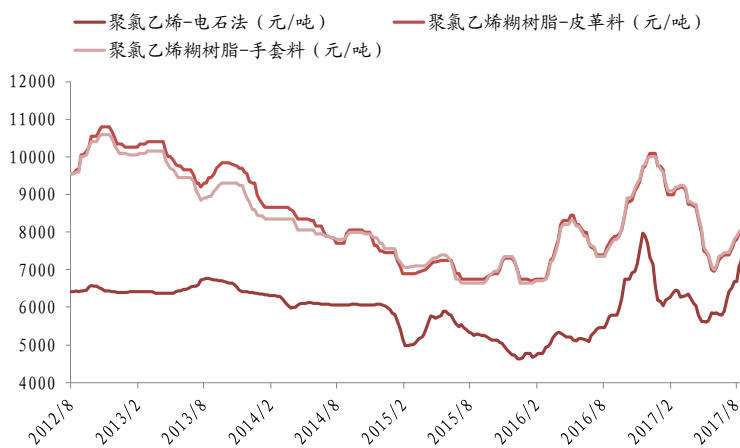
资料来源：公司公告，浙商证券研究所；

我国氯碱行业“十三五”规划中提出：在“十三五”期间着重调整优化产业结构，包括原料结构、技术结构及产品结构，逐步解决长期积累的结构性矛盾和资源、环保约束问题，实现我国由氯碱大国向氯碱强国的转变。积极支持高附加值新产品研发，针对当前国内氯碱行业存在的低端通用型号产品低水平重复建设的问题，未来几年内行业将大力推进专用树脂和特种树脂的开发和应用。

6.2. 高性能 PVC 价格波动小，盈利能力稳定

中国氯碱网数据显示，糊树脂售价比普通 PVC 价格长期要高 1000-2000 元/吨，但成本增加的幅度小于这个区间，显示盈利能力更强。另外，其价格波动性也相对较小，盈利更加稳定。未来 PVC 产品向差异化、多元化、高端化、改性及高竞争力的高性能树脂方向发展是大势所趋。唯有走走差异化和高端化路线，才有可能获得稳定和长期的收益。

图 50：糊树脂 PVC 与普通 PVC 价格走势比较



资料来源：中国氯碱网，浙商证券研究所；

公司规划在吐鲁番市托克逊县建设高性能树脂产业园及配套基础设施项目，项目生产的主要产品为本体法专用树脂 (MPVC)、糊树脂 (EPVC)、氯化聚氯乙烯树脂 (CPVC)、复合功能树脂，均属于国家鼓励的新型树脂材料产品，产品具有较高附加值，能够实现区域的循环经济和公司产品多元化、高端化的目标。项目建成后，公司将形成 PVC 产品的差异化优势，进一步延伸公司产业链和价值链，提高公司的产业竞争力。

本体法专用树脂 (MPVC) 广泛应用于电线、电缆、管材、板材、装饰树脂、透明片、注塑品、塑料门窗异性材、唱片、鞋料制造等。相比其他方法制成的聚氯乙烯产品，采用本体法生产的 PVC 产品纯度高、透明度高、达到无毒 PVC 树脂要求，所以广泛应用于食品、卫生、医药等行业的片材加工。另外，MPVC 产品有着较高的表观密度，所以广泛应用于注塑工艺制造的法兰、弯头、三通、活接头、伸缩节、异径管等管件。MPVC 还可用于高档电缆专用料 (如视频、音频、家电等领域)、医用产品 (如血液带和输液袋)、粉末涂料 (如高速公路护栏、路灯、汽车零部件、电器产品、体育器材等)、塑料合金等。

糊树脂 (EPVC) 是指该种树脂主要以制成糊状形式来应用，人们常将此种糊称作增塑糊，是未加工状态下的聚氯乙烯塑料的一种独特液体形式，在制糊过程中，根据不同的制品需要，添加各种填料、稀释剂、热稳定剂、发泡剂及光稳定剂等。糊树脂具有强度高、回弹性好、耐热、耐寒、耐疲劳、耐老化等特点，我国 PVC 糊树脂 (EPVC) 主要用于制造人造革、地板革、浸渍手套、纱窗、水田靴、工具把手、壁纸、地板卷材、蓄电池隔板、玩具、金属涂层、软管、汽车内饰材、箱包、鞋子、瓶盖内衬、油墨、胶粘剂等产品。

氯化聚氯乙烯树脂 (CPVC) 是一种新型工程塑料。该产品为白色或淡黄色无味、无臭、无毒的疏松颗粒或粉末，具有良好的耐化学腐蚀性、耐热变形性、可溶性、耐老化性、阻燃性等特点，广泛应用于建筑、化工、冶金、造船、电器、纺织等领域。目前 CPVC 的应用主要集中于美洲、日本等发达国家和地区。2004 年全球 CPVC 的需求量超过 10 万吨，2007 年，全球 CPVC 的需求量超过 15 万吨。2015 年全球 CPVC 市场需求在 47 万吨左右，主要需求在国外。国内 CPVC 需求在 7 万吨左右，对于管材、型材等硬质品的 CPVC 需大量进口，公司将建设 3 万吨/年高品质 CPVC 树脂，将补充我国 CPVC 产能不足的情况。

6.3. 拟定增建 30 万吨特种 PVC 和 60 万吨电石

公司规划在吐鲁番市托克逊县建设高性能树脂产业园及配套基础设施项目，投资金额 32.87 亿，新建年产 30 万吨特种 PVC 树脂项目、60 万吨电石项目。特种 PVC 盈利强，有利于优化公司 PVC 产品结构，往差异化、高端化方向发展，提升公司的整体盈利能力。在碳减排的大趋势下，国家对电石实行配给制，电石也将成本一种稀缺资源，“电-电石-PVC”产业链一体化的企业受益最显著，而需要外购电石的 PVC 成本企业下会继续逐步退出。

预计项目建成后，公司财务内部收益率达到 18.48%（动态所得税前），财务投资回收期（含建设期）为 5.92 年（所得税前）。

图 51：公司投产项目一览

序号	项目	设计产能指标
一	生产规模	
1	20 万吨/年本体法专用树脂（MPVC）装置	20 万吨/年
2	10 万吨/年特种糊树脂（EPVC）装置	10 万吨/年
3	3 万吨/年氯化聚氯乙烯树脂（CPVC）装置	3 万吨/年
4	30 万吨/年高纯氯乙烯单体装置	30 万吨/年
5	万吨级复合功能树脂装置	1 万吨/年

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；

7. 盈利预测与估值

核心假设:

- 1) 17、18、19年PVC市场均价分别为6300、6350和6400元/吨,毛利率分别为36%、36%和36%;
- 2) 17、18、19年烧碱市场均价分别为4000、3800和3800元/吨,毛利率分别为67%、65%和65%;
- 3) 17、18、19年粘胶短纤市场均价分别为16000、17000和17000元/吨,毛利率分别为34%、34%和34%;
- 4) 特种PVC项目公司用自有资金先行建设,定增18年完成。

盈利预测与估值:

预计17、18、19年收入分别为346亿元、372亿元和387亿元,同比增长48.1%、7.4%和4.1%;预计17、18、19年归属母公司净利润分别为29.0亿,35.3亿和40.1亿元,对应增速分别为57.1%、21.8%和13.6%,17、18、19年EPS为1.35、1.48元和1.68元,当前股价对应17、18、19年PE分别为12、9.7和8.5倍PE,首次覆盖,给予“增持”评级。

图 52: 公司核心业务假设

	15	16	17E	18E	19E
PVC					
销量(万吨)	161	165	171	171	171
价格(元/吨)	5391	5980	6300	6350	6400
销售额(百万)	7438	1454	1658	2079	2460
毛利率(%)	22.9%	34.9%	36.0%	36.0%	36.0%
特种PVC					
销量(万吨)			3	13	28
价格(元/吨)			8300	8350	8400
销售额(百万)			213	928	2010
毛利率(%)			40.0%	40.0%	40.0%
烧碱					
销量(万吨)	89	93	93	100	110
价格(元/吨)	2195	2664	4000	3800	3800
销售额(百万)	1636	2015	3100	3167	3483
毛利率(%)	47.0%	54.2%	67.0%	65.3%	65.3%
粘胶短纤					
销量(万吨)	26	21	23	32	32
价格(元/吨)	12847	14510	16000	17000	17000
销售额(百万)	2725	2512	3027	4485	4485
毛利率(%)	21.3%	29.2%	34.0%	34.0%	34.0%
纱线					
销售额(百万)	806	2418	3000	3200	3200
毛利率(%)	19.0%	25.5%	20.0%	22.0%	22.0%
贸易					
销售额(百万)	2455	7326	15000	15000	15000
毛利率(%)	10.4%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
物流运输					
销售额(百万)		374.69	412.16	453.37	498.71
毛利率(%)		16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
其他					
销售额(百万)	185.45	256.19	600.00	600.00	600.00
毛利率(%)	33.6%	92.2%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 浙商证券研究所 注释: 价格为市场含税价

图 53：相关公司盈利预测与估值

润滑油企业	代码	市值(亿元)	wind一致预期净利润(亿元)			wind一致预期PE		
三友化工	600409.SH	245	19.05	22.24	25.29	13	11	10
鸿达兴业	002002.SZ	210	12.62	16.09	19.91	17	13	11
新疆天业	600075.SH	91	6.61	7.49	8.62	14	12	11
澳洋科技	002172.SZ	58	3.60	4.47	4.98	16	13	12
南京化纤	600889.SH	32	2.20	2.92	3.70	15	11	9
均值						15	12	10

资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 54：相关产品业绩弹性

企业	股票代码	PVC产能(万吨)	粘胶短纤(万吨)	PVC业绩弹性(上涨1000元/吨, 元/股)	粘胶短纤业绩弹性(上涨1000元/吨, 元/股)	PVC贡献利润(上涨1000元/吨, 亿元)	粘胶短纤贡献利润(上涨1000元/吨, 亿元)
中泰化学	002092.SZ	170	45	0.51	0.13	10.90	2.88
三友化工	600409.SH	40	50	0.12	0.16	2.56	3.21
湖北宜化	000422.SZ	114	-	0.81	-	7.31	-
鸿达兴业	002002.SZ	60	-	0.15	-	3.85	-
新疆天业	600075.SH	20	-	0.13	-	1.28	-
澳洋科技	002172.SZ	-	28	-	0.24	-	1.79
南京化纤	600889.SH	-	15	-	0.31	-	0.96

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14022.21	25367.24	31078.33	33413.25
现金	2615.58	11000.85	15117.03	16672.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	6318.76	6768.05	8114.43	8629.01
其它应收款	381.02	612.85	614.10	651.69
预付账款	2150.29	2655.11	2900.28	3190.28
存货	1669.60	3355.56	3175.79	3264.12
其他	886.97	974.82	1156.69	1006.16
非流动资产	32646.05	32419.49	32408.36	32666.36
金额资产类	49.27	49.27	49.27	49.27
长期投资	983.58	795.80	904.03	894.47
固定资产	24984.18	25333.32	26374.78	26280.86
无形资产	605.79	650.20	658.62	668.39
在建工程	2214.61	1889.12	1631.30	1231.60
其他	3808.61	3701.77	2790.36	3541.77
资产总计	46668.26	57786.73	63486.70	66079.61
流动负债	16948.82	25341.65	23805.70	22986.08
短期借款	7491.70	9000.00	8000.00	7000.00
应付款项	5014.32	11348.77	10441.30	10574.81
预收账款	1383.62	1160.28	1480.16	1709.43
其他	3059.18	3832.61	3884.23	3701.83
非流动负债	13037.50	12812.47	12559.17	11903.15
长期借款	5366.02	5366.02	5366.02	5366.02
其他	7671.49	7446.46	7193.15	6537.13
负债合计	29986.32	38154.13	36364.86	34889.22
少数股东权益	399.41	551.81	737.46	948.34
归属母公司股东权益	16282.52	19080.79	26384.37	30242.04
负债和股东权益	46668.26	57786.73	63486.70	66079.61
现金流量表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1922.88	8951.77	5253.58	5560.60
净利润	1936.21	3047.98	3712.99	4217.63
折旧摊销	1501.50	1662.28	1809.59	1945.17
财务费用	1091.57	820.88	755.00	657.41
投资损失	137.91	-40.00	-60.00	-60.00
营运资金变动	-5941.99	4883.70	-1185.87	-1218.46
其它	3197.68	-1423.07	221.87	18.85
投资活动现金流	-6476.93	-1566.83	-2716.70	-1457.14
资本支出	-38.43	-1710.99	-2613.91	-1475.55
长期投资	0.30	187.78	-108.22	9.56
其他	-6438.81	-43.62	5.43	8.86
筹资活动现金流	5313.89	1000.34	1579.30	-2548.50
短期借款	3996.93	1508.30	-1000.00	-1000.00
长期借款	1223.48	0.00	0.00	0.00
其他	93.48	-507.97	2579.30	-1548.50
现金净增加额	759.84	8385.27	4116.18	1554.96

利润表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23362.32	34600.82	37157.87	38677.22
营业成本	17204.31	27097.94	28732.72	29548.03
营业税金及附加	208.43	227.19	264.56	291.46
营业费用	2045.08	2352.86	2526.73	2630.05
管理费用	626.16	692.02	743.16	773.54
财务费用	1091.57	820.88	755.00	657.41
资产减值损失	125.96	63.98	83.89	122.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-137.91	40.00	60.00	60.00
营业利润	1922.92	3385.96	4111.80	4714.27
营业外收入	344.62	233.83	295.70	291.38
营业外支出	8.71	8.44	8.22	8.46
利润总额	2258.82	3611.35	4399.28	4997.19
所得税	322.61	563.37	686.29	779.56
净利润	1936.21	3047.98	3712.99	4217.63
少数股东损益	92.74	152.40	185.65	210.88
归属母公司净利润	1843.47	2895.58	3527.34	4006.75
EBITDA	4410.15	6024.65	6878.58	7520.55
EPS (最新摊薄)	0.86	1.35	1.48	1.68
主要财务比率				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	53.06%	48.11%	7.39%	4.09%
营业利润增长率	3680.38%	76.08%	21.44%	14.65%
归属于母公司净利润增	23914.89%	57.07%	21.82%	13.59%
获利能力				
毛利率	26.36%	21.68%	22.67%	23.60%
净利率	8.29%	8.81%	9.99%	10.90%
ROE	12.87%	15.95%	15.09%	13.74%
ROIC	7.46%	9.71%	9.57%	9.97%
偿债能力				
资产负债率	64.25%	66.03%	57.28%	52.80%
净负债比率	49.95%	44.03%	43.94%	42.29%
流动比率	0.83	1.00	1.31	1.45
速动比率	0.73	0.87	1.17	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.66	0.61	0.60
应收账款周转率	30.17	28.69	26.54	25.49
应付账款周转率	4.29	4.12	3.27	3.43
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.35	1.48	1.68
每股经营现金流(最新	0.90	4.17	2.20	2.33
每股净资产(最新摊薄)	7.59	8.89	11.04	12.65
估值比率				
P/E	17.23	10.97	9.01	7.93
P/B	1.95	1.66	1.34	1.17
EV/EBITDA	9.28	6.66	5.72	4.86

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>