

化工

2019年07月17日

中泰化学 (002092)

——氯碱、粘胶一体化龙头，静待行业景气复苏

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2019年07月16日

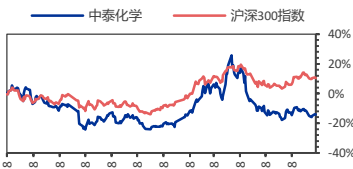
收盘价(元)	7.77
一年内最高/最低(元)	12.1/6.9
市净率	0.9
息率(分红/股价)	2.19
流通A股市值(百万元)	16383
上证指数/深证成指	2937.62/9283.41

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	8.89
资产负债率%	66.64
总股本/流通A股(百万)	2146/2109
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
李楠竹 A0230518120003
linz@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **国内最大的氯碱企业，兼具资源、规模和循环经济优势。**中泰化学是新疆重点支持的优势资源转化企业，公司是国内氯碱化工行业少数拥有完整产业链的龙头企业，成功构建煤炭-热电-氯碱化工-粘胶纤维-粘胶纱的上下游一体化循环经济产业链条。公司拥有 173 万吨 PVC、120 万吨离子膜烧碱、74 万吨粘胶纤维、270 万锭纺纱、240 万吨电石、194 万千瓦背压机组的产量规模，充分实现资源、能源的就地高效转化，打造集约化、园区化的氯碱、粘胶纱线生产基地，形成公司在资源、成本、技术、规模等方面的核心竞争优势。
- **PVC 行业逐渐进入稳定发展的成熟阶段。**2000 年-2013 年行业快速发展，产能达到 2476 万吨的峰值。此后三年间在市场和环保的双重压力下，行业的供给侧改革快速推进，行业正式迈进去产能时代。2014-2016 年，行业产能的净退出分别为 87、41 和 22 万吨。到 2016 年行业总产能下降至 2326 万吨，供给侧结构性改革取得阶段性成果，PVC 行业景气逐步复苏。2017-2018 年，PVC 开启新一轮产能扩张，但产能增速已大为放缓，目前总产能为 2470 万吨。
- **公司拥有一体化 PVC 产业链，成本优势占据行业制高点。**国内 PVC 生产以电石法为主，占国内总产能约 83%。电石生产能耗较高且在储存运输中有一定危险性，日趋严格的安全环保形势将导致电石供给的收缩，助推价格上涨。生产 1 吨 PVC 消耗电石 1.45 吨、电力 450-550KWh，电石和电力的价格对 PVC 生产成本影响最大，共计占到 PVC 生产成本的 75%左右。公司自产电石，依托疆内煤炭资源配套热电，综合成本基本位于行业最低水平。
- **粘胶短纤景气触底，行业将迎来长周期拐点，公司将显著受益于粘胶短纤涨价。**2017-2018 年为景气下行周期，2018 年粘胶短纤产量为 360.14 万吨，增速为 4.3%，产能利用率仅 79.5%，为近三年最低。2019 年行业名义产能为 488 万吨，若同期需求增速保持 3%左右，则 2019 年行业名义开工率约为 76%，行业景气仍处于相对低迷状态；但考虑到 2019 年受到安全环保等政策影响以及行业内老旧装置的逐步退出，2019 年的实际开工率可能达到 85%。随着产能扩张结束，同时替代品棉花的库存消费比持续回落，我们认为粘胶短纤 2019 年将出现景气拐点。公司自备电厂、蒸气、烧碱和部分溶解浆，成本在同行业中优势突出，市场行情低迷时依旧能够实现盈利。粘胶短纤价格每上涨 1000 元/吨，公司业绩增厚 5.5 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好氯碱行业长期盈利中枢上行以及粘胶行业的底部反转，公司作为规模最大的氯碱、粘胶龙头企业受益明显，预计公司 2019-2021 年实现归母净利润为 11.92、16.13、18.19 亿元，对应 EPS 为 0.56、0.75、0.85 元，对应 PE 为 14/10/9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	70,223	18,496	79,934	80,558	81,046
同比增长率(%)	71.0	80.0	13.8	0.8	0.6
归母净利润(百万元)	2,428	188	1,192	1,613	1,819
同比增长率(%)	1.1	-55.8	-50.9	35.4	12.7
每股收益(元/股)	1.13	0.09	0.56	0.75	0.85
毛利率(%)	11.1	8.5	8.7	9.3	9.6
ROE(%)	12.8	1.0	5.9	7.4	7.7
市盈率	7		14	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们看好氯碱行业长期盈利中枢上行以及粘胶行业的底部反转，公司作为规模最大的氯碱、粘胶龙头企业受益明显，预计公司 2019-2021 年实现归母净利润为 11.92、16.13、18.19 亿元，对应 EPS 为 0.56、0.75、0.85 元，对应 PE 为 14/10/9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。公司 PB 估值目前 0.9X，考虑到 PVC 和粘胶短纤的涨价弹性，以及公司在氯碱行业拥有的突出成本优势，有一定抵御周期下行风险的能力，公司利润与估值均有上行空间。

关键假设点

公司 PVC、粘胶短纤、烧碱等产能维持 90%以上开工；
粘胶短纤、PVC 供需结构向好，年均价格触底回升。

有别于大众的认识

1. 市场担心在新增产能的冲击下氯碱行业景气度难以维持。我们认为在严格的安全环保形势下，PVC 行业能耗高、原料属危化品，供给端实际将呈边际收缩趋势，且下半年房地产施工进度回补带动 PVC 需求增加，氯碱景气度有望维持。
2. 市场担心过去两年粘胶短纤行业新增产能数量较多，下游需求短期内无法消化，导致价格长期处于底部。我们认为，本轮行业实际新增产能与复产产能于 2019 年上半年投放完毕，行业名义总产能达到 488 万吨，此后几乎无新增产能的投放规划，随着需求增长，行业将出现长周期的景气拐点；当前行业已处于亏损状态长达两个季度，成本较高的装置和环保压力大的装置正在逐步退出，粘胶短纤实际供应量将低于市场预计，随着旺季到来，供需错配将推动价格上涨。

股价表现的催化剂

主要产品粘胶短纤、PVC 价格上涨；棉花价格大幅上涨；公司业绩环比改善。

核心假设风险

纺织服装需求不及预期；房地产需求大幅下滑。

目录

1. 中泰化学：中国规模最大的氯碱企业	6
1.1 公司基本情况介绍	6
1.2 形成循环经济产业链，成本优势业内领先	10
2. PVC：行业景气上行，公司成本低、弹性大	11
2.1 PVC 需求稳定增长	11
2.2 国内 PVC 生产以电石法为主，成本端支撑较强	13
2.3 PVC 新增产能放缓，开工率震荡上行	16
2.4 公司拥有一体化 PVC 产业链，成本优势占据行业制高点	17
3. 烧碱：氯碱盈利失衡有望改善	19
4. 粘胶短纤：2019 年有望迎来长周期拐点	20
4.1 产能结束高速增长，供需格局逐渐好转	20
4.2 棉花库存持续下降，粘胶短纤受益棉花上涨	23
4.3 粘胶行业景气已触底，静待周期反转	25
4.4 疆内粘胶企业优势突出	26
5. 盈利预测与投资评级	28
5.1 关键假设	28
5.2 投资建议	29

图表目录

图 1：公司股权结构.....	6
图 2：公司产业链结构	7
图 3：公司分地区收入分布（2018）	7
图 4：公司收入构成（2018）	7
图 5：公司毛利构成（2018）	7
图 6：公司营业收入维持高速增长	8
图 7：16 年以来贸易收入快速增加(单位：百万元).....	8
图 8：公司总体毛利率维持较高水平	8
图 9：公司盈利中枢上行.....	8
图 10：公司 CAPEX 维持在较高水平.....	9
图 11：公司历年自由现金流	9
图 12：公司总资产快速增加（亿元）	9
图 13：公司固定资产快速增加.....	9
图 14：公司资产负债率维持较高水平（%）	9
图 15：公司 ROE 稳定在 10%以上（%）	9
图 16：国内 PVC 表观消费量 CAGR 为 4%.....	12
图 17：PVC 下游需求结构.....	12
图 18：房屋竣工面积与 PVC 消费量增速（单位：%）	12
图 19：PVC 生产工艺路线示意图	13
图 20：乙烯法与电石法 PVC 成本对比（单位：元/吨）	13
图 21：国内电石产能逐步退出.....	14
图 22：PVC 与电石价格高度相关	14
图 23：兰炭价格维持高位.....	15
图 24：电石成本构成.....	15
图 25：我国 PVC 开工率逐年上行	16
图 26：PVC 社会库存正逐步下降	17
图 27：PVC 成本构成.....	18
图 28：国内各地区电石价格高位震荡（元/吨）	18

图 29 : 上市公司 PVC 生产成本对比 (2018 年数据 , 单位 : 元/吨)	18
图 30 : 电石法 PVC 平均毛利润测算	18
图 31 : 国内烧碱产能利用率维持稳定	19
图 32 : 烧碱下游需求构成	20
图 33 : 氧化铝产量增速下滑	20
图 34 : 粘胶越来越多的应用于家纺用品	21
图 35 : 无纺布开启了粘胶短纤在护肤品的新用途	21
图 36 : 粘胶短纤、纱、布的产量 CAGR 对比 (2011-2018)	21
图 37 : 粘胶短纤表观消费量增速约 3%	21
图 38 : 2018 年出口增长显著	21
图 39 : 粘胶短纤行业开工率降至 80% 以下	22
图 40 : 棉花与粘胶短纤历史价格与价差	23
图 41 : 国内棉花库存消费占比逐年下降	24
图 42 : 国内棉花种植面积缩小	24
图 43 : 全球棉花收获面积逐年下降	25
图 44 : 全球棉花库存消费比逐年下降	25
图 45 : 粘胶溶解浆价格价差情况	25
图 46 : 粘胶短纤行业库存快速回落	26
图 47 : 公司历史 PB 估值	29
图 48 : 公司 PB 估值处于同行业低位	29
表 1 : 公司重点在建工程项目	11
表 2 : 近两年 PVC 行业安全事故	15
表 3 : 2019 年国内 PVC 新增产能	17
表 4 : 国内在产产能与新增产能统计	22
表 5 : 国内棉花供需平衡测算 (单位 : 万吨)	24
表 6 : 公司享受的部分优惠政策	27
表 7 : 产销量假设 (单位 : 万吨)	28
表 8 : 价格假设 (单位 : 元/吨)	28
表 9 : 可比公司估值表	30

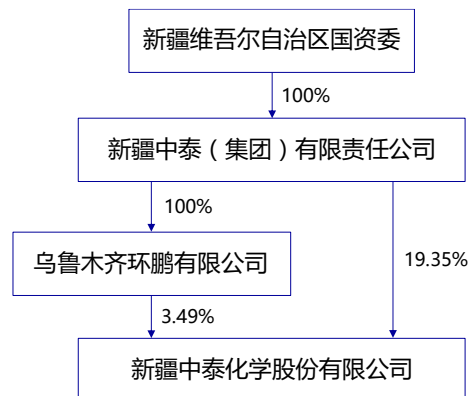
1. 中泰化学：中国规模最大的氯碱企业

1.1 公司基本情况介绍

新疆中泰化学股份有限公司成立于 2001 年，是新疆维吾尔自治区重点支持的优势资源转化企业。公司以“成就世界级具有传世地位的能源化工企业集团”为发展方向，依托产业政策和新疆地区丰富的自然资源，大力发展煤化工、石油化工和精细化工，并不断完善和延伸产业链。公司经历上市 10 年的快速发展，由成立之初单一的烧碱、PVC 生产企业发展成为拥有聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、纱线四大主营产品及热电、电石、供应链管理、国际贸易等配套循环经济体系的行业龙头企业，是我国规模最大的氯碱生产企业。公司产品广泛应用于下游纺织、建材、国防等 20 余个领域，除供应新疆市场外，还远销内地省区并出口到俄罗斯、中亚、南亚、南美洲和非洲等国家和地区，享有较高的市场知名度。

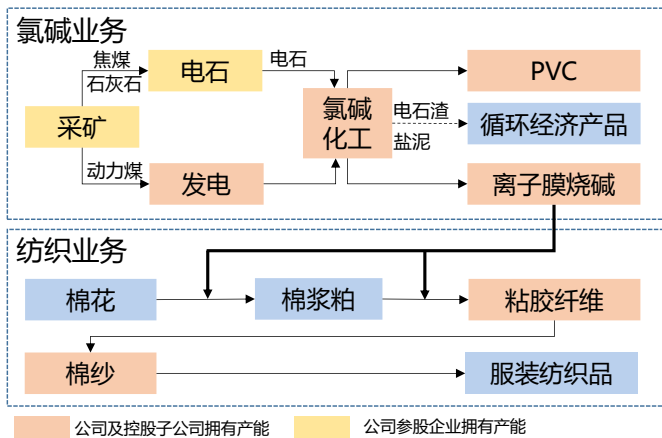
公司控股股东为新疆中泰（集团）有限责任公司，持有股份占总股本的 22.84%。公司设有 43 个子公司，16 个参股公司，分工明确。

图 1：公司股权结构

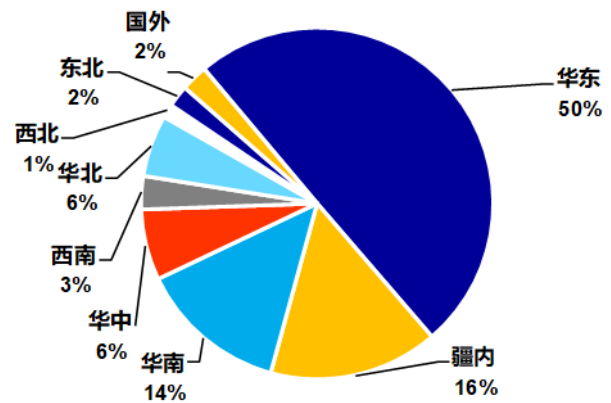


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司依托完整的煤—电—氯碱—粘胶纤维—纺纱上下游一体化的循环经济产业链条，充分实现资源、能源的就地高效转化，形成公司在资源、成本、技术、规模等方面的核心竞争优势，打造集约化、园区化的氯碱、粘胶纱线生产基地。

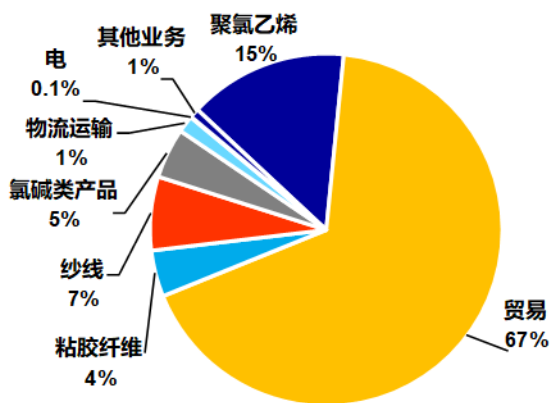
图 2：公司产业链结构


资料来源：公司公告，申万宏源研究

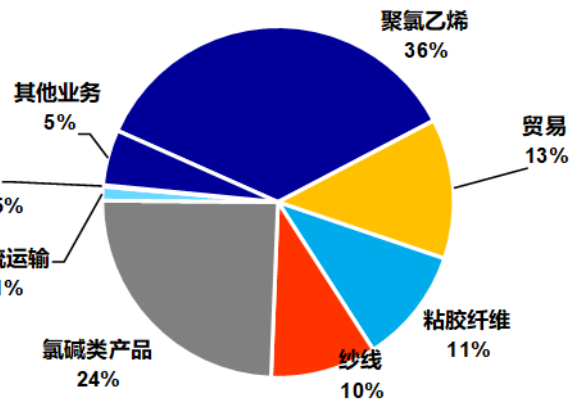
图 3：公司分地区收入分布（2018）


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司拥有 173 万吨聚氯乙烯树脂（PVC）、120 万吨离子膜烧碱、73 万吨粘胶纤维、270 万吨锭纺纱和 194 万千瓦背压机组的生产能力，是我国规模最大的氯碱生产企业。2018 年公司 PVC 产量为 176.75 万吨，销量为 178.43 万吨；烧碱产量为 123.52 万吨，扣除新疆富丽达的烧碱自用量，销量为 85.00 万吨；粘胶纤维产量为 53.48 万吨，扣除金富纱业、富丽震纶的粘胶纤维使用量，销量为 24.89 万吨；纱线产量为 30.49 万吨，销量为 30.41 万吨。

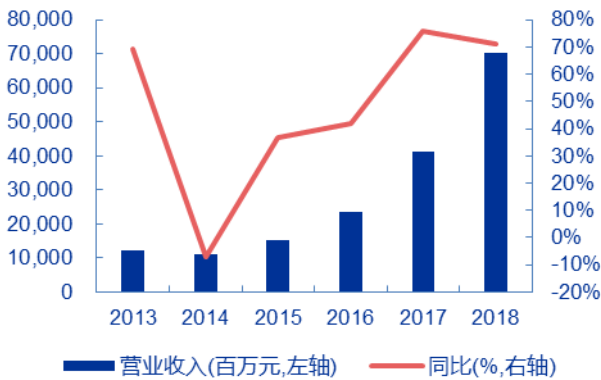
图 4：公司收入构成（2018）


资料来源：Wind，申万宏源研究

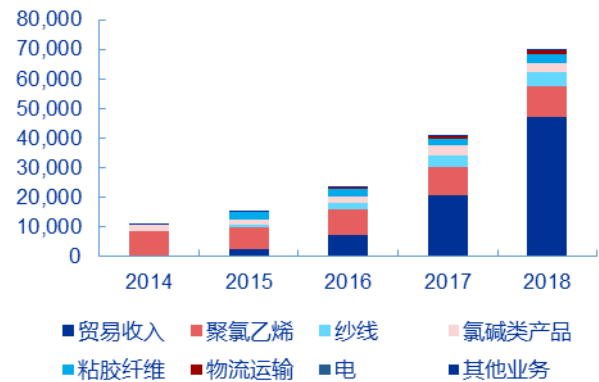
图 5：公司毛利构成（2018）


资料来源：Wind，申万宏源研究

近年来公司主营业务保持稳定增长，贸易收入快速增加。2016 年之前，公司各项主营业务保持稳定发展趋势，各项产品产销量稳中有升；2015-2016 年间，公司先后完成了对新疆富丽达、金富纱业、蓝天物流等公司股权，整合公司纺织板块资产的同时，依托蓝天石油化学物流公司，大力发展贸易业务，因此自 2016 年起公司贸易收入大幅增加，2018 年贸易收入已达到 472 亿元，占公司总营收 67%。但贸易业务利润率较低，公司主要利润来源仍然为 PVC、粘胶纤维等基础化工品。

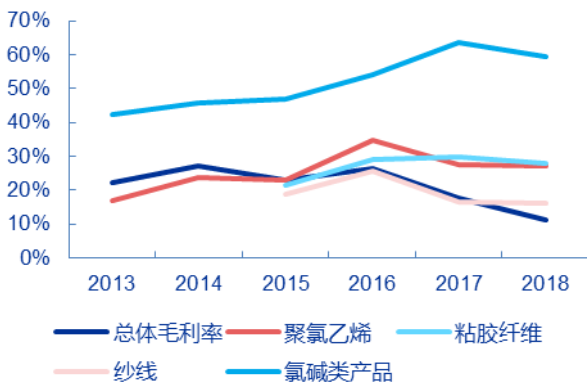
图 6：公司营业收入维持高速增长


资料来源：公司公告，申万宏源研究

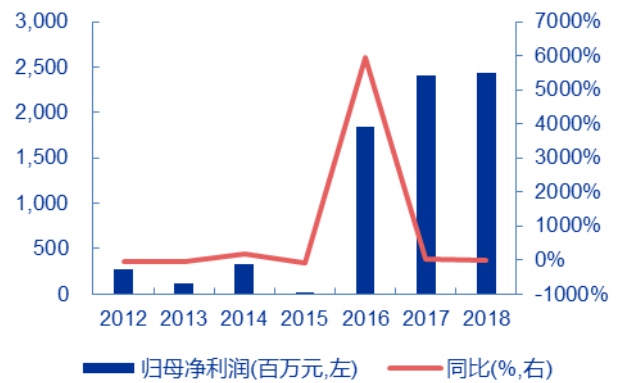
图 7：16 年以来贸易收入快速增加(单位：百万元)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2018 年由于公司各产品原料价格变动，价差变化导致毛利率均有一定程度的回落，但仍保持较高水平。其中氯碱类产品毛利率从 63.76% 回落至 59.27%；粘胶纤维毛利率从 29.91% 回落至 27.95%；PVC 毛利率从 27.67% 回落至 27.09%；纱线毛利率从 16.51% 回落至 16.07%；总体毛利率从 17.85% 回落至 11.10%。受益氯碱行业景气度不断提升，公司营业收入与归母净利润继续保持高速增长。公司 2018 年营业收入达 702.23 亿元，较 2017 年同比增长 71.03%；公司 2018 年归母净利润为 24.28 亿元，同比增长 1.07%。

图 8：公司总体毛利率维持较高水平


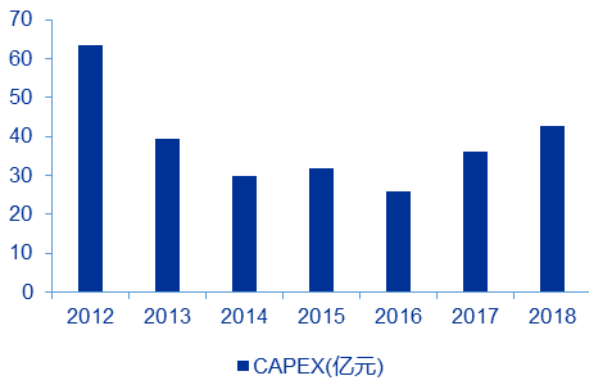
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：公司盈利中枢上行


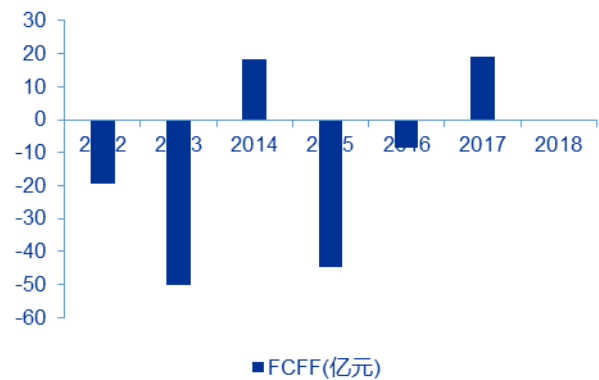
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2019 年一季度，由于行业景气下行、公司盈利出现下滑。公司 Q1 实现营收 184.96 亿元 (YoY +80.01%)，报告期内实现 PVC、烧碱、粘胶短纤、粘胶纱和电石产量为 43.45、30.70、17.11、6.87、66.43 万吨，但由于 PVC、粘胶等产品成本上升较多而价格相对较低，公司一季度盈利有所下滑，实现归母净利润 1.88 亿元 (YoY -55.76%)。公司预计 2019 年 1-6 月实现归母净利润为 3-6 亿元 (YoY -75.86~-51.73%)。

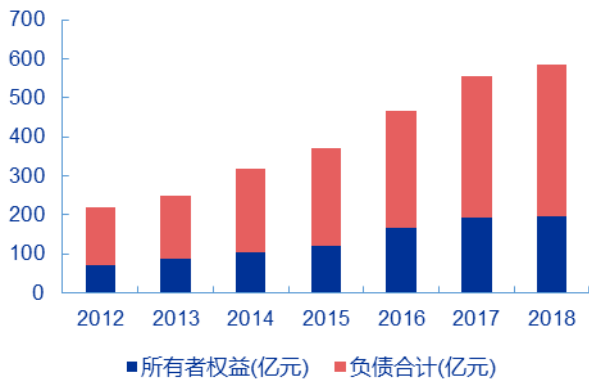
公司持续进行资本开支扩大产能规模、完善产业链，总资产持续增加。近年来公司持续扩张，每年固定资产投资金额在 30 亿元左右，产能和资产规模持续扩大，截至 2019 年一季度，公司总资产达 626.50 亿元，净资产 208.97 亿元。

图 10：公司 CAPEX 维持在较高水平


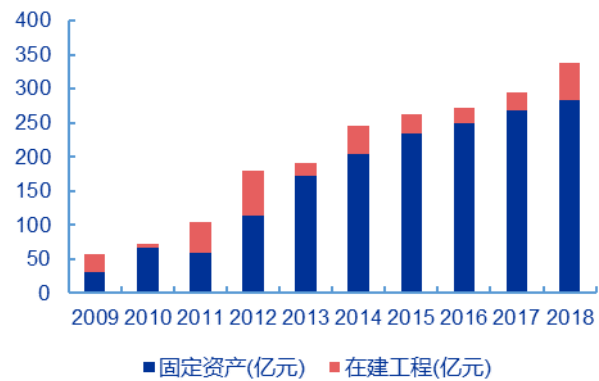
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：公司历年自由现金流


资料来源：公司公告，申万宏源研究

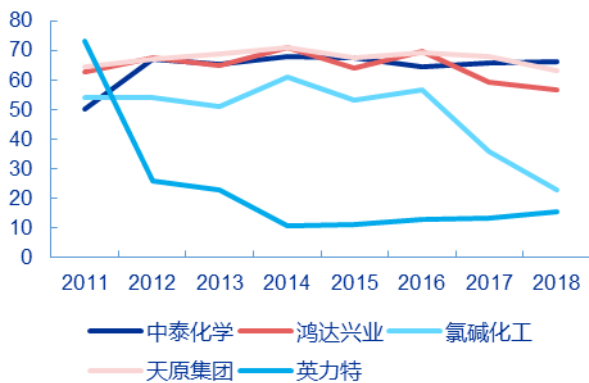
图 12：公司总资产快速增加（亿元）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

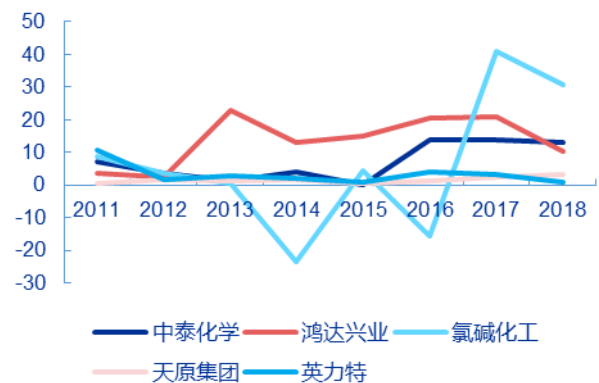
图 13：公司固定资产快速增加


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司资产负债率在同行业公司中较高，平均 ROE 水平较为稳定。公司进行再投资的资金来源主要为自有资金和银行贷款，企业自由现金流有一定压力，因此公司负债率基本维持在 60%以上，在同行业中处于较高水平。2016 年以来，随着氯碱行业景气复苏、公司全产业链布局趋于完善，平均 ROE 维持在 10%以上。

图 14：公司资产负债率维持较高水平（%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：公司 ROE 稳定在 10%以上（%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 形成循环经济产业链，成本优势业内领先

公司是国内氯碱化工行业少数拥有完整产业链的龙头企业，成功构建煤炭-热电-氯碱化工-粘胶纤维-粘胶纱的上下游一体化循环经济产业链条。公司地处新疆乌鲁木齐，位于国家“一带一路”新丝绸之路经济带核心区。新疆作为我国西部大开发的重点省区之一，具有丰富的石油、煤炭等矿产优势，有适合发展煤、电、化工、冶金、有色等一条龙产业的的优势，符合国家要求将优势资源就地转化为经济优势的发展原则；纺织工业方面，随着国务院办公厅《关于支持新疆纺织服装产业发展促进就业的指导意见》的出台，以及“一揽子”新政支持新疆大力发展纺织服装产业的逐步落地，为公司发展纺织工业和产业升级提供了重大机遇；精细化工方面，公司深化与巴斯夫公司的合资合作，借助巴斯夫在化工领域的世界领先技术，寻求在精细化工领域的突破。

公司通过持续开展技改技措及装置优化项目，进一步降低单耗与扩大单产，抵御原材料价格波动对生产成本带来的冲击。同时通过工艺先进节能化、装置大型自动化和控制集约化建设，推进安全标准化、环保标准化和班组建设“三位一体”系统性工程，不断提高装置本质化和安全环保水平。公司先后获得国务院给予的工业界最高奖项“中国工业大奖”；荣获“中国上市公司百强企业”荣誉称号；被评为首批“资源节约型、环境友好型试点企业”、首批“工业产品生态设计试点企业”和“清洁生产示范企业”、自治区“工业能源效率与废物资源化研究示范基地”和“工业循环经济示范单位”。

公司在保持主营产品优势的同时也积极整合原材料的资源，成果显著。公司2007年取得了准东地区248.6平方公里九个煤矿区的探矿权，矿区煤炭矿产资源储量共计约147亿吨，使公司的可持续发展有了更加稳固的资源保证；2018年增资新疆天雨煤化集团的500万吨/年煤分质清洁高效综合利用项目，进一步完善和延伸碳产业链；另外公司自2009年开始投建并扩大电石生产项目，2018年公司生产电石263万吨，按生产1吨PVC需要1.45吨电石计算，公司所生产的电石可完全满足公司的PVC生产需要，保证了公司的原料供应和盈利稳定性；公司加大电力投资力度，实现电力自给，2017年2月托克逊能化60万千瓦动力站项目二号30万千瓦发电机组成功并网发电运行，2018年实现发电量127.34亿度，该机组的并网发电进一步降低了公司的生产成本。

参与金晖兆丰破产重整，继续加码PVC产能。根据公司战略规划，为进一步扩大氯碱化工的产业规模，并充分利用资源优势，就地就近资源转化、完善“煤电盐化”一体化循环经济发展模式，公司拟与控股股东中泰集团以增资扩股的方式共同参与投资重组金晖兆丰及其子公司，中泰集团拟现金增资4亿元，中泰化学拟现金增资14亿元，增资完成后中泰化学持股比例为27.40%、中泰集团持股比例为7.80%。金晖兆丰100万吨PVC循环经济项目于2011年5月在阿克苏地区发改委登记备案、2011年底被批准为新疆维吾尔自治区重点项目，项目依托新疆拜城县丰富的煤、盐、石灰石等资源就地转化建设100万吨/年PVC及综合配套循环经济项目，批复建设项目包括100万吨PVC、4X350MW自备动力热电工程、80万吨/年离子膜烧碱、150万吨/年电石、130万吨/年焦化、300万吨/年水泥及配套的公用工程及辅助设施。截至目前，公司130万吨焦化、8.8万吨LNG、180万吨选煤、100万吨水泥和供水工程已经投产，2X350MW自备电厂已经建成90%左右，

PVC、电石等装置因金晖兆丰资金问题而暂停建设。PVC 和电石投产后，金晖兆丰将成为自供热电、循环经济完整、上下游一体化的绿色园区。

2019 年公司将在发挥原有优势的基础上，进一步挖掘生产力，并打造增量产业。2019 年公司的生产目标为生产 PVC 树脂 187 万吨（含本体法树脂和糊树脂）、烧碱 132.67 万吨、电石 264 万吨、发电 129.52 亿度、粘胶纤维 70 万吨、粘胶纱 31.75 万吨。公司坚持高质量和高速度发展并行，大力培育能源化工产业，加快新旧动能转化和产业提质升级。推动能源化工集群化发展，加大与疆内氯碱、焦炭、兰炭等产业的强强联合，用高新技术改造提升落后产能，盘活资产、壮大主业。未来公司数年仍将维持一定金额的资本开支，以满足公司发展需要。

表 1：公司重点在建工程项目

项目名称	预算（万元）	工程进度
托克逊能化高性能树脂产业园及配套基础设施建设项目	328764	53.04%
新疆天雨煤化 500 万吨/年煤分质清洁高效综合利用项目	182826	43.59%
阜康能源 15 万吨/年离子膜烧碱	49400	80.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

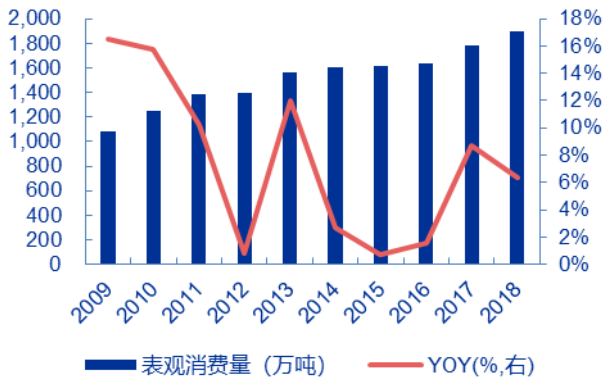
集团布局石化-化纤；形成混纺双链条产业。在石油化工方面，中泰集团依托新疆产业政策和新疆丰富的自然资源，下属新疆库尔勒中泰石化有限责任公司于 2016 年 7 月开工 120 万吨 PTA 项目，公司参股 30%。该项目位于库尔勒上库的中泰集团石化产业园，项目规划总投资 270 亿元，占地 5000 亩，形成年产 120 万吨 PTA、150 万吨聚酯纤维、95 万吨成品油、27 万吨苯和 43 万吨轻烃，预计将于 2021 年全面竣工投产。该项目填补公司在石化-化纤产业的空白，使公司形成“聚酯原料-纤维”和“棉纺原料-纤维”的双链条，从而形成混纺产业格局，提升市场竞争力

2. PVC：行业景气上行，公司成本低、弹性大

2.1 PVC 需求稳定增长

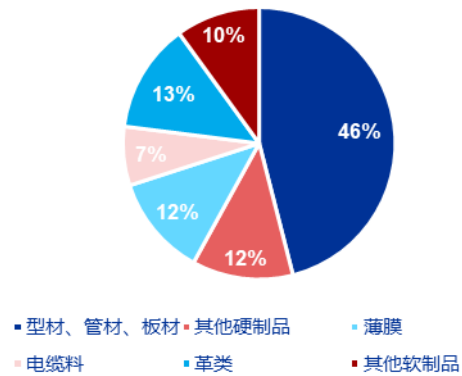
PVC 是五大通用树脂中产量最大的产品，广泛应用于包装材料、人造革、塑料制品等软制品和异型材、管材、板材等硬制品领域。PVC 下游使用领域目前以房地产相关领域为主，受 2014 年房屋新开工面积负增长影响，PVC 表观消费量的增速也自 2014 年开始出现明显下滑。但由于 2016 年初起国家出台多项房地产去库存政策，房屋新开工面积同比增速开始大幅回升，PVC 的表观消费量也触底反弹，2018 年国内消费达到 1895 万吨，增速为 6.4%，近五年 CAGR 为 3.96%。

图 16 : 国内 PVC 表观消费量 CAGR 为 4%



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

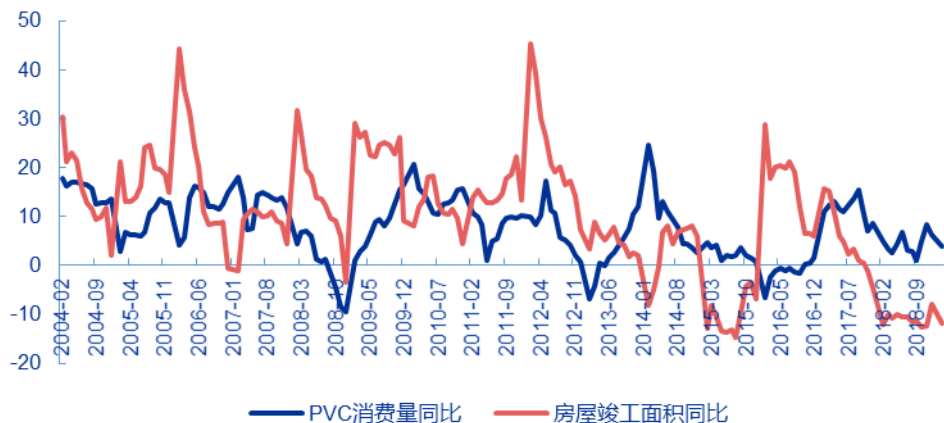
图 17 : PVC 下游需求结构



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

预计 PVC 需求量维持 4-5% 增速。 房地产需求稳定增长。PVC 需求具有房地产后周期属性，其需求体现一般比房屋新开工面积滞后 9-12 个月，趋势上与竣工面积增速较为相关。2018 年因房屋竣工面积增速转负，PVC 消费也受到一定影响。2018 年整体呈现新开工增速高、建安投资和竣工面积增速偏低趋势，我们预计 2019 年房屋施工进度回补带来竣工需求温和回升，带动 PVC 消费增长提速。我们预计未来三到五年，行业将维持 4-5% 左右的需求增速。

图 18 : 房屋竣工面积与 PVC 消费量增速 (单位: %)



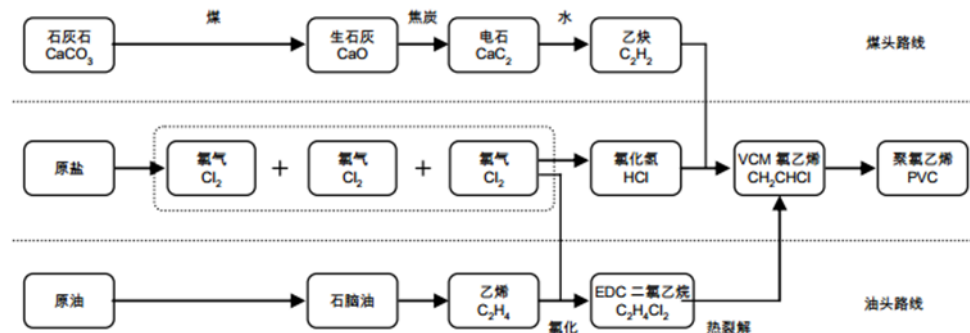
资料来源：Wind，申万宏源研究

农业和新型材料成为 PVC 需求释放的新渠道。在农业领域，政策层面对高效农业、节水增效大力推进，国内水肥一体化装置的应用也在快速的增长。这些均会带动农用滴管设施设备的需求。此外，在环保背景下，“以塑代木”成为潮流。在室内装饰材料、室外设施等领域，新型的木塑复合材料将凭借其成本低、耐受性好的优势，得以快速发展。我们认为这将有利于行业需求稳步提升。

2.2 国内 PVC 生产以电石法为主，成本端支撑较强

国内 PVC 生产以电石法为主。PVC 合成主要包括乙烯路线和电石路线。在大规模联合生产条件下，电石路线可实现三废有效处理再利用，建立循环经济体系；加之我国富煤、贫油、少气的资源禀赋，目前我国 PVC 产能以电石法为主，电石法产能占国内总产能约 83%。

图 19：PVC 生产工艺路线示意图



资料来源：Wind，申万宏源研究

乙烯法成本低于电石法，外购电石的 PVC 生产企业决定了行业的边际成本。我们采用乙烯市场价格对乙烯法的生产成本进行了测算，在实际生产中大部分乙烯法企业均依托自身的乙烯装置实现一体化生产，实际成本可能更低；而国内电石法的 PVC 企业大多数需要外购电石，这部分产能在行业内成本较高。

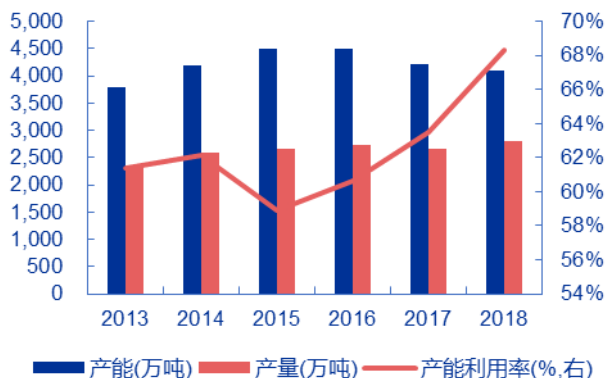
图 20：乙烯法与电石法 PVC 成本对比（单位：元/吨）



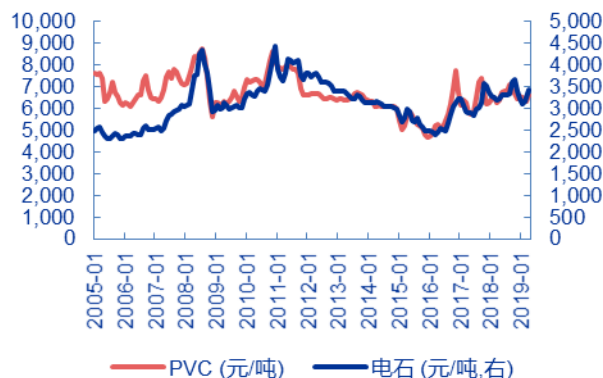
资料来源：Wind，申万宏源研究

PVC 与电石价格有很强相关性。因为我国 PVC 产能以电石法为主、且成本高于乙烯法，我们复盘了 PVC 和电石的历史价格走势，发现两者有着高度的相关性，电石价格上涨一般都会导致 PVC 价格上行。

电石行业经过快速发展，产能进入收缩期。我国是全球电石的第一大生产和消费国，电石行业经过本世纪初十几年的高速发展，产能提升迅速，到 2015 年达到顶峰 4500 万吨/年，消费量在 2600 万吨左右，折合开工率仅为 60%，产能过剩严重。2016 年以来，国内推行供给侧结构性改革，电石行业有一批技术水平落后、安全环保技术和装备水平低的企业陆续退出，其中产能低于 5 万吨的小企业首当其冲。截至 2018 年底，国内电石总产能下滑至 4100 万吨左右，去产能取得阶段性成果。

图 21：国内电石产能逐步退出


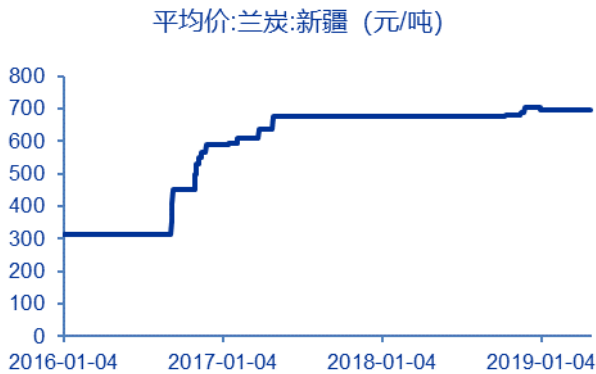
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：PVC 与电石价格高度相关


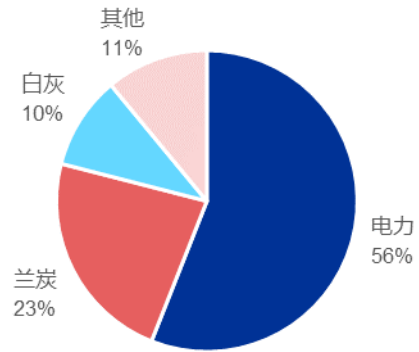
资料来源：Wind，申万宏源研究

电石行业是典型的高能耗、高污染、产能过剩行业，环保政策趋严下正在发生重大产业结构调整。早在 2007 年修订的《电石行业准入条件》中就明确规定新建电石生产装置必须采用密闭式电石炉，大气污染严重的内燃式电石炉开始大规模淘汰，根据中国电石工业协会统计数据，密闭炉产能占比已从 2008 年的不足 20% 上升至 2016 年的 84%。2014 年重新修订的《电石行业准入条件》又规定对电石产能实行总量控制，原则上禁止新建电石项目，新增电石生产能力必须实行等量或减量置换，2015 年产能达到顶峰之后便不再增加，2016 年后开始下降。

内蒙石灰石矿大面积停产，刺激电石价格上涨，对 PVC 价格形成支撑。工业上生产电石主要以石灰石和兰炭作为原料，据鄂托克旗人民政府近日发布公告称，甘草保护区内 13 家石膏矿和西鄂尔多斯国家级自然保护区内 11 家非煤矿山依法予以关闭，其中包含鄂托克旗曙耀石灰石矿和鄂托克旗矿管站千里沟第一石灰石矿。从 4 月底开始内蒙地区石灰石矿陆续开始停产整顿，目前已基本全部停产；乌海地区石灰石矿也基本全部停产。内蒙地区电石产能占全国比例达 30% 以上，若其中三分之一的石灰石矿长期关停，必将导致石灰石价格上涨。生产电石的另一原料兰炭近年来随着煤价上涨，价格也维持高位震荡走势。因此电石的价格在成本端有很强的支撑。乌海地区电石价格已从 2019 年年初的 2400 元/吨上涨至目前的 3000 元/吨，未来可能维持高位震荡。

图 23：兰炭价格维持高位


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：电石成本构成


资料来源：百川资讯，申万宏源研究

电石特殊的生产工艺决定了其能耗较高、二氧化碳排放强度大的特点。生产 1 吨电石，工艺电耗约 3200 度，另外还要消耗 600 公斤炭材和约 2 吨石灰石。环保部于 2018 年 3 月发布了《电石工业污染物排放标准》，自当年 7 月 1 日执行，涉及大气污染物和水污染物控制。**随着环保力度的不断加大，电石企业的环保成本及生产成本必将大幅增长，不能适应环保新要求的企业将被迫退出。**

表 2：近两年 PVC 行业安全事故

时间	企业	地区	产能	事故情况
2019 年 4 月 24 日	伊东东兴化工	内蒙古	40 万吨 PVC、32 万吨烧碱 和 60 万吨电石	PVC 气柜爆炸导致装置停车，造成 3 人死亡、5 人受伤。
2018 年 11 月 28 日	盛华化工	河北	26 万吨 PVC 和 20 万吨烧碱	公司氯乙烯气柜泄露导致爆燃，造成 23 人死亡、22 人受伤
2017 年 2 月 12 日	新疆宜化	新疆	40 万吨 PVC、60 万吨尿素	发生电石炉喷料事故，导致 2 人死亡、3 人重伤

资料来源：根据新闻整理，申万宏源研究

近年来化工企业重大安全事故频发，引发社会担忧，从国家到省市各层面高度重视。2018 年 11 月 28 日凌晨河北盛华附近化工厂发生爆炸，事故中过火大货车 38 辆、小型车 12 辆，本次事故造成 23 人死亡；2019 年 3 月 21 日，江苏盐城响水化工园区发生特大爆炸事故，造成 78 人死亡。响水“3·21”事故之后，习近平总书记和李克强总理均就安全生产作出重要指示与要求，应急管理部、生态环境部已分别派出工作组赴现场指导抢险救援和环境监测工作，江苏省紧急出台《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》提出要缩减化工企业数量，加强对化工企业的整治和监管，全国其他省市也纷纷紧急部署危险化学品生产安全隐患排查整治工作。

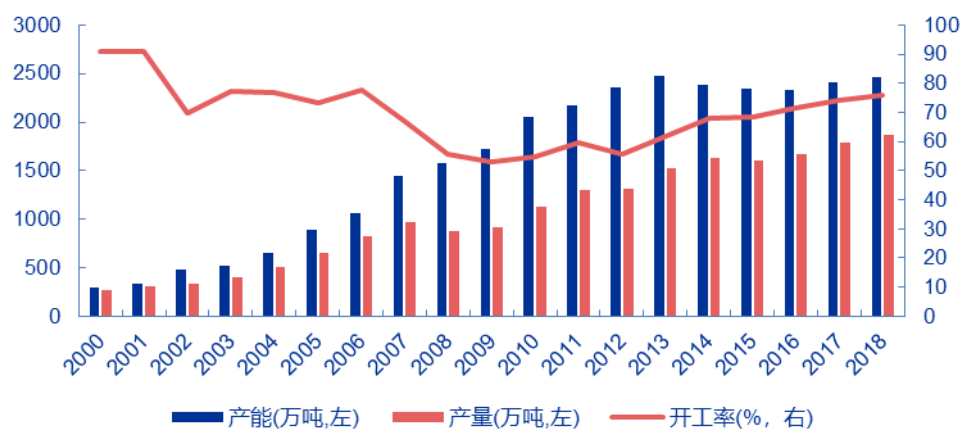
覆盖全国的安全检查，加上日趋严格的环保政策，一些落后小电石企业遭淘汰退出是大概率事件，电石的供给长期来看将继续收缩。电石属于危化品，在生产、运输和储存过程中都要求很高的管理水平。干燥时不燃，遇水或湿气能迅速产生高度易燃的乙炔气体，

在空气中达到一定的浓度时，可发生爆炸性灾害，可与酸类物质能发生剧烈反应；同时对人体也有巨大危害，会损害皮肤，引起皮肤瘙痒、炎症、“鸟眼”样溃疡、黑皮病，皮肤灼伤表现为创面长期不愈及慢性溃疡型，接触者会出现汗少、牙釉质损害、龋齿发病率增高。频发的安全事故导致安全监管力度加大，危险化学品生产企业或面临洗牌，供给可能收缩。2019年4月15日，国务院安全生产委员会已经启动对省级政府安全生产和消防工作的考核，此次针对省级政府的考核巡查首次将安全生产、消防、森林防火三项工作整合考核，并与安全生产巡查同步实施、统筹进行。

2.3 PVC 新增产能放缓，开工率震荡上行

PVC 行业已经历多轮产能周期，逐渐进入稳定发展的成熟阶段。2000 年-2010 年间 PVC 产业迅猛发展，2006 年中国 PVC 产量超过美国成为全球 PVC 生产第一大国，至 2008 年受到金融危机影响，产能过剩问题开始凸显，2008-2009 年行业开工率仅为 50-60%，在此期间东南沿海地区和没有能源优势的企业开始逐步退出；2010-2011 年随着下游需求的恢复，PVC 行业有所回暖，价格最高接近 9000 元/吨，由此开启了新一轮的 PVC 产能扩张，直到 2013 年行业产能达到 2476 万吨的峰值。此后三年间在市场和环保的双重压力下，行业的供给侧改革快速推进，行业正式迈进去产能时代。2014-2016 年，行业产能的净退出分别为 87、41 和 22 万吨。到 2016 年行业总产能下降至 2326 万吨，供给侧结构性改革取得阶段性成果，PVC 行业景气逐步复苏。2017-2018 年，PVC 开启新一轮产能扩张，目前总产能为 2470 万吨。

图 25：我国 PVC 开工率逐年上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

产能增速放缓，行业集中度有所提升，开工率呈震荡上行走势。国务院办公厅颁发的《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》和发改委发布的《产业结构调整指导目录》中均指出要严控 PVC 新建产能，尤其是乙炔法（即电石法）PVC 产能，其中使用高汞催化剂的电石法 PVC 已被列入淘汰类名单；对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应

实行等量或减量置换。政策的限制有效控制了 PVC 新产能的增加，根据我们统计，2019 年行业新增产能总量约为 96 万吨，产能增速为 3.9%，与需求增速基本匹配。

表 3：2019 年国内 PVC 新增产能

企业名称	产能(万吨)	产品	工艺	进展
陕西北元	15	粉	电石法	4 月初出料
山西瑞恒	10	粉	电石法	预计 2019 年 Q4 投产
泰州联合	15	粉	乙烯法	2019 年 Q2 投产
宁夏金昱元	20	粉	电石法	2019 年 4 月底投产
新疆中泰	20	粉	电石法	计划 2019 年年中投产
新疆中泰	6	糊	电石法	计划 2019 年年中投产
宁波韩华	10	粉	乙烯法	计划 2019 年年底投产
总计	96			

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

下半年 PVC 供给偏紧，行业低库存支持价格上涨。每年的 4-5 月是 PVC 集中检修季，今年 5 月国内 PVC 行业受到安全检查影响，检修企业明显增加，5 月检修涉及企业 24 家、涉及总产能 940 万吨，损失产量约 27 万吨，大幅高于往年水平。且今年的检修大多配合气柜检查，检修时间较往年的 3-7 天延长至 15 天左右，导致产量下降幅度超出往年；当前 PVC 社会库存已经从 3 月初的高点 66 万吨下降到 48 万吨，在下游需求淡季库存并未出现明显累积，下半年随着旺季到来、需求逐步启动，库存有望加速下降。

图 26：PVC 社会库存正逐步下降



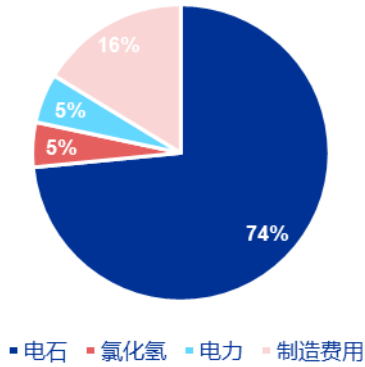
资料来源：Wind，申万宏源研究

2.4 公司拥有一体化 PVC 产业链，成本优势占据行业制高点

中泰化学拥有完整的煤炭-热电-电石-氯碱一体化产业链，现已形成 173 万吨 PVC、120 万吨离子膜烧碱、240 万吨电石和 194 万千瓦背压机组的产量规模。以电石法生产 PVC 计算，生产 1 吨 PVC 消耗电石 1.45 吨、消耗氯化氢 0.8 吨、耗电量 450-550KWh。因大部分 PVC 企业均配套烧碱及液氯生产，因此电石和电力的价格对 PVC 生产成本影响最大，

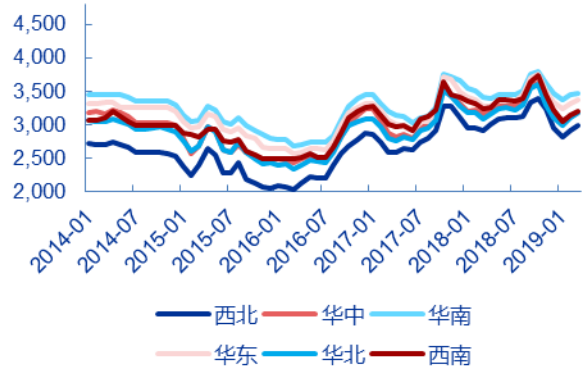
共计占到 PVC 生产成本的 75%左右，西北地区企业因煤炭和电力成本较低，在行业中具有明显优势。

图 27 : PVC 成本构成



资料来源：Wind、申万宏源研究

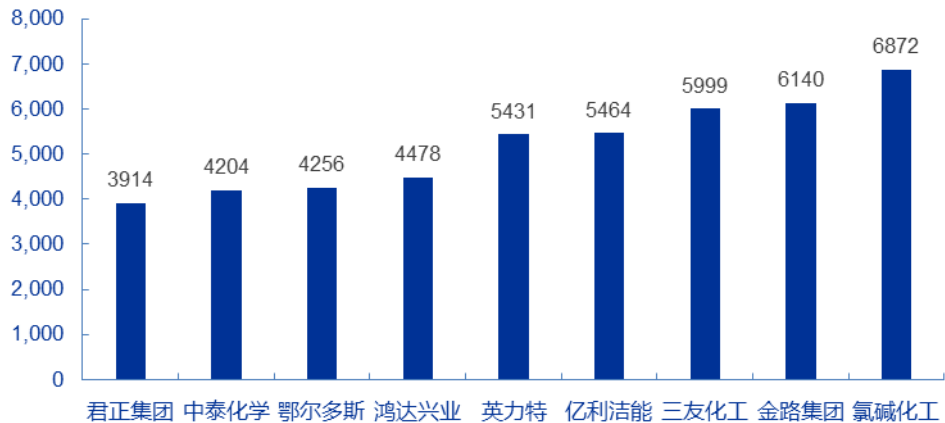
图 28 : 国内各地区电石价格高位震荡 (元/吨)



资料来源：Wind、申万宏源研究

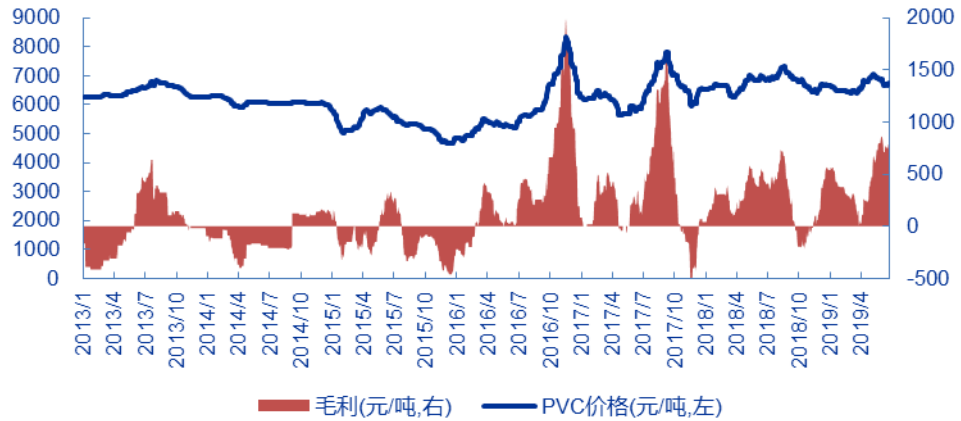
公司自产电石，依托疆内煤炭资源配套热电，成本优势突出。我们根据国内 PVC 行业的上市公司披露的 2018 年成本数据对行业成本进行了分析，西北地区企业成本明显低于其他地区，且中泰化学的 PVC 生产成本基本处于行业最低水平。目前电石法行业平均毛利较低，原材料价格压力下，西北地区的 PVC 企业可以在周期底部仍实现一定的盈利。

图 29 : 上市公司 PVC 生产成本对比 (2018 年数据, 单位: 元/吨)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30 : 电石法 PVC 平均毛利润测算



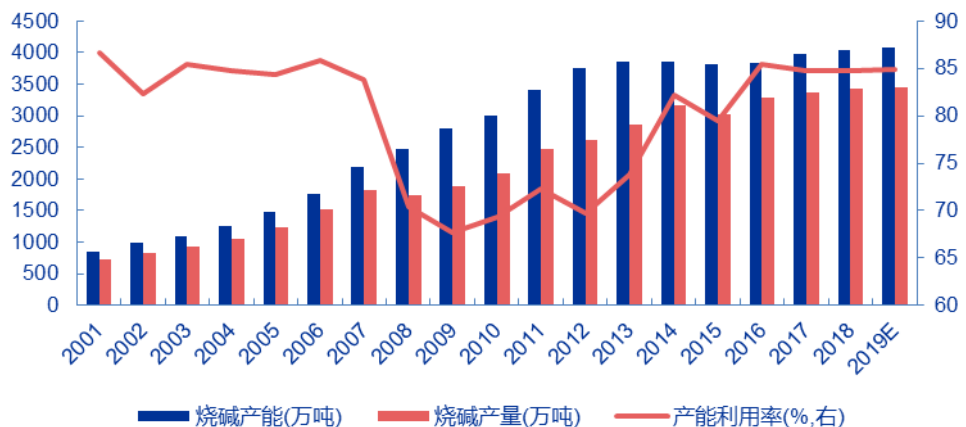
资料来源：百川资讯，申万宏源研究

3. 烧碱：氯碱盈利失衡有望改善

烧碱与 PVC 是共生产品，每生产 1 吨烧碱的同时固定产出 0.88 吨的氯，因 PVC 是主要的耗氯下游，一般所说的氯碱平衡实际上是 PVC 和烧碱的平衡。近年来国内烧碱市场景气攀升，价格高位震荡。以华北片碱为例，受供给侧改革影响，烧碱价格自 2016 年 9 月强势上涨，自底部 2000 元/吨左右快速上升至 3650 元/吨。2017 年上半年，受益上游原盐价格走高，环保高压下供给偏紧，下游氧化铝、粘胶短纤行业需求放量，烧碱价格继续攀升，于 11 月达到高点 5450 元/吨。2018 年，烧碱价格宽幅震荡，2019 年以来由于下游电解铝需求下滑，烧碱价格出现明显回落。

截至 2018 年底，烧碱行业产能约为 4000 万吨，产量达到 3365 万吨，产能利用率约 84.7%，整体处于供需紧平衡阶段，且未来新增供给有限。烧碱行业经历了 12-15 年的长期低迷，部分落后产能已自然出清；从政策角度来看，2019 年国家发改委颁布的《产业结构调整指导目录》中，将新建烧碱产能列入“限制类”项目，新产能审批将从严从紧、严格控制，有利于行业竞争格局的长期改善。

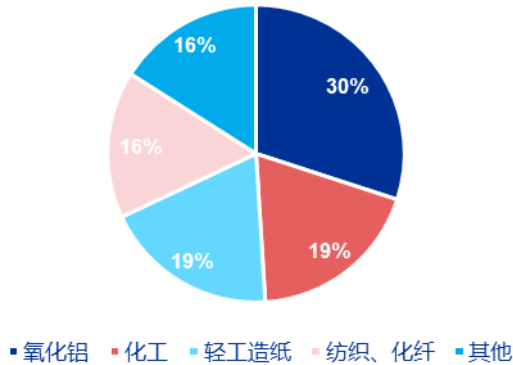
图 31：国内烧碱产能利用率维持稳定



资料来源：Wind，申万宏源研究

从需求结构看，烧碱最大下游是氧化铝，占比约 30%；其次是化工、化纤（主要是粘胶短纤）等。目前氧化铝开工率维持在 85~90%之间，对烧碱需求形成一定的刚性支撑。2018 年烧碱表观消费量约 3277 万吨，同比增长 1.9%。

图 32：烧碱下游需求构成



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 33：氧化铝产量增速下滑



资料来源：Wind，申万宏源研究

我们看好氯碱化工盈利中枢稳中有升。以往因烧碱和 PVC 行业的供给均偏过剩，在某种产品下游较好时会大幅提高行业开工负荷，而另一种产品则出现供大于求的现象，导致氯和碱难以同时实现较好的盈利。随着行业整体的产能扩张趋缓，烧碱和 PVC 均逐渐显现紧平衡趋势，行业盈利中枢有望上行。

4. 粘胶短纤：2019 年有望迎来长周期拐点

4.1 产能结束高速增长，供需格局逐渐好转

粘胶短纤需求稳定增长。我国粘胶短纤产量从 2011 年的 149 万吨增长至 2018 年的 360 万吨，复合增长率达 13.4%，2018 年增长 4.3%，从下游布和纱的产量来看，近年来增速下滑明显，但增速基本保持稳定。粘胶消费复合增速显著高于布和纱的产量增速，这主要归功于粘胶短纤在纺织纤维的消费比例提升，受益于消费升级和居民可支配收入上升，中高端面料的需求上升，而粘胶纤维凭借天生的舒适性（与棉媲美）、染色性佳（好于棉）、吸湿性和手感等优越的功能性在中高端面料中的占比提升，超过了涤纶纤维甚至部分棉，同时粘胶短纤具有清洁、卫生、环保的特性，是生产无纺布的优质原料，在纺织品领域应用越来越广，特别是在医用纺织品、卫生保健用品、家用清洁材料、包装材料等领域增长显著，进一步刺激了粘胶短纤需求的增长。**未来几年粘胶短纤的需求依然保持高于纺纱增长的态势，未来三年的 CAGR 约为 3-4%。**

图 34：粘胶越来越多的应用于家纺用品



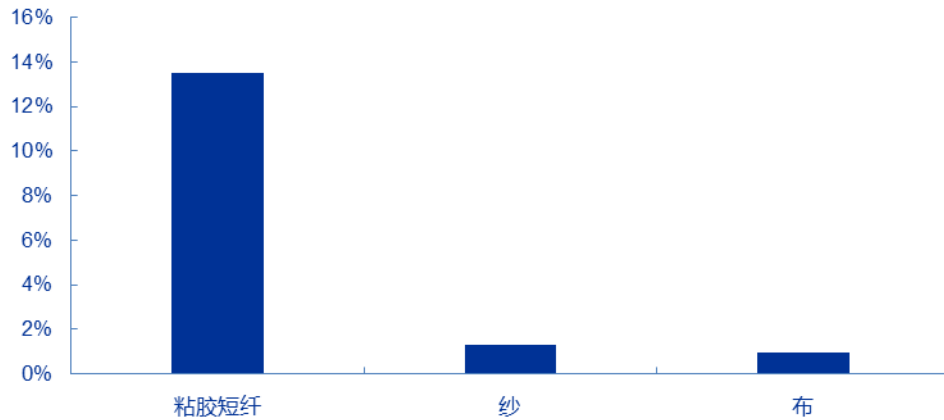
资料来源：Lenzing，申万宏源研究

图 35：无纺布开启了粘胶短纤在护肤品的新用途



资料来源：Lenzing，申万宏源研究

图 36：粘胶短纤、纱、布的产量 CAGR 对比 (2011-2018)



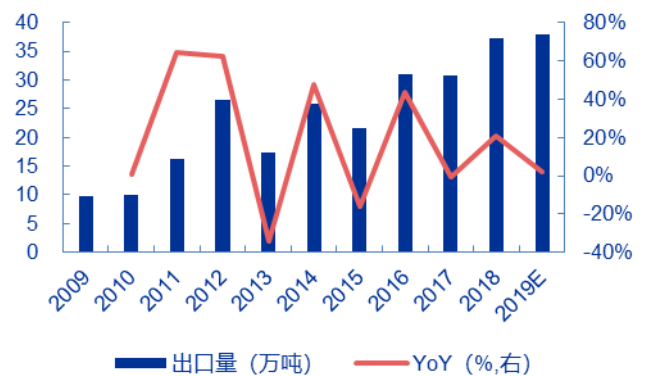
资料来源：Wind，申万宏源研究

我国粘胶短纤行业的国际竞争力加强，连年出口稳定增长。2018 年出口量达到 37 万吨，同比增长 20.8%。随着我国粘胶纤维产能在国际市场上的地位愈发突出，以及纤维差别化率的提高，我国粘胶短纤出口量整体保持稳健增长态势，2011-2018 年复合增长率为 12.5%。

图 37：粘胶短纤表观消费量增速约 3%



图 38：2018 年出口增长显著

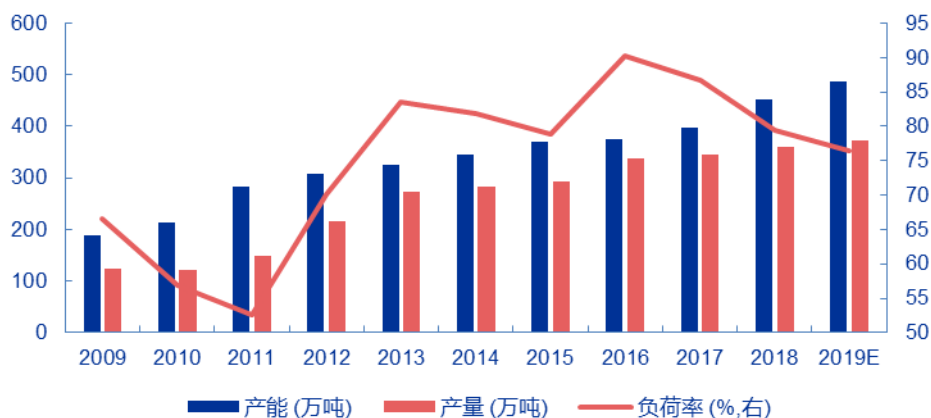


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：海关总署，申万宏源研究

2017-2018 年为景气下行周期，2019 年行业拐点将现。2011 年以来粘胶行业经历 4 年低迷，2014 年开始行业供给增速明显放缓，伴随着供需格局的改善，粘胶景气自 2015 年震荡向上。2017 年以来，尤其是进入 2018 年下半年以后，由于密集的产能投放，导致行业景气下行，粘胶价格逐步下跌至今。2018 年粘胶行业总产能为 453 万吨，较 17 年增加 55 万吨，增幅达 13.8%；2018 年粘胶短纤产量为 360.14 万吨，增速为 4.3%，产能利用率仅 79.5%，为近三年最低。

图 39：粘胶短纤行业开工率降至 80%以下



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

供给端将迎来边际改善，2019 年之后无新增产能。根据各企业扩产计划，2019 年预计复产产能和新增产能共计 35 万吨，产能增长 7.8%，而后暂无扩产计划，供需格局将持续收紧。

- 2019 年春节之后，此前长期停车的江苏翔盛 27 万吨产能，在经过赛得利的接管和改造后已经恢复生产。
- 阜宁澳洋 16 万吨差别化粘胶短纤维项目于 2018 年三季度投产第一条 8 万吨生产线，于 2019 年 3 月底投产第二条生产线。
- 南京化纤原定增项目 16 万吨差别化粘胶短纤维，现已进行募投项目变更，改为 4 万吨 Lyocell 纤维项目。

基于以上判断，预计 2019 年行业名义产能为 488 万吨，若同期需求增速保持 3%左右，则 2019 年行业名义开工率约为 76.4%，行业景气仍处于相对低迷状态；但考虑到 2019 年受到安全环保等政策影响以及行业内部分老旧装置的逐步退出，2019 年的实际开工率可能达到 85%左右。随着产能扩张结束，2019 年将成为行业景气度拐点。

表 4：国内在产产能与新增产能统计

企业	2018 产能(万吨)	2019 新增产能(万吨)	备注
赛得利	65	47	2019 年收购江苏翔盛 27 万吨产能，另有 20 万吨四季度投产

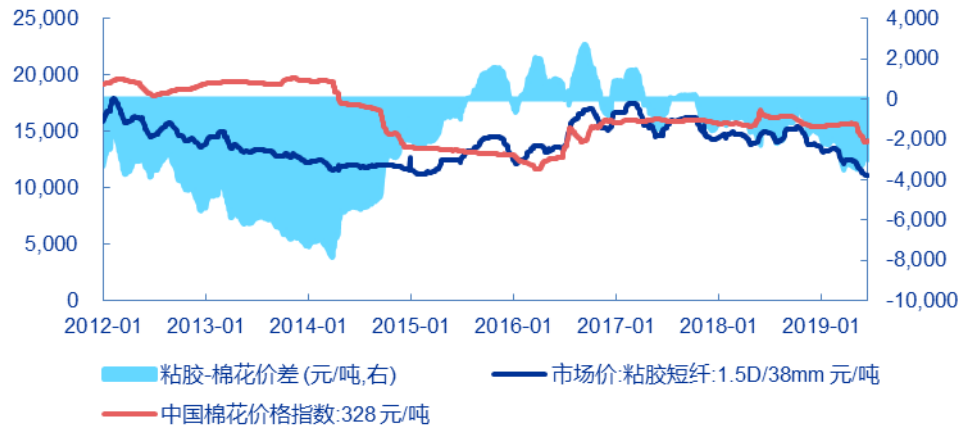
三友化工	80		2018 年下半年募投产能投产
中泰化学	74		
山东雅美	32		
丝丽雅	30		
高密银鹰	26		
阜宁澳洋	26	8	2019 年 3 月新线投产
山东海龙	16		
兰精化纤	16		
新乡化纤	16		老产线陆续淘汰，有效产能低于 10 万吨
新疆天泰	15		
吉林化纤	15		
新疆澳洋	13		老线 3.5 万吨已淘汰
南京化纤	8	0	16 万吨粘胶项目已更改为 4 万吨 Lyocell 纤维
博拉经纬	6		
安徽舒美特	6		
新疆舜泉	6		
九江恒生	3		
襄樊楚天	1		
合计	454	55	

资料来源：CCFEI，申万宏源研究

4.2 棉花库存持续下降，粘胶短纤受益棉花上涨

粘胶与棉花价格相关性较强。粘胶与棉花性能相近，从终端用户体验来看，差异非常细微，目前棉花的消费量约为粘胶的 2-3 倍，2018 年棉花表观消费量为 909 万吨，粘胶为 334 万吨，因此棉花对粘胶的影响较大。从历史上看，棉花与粘胶价格高度正向相关，二者价差整体在-3000~3000 元区间波动，具体则由当时的供需情况决定。2011 年以前，粘胶供需偏紧，价格一直高于棉花，2009 年棉花受当年播种面积下降 14%以及流动性宽松影响价格暴涨，一度达到 30000 元/吨，粘胶受此驱动价格一路上行；2011 年~2014 年，粘胶供给陷入过剩状态，国内棉花受收储政策影响价格显著高于国外棉花，粘胶低于棉花价格 3000 元以上；2015 年以后，棉花收储政策被取消，内棉外棉价差逐渐得到修复，棉花价格受国储棉库存高位压制处于低位，同时粘胶供需好转，重新出现粘胶价格高于棉花价格情况。长周期来看，粘胶-棉花合理价差均值在 2000 元/吨左右。

图 40：棉花与粘胶短纤历史价格与价差



资料来源：Wind，申万宏源研究

棉花库存逐年下降，给予其长周期景气支撑。从长期来看，棉花行业逐渐从“出库存抛储”转变为如今的“库存缺口”。从2011年开始，棉价持续下行，最低跌破10000元/吨，2014年国家取消连续实行3年的棉花临时收储政策后，更是推动了棉价的下行速度。据国家统计局数据，我国棉花种植面积自2011年的503.8万公顷下滑至2017年的323万公顷，六年间大幅下滑近40%，其中2017年同比下滑3.4%。棉花的持续减产使得国储棉库存自2014年开始下滑，2015-2018年我国棉花产量在500-600万吨波动，而每年国内消费正常在900万吨左右，因此国储棉大量抛储以弥补供给缺口。根据供需平衡测算，2018年国储库存已经下降至300万吨左右，到2019年棉花供给不足的问题已愈发突出。

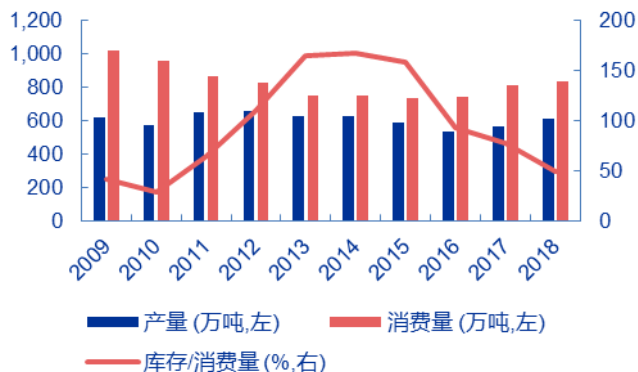
表 5：国内棉花供需平衡测算（单位：万吨）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
产量	652	661	628	630	591	534	565	610
进口量	544	439.6	300.3	167.1	96	111	133	113
出口量	1	1	1	1	1.5	1.2	1.5	0.4
期末库存	549	815.6	1033.3	1073.4	978	715.5	556.9	370.6
库存增加	288.3	266.6	217.7	40.1	-95.4	-262.5	-158.6	-186.3
国内消费量	908	834	711	757	782	908	857	909

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 41：国内棉花库存消费占比逐年下降

图 42：国内棉花种植面积缩小



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

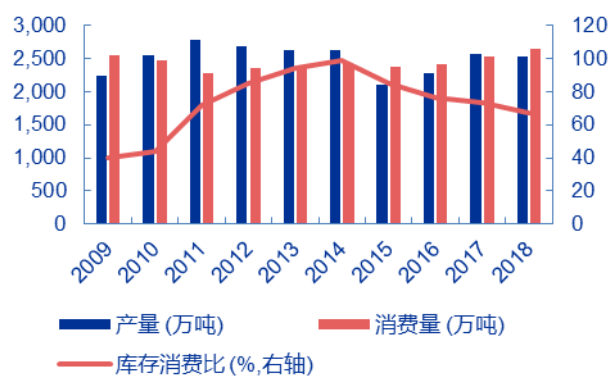
全球棉花种植面积也自 2014 年起有连年下滑趋势，全球棉花库存消费比自 2014 年达到 100%拐点出现以后发生了下降，2018 年全球棉花库存消费比降至 67%。产量的萎缩加上稳定的需求，伴随着棉花库存来到历史低位，棉价有望长周期景气向上。

图 43：全球棉花收获面积逐年下降



资料来源：USDA，申万宏源研究

图 44：全球棉花库存消费比逐年下降

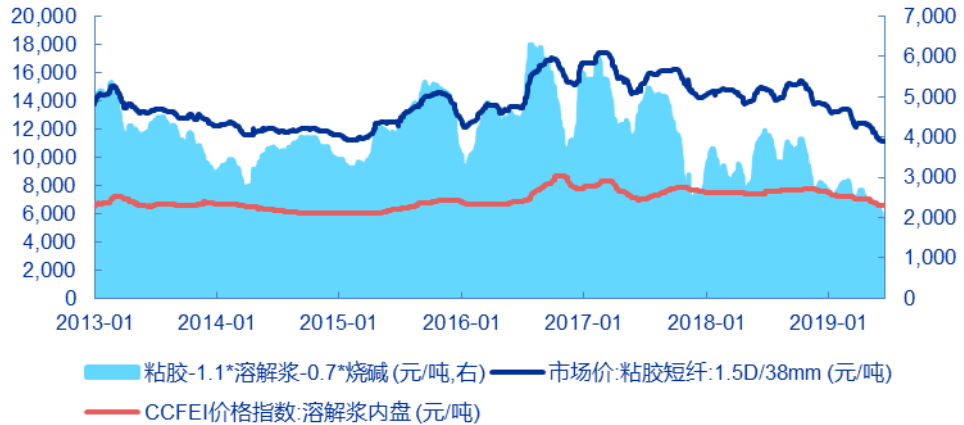


资料来源：USDA，申万宏源研究

4.3 粘胶行业景气已触底，静待周期反转

上半年价格延续低迷，行业亏损幅度继续扩大。回望 2018 年，粘胶市场受产能快速投放及宏观形势低迷，2018 年粘胶市场整体价格中枢低于 2017 年。市场的低迷情绪延续至 2019 年，受原材料价格下降以及下游的悲观情绪，5 月粘胶短纤价格继续下跌至 11500 元/吨，相比 2018 年年初下跌 15.6%。目前粘胶短纤、溶解浆、烧碱价差为 7050 元/吨，相较 19 年年初下跌了 6%；以 6 月末 11300 元/吨（承兑）计算利润，目前行业每吨亏损超过 1000 元，成本压力明显。

图 45：粘胶溶解浆价格价差情况



资料来源：Wind，CCFEI，申万宏源研究

陆续有厂家因成本等因素降负检修，粘胶有望触底回升。春节归来后，下游纱厂装置负荷提升缓慢，且节后归来下游多消费前期原料库存为主，厂家库存逐渐积累，3-6月期间，粘胶短纤市场持续低迷，成交重心快速下跌，行业库存也增至36天历史高位。近期下游市场逐步回暖，纱线企业对粘胶和棉花的需求增加，行业库存出现回落，粘胶短纤有望触底回升。

图 46：粘胶短纤行业库存快速回落



资料来源：CCFEI，申万宏源研究

4.4 疆内粘胶企业优势突出

纺织业（尤其是棉纺织业）已成为新疆的战略性产业，粘胶短纤在疆内拥有广阔市场。作为新疆的传统产业，纺织业资源禀赋好、产业基础强、增长空间大、延伸链条长、劳动密集型特征突出，长期以来在吸纳就业、增加收入、稳定社会等方面发挥着重要作用。大规模发展纺织服装产业，既有原料、电价、土地、区位等方面的优势和基础，又有国内外的市场需求，特别是拥有向西出口的优势和条件，有利于吸引东部沿海地区纺织服装产业向新疆转移，具备持续稳定发展、逐步扩大规模的基础，也符合国家“一带一路”战略规划。

公司粘胶短纤产能位处新疆，原材料和能源均有突出优势，成本属行业最低。新疆是我国棉花的主产区之一，当地出产大量棉浆粕和棉短绒，位处新疆的粘胶短纤生产企业将取得巨大的原料成本优势。新疆作为我国的重要的能源产区，电力价格也显著低于全国其他地区。与内地工业企业相比，新疆企业在电力成本上也具有优势。此外，新疆对本地棉（含粘胶短纤）为原料生产并运往内地销售区域的棉纱类产品给予一定补贴，因此公司粘胶及纱线较内地企业具有突出优势。

表 6：公司享受的部分优惠政策

文件	主要内容
新财建（2014）433号	用本地棉（包括粘胶纤维），采购价高于进口棉花价 1500 元/吨，给予用棉企业补贴 800 元/吨
新财建（2014）434号	出疆棉纱（包括粘胶纱）运费补贴 900-1000 元/吨
新财建（2014）587号	纺织服装行业电费按照 0.38 元/吨结算，财政给予补贴 0.03 元/吨，
新财建（2015）114号	企业增值税先征后返，返还的税收通过企业向当地政府以项目实施的方式申请专项补贴给纺织企业
新财建（2016）346号	用本地棉（包括粘胶纤维）生产出疆棉纱（包括粘胶纱）运费补贴、用电费用补贴、贷款贴息、疆籍员工的岗前培训费补贴等
新财建（2016）444号	用本地棉（包括粘胶纤维）生产出疆棉纱（包括粘胶纱）运费补贴

资料来源：公司公告，申万宏源研究

金富纱业和富丽震纶形成下游配套，进一步降低成本、提升产品附加值。纺纱业是粘胶短纤的下游产业。新疆富丽达控股的金富纱业是目前全国最大的气流纺生产企业，目前已具备 150 万锭纺纱产能；同属新疆富丽达控股的富丽震纶也是重要的纺纱企业，目前具备 100 万锭纺纱。金富纱业、富丽震纶与新疆富力达空间上相互毗邻，公司粘胶短纤产品可直接用于上述两家企业的生产，将极大减少公司整个产业链的物流运输成本。

由于原材料供给优势明显，目前公司粘胶短纤的综合生产成本为全行业最低，比行业平均低 1500 元/吨。公司 2016-2017 年粘胶业务毛利率均大幅高于同行，在粘胶短纤景气度上升时，公司将具有极强的盈利能力，大幅受益于粘胶价格上涨，根据测算，粘胶价格每上涨 1000 元/吨，公司净利润弹性为 5.5 亿元。

5. 盈利预测与投资评级

5.1 关键假设

关键假设：公司 PVC、粘胶短纤、烧碱等产能维持 90%以上开工；粘胶短纤、PVC 供需结构向好，年均价格稳步上行。

表 7：产销量假设（单位：万吨）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
粘胶短纤					
产能	50	54	74	74	74
产量	43	53	68	70	72
销量	19	25	33	35	37
纱线					
产能	30	35	40	40	40
产量	26	30	35	35	35
销量	25	30	35	35	35
PVC					
产能	174	174	174	174	174
产量	175	177	178	178	178
销量	174	178	178	178	178
烧碱					
产能	125	125	140	140	140
产量	122	124	135	140	140
销量	98	85	87	91	90

资料来源：申万宏源研究

表 8：价格假设（单位：元/吨）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
粘胶短纤					
含税价	14713	13912	11500	12000	12500
不含税价	12575	11994	10177	10619	11062
yoy %		-5%	-15%	4%	4%
纱线					
含税价	18000	18105	16800	17300	17800
不含税价	15385	15608	14867	15310	15752
yoy %		1%	-5%	3%	3%
PVC					
含税价	6416	6689	6500	6500	6500
不含税价	5484	5767	5752	5752	5752
yoy %		5%	0%	0%	0%
烧碱					

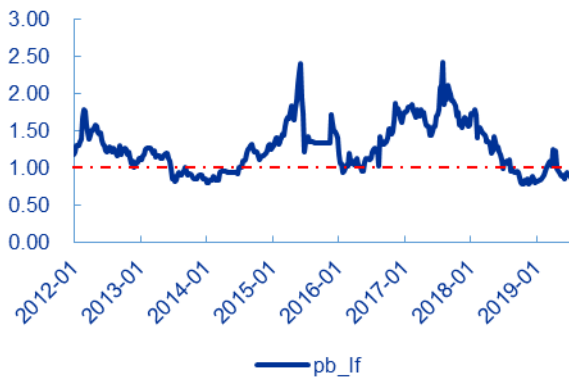
含税价	3951	4282	3200	3300	3500
不含税价	3377	3691	2832	2920	3097
yoy %		9%	-23%	3%	6%

资料来源：申万宏源研究

5.2 投资建议

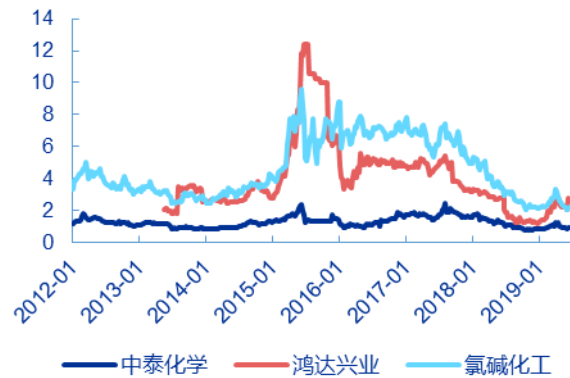
1. **当前公司估值低，具有充分安全边际**：从公司历史估值水平来看，公司当前的 PB 估值低于 1 倍，处于历史底部；从行业可比公司估值角度来看，公司与同行业公司相比明显偏低。

图 47：公司历史 PB 估值



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 48：公司 PB 估值处于同行业低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. **公司拥有一体化产业链，成本优势领先同行**。公司打通能源、氯碱、粘胶、纱线全链条，构筑循环经济优势，公司的 PVC 生产成本较行业平均低 2000 元左右、粘胶短纤较行业平均低 1500 元左右，在行业周期下行时仍可凭借其成本优势取得远超同行的盈利。未来公司和集团重点布局化纤-纺织产业链，将进一步强化公司在 PVC-粘胶行业的龙头地位。

3. **粘胶、PVC 涨价弹性大**。当前粘胶和 PVC 行业盈利处于相对低位。PVC 受到原料电石价格推动上涨时，公司作为全产业链一体化企业可以两端受益；粘胶短纤行业当前深度亏损，未来随着新增产能增速减缓、行业中小企业逐步退出，行业景气有望复苏。PVC 每涨价 100 元，公司业绩弹性为 1.10 亿元；粘胶短纤每涨价 1000 元，公司业绩弹性为 5.42 亿元。

我们看好氯碱行业长期盈利中枢上行以及粘胶行业的底部反转，公司作为规模最大的氯碱、粘胶龙头企业受益明显，预计公司 2019-2021 年实现归母净利润为 11.92、16.13、18.19 亿元，对应 EPS 为 0.56、0.75、0.85 元，对应 PE 为 14/10/9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总股本 亿股	总市值 亿元	收盘价 7月15日				净利润				PE				PB
				元	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E				
002092.SZ	中泰化学*	21.5	167	7.78	24.3	11.9	16.2	18.3	7	14	10	9	0.9			
002002.SZ	鸿达兴业	25.9	140	5.41	6.1	7.5	9.0	10.0	23	19	16	14	2.3			
600409.SH	三友化工*	20.6	117	5.66	15.9	15.9	21.0	23.6	7	7	6	5	1.1			

资料来源：标*号为申万宏源预测，其余为 wind 一致预测

我们选取 PVC 行业公司鸿达兴业、三友化工进行估值比较，19-21 年公司 PE 高于三友化工、低于鸿达兴业，而公司 PB 估值为三家公司中最低且小于 1 倍，考虑到 PVC 和粘胶短纤的涨价弹性，以及公司在氯碱行业拥有的突出成本优势，有一定抵御周期下行风险的能力，公司利润与估值均有上行空间。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,059	70,223	79,934	80,558	81,046
营业总成本	38,193	67,362	78,450	78,535	78,776
营业成本	33,731	62,426	72,969	73,072	73,300
营业税金及附加	255	303	518	456	444
销售费用	2,386	2,600	2,959	2,982	3,000
管理费用	903	854	973	980	986
财务费用	905	1,045	1,045	1,045	1,045
资产减值损失	12	135	-13	0	0
公允价值变动损益	0	60	0	0	0
投资收益	23	111	0	0	0
营业利润	2,994	3,031	1,483	2,023	2,270
营业外收支	-64	-26	0	0	0
利润总额	2,930	3,005	1,483	2,023	2,270
所得税	477	444	226	321	352
净利润	2,453	2,561	1,257	1,702	1,918
少数股东损益	51	133	65	89	100
归母净利润	2,402	2,428	1,192	1,613	1,819

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

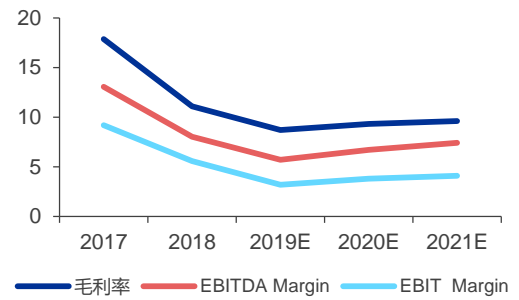
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	19,557	21,081	21,274	21,309	21,343
现金及等价物	4,507	3,646	2,882	2,882	2,882
应收款项	10,970	13,887	14,353	14,383	14,407
存货净额	2,775	2,812	3,302	3,307	3,317
其他流动资产	1,304	737	737	737	737
长期投资	1,073	2,037	2,037	2,037	2,037
固定资产	29,481	33,860	34,818	35,025	34,382
无形资产及其他资产	5,516	1,650	1,586	1,606	1,594
资产总计	55,627	58,628	59,714	59,977	59,357
流动负债	25,401	27,913	28,646	28,111	26,477
短期借款	13,846	14,875	13,869	13,318	11,645
应付款项	8,827	10,300	12,040	12,057	12,094
其它流动负债	1,900	1,501	1,501	1,501	1,501
非流动负债	11,080	10,967	10,063	9,159	8,255
负债合计	36,480	38,880	38,709	37,271	34,731
股本	2,146	2,146	2,146	2,146	2,146
资本公积	9,280	9,282	9,282	9,282	9,282
盈余公积	427	609	698	818	954
未分配利润	5,018	6,825	7,987	9,480	11,163
少数股东权益	768	826	891	980	1,080
股东权益	19,147	19,748	21,005	22,707	24,625
负债和股东权益合计	55,627	58,628	59,714	59,977	59,357

资料来源：申万宏源研究

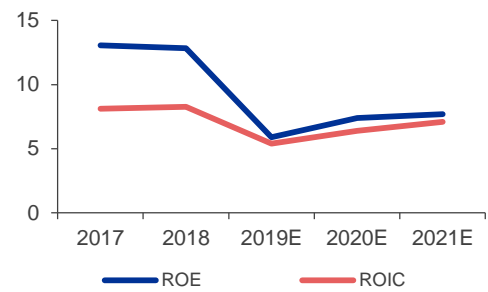
合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,453	2,561	1,257	1,702	1,918
加：折旧摊销减值	1,603	1,871	2,039	2,302	2,652
财务费用	1,129	1,222	1,045	1,045	1,045
非经营损失	-40	-144	0	0	0
营运资本变动	-1,393	889	796	-18	4

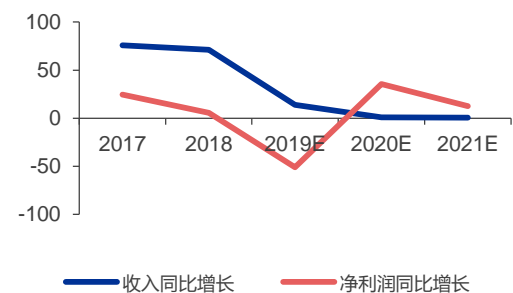
经营利润率(%)



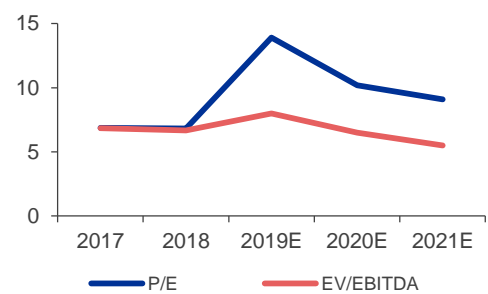
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	3,753	6,393	5,137	5,032	5,620
资本开支	3,597	4,259	2,946	2,531	1,998
其它投资现金流	-25	-864	1	0	0
投资活动现金流	-5,629	-5,222	-2,944	-2,531	-1,998
吸收投资	298	15	0	0	0
负债净变化	1,824	-2,988	-1,910	-1,456	-2,577
支付股利、利息	1,524	1,854	1,045	1,045	1,045
其它融资现金流	-582	-659	0	0	0
融资活动现金流	2,908	-2,009	-2,955	-2,501	-3,622
净现金流	998	-729	-762	0	0

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。