

新疆天业 (600075.SH)

塑料行业

评级：增持 首次评级

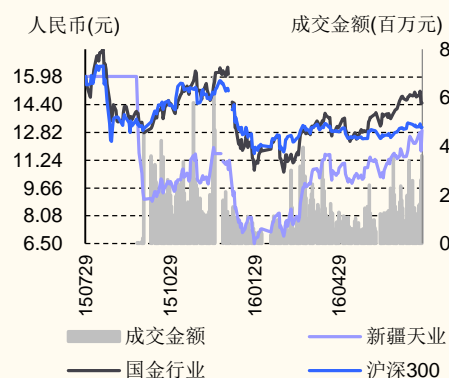
公司深度研究

市场价格 (人民币): 12.95 元
 目标价格 (人民币): 14.00-18.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	438.59
总市值(百万元)	6,975.90
年内股价最高最低(元)	16.00/6.50
沪深 300 指数	3221.14
上证指数	2994.32



特种 PVC 与节水业务双轮驱动，大集团小公司 资产值得关注

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.089	0.094	0.638	0.777	0.885
每股净资产(元)	3.52	3.61	2.92	3.69	4.58
每股经营性现金流(元)	1.63	-0.18	1.10	1.01	1.11
市盈率(倍)	73.26	114.24	18.44	15.16	13.30
行业优化市盈率(倍)	46.84	99.58	86.24	86.24	86.24
净利润增长率(%)	N/A	5.51%	978.54%	21.64%	14.00%
净资产收益率(%)	2.53%	2.60%	21.89%	21.03%	19.33%
总股本(百万股)	438.59	438.59	694.66	694.66	694.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **背靠建设兵团，产品业务布局清晰：**公司隶属于新疆天业集团（以下简称“集团”），其控股股东为大型国企新疆生产建设兵团第八师（以下简称“兵团”），是兵团 A 股唯一上市平台。此外兵团拥有 H 股上市平台天业节水。
- **新疆地区成本优势明显，糊树脂业务盈利能力强：**新疆地区资源丰富，较低煤炭价格、自备电厂、丰富的石灰石资源为新疆地区的糊树脂生产企业提供优异的成本优势。
- **天业节水有望受益国家节水政策：**2016 年中央一号文件强调要“大规模推进农田水利建设”。假设 2020 年达到 10 亿亩，节水灌溉工程面积占比达到 60%，每亩节水灌溉设备投入 600-1000 元，以 600 元/亩计算，市场容量约 990 亿元，平均每年 150 亿元。市场规模及空间都非常巨大。
- **天伟化工盈利能力值得期待：**公司 2015 年通过非公开发行的方式收购天伟化工 62.5% 股权，并将在 2016 年全年并表。天伟化工 2015 年经营表现优异，全年实现 29.74 亿营业收入以及 3.78 亿净利润，远超市场预期，特种树脂卓越的盈利能力使得公司未来业绩值得期待。
- **大平台、小公司，集团资产证券化预期强：**新疆天业是天业集团旗下唯一 A 股上市平台。集团旗下有 25 万吨煤制乙二醇、20 万吨 1, 4-丁二醇等优质项目，其中煤制乙二醇为国内首套，技术先进；乙二醇对外依存度高达 65%，需求稳定增长，盈利能力较强。

投资建议

- 我们认为公司主要产品充分受益于新疆地区成本优势，在国家政策力度加大下公司节水业务也有望超预期，同时公司作为集团下唯一的 A 股上市平台，资产注入预期较强，2016 年将迎来业绩拐点。

估值

- 考虑到公司增发摊薄及天伟化工将在今年并表，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.64 元、0.78 元以及 0.89 元，对应当前股价为 18 倍、15 倍、13 倍，对公司首次覆盖给予增持评级。

风险

- 宏观经济持续下行 新业务推广缓慢

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

一、背靠建设兵团，产品业务布局清晰.....	4
二、成本优势显著，有望成为国内特种 PVC 龙头.....	5
1. 特种 PVC 树脂是 PVC 大趋势	5
2. 我国是糊树脂净进口国	6
3. 公司地处新疆，成本优势显著	7
三、十三五规划助力节水业务爆发.....	9
1. “十二五”节水灌溉工程成效显著	9
2. 十三五规划再次强调整节水，节水业务有望爆发.....	9
四、集团公司乙二醇业务注入预期强烈.....	10
1. 大集团小公司，优质资产注入预期强	10
2. 乙二醇产能转移加速，国内仍以石油乙烯路线为主	11
3. 国内乙二醇对外依存度较高 国内进口替代空间巨大	12
五、首次覆盖 推荐新疆天业.....	16

图表目录

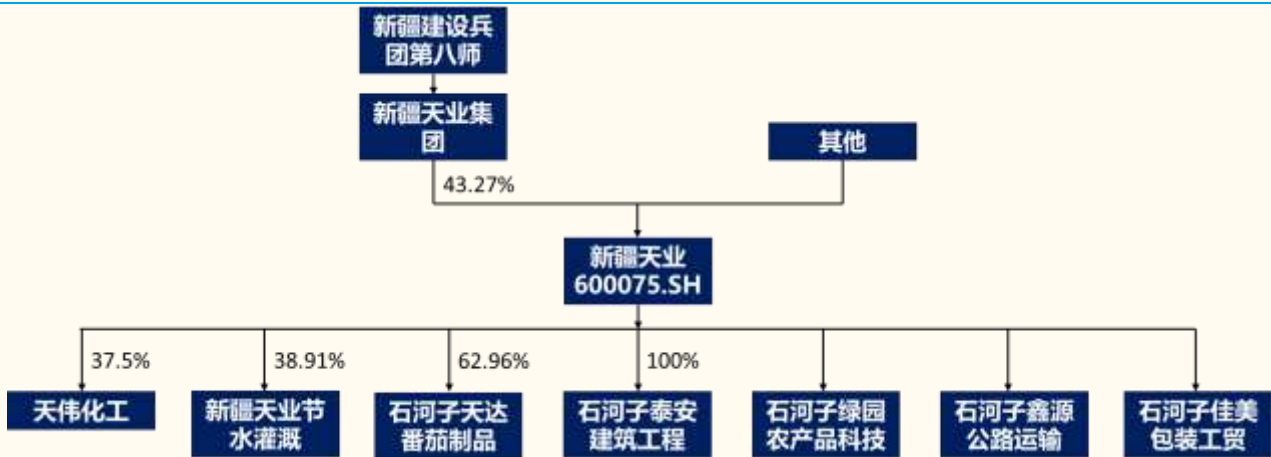
图表 1：公司股权结构及主要子公司	4
图表 2：公司主要收入来源为塑料制品、糊树脂、运输业务	5
图表 3：公司历史收入来源主要为烧碱、PVC 等化工产品	5
图表 4：主流特种 PVC 产品.....	5
图表 5：全球特种 PVC 产能分类	6
图表 6：国内特种 PVC 产能分类	6
图表 7：国内特种 PVC 代表企业	6
图表 8：PVC 糊树脂主要下游消费领域	7
图表 9：我国是 PVC 糊树脂净进口国	7
图表 10：国内主要 PVC 糊树脂生产企业	7
图表 11：天伟化工一体化产业联动模式示意图.....	8
图表 12：西北地区电石比华北、东北有 200-500 元 / 吨价格优势（单位：元/吨）	8
图表 13：分地区电石、电能价格成本计算（取大工业用电均价）	9
图表 14：有效灌溉面积增长，农业用水总量变动不大	9
图表 15：十二五期间单位灌溉面积用水量明显降低	9
图表 16：节水市场规模估计.....	10
图表 17：集团公司旗下主要业务（单位：万吨）	10
图表 18：产能基本已实现自美洲向中东及中国的转移	11
图表 19：全球前十大乙二醇产能分布（截止 2014 年 12 月 31 日）	11
图表 20：2014 年国内乙二醇各类生产工艺占比.....	12
图表 21：70%以上的乙二醇用于生产聚酯相关产品	12

图表 22: 中东地区及亚太地区的乙二醇开工率已经维持多年在 80%以上的水平上	13
图表 23: 目前国内乙二醇的对外依存度仍然较高.....	13
图表 24: 2014 年国内乙二醇产能汇总	13
图表 25: 合成气制乙二醇供需简图.....	15
图表 26: 合成气及乙烯法制乙二醇单耗比较.....	15

一、背靠建设兵团，产品业务布局清晰

- 新疆天业（600075.SH）（以下简称“上市公司”）隶属于新疆天业集团（以下简称“集团”），其控股股东为大型国企新疆生产建设兵团第八师（以下简称“兵团”），为兵团 A 股唯一上市平台，此外兵团拥有 H 股上市平台天业节水（0840.HK）。
- 上市公司业务涉及塑料制品、节水器材、化工、电石、热电、建筑安装、地产、物流、水泥、矿业、建材、食品、等众多领域。

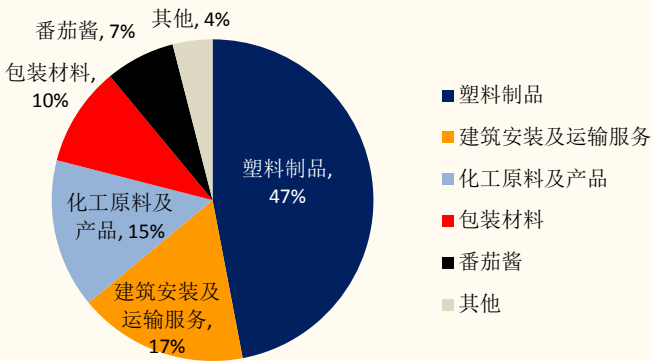
图表 1：公司股权结构及主要子公司



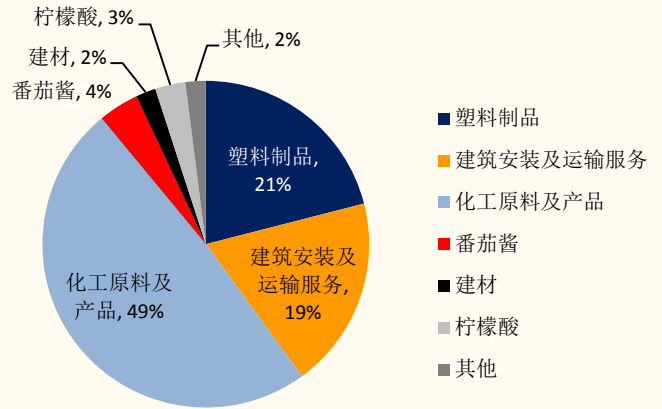
来源：公司公告，国金证券研究所

- 2014 年之前，上市公司主营通用 PVC 树脂、烧碱，以及控股子公司天业节水灌溉的 PVC 塑料制品销售和节水灌溉工程。2010 年以后，通用型 PVC 树脂产能过剩，导致价格一路下跌，公司盈利能力受影响有所下滑。
- 2014 年，为解决与集团同业竞争问题，上市公司将天从事普通 PVC、氯碱生产业务的“天业化工、中发化工、天业股份化工厂”三家子公司打包出售给集团，并收购集团旗下鑫源公路运输有限公司，同时增资从事特种 PVC 糊树脂生产的天伟化工，实现“通用 PVC 退，特种 PVC 进”的变局。
- 2015 年 12 月上市公司非公开发行收购天伟化工 62.5% 股权方案获证监会通过，标志着公司业务转向特种 PVC 糊树脂生产领域。截止 2016 年 7 月 27 日，公司已经完成天伟化工 62.50% 股权以及其生产经营所用的 4 宗土地的土地使用权的过户，集团定增价为 9.24 元/股，并拟向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金不超过 18 亿元。
- 根据最新的十三五期间的战略规划，天业集团制定了“十三五”期间的 12355 战略，即以科技创新为一个核心，充分发挥好新疆天业和天业节水两个上市公司的平台作用，构筑人才、文化、党建的支撑作用；建设国内最大的聚氯乙烯特种树脂研发及生产的循环经济产业基地，建设具有世界一流水平的高效节水农业设施产生与高效节水农业示范基地，建设新疆聚酯化纤和新材料产业链基地，建设具有核心技术优势的大型现代化煤化工和石化下游化工生产基地，建设新能源和可再生能源生产示范基地；推进上下游一体化深度融合，工农业一体化深度融合，传统产业与战略新兴产业深度融合，制造服务业与互联网深度融合，产业资本与金融资本深度融合；坚持安全本质化、管理精益化、产品产异化、品牌国际化、发展绿色化、产业智能化、服务无缝化、资产证券化。这一战略会保证公司未来将沿着高速成长的路径向前发展。

图表 2：公司主要收入来源为塑料制品、糊树脂、运输业务



图表 3：公司历史收入来源主要为烧碱、PVC 等化工产品



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

二、成本优势显著，有望成为国内特种 PVC 龙头

1. 特种 PVC 树脂是 PVC 大趋势

- 由于国内研究起步较晚，目前特种树脂专用化程度较低。截止 2015 年我国 PVC 产能 2216 万吨，其中糊树脂仅 120 万吨左右，占比仅 5%。石油和化学工业“十二五”发展规划明确提出实现 PVC 树脂品种系列化、差别化、功能化和高性能化。

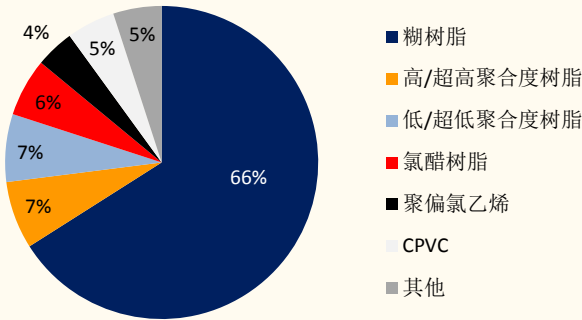
图表 4：主流特种 PVC 产品

特种 PVC 产品类型	特点	用途	工艺	典型企业
HPVC	抗撕裂、使用温度宽、脆化温度低、耐高温蠕变	橡胶替代品	悬浮聚合法	新疆天业
PVC 糊树脂	发泡性能优异、制品流动性高、加工性能好、透明度高、抗剪切	薄膜、人造革	乳液法、悬浮法、混合法	天津渤天
氯醋树脂	吸水性低、水蒸气透过率低、可溶于丙酮等溶剂、黏结性、流动性好	薄膜、涂料、包装用硬质透明片	悬浮聚合法	新疆中发
CPVC	玻璃化转化温度高、阻燃、热变形温度高、机械强度高		均质氯化、非均质氯化	上海氯碱

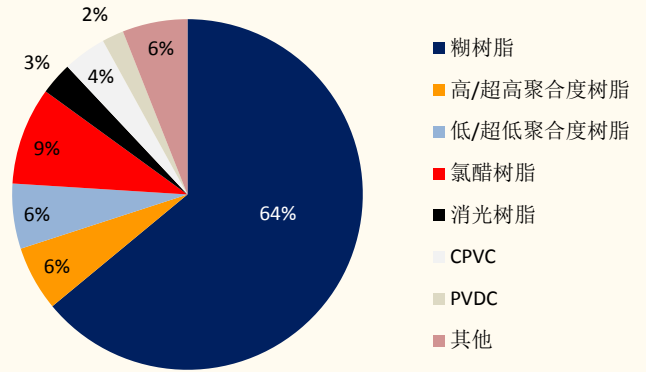
来源：Wind，国金证券研究所

- 公司子公司天伟化工业务之一的糊树脂是特种 PVC 树脂中产能最大的品种，约占特种 PVC 树脂总产能的 60%以上。**特种 PVC 周期性特征不太显著，没有传统 PVC 那么强，下游需求较为稳定，价格预计将维稳。**

图表 5：全球特种 PVC 产能分类



图表 6：国内特种 PVC 产能分类



来源：中国氯碱，CNKI，国金证券研究所

来源：中国氯碱，CNKI，国金证券研究所

图表 7：国内特种 PVC 代表企业

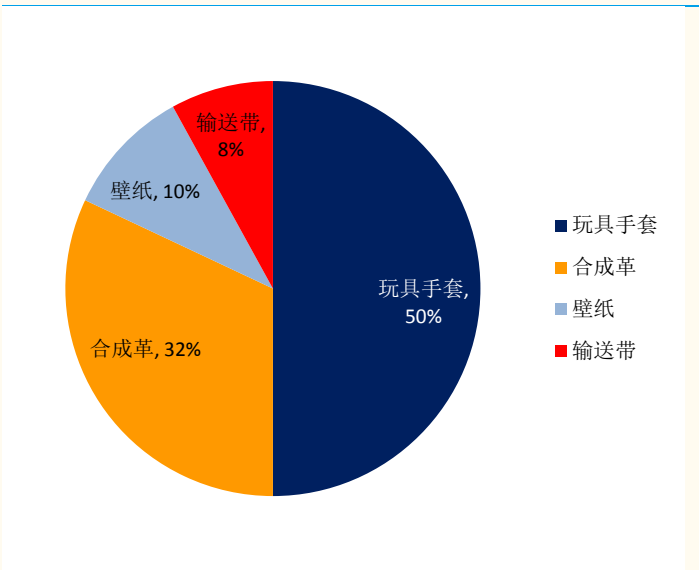
公司	代表产品	产能(万吨)
河北盛华	ACR-g-VC	5
杭州电化	消光 PVC、CPVC	20
新疆天业	EPVC、SPVC、氯醋树脂	20
天津渤天	HPVC、消光 PVC、糊树脂	16
上海氯碱	CPVC、糊树脂	10
潍坊高信	CPVC	3
无锡洪汇	氯醋树脂	10

来源：CNKI，国金证券研究所

2. 我国是糊树脂净进口国

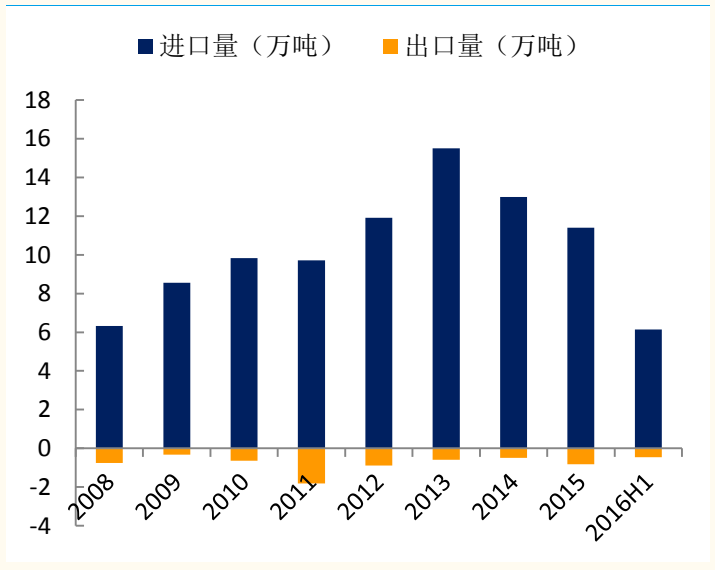
- PVC 糊树脂性能优良，产品附加值高，由于具有良好的耐化学腐蚀性、电绝缘性、难燃性、高强度、高分散性等特质，被广泛应用于薄膜、涂料、人造革等领域。例如医用 PVC 手套就是典型的 PVC 糊树脂下游应用。
- 我国是 PVC 糊树脂净进口国，2015 年全年累计进口糊树脂 11.4 万吨，约占国内 PVC 糊树脂总需求量的 10-20%。

图表 8: PVC 糊树脂主要下游消费领域



来源: CNKI, 国金证券研究所

图表 9: 我国是 PVC 糊树脂净进口国



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 10: 国内主要 PVC 糊树脂生产企业

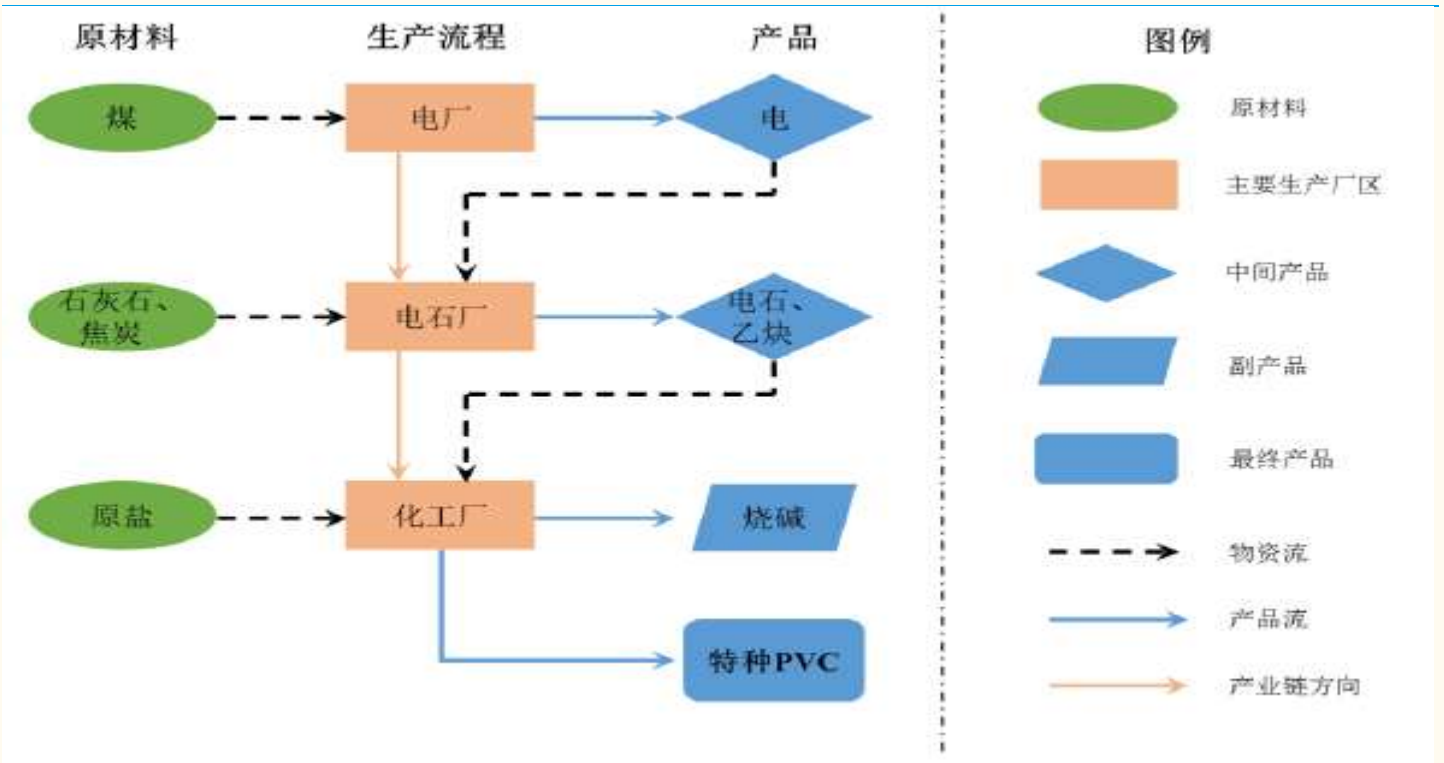
企业 (装置)	产能 (万吨)	生产工艺	技术来源
沈阳化工	20	微悬浮法	日本钟渊
天津化工	18	种子乳液	三菱孟山都
江苏蝙蝠	15	乳液微悬浮	沈阳化工
上海氯碱	10	混合法	西方化工
中盐红四方	10	种子微悬浮	法国阿托
伊东化工	10		
新疆天业	10	乳液法	
中盐华湘	10	微悬浮法	沈阳化工
山东朗晖	10		
内蒙古晨宏力	7.5	微悬浮法	沈阳化工

来源: CNKI, 国金证券研究所

3. 公司地处新疆, 成本优势显著

- 2015 年 12 月 24 日, 证监会通过新疆天业非公开发行收购天伟化工及相关土地的预案。天伟化工是天业集团旗下专业从事特种 PVC 树脂生产的公司, 目前有 SPVC 产能 10 万吨, EPVC (糊树脂) 产能 10 万吨, 烧碱产能 15 万吨, 电石产能 70 万吨, 以及自备发电厂。电石和发电厂除自用外, 还可以出售给天业集团旗下其他子公司。

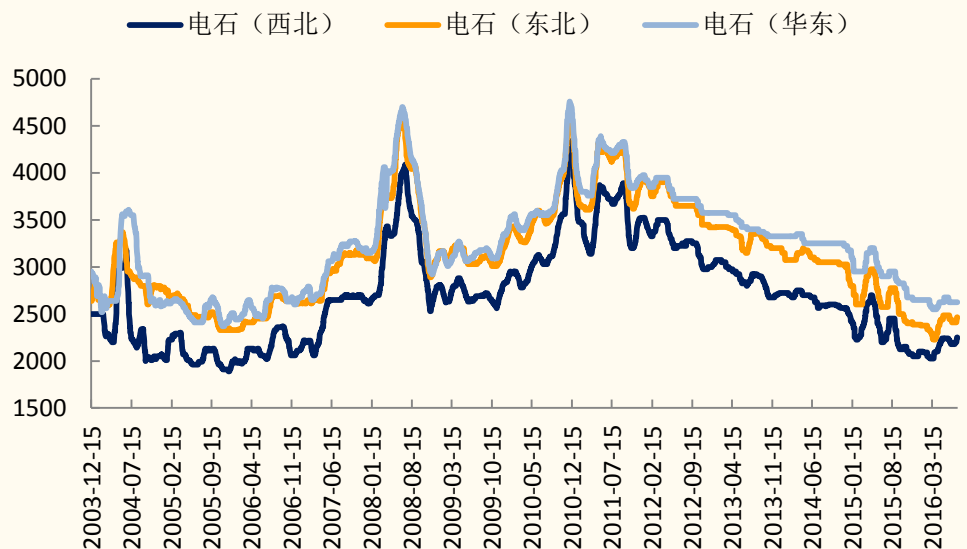
图表 11：天伟化工一体化产业联动模式示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 天伟化工的年产 20 万吨特种 PVC 产品项目拥有与其配套的年产 70 万吨电石项目以及 2×330MW 热电项目，形成了以特种 PVC 为最终产品的“自备电力→电石→特种 PVC”的一体化产业联动式发展模式，有效降低了特种 PVC 产品的生产成本，使公司具有较明显的成本优势，在特种 PVC 的行业竞争中处于有利地位。

图表 12：西北地区电石比华北、东北有 200-500 元/吨价格优势（单位：元/吨）



来源：CNKI，国金证券研究所

- 新疆地区煤炭资源丰富，较低的煤炭价格、自备电厂、丰富的石灰石资源为新疆地区的糊树脂生产
- 企业提供更加有成本优势的电石和电力、蒸汽等，新疆地区糊树脂企业具有明显成本优势。

- 以天伟公司披露生产 1 吨 EPVC 需要 1.53 吨电石，用电 974.11 千瓦时计算，天伟化工仅能耗和电石比其他地区企业增加盈利空间 400-900 元/吨。

图表 13：分地区电石、电能价格成本计算（取大工业用电均价）

地区	电价 元/千瓦时	电石 元/吨	成本计算 电*974+电石 *1.53	西北地区 成本优势
西北（新疆）	0.516	2025	3600	—
东北（辽宁）	0.5396	2275	4006	406 元/吨
华东（江苏）	0.632	2575	4555	955 元/吨

来源：国家收改委，国金证券研究所

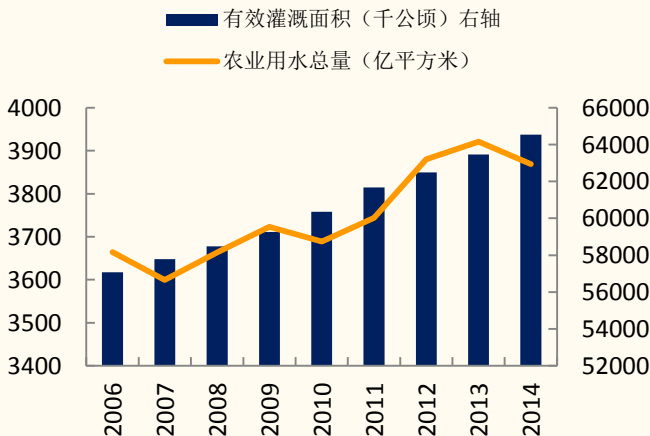
- 我们继续看好特种 PVC 未来在中国的发展，并看好天伟化工未来将继续为公司业绩增厚提供强力支撑。主要原因在于：1. 特种 PVC 不同于传统的 PVC 其具有一定的抗周期性且下游需求波动性也显著小于传统 PVC 下游；2. 公司地处新疆具有较强的成本以及资源竞争优势；3. 公司在这一细分市场深耕多年具有较强的研发能力以及下游客户关系。

三、十三五规划助力节水业务爆发

1. “十二五”节水灌溉工程成效显著

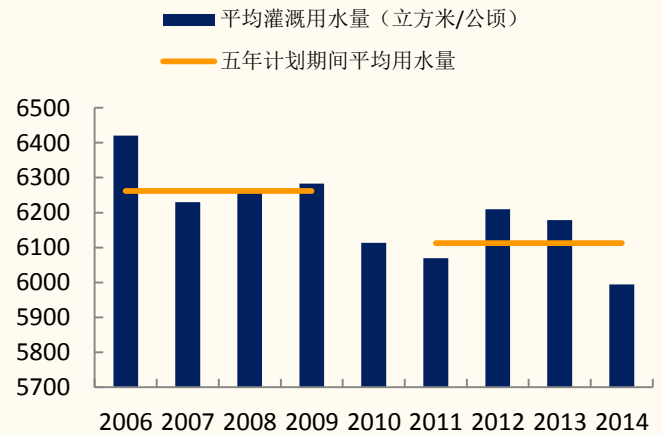
- “十二五”期间，国家按照节水优先的根本方针，发布了《国家农业节水纲要(2012-2020 年)》，从宏观层面和空间布局上对大力推进农业节水做出部署安排。
- “十二五”期间改进灌溉面积 2.8 亿亩，展开高效节省用水灌溉面积 1.2 亿亩，形成年节水能力 150 亿立方米，农田灌溉水有效利用系数由 2010 年的 0.50 提高到 2015 年的 0.53 以上。

图表 14：有效灌溉面积增长，农业用水总量变动不大



来源：Wind，水利部，国家统计局，国金证券研究所

图表 15：十二五期间单位灌溉面积用水量明显降低



来源：Wind，水利部，国家统计局，国金证券研究所

2. 十三五规划再次强调整水，节水业务有望爆发

- 2016 年中央一号文件强调要“大规模推进农田水利建设”。把农田水利作为农业基础设施建设的重点，到 2020 年农田有效灌溉面积达到 10 亿亩以上，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上。
- 十三五规划纲要于 2016 年 3 月 17 日正式发布。强调要落实最严格的水资源管理制度，加快农业、工业、城镇节水改造，开展节水综合改造示范。用水总量控制在 6700 亿立方米以内。
- 水利部规划的工程节水灌溉面积将在存量基础上扩张约 30%。新疆天业控股子公司天业节水灌溉是节水灌溉设备生产、安装工程领域的龙头企业，公司将明显受益于十三五规划和水利部规划。

图表 16: 节水市场规模估计

时间	有效灌溉面积 (亿亩)	其中: 工程节水 灌溉面积 (亿亩)	新增工程节水 灌溉面积 (亿亩)	新增市场容最 累计 (亿元)
2014 年	9.68	4.35		
2020 年 (规划)	10	6	1.65	990

来源: 水利部, 新华社, 国金证券研究所

- 2016 年 6 月 22 日, 公司公告, 称子公司新疆天业节水灌溉股份有限公司与江苏爱康实业集团在新疆石河子签署《光伏农业战略合作框架协议》, 双方商定在光伏用地土壤改良、高效节水灌溉、工程设计、农光互补及农业运行方面展开战略合作。
- 西北地区太阳能资源丰富, 是我国光伏能源的重点建设地区; 天业节水掌握高效节水灌溉技术, 通过此次合作涉足农业运行, 有望借助光伏农业模式试水设施化农业。该模式可在新疆地区复制, 有利于提高公司节水业务市场占有率和盈利能力。

四、集团公司乙二醇业务注入预期强烈

1. 大集团小公司, 优质资产注入预期强

- 新疆天业是新疆建设兵团第八师天业集团旗下唯一的 A 股上市平台, 因此资产注入上市公司是提高集团资产证券化率的唯一途径。新疆天业集团除氯碱、PVC 产业外, 还有 20 万吨 1, 4-丁二醇和 25 万吨乙二醇产能。
- 新疆天业拥有我国第一套煤制乙二醇装置, 且生产技术成熟, 2014 年该套装置的运行负荷高达 96%。
- 煤制乙二醇盈利可持续性较强, 我们认为未来在产品进口替代的大背景下, 行业景气度仍将维持较高水平。公司采用合成气制乙二醇工艺先进, 背靠新疆优质的资源优势, 充分发挥成本及集群优势。若未来能够成功注入上市公司, 预计将持续提升上市公司盈利水平。

图表 17: 集团公司旗下主要业务 (单位: 万吨)

业务	公司	普通 PVC	特种 PVC	烧碱	电石	水泥	1, 4- 丁二醇	乙二醇	节水 器材	番茄酱
化工	天辰化工	45		32	64	220				
	天能化工	45		32	64	205				
	天伟化工		20	15	70					
	天业化工	24		18						
	中发化工	8		6						
	天智辰业							20	25	
节水	天伟水泥					200				
	天业电石				32					
	天业节水								600 万 亩	
	天达食品									-

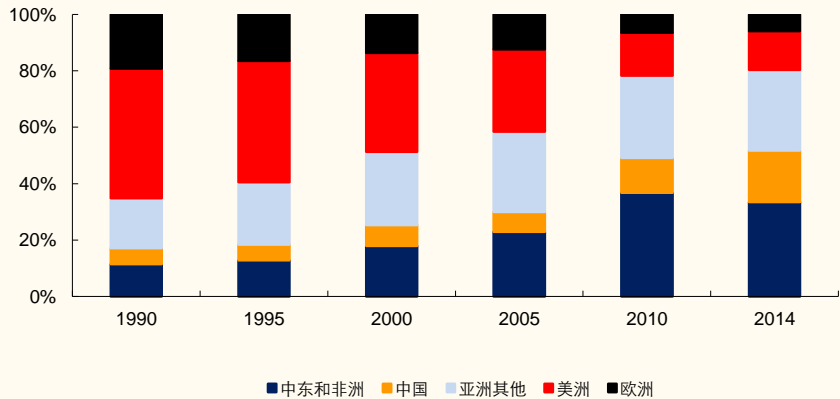
茄

来源：公司公告、公司网站、国金证券研究所

2. 乙二醇产能转移加速，国内仍以石油乙烯路线为主

2000年后随着中国承接全球消费品的产业转移，纺织品需求的大幅提升拉动了化学纤维的需求总量，作为占比最高的化纤品种涤纶的相应消费量也随之水涨船高。从全球消费结构来看，中国的占比逐年提高。

图表 18：产能基本已实现自美洲向中东及中国的转移



来源：Bloomberg、国金证券研究所

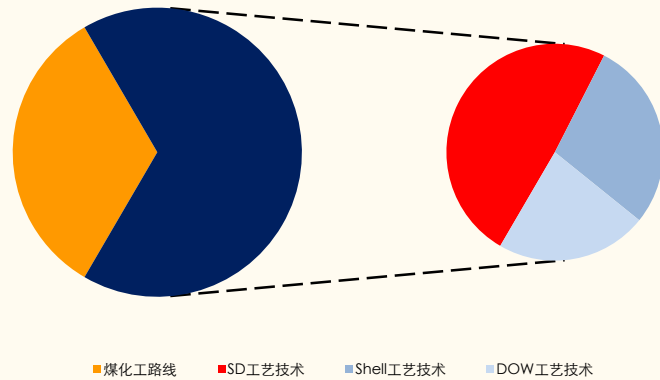
图表 19：全球前十大乙二醇产能分布（截止 2014 年 12 月 31 日）

公司名称	所属国家	产能 (万吨)
沙特基础工业公司	沙特阿拉伯	370
中石化	中国	284.4
环球乙二醇有限公司	科威特	192.5
壳牌	荷兰	190
台塑南亚塑胶	台湾	177
三菱化学	日本	106
河南煤化工集团	中国	100
伊朗国家石油公司	伊朗	95.5
中石油	中国	83
信诚工业公司	印度	77

来源：Bloomberg, CNKI, 国金证券研究所

- 目前国内乙二醇生产路线仍以石油乙烯路线为主，国内最早的乙二醇生产技术是直接引进的 SD 公司的技术，到目前为止石油乙烯路线的技术仍严重依赖海外化工巨头，基本由 SD 工艺、Shell 工艺以及 DOW 工艺三家瓜分。

图表 20: 2014 年国内乙二醇各类生产工艺占比

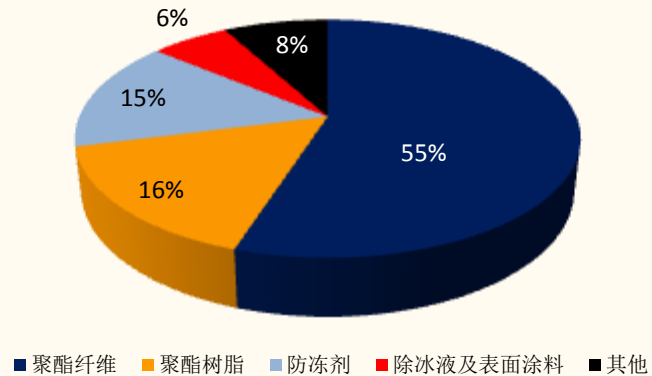


来源: 公司公告、公司网站、国金证券研究所

3. 国内乙二醇对外依存度较高 国内进口替代空间巨大

- 从全球的需求结构来看, 乙二醇 70%以上用于聚酯行业, 下游涤纶行业的景气度直接影响到产品的需求。其他依次为防冻剂行业、除冰液及表面涂料等。

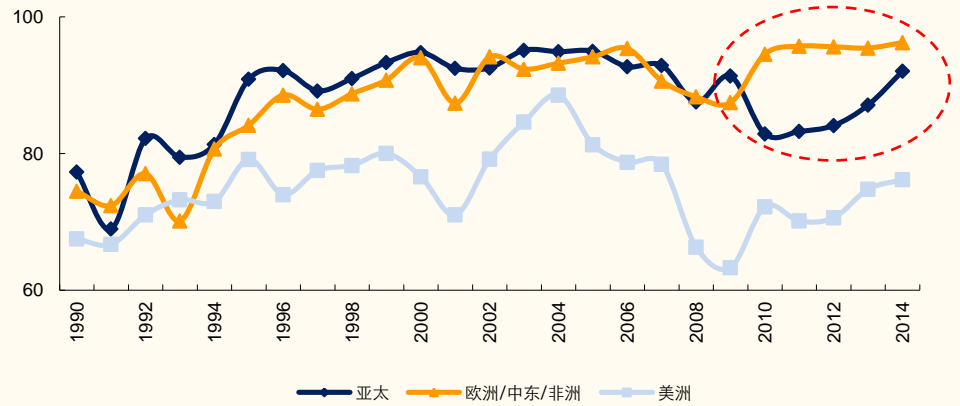
图表 21: 70%以上的乙二醇用于生产聚酯相关产品



来源: 公司公告、公司网站、国金证券研究所

- 从全球范围来看, 近几年乙二醇的供需结构仍属于良性, 这也是过去若干年全球行业仍然维持稳定增长的主要原因。
- 开工率水平仍保持在 85%左右, 属于行业良性运转区间, 其中除美洲外, 全球其他地区的开工率都在 80%以上。

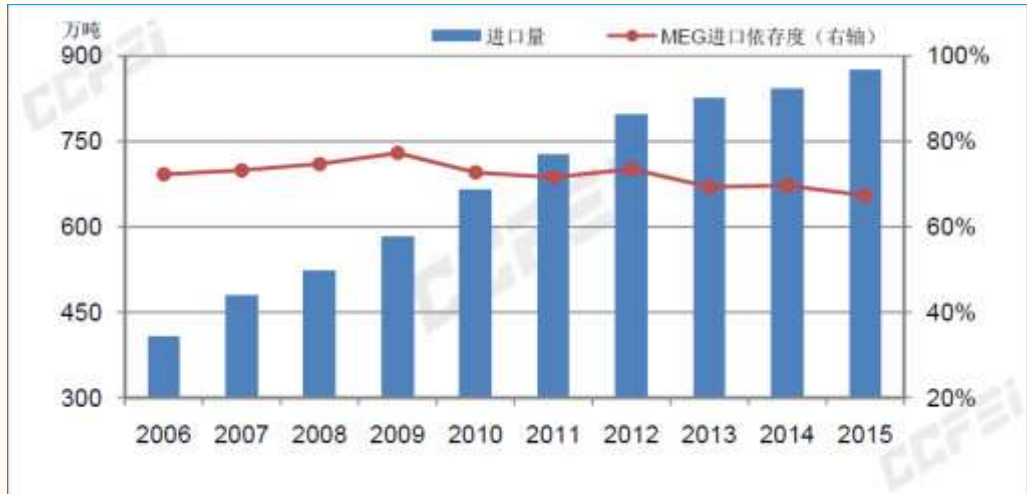
图表 22：中东地区及亚太地区的乙二醇开工率已经维持多年在 80% 以上的水平上



来源：公司公告、公司网站、国金证券研究所

- 乙二醇作为涤纶产业链的主要中游原材料，其需求在逐年持续提升。
- 下游需求与上游产能的增速错配导致了国内乙二醇的对外依存度居高不下。虽然近几年随着国内乙二醇的持续扩产，自给率有所提高，但仍然维持较高水平。

图表 23：目前国内乙二醇的对外依存度仍然较高



来源：中纤网、国金证券研究所

- 由于原材料过分依赖乙烯，使得国内乙二醇的生产大多集中于拥有石油化工上游资源的两桶油相关企业手中，国内产能增速有限，集中度较高。

图表 24：2014 年国内乙二醇产能汇总

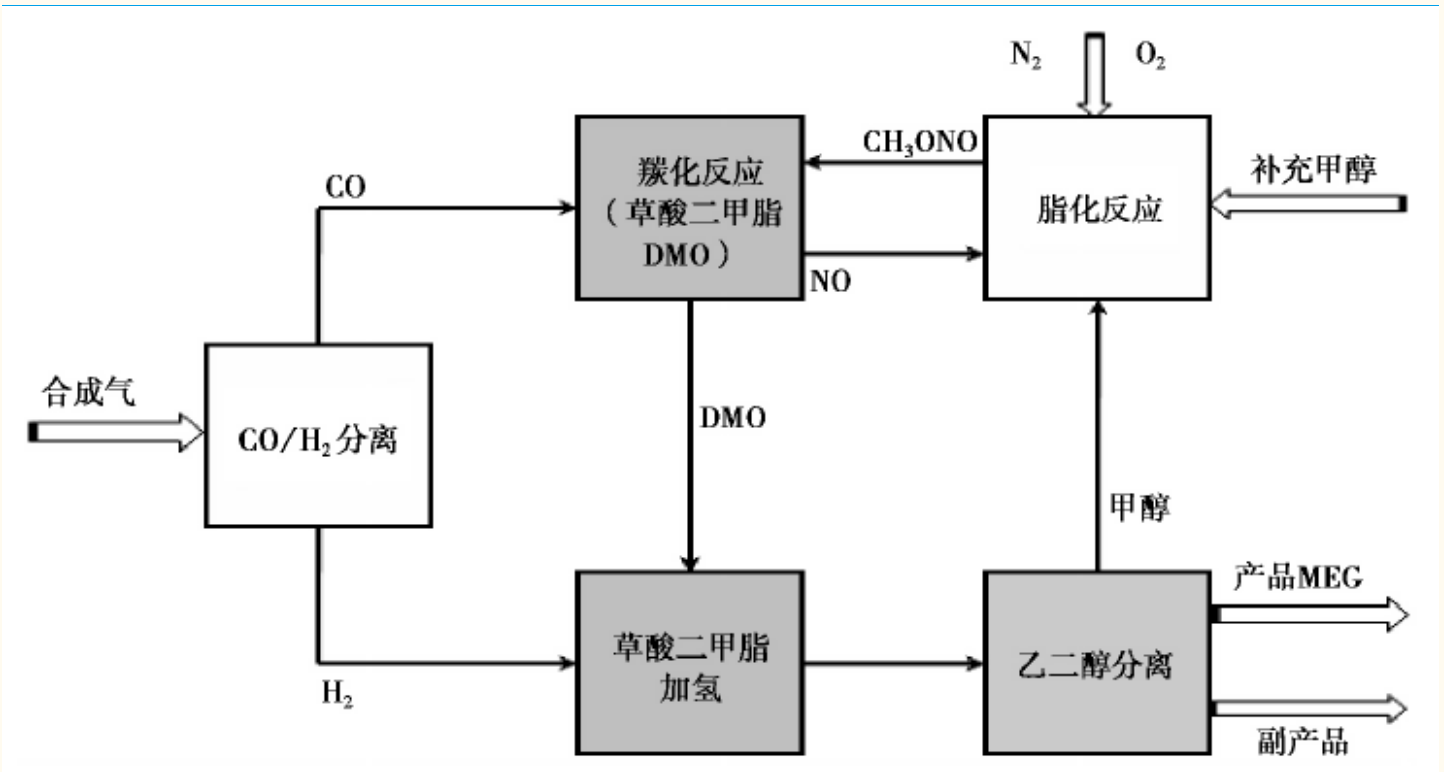
厂商名称	产能 (万吨)	投产年份	工艺
中石化	284.4		
北京燕山石油化工公司	8	1998	SD 氧化法
北京东方石油化工有限公司	4	1996, 现停产	SD 氧化法
中石化扬子石油化工有限公司	26.2	1999	SD 氧化法
中石化上海石油化工有限公司	60.5	2002 / 2007	SD 氧化法
中石化茂名石油化工有限公司	10.5	1996	Shell 工艺
天津联合化学有限公司	6.2	1996	Shell 工艺
南京扬子-巴斯夫有限公司	30	2005	SD 氧化法
中石化镇海炼化公司	55	2010	DOW 化学

中沙(天津)石化有限公司	36	2009	DOW 化学
中国石化武汉石油化工有限公司	28	2013	SD 氧化法
中国石化湖北化肥厂	20	2014	煤制乙二醇
中石油	82.9		
辽阳石油化纤公司	20	2007	Shell 工艺
抚顺石油化工有限公司	6	2000	Shell 工艺
吉林石油化工有限公司	15.9	1996 / 2002	SD 氧化法
独山子石油化工有限公司	5	1996 / 2002	SD 氧化法
中国石油四川石化有限责任公司	36	2014	Shell 工艺
中海油中海-壳牌石油化工有限公司	35	2006	Shell 工艺
其它	200		
辽宁北方化学工业有限公司	20	2010	SD 氧化法
内蒙古通辽金煤化工有限公司	20	2009	煤制乙二醇
河南煤化新乡永金化工公司	20	2012	煤制乙二醇
河南煤化濮阳永金化工公司	20	2012	煤制乙二醇
河南煤化安阳永金化工公司	20	2012	煤制乙二醇
河南煤化洛阳永金化工公司	20	2014	煤制乙二醇
河南煤化商丘永金化工公司	20	2014	煤制乙二醇
新疆天业(集团)有限公司	25	2013	合成气制乙二醇
浙江宁波禾元化学有限公司	50	2013	MTO 甲醇
山东华鲁恒升集团有限公司	5	2012	合成气制
合计	622.3		

来源: CNKI、国金证券研究所

- 我们认为目前全球乙二醇行业仍处于供需良性运转的区间,国内行业进口替代空间巨大,未来仍有较大的发展前景。新疆天业集团下面的乙二醇采用合成气制乙二醇工艺,具有较强的技术优势,同时公司在 2015 年新扩张两条生产线是总产能达到 25 万吨,未来具有较高的盈利能力。
- 公司的合成气路线代表着国内未来新的发展路径。国内目前乙二醇的生产工艺仍以乙烯法为主,煤制乙二醇、合成气以及甲醇等方法未来的主要发展方向。

图表 25：合成气制乙二醇供需简图



来源：CNKI，国金证券研究所

- 合成气法是目前国内新型乙二醇制法的主流路线之一。其主要原材料已合成气（一氧化碳+氢气）为主，合成气成本占原料成本的 90%以上。但该工艺的副产品包含重质乙二醇等副产品，由于其价格低于乙二醇价格会造成一定的折价损失。

图表 26：合成气及乙烯法制乙二醇单耗比较

原料及产品	单耗	原料及产品	单耗
消耗或成本		消耗或成本	
乙烯	0.549 8 t	一氧化碳	800.00 m3
氧气	318.73 m3	氢气	1 615.44 m3
原料合计		氧气	185.15 m3
产出		甲醇	0.019 7 t
聚合级乙二醇	1 t	氮气	10.40 m3
二乙二醇	0.082 6 t	原料合计	
三乙二醇	0.004 4 t	产出	
副产品合计	0.087 t	聚合级乙二醇	1 t
		合格乙二醇	0.061 7 t
		重质二元醇	0.011 0 t
		混合醇脂	0.031 3 t
		副产品合计	0.104 0 t

来源：CNKI，国金证券研究所

- 我们认为合成气法的关键在于原材料的廉价与便利性。新疆得天独厚的煤炭资源为原材料的生产提供了较高的便利性，集团的乙二醇业务未来值得期待。
- 根据公司十三五战略规划中提到的要加强集团整体资产证券化率的目标，我们认为公司未来仍有较强的集团资产注入预期。集团的煤化工业务作为

集团的优质资产有望率先成为列为公司首选资产的序列。我们继续看好这一大集团、小公司背景下公司长期的发展逻辑。

五、首次覆盖 推荐新疆天业

- 我们认为公司充分受益于新疆地区成本优势，在国家政策力度加大下公司节水业务也有望超预期，同时公司作为集团下唯一的 A 股上市平台，资产证券化预期较强，2016 年有望迎来业绩拐点。
- 考虑到公司增发摊薄以及天伟化工将在今年并表，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.64 元、0.78 元以及 0.89 元，对应当前股价为 18 倍、15 倍、13 倍，对公司首次覆盖给予增持评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,941	4,270	2,275	4,500	5,100	5,700	货币资金	309	286	199	900	967	967
增长率		8.3%	-46.7%	97.8%	13.3%	11.8%	应收款项	398	587	784	700	746	797
主营业务成本	-3,518	-3,906	-2,076	-3,452	-3,902	-4,389	存货	1,506	1,251	893	1,418	1,582	1,744
%销售收入	89.3%	91.5%	91.3%	76.7%	76.5%	77.0%	其他流动资产	71	36	55	106	111	116
毛利	423	364	199	1,049	1,199	1,311	流动资产	2,284	2,160	1,932	3,124	3,406	3,624
%销售收入	10.7%	8.5%	8.7%	23.3%	23.5%	23.0%	%总资产	50.7%	58.9%	55.0%	57.2%	60.0%	56.6%
营业税金及附加	-30	-45	-26	-36	-41	-46	长期投资	38	346	486	487	486	486
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,967	932	861	1,626	1,551	2,054
营业费用	-332	-229	-79	-225	-230	-245	%总资产	43.7%	25.4%	24.5%	29.7%	27.3%	32.1%
%销售收入	8.4%	5.4%	3.5%	5.0%	4.5%	4.3%	无形资产	209	227	222	227	234	240
管理费用	-132	-120	-134	-158	-163	-171	非流动资产	2,218	1,509	1,579	2,342	2,273	2,782
%销售收入	3.4%	2.8%	5.9%	3.5%	3.2%	3.0%	%总资产	49.3%	41.1%	45.0%	42.8%	40.0%	43.4%
息税前利润 (EBIT)	-71	-29	-40	630	765	849	资产总计	4,503	3,668	3,511	5,466	5,679	6,406
%销售收入	n.a	n.a	n.a	14.0%	15.0%	14.9%	短期借款	1,020	410	500	1,420	956	941
财务费用	-92	-44	-21	-52	-59	-42	应付款项	1,419	1,159	872	1,441	1,570	1,681
%销售收入	2.3%	1.0%	0.9%	1.1%	1.2%	0.7%	其他流动负债	53	59	70	109	116	129
资产减值损失	-61	-12	-56	0	0	0	流动负债	2,492	1,628	1,442	2,970	2,642	2,752
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	-4	127	149	0	0	0	其他长期负债	31	20	18	0	0	0
%税前利润	n.a	227.5%	317.8%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,524	1,648	1,460	2,970	2,642	2,753
营业利润	-229	42	31	578	706	807	普通股股东权益	1,503	1,542	1,583	2,026	2,566	3,181
营业利润率	n.a	1.0%	1.4%	12.9%	13.8%	14.2%	少数股东权益	476	478	468	470	471	473
营业外收支	18	14	16	15	15	15	负债股东权益合计	4,503	3,668	3,511	5,466	5,679	6,406
税前利润	-210	56	47	593	721	822							
利润率	n.a	1.3%	2.1%	13.2%	14.1%	14.4%	比率分析						
所得税	-8	-16	-16	-148	-180	-205		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	n.a	27.9%	33.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	-218	40	31	445	541	616	每股收益	-0.492	0.089	0.094	0.638	0.777	0.885
少数股东损益	-2	1	-10	2	2	2	每股净资产	3.426	3.515	3.609	2.917	3.694	4.579
归属于母公司的净利润	-216	39	41	443	539	615	每股经营现金净流	0.920	1.632	-0.178	1.097	1.011	1.111
净利率	n.a	0.9%	1.8%	9.9%	10.6%	10.8%	每股股利	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-14.35%	2.53%	2.60%	21.89%	21.03%	19.33%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	-4.79%	1.06%	1.17%	8.11%	9.50%	9.60%
净利润	-218	40	31	445	541	616	投入资本收益率	-2.46%	-0.87%	-1.05%	12.07%	14.37%	13.86%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	286	170	162	140	178	200	主营业务收入增长率	-2.69%	8.35%	-46.72%	97.80%	13.33%	11.76%
非经营收益	77	-86	-132	57	63	47	EBIT 增长率	N/A	-58.89%	37.40%	#####	21.43%	11.02%
营运资金变动	258	591	-139	120	-80	-93	净利润增长率	202.42%	N/A	5.51%	978.54%	21.64%	14.00%
经营活动现金净流	403	716	-78	762	703	772	总资产增长率	0.43%	-18.53%	-4.29%	55.68%	3.90%	12.80%
资本开支	-46	-19	-29	-897	-94	-695	资产管理能力						
投资	5	-305	-3	-1	0	0	应收账款周转天数	27.4	34.9	91.4	40.0	37.0	35.0
其他	0	230	6	0	0	0	存货周转天数	152.5	128.8	188.4	150.0	148.0	145.0
投资活动现金净流	-41	-93	-26	-898	-94	-695	应付账款周转天数	58.5	61.1	112.7	75.0	75.0	74.0
股权募资	1	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	177.5	78.9	134.6	121.9	87.9	98.0
债权募资	-330	-610	90	901	-463	-14	偿债能力						
其他	-77	-47	-22	-65	-78	-62	净负债/股东权益	35.93%	6.12%	14.65%	20.83%	-0.35%	-0.68%
筹资活动现金净流	-406	-657	68	836	-542	-77	EBIT 利息保障倍数	-0.8	-0.7	-1.9	12.2	13.0	20.1
现金净流量	-44	-35	-36	701	67	0	资产负债率	56.05%	44.94%	41.59%	54.34%	46.53%	42.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD