

化工

2017年08月22日

新疆天业 (600075)

——主业迎经营拐点，乙二醇项目打开长期成长空间

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据: 2017年08月21日

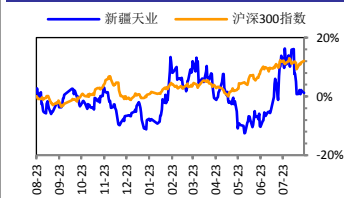
收盘价(元)	9.45
一年内最高/最低(元)	15.31/8.22
市净率	1.6
息率(分红/股价)	1.06
流通A股市值(百万元)	7866
上证指数/深证成指	3286.91/10689.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年03月31日

每股净资产(元)	5.8
资产负债率%	48.68
总股本/流通A股(百万)	973/832
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《新疆化工公司调研简报》 2010/01/19
《新疆天业07年报点评》 2008/02/26

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

王玉龙 A0230117010004
wangyl@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **新疆特种 PVC 行业龙头，一体化优势显著。**公司是新疆兵团首家上市工业企业，实际控制人新疆兵团八师国资委，2014年经过资产重组后主业从传统 PVC 变更为特种 PVC。公司已打造“自备电力—电石—特种 PVC—塑料与节水器材”一体化产业链，目前拥有产能特种 PVC20 万吨，烧碱 15 万吨，电石 70 万吨，发电能力 2*330w，除氯碱主业外，公司还拥有建筑安装、物流运输、贸易、番茄酱等业务。2016 年公司实现营收 56 亿，归母净利 4.89 亿，同比增长 116%。
- **氯碱业务景气反转，公司综合竞争优势显著。**公司氯碱业务景气自 2016 年下半年大幅好转，PVC 糊树脂经历近几年景气低迷后产能出清，2016 年行业有效产能利用率上升至 80%，2017 年供需偏紧状态仍将持续，价格有望高位运行。我国 PVC 糊树脂主要分布在东部，西北地区仅占 27.2%，西北一体化企业成本相较于东部无配套企业低 2000 元/吨，成本优势保障公司特种 PVC 长期享受较高盈利；烧碱受下游氧化铝、粘胶需求拉动，价格自 2016 年四季度大幅上涨，目前景气维持在高位，公司业绩有望持续改善。
- **携手大股东参建乙二醇项目，打开长期成长空间。**我国乙二醇面临供不应求，2016 年需求量 1257 万吨，进口量 757 万吨，进口依存度高达 60%。下游聚酯行业稳定增长，煤制乙二醇技术逐渐成熟，未来面临黄金发展期。天业集团目前拥有 25 万吨乙二醇产能，年底技改扩建 10 万吨，已实现稳定生产聚酯级产品。公司联手天业集团新建 60 万吨煤制乙二醇项目，预计 2018 年底投产，中性假设投产后乙二醇均价 6500 元/吨，参股 30%可贡献 2 亿投资收益，打开长期成长空间。
- **集团旗下唯一 A 股上市公司，资产注入值得期待。**兵团国资委明确提出“十三五”期间十大军工集团资产证券化率提高到 25%，公司作为天业集团旗下唯一 A 股上市平台，目前集团资产证券化率仅 20%，未来有望受益资产注入。天业节水是集团在港股上市公司，近年来业务增长停滞，处于盈亏平衡状态，十三五期间兵团将新增 300 万亩土地节水项目，公司从卖产品向卖服务转型，节水业务迎来新一轮的增长。
- **投资建议：**公司主业迎来经营拐点，乙二醇项目打开成长空间，长期受益成本下降与国企改革，预计公司 2017-2019 年归母净利润为 7.06、7.67、9.98 亿，对应 EPS 分别为 0.73、0.79、1.03 元，当前股价对应 PE 为 12.9、12.0、9.2 倍，参考可比公司估值，公司作为行业龙头享受一定确定性溢价，合理估值对应 17 年 15 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 氯碱行业景气不及预期；2) 国企改革不达预期；3) 环保停产风险。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,597	967	6,134	6,460	7,791
同比增长率(%)	146.04	93.31	9.59	5.31	20.60
净利润(百万元)	489	157	706	767	998
同比增长率(%)	1089.93	464.87	44.29	8.64	30.12
每股收益(元/股)	0.70	0.23	0.73	0.79	1.03
毛利率(%)	24.1	34.9	26.0	27.4	28.1
ROE(%)	12.6	3.9	15.4	14.4	15.7
市盈率	13		13	12	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

16 年末摊薄股份，因此 PE 较高

投资案件

投资评级与估值

公司 2014 年通过资产重组，主业由普通 PVC 转型为特种 PVC，目前已打通“自备电力—电石—特种 PVC—塑料与节水器材”一体化产业链，同时地处新疆煤、电资源优势显著，综合竞争力显著优于同行。短期看公司氯碱业务景气自 2016 年下半年大幅上行，糊树脂价格经过二季度调整后近期价格持续反弹，西北安全检查、环保督查压制电石、PVC 企业开工，看好三季度旺季行情；中期看糊树脂产能主要分布在东部，成本差异保障公司长期利润；我国乙二醇进口替代空间巨大，天业集团煤制乙二醇生产工艺成熟，公司携手集团新建 60 万吨乙二醇项目打开成长空间，未来有望受益集团国企改革。预计公司 2017-2019 年归母净利润为 7.06、7.67、9.98 亿，对应 EPS 分别为 0.73、0.79、1.03 元，当前股价对应 PE 为 13.0、12.0、9.2 倍，参考可比公司估值，公司作为行业龙头享受一定确定性溢价，合理估值对应 17 年 15 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

特种 PVC 行业不出现恶性竞争，乙二醇项目顺利推进，乙烯法乙二醇价格不出现断崖式下滑，集团国企改革顺利推进。

有别于大众的认识

市场可能认为糊树脂竞争壁垒较低，景气持续性不强，我们认为糊树脂目前主要产能主要分布在东部，西北一体化企业相比东部无配套企业成本低 2000 元/吨左右，成本优势保障长期利润空间；未来几年供给端新建产能受限，需求端市场开发潜力较大，糊树脂景气有望保持高位。

市场可能认为煤制乙二醇项目盈利前景具有不确定性，我们认为经过几年的发展，煤制乙二醇技术已趋于成熟，天业集团乙二醇已实现长周期高负荷稳定生产，可生产出优质聚酯级产品并已应用于下游厂商；我国乙二醇供不应求，进口依存度高达 60%，天业乙二醇生产成本国内最低，竞争优势显著。

股价表现的催化剂

PVC 价格超预期上涨，集团国企改革顺利推进，乙二醇项目快速推进。

核心假设风险

1) 氯碱行业景气不及预期风险；2) 国企改革不达预期风险；3) 环保停产风险。

目录

1. 公司概况：特种 PVC 行业龙头	6
1.1 剥离亏损资产，转型特种 PVC	6
1.2 背靠建设兵团，未来存资产注入预期	7
2. 氯碱业务景气上行，公司成本优势显著	9
2.1 特种 PVC 发展潜力大，公司成本优势明显	9
2.2 烧碱业务景气反转，公司有望持续受益	13
3. 携手大股东投建乙二醇项目，打开长期发展空间	15
3.1 国内乙二醇供不应求，需求端稳定增长.....	15
3.2 煤制乙二醇发展进入黄金期	16
3.3 参建 60 万吨乙二醇项目，打开主业成长空间	19
4. 政策助力，节水业务迎来发展机遇	20
4.1 我国水资源稀缺，农业用水效率亟待提高	20
4.2 政策助力，节水器材迎来发展契机	20
4.3 公司谋求转型，打造利润增长点.....	21
5. 盈利预测与投资建议	22
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司近几年营收情况	6
图 2: 公司归母净利润情况	6
图 3: 公司 2016 年主营收入构成	7
图 4: 公司 2016 年主营毛利构成	7
图 5: 公司股权结构及子公司	7
图 6: 新疆天业集团业务分布	8
图 7: PVC 糊树脂价格波动小于普通 PVC	10
图 8: 2015 年 PVC 糊树脂下游消费比例	11
图 9: PVC 糊树脂表观消费量	11
图 10: PVC 糊树脂产能增速	11
图 11: PVC 糊树脂行业开工率	11
图 12: PVC 糊树脂价格及价差情况	12
图 13: 糊树脂成本构成	13
图 14: 2016 年糊树脂产能区域分布	13
图 15: 烧碱 (96%): 华北中间价	13
图 16: 烧碱产能情况	14
图 17: 烧碱开工率情况	14
图 18: PVC 表观消费量情况	14
图 19: 烧碱表观消费量情况	14
图 20: 粘胶产量情况	14
图 21: 氧化铝产量情况	14
图 22: 国内乙二醇对外依存度较高 (单位: 万吨)	15
图 23: 乙二醇下游产量分布	16
图 24: 国内涤纶纤维产量及增速	16
图 25: 乙二醇价格情况 (单位: 元/吨)	16
图 26: 乙二醇华东港口库存 (单位: 千吨)	16
图 27: 乙二醇中国到岸成本对比	18
图 28: 农业用水总量占比较高 (单位: 亿立方米)	20

图 29: 中国与以色列农业用水利用率对比	20
图 30: 天业节水营收情况	21
图 31: 天业节水净利润情况	21
图 32: 2016 年天业节水收入构成	21
图 33: 天业节水主要收入来源于疆内	21
表 1: 特种 PVC 应用广泛	9
表 2: PVC 糊树脂生产企业 (2017-07-31)	11
表 3: 国内现有乙二醇装置情况	17
表 4: 2017~2018 年国内拟新建乙二醇项目	19
表 5: 可比上市公司估值	22
表 6: 关键假设表	23

1. 公司概况：特种 PVC 行业龙头

1.1 剥离亏损资产，转型特种 PVC

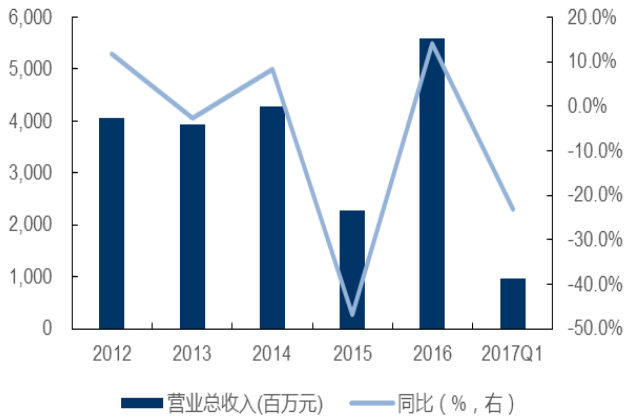
新疆天业自 1997 年 5 月上市以来，主要业务为通用型 PVC 树脂、烧碱的生产，占公司营收近 50%。2010 年以来，PVC 行业受产能过剩影响，价格持续下滑，导致公司 2012~2013 年出现持续亏损，盈利能力受到巨大的冲击。

转型特种 PVC。2014 年公司为解决亏损和集团同业竞争问题，将同业竞争的氯碱业务以及亏损较大的柠檬酸业务出售给天业集团，收购集团旗下鑫源运输 100% 股权，同时向生产特种 PVC 糊树脂的天伟化工增资 3 亿元，获得天伟化工 37.5% 的股权。通过与大股东的资产交易，公司 2014~2015 年实现盈利。2016 年，公司启动非公开发行，拟不低于 11.54 元/股向特定对象发行股票募集资金不超过 18 亿元，用于收购天伟化工剩余股权并补充流动资金。交易完成后，公司主业转变为特种 PVC，同时对外出售烧碱、电石、电、气，并保留原有的节水器材等塑料制品、包装材料、建筑安装等业务。

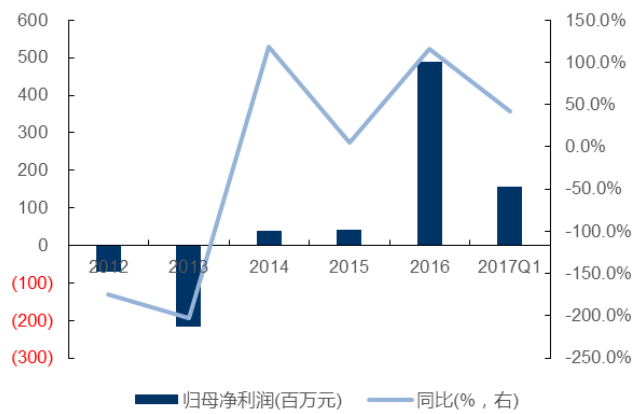
经营业绩逐年好转。公司 2016 年业绩大幅好转，实现收入 55.97 亿元，同比增长 14.17%，归母净利润 4.89 亿元，同比增长 115.52%，主要得益于开始对天伟化工 100% 并表同时 PVC 景气明显上行，其中特种销量 23.8 万吨，同比增长 17.03%，以特种 PVC、烧碱、电石为组成的化工产品综合毛利率达到 35.68%，同比增加 15.57 个百分点；2017 年 Q1 公司实现营收 9.67 亿元，同比下降 23.09%，归母净利润 1.57 亿元，同比增长 42.62%。目前化工原料及产品（包括特种 PVC、烧碱、电石等）和塑料制品两项业务是公司主要收入来源，从公司 16 年的业绩构成来看，分别为公司贡献了 45% 和 13% 的营业收入；化工原料及产品 and 电、汽销售是主要利润来源，分别为公司贡献 64% 和 24% 的毛利。新疆天业 16 年全年毛利率 24%，Q4 整体毛利率仅 14.1%，主要受节水和番茄酱业务亏损拖累，天业节水（控股 38.9%）、天业番茄（控股 100%）、天达番茄（控股 63%）、泰安建筑（控股 100%）16 年分别亏损 5700 万元、3175 万元、2227 万元、1339 万元，公司未来将寻求剥离番茄酱业务的机会，同时节水业务 1 季度实现扭亏为盈，受益新疆节水需求释放未来有望逐年好转。

图 1：公司近几年营收情况

图 2：公司归母净利润情况

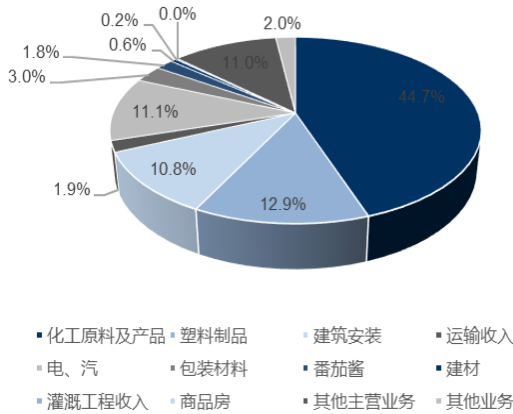


资料来源: WIND、申万宏源研究



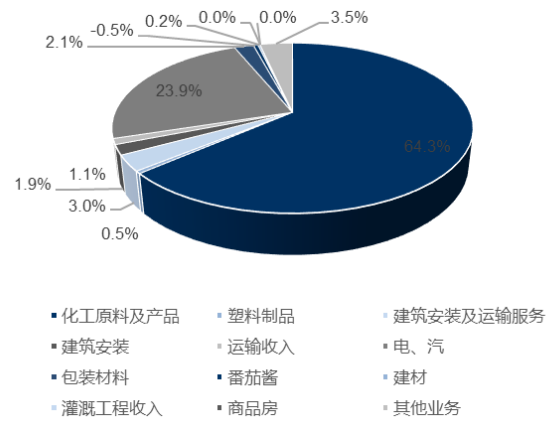
资料来源: WIND、申万宏源研究

图 3: 公司 2016 年主营收入构成



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 4: 公司 2016 年主营毛利构成

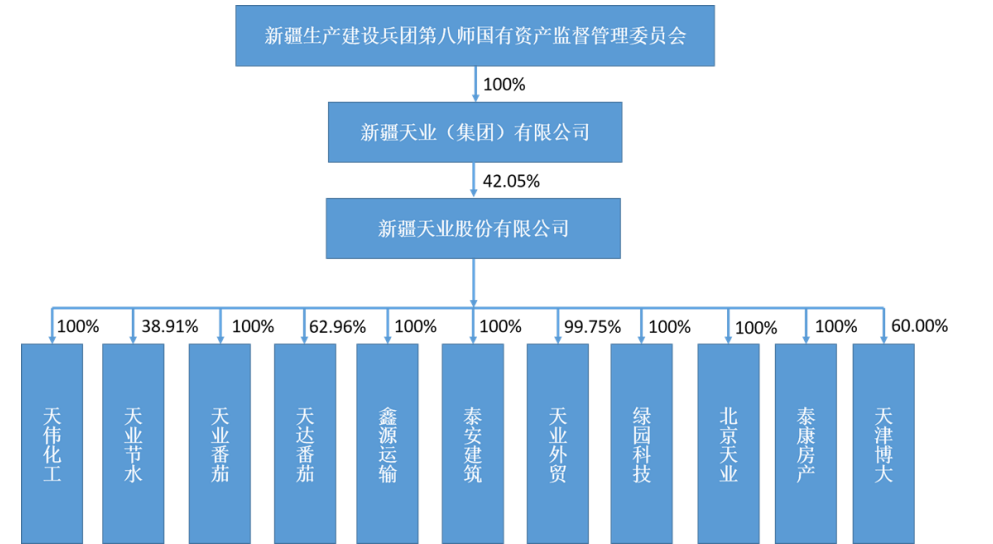


资料来源: WIND、申万宏源研究

1.2 背靠建设兵团，未来存资产注入预期

集团旗下唯一 A 股平台，长期受益资产证券化率提升。公司是新疆兵团首家上市的工业公司，实际控制人为新疆生产建设兵团农八师国资委，是集团旗下唯一 A 股上市平台，此外集团旗下还有天业节水在港股上市。十八届三中全会明确了国企改革总基调，鼓励国有企业利用上市平台整合相关业务，提高资产证券化率，兵团国资委也明确提出：“十三五”期间十大军工集团资产证券化率提高到 25%，长期目标提高至 50%。集团 2014 年底总资产 394 亿，目前资产证券化率 20%出头，据长期目标仍有差距，公司作为集团旗下唯一 A 股上市公司，我们预计未来有望受益集团国企改革。

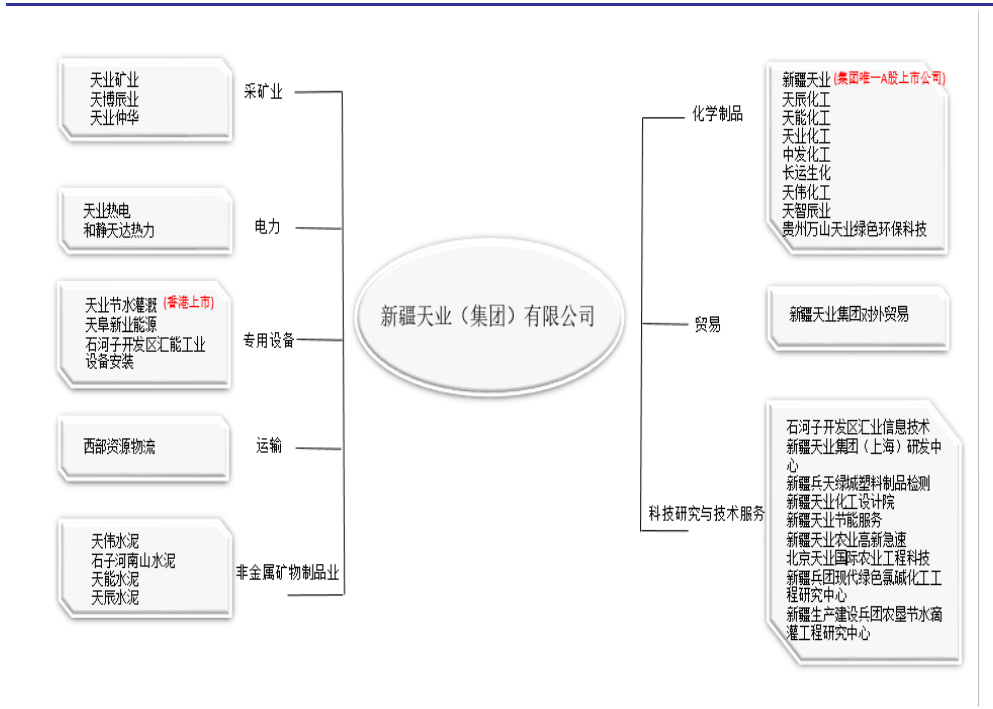
图 5: 公司股权结构及子公司



资料来源：公司公告、申万宏源研究

天业集团资产丰富，乙二醇是优质资产。天业集团是新疆生产建设兵团第八师组建于1996年7月的大型国有企业，旗下业务板块众多，包括化工制造、非金属建材、矿石采选、热电供应、运输业、批发零售、专用设备等等。考虑新疆天业在内，目前集团共有普通PVC产能122万吨、特种PVC20万吨、烧碱103万吨、电石230万吨、水泥625万吨、1,4-丁二醇20万吨、乙二醇25万吨。集团旗下天智辰业现有乙二醇25万吨、1,4-丁二醇20万吨，计划17年技改增加10万吨产能，天业集团乙二醇目前已实现高负荷连续生产，产品品质、生产成本领先行业，综合竞争力较强。

图6：新疆天业集团业务分布



资料来源：公司公告、申万宏源研究

2. 氯碱业务景气上行，公司成本优势显著

公司收购天伟化工后，目前拥有特种 PVC 产能 20 万吨（其中糊树脂、消光树脂各 10 万吨），配套 70 万吨电石、2×330MW 热电产能，已形成形成“自备电-电石-特种 PVC”的一体化产业链。其中电石、电力产能除自用外还有富余，电石约 50%向集团出售，电力年产能约 46 亿度，2016 年向集团出售 17 亿度。

天伟化工承诺 2016~2018 年合并报表口径下归母净利润不低于 2.7/3.1/3.6 亿元，2016 年实际实现归母净利润 6.94 亿，实际盈利远超承诺业绩。特种 PVC 行业自 2016 年下半年景气反转，2017 年供需维持紧平衡，价格有望高位运行；烧碱景气自 2016 年四季度上行，目前景气维持在高位，公司业绩有望持续改善。

2.1 特种 PVC 发展潜力大，公司成本优势明显

特种 PVC 应用广泛，以电石法糊树脂为主。PVC 是世界五大通用材料之一，全球总产量仅次于聚乙烯位于塑料产量第二。PVC 可分为普通 PVC 与特种 PVC，特种 PVC 是通过物理的、化学的甚至机械的方法，通过共聚、均聚、共混、填充、增强等方法，改善或增加 PVC 功能。我国特种 PVC 主要以糊树脂为主，产能占比超过 60%，2016 年我国特种 PVC 糊树脂总产能约 134 万吨，其中电石法糊树脂产能占比约 75%。

表 1：特种 PVC 应用广泛

树脂	特性	应用领域
糊树脂 EPVC	具有优异的发泡性能，较宽的粒度和分子质量分布(K 值为 60~90)，良好的延伸性、抗剪切性、抗静电性和透明性	门窗，抗静电透明薄膜，加工改性剂，乳化剂，蓄电池隔板，薄壁管材，高抗冲压延薄膜，人造革，地板革，低填充半硬质薄膜，板材，高拉伸黏膜，包装带，装饰用薄膜，船舶涂料，金属保护层涂料，汽车密封，防锈，用薄膜，船舶涂料，金属保护层涂料，汽车密封，防锈，涂料，发泡用品及浸渍制品等
氯醋树脂	氯乙烯与醋酸乙烯的共聚物，由于引入醋酸乙烯酯分子而具有独特的物理性能和化学性能，主要表现为优异的加工性、黏结性、流动性及溶解性，制品形状稳定	高仿真、高保真的密纹唱片、真空成型包装用硬质透明片材和薄膜，制造人造革、地板砖、磁带及其他用途胶黏剂、涂料、塑料印花浆、油墨等
高/超高聚合度 HPVC	平均聚合度大于 1700 的 PVC 树脂，主要用于耐寒、耐热、耐溶剂和耐疲劳制品，可作为橡胶代用品	广泛用于电线、电缆、汽车部件、建筑材料及日用品
低/超低聚合度 SPVC	平均聚合度 500 以下的 PVC 树脂，孔隙率高具有较好的吸油能力，树脂熔融温度低，加工流动性好，塑化时间短	可用挤出压延法生产硬片和硬板、透明瓶、各种注塑制品，可替代部分糊用树脂和掺混树脂用于配制 PVC 糊、还用作固体粉末涂料，高聚合度树脂的加工助剂。
聚偏氯乙烯 PVDC	偏氯乙烯的均聚物和共聚物习惯上称为莎纶树脂，其商业聚合物是偏氯乙烯(VDC)与氯乙烯、丙烯酸酯或丙烯睛的共聚物。共聚单体的选择对于共聚物的性质影响很大	可制成单层膜、多层膜、片料以及涂层，用于食品包装，以隔绝外界湿气与某些气体，而保持食品风味、气味。食品组分。高度阻隔性的共聚物可热加工容器，用于包装挥发性物质或用以隔绝外界气体和湿气，成型刚性包装如成型一灌装一封口包装以及塑料罐封装。

氯化聚氯乙烯 CPVC

由 PVC 树脂氯化改性制得，树脂分子间的作用力增强，玻璃化转变温度和热变形温度均有明显提高。具有优良的电性能、耐酸碱、耐腐蚀、耐老化、耐热、耐寒、阻燃以及较高的机械强度等性能

可用于制造各种管材、板材、型材、片材、注塑件、泡沫材料、防腐涂料等产品

消光聚氯乙烯

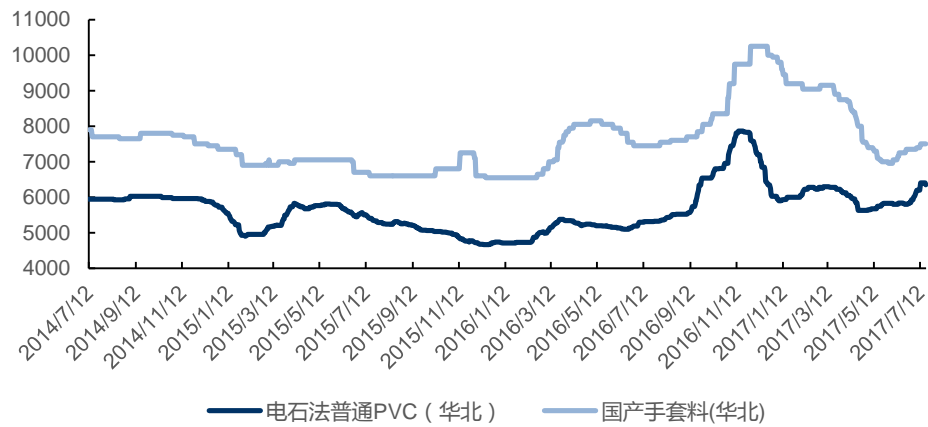
氯乙烯与双烯或者多烯结构共聚生成聚合物，并在聚合过程中加入交联剂产生的微凝聚，保证树脂微观结构存在不同的粘弹性，在加工后达到消光效果。制品强度高、弹性好、表面亚光。

主要用于汽车配件、垫圈、鞋类、软管和细管、电线和电缆、薄膜、人造革等。

资料来源：《PVC 特种树脂介绍》，申万宏源研究

特种 PVC 与普通 PVC 价格相关，但波动性更小。PVC 糊树脂与普通 PVC 工艺路线与原材料相近，因此价格呈现较强相关性，正常糊树脂比普通 PVC 价格贵 1000~2000 元；二者供需格局相对独立，目前国内糊树脂生产企业共约 15 家，涉及糊树脂总产能达到 134 万吨/年，仅占国内 PVC 整体产能的 5.9%；PVC 糊树脂在我国主要用于生产皮手套、人造革、墙壁纸、沙发、运输带等，而普通 PVC 下游管材、型材地产（约占 60%）属性较强，因此 PVC 糊树脂价格周期波动较小。

图 7： PVC 糊树脂价格波动小于普通 PVC（单位：元/吨）

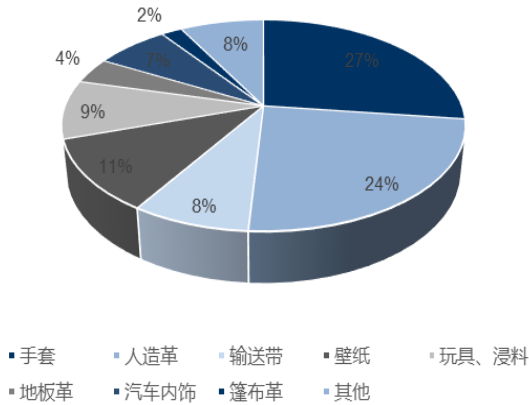


资料来源：百川资讯、申万宏源研究

需求端仍有增长，高端产品依赖进口。PVC 糊树脂下游主要用于医疗手套、人造革、搪胶玩具、滴塑商标、油漆涂料、发泡塑胶、汽车配件、医用器材、透明片材等领域，其中医疗手套和人造革占比超过 50%。全国 PVC 糊树脂消费量 90 万吨左右，2014 年以前表观消费量增速均超过 10%。2015 年受宏观经济低迷、部分厂家搬迁停产影响表观消费量有所下滑，虽然近年来手套料、人造革近年来增速放缓，但仍保持一定正增长。从长远看，国内 PVC 糊树脂市场需求潜力巨大：1) 下游市场开发不足，我国 PVC 糊树脂消费结构中，汽车内饰占比仅为 6%，壁纸领域占比仅为 12%，以美国为例，汽车领域占比为 16%，壁纸等装饰材料领域占比 20%；2) 进口替代空间较大，2016 年进口 PVC 糊树脂占比近 10%，尤其是医用

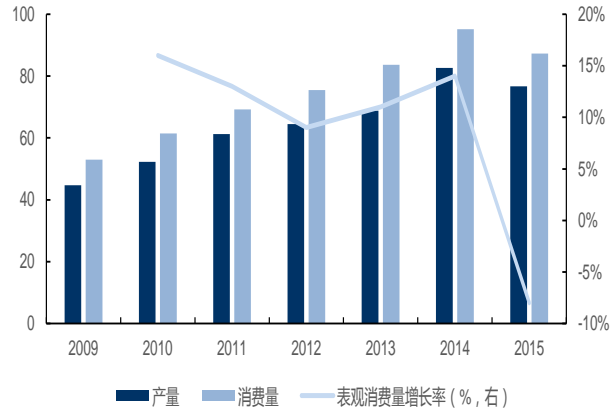
领域，而目前国产料尚处于刚刚涉足该领域的状态；3) 新兴应用领域开发，比如近年来PVC输送带逐渐替代橡胶输送带。

图 8：2015 年 PVC 糊树脂下游消费比例



资料来源：PVC 糊树脂技术市场分析，申万宏源研究

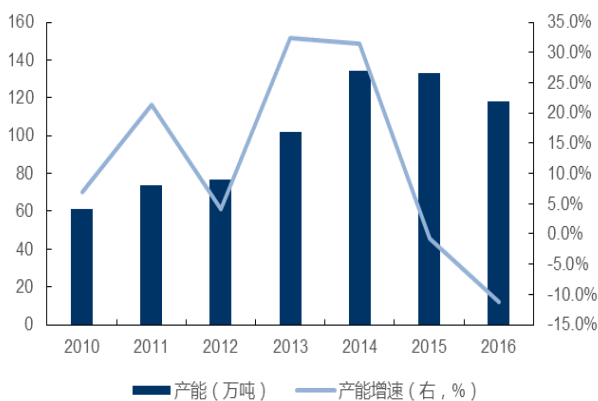
图 9：PVC 糊树脂表观消费量（单位：万吨）



资料来源：PVC 糊树脂技术市场分析，申万宏源研究

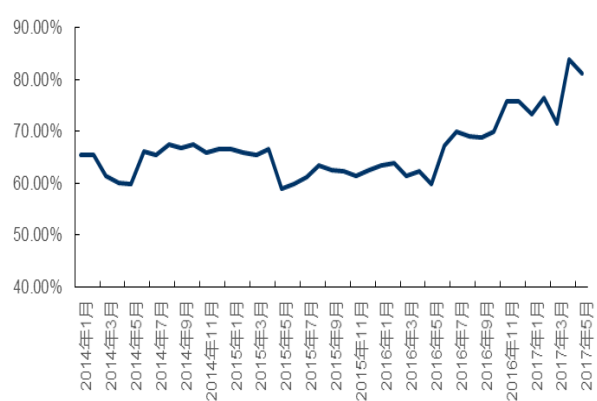
受益供给侧，产能利用率稳步提升。2010 年 PVC 糊树脂装置的整体开工率为历史最高，整体达到 85.7%，2013~2014 年国内 PVC 糊树脂新增产能较多，2014 年国内产能环比增加 30%，达到 134 万吨，2015 年行业产能利用率下滑至 57.7% 的最低位。2015 年以来受国家供给侧改革叠加行业低迷压制企业盈利影响，产能增速明显放缓，2016 年受天津渤天化工（20 万吨产能）由于环保问题搬迁、郴州华湘化工（8 万吨产能）停产影响，行业有效产能下降至 114 万吨，有效产能利用率超过 80%，供需实现平衡。预计停产产能 2017 年仍无法复产，行业维持供给偏紧状态，PVC 糊树脂价格有望高位运行。

图 10：PVC 糊树脂产能增速



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 11：PVC 糊树脂行业开工率



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

表 2：PVC 糊树脂生产企业（2017-07-31）

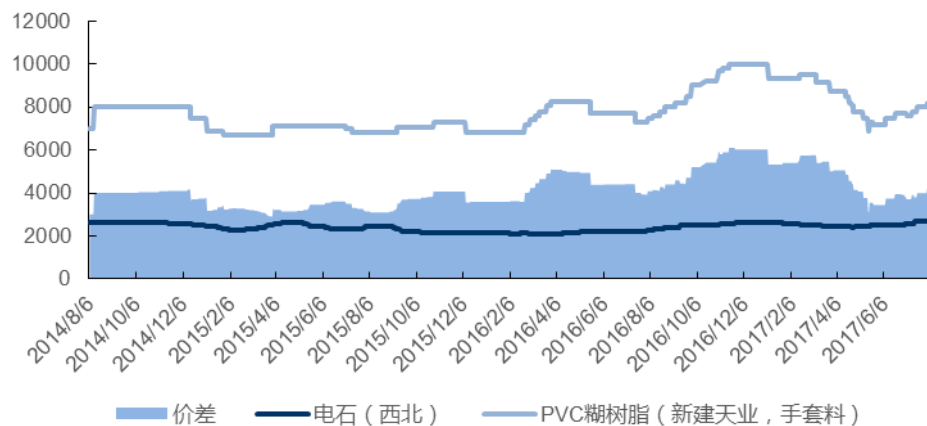
区域	厂家名称	2017 年产能 (万吨)	开工率
东北	沈阳化工股份有限公司	20	90%

华北	天津渤天化工有限责任公司	20	停车
	唐山三友集团有限公司	6	90%
	山西阳煤集团昔阳化工	10	试产
	内蒙古晨宏化工有限责任公司	7.5	100%
西北	内蒙古伊东集团东兴化工有限责任公司	10	100%
	宁夏英力特化工股份有限公司	4	100%
	新疆天业	10	100%
	安徽天辰化工股份有限公司	13	75%
	山东正海生态科技有限公司	13	70%
华东	济宁中联电化有限公司	4	80%
	山东朗辉石油化学有限公司 (蓝帆集团)	6	100%
	上海氯碱化工股份有限公司	6	60%
	江苏康宁化学有限公司 (蝙蝠集团)	10	70%
华中	宜昌山水投资有限公司	4	停车
	郴州华湘化工有限责任公司	8	停车

资料来源：百川资讯，申万宏源研究

PVC 糊树脂价格触底反弹有望持续。2016 年 PVC 糊树脂景气底部上行，受行业供需好转、电石价格上涨两方面影响，PVC 糊树脂价格自年初不到 7000 元/吨上行至 12 月达到高点 10000 元/吨，2017 年上半年糊树脂价格回调，6 月份达到最低点 7200 元/吨，近期价格触底反弹，目前已经达到 8200 元/吨；价差（糊树脂价格-1.5*电石价格）也自 5 月最低点不到 3200 元/吨扩大至目前的 4200 元/吨。**PVC 糊树脂价格有望进一步反弹：1）行业开工率处于近年来高位，库存低位，市场货源偏紧；2）西北地区近期安全检查与环保影响，电石供应紧张加剧供需矛盾，提供成本支撑。**

图 12：PVC 糊树脂价格及价差情况

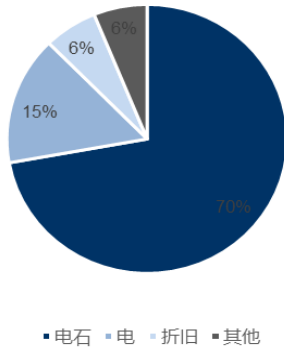


资料来源：百川资讯、申万宏源研究

公司成本优势领先，盈利能力强。电石法 PVC 糊树脂与普通 PVC 类似，主要成本为电石与工业电，占比约 75%，是主要组成部分。我国西北地区资源优势明显，电石价格比华北地区低 200~300 元/吨，同时由于煤炭资源丰富，电力成本也显著低于全国其他地区，新疆天业自供电成本约 0.16 元/度，远低于市场价 0.35-0.39 元/度。综合测算下，西北地

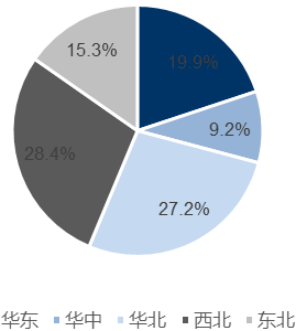
区有电力、电石配套的企业,成本比中东部地区无上游原材料配套的企业低 2000-3000 元。公司特种 PVC 成本显著低于同行,综合成本不到 5000 元/吨,目前东部无配套企业成本超过 7000 元/吨,竞争优势显著。从产能分布看,我国 PVC 糊树脂仍以东部地区为主,西北地区占比仅 27.2% (考虑到西北开工率较高,有效产能占比超过 30%),成本优势保障公司特种 PVC 业务享受较高盈利水平。

图 13: 糊树脂成本构成



资料来源: 百川资讯, 申万宏源研究

图 14: 2016 年糊树脂产能区域分布

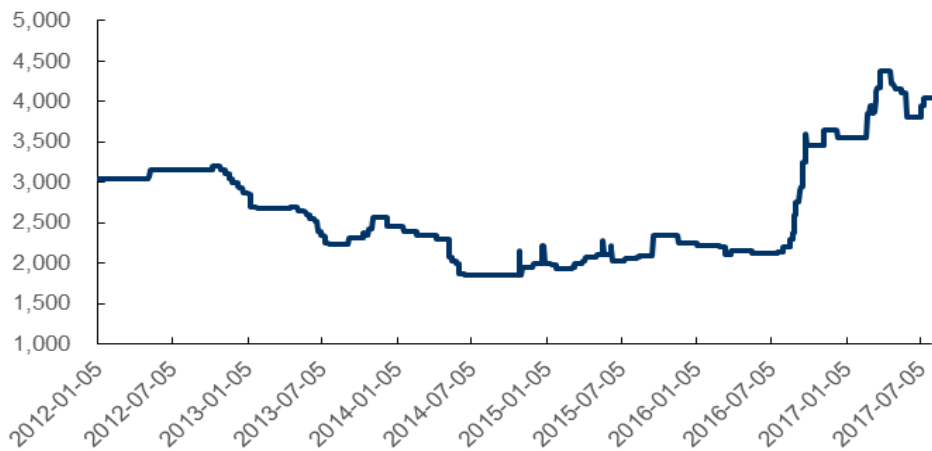


资料来源: 百川资讯, 申万宏源研究

2.2 烧碱业务景气反转, 公司有望持续受益

烧碱与 PVC 在生产工艺中一般是共生产品,烧碱工业产生的氯气与氯化氢为 PVC 提供氯原料,因此 PVC 企业在建设产能时一般会配套建设相应烧碱产能。烧碱价格自 2016 年 9 月一路上涨,以华北片碱为例,价格自底部 2200 元/吨上涨至高点 4375 元/吨,近期有所回调到 4050 元/吨,整体仍处于高位。

图 15: 烧碱 (96%): 华北中间价

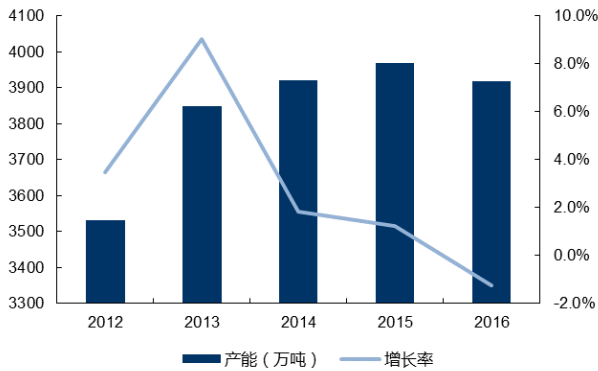


资料来源: wind, 申万宏源研究

供应端受制于氯碱平衡。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,14 年开始行业出现产能收缩,2016 年烧碱行业产能达到 3842 万吨,产量达到 3284

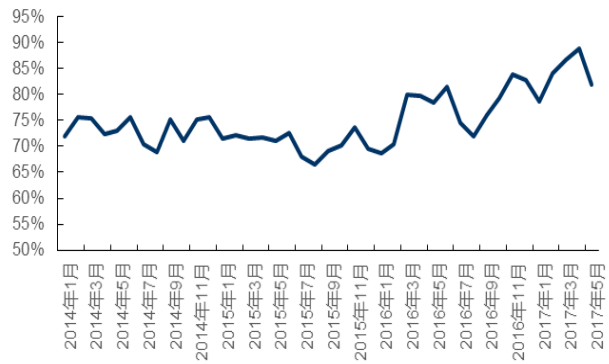
万吨，产能利用率约 85.5%，16 年底更是提升到 90%，整体处于供需紧平衡阶段。受制于氯碱平衡，2016 年氯气主要消耗者 PVC 行业产量尚未出现明显好转，其他耗氯产品，如环氧丙烷，MDI，TDI 供应受到环保限制，氯的低迷使得烧碱的供给也受到了压制。

图 16: 烧碱产能情况



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

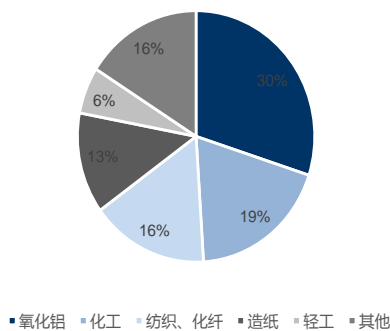
图 17: 烧碱开工率情况



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

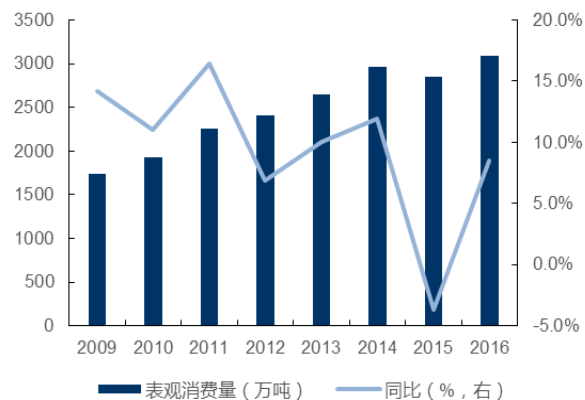
需求端受益氧化铝、粘胶高景气。从需求结构看，烧碱最大下游是氧化铝，占比约 22%；其次是化工、化纤（主要是粘胶短纤）等。2016 年氧化铝产能激增近 600 万吨，带动对烧碱需求量持续增加，目前氧化铝开工率维持在 85~90%之间，2017 年上半年烧碱产量同比增长 19.70%；另一下游粘胶也处于高景气，对烧碱需求形成一定的刚性支撑。2016 年烧碱表观消费量约 3093.7 万吨，同比增长 8.46%。我们看好烧碱价格维持高位，特种 PVC 盈利重心持续上移，考虑到 PVC、烧碱主要是 2016 年四季度开始上涨，2017 年均价将显著高于 2016 年，公司氯碱板块盈利有望大幅好转。

图 18: 烧碱终端下游消费分布



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

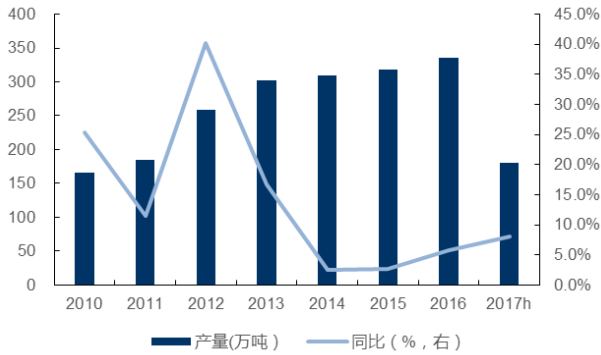
图 19: 烧碱表观消费量情况



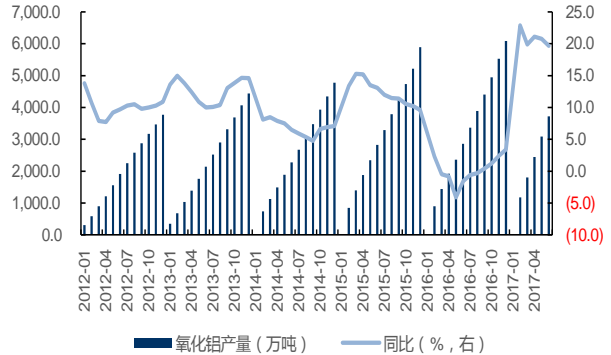
资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 20: 粘胶产量情况

图 21: 氧化铝产量情况



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究



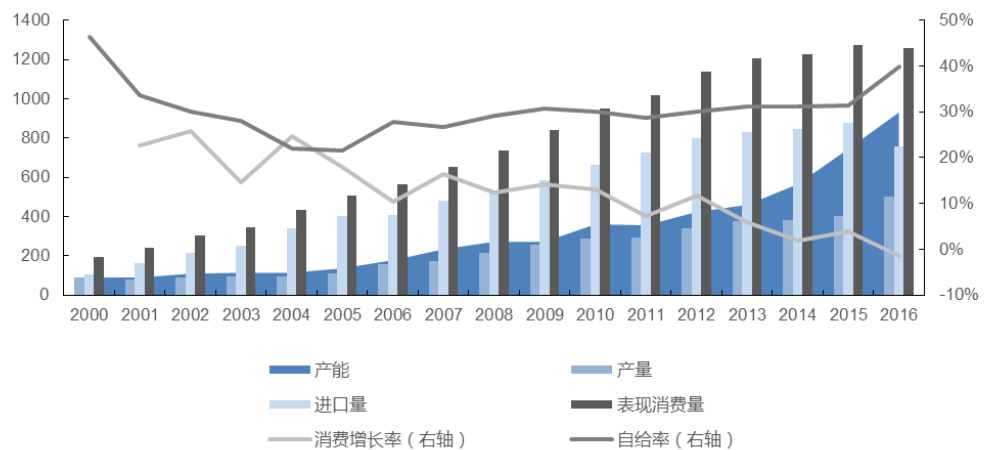
资料来源：WIND，申万宏源研究

3. 携手大股东投建乙二醇项目，打开长期发展空间

3.1 国内乙二醇供不应求，需求端稳定增长

我国乙二醇供不应求，对外依存度较高。2016 年全球乙二醇产能约 3747 万吨，需求估计为 2690 万吨；国内产能 930.9 万吨，占全球份额的 24.8%。我国乙二醇需求量 1257.24 万吨，约占全球总需求的一半。我国新增乙二醇产能增长迅速，2016 年同比增长 25%，但由于技术等因素，导致开工率不高，产量增长较慢，尤其是合成气制乙二醇方面。2016 年国内生产 502.01 万吨，进口 757.18 万吨，对外依存度高达 60%，并且预计未来几年对外依存度都将保持在 50%以上。

图 22：国内乙二醇对外依存度较高（单位：万吨）

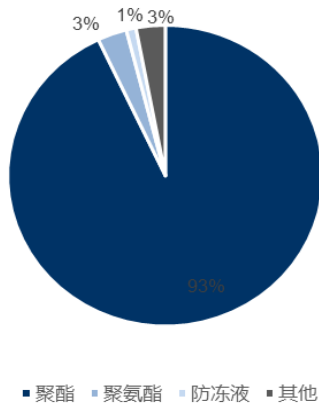


资料来源：百川资讯，申万宏源研究

下游需求持续增长，供需缺口长期存在。乙二醇是重要的基础石化原料，主要用于合成聚酯，少量用于防冻液和不饱和树脂合成。在我国，聚酯是乙二醇的主要消费领域，约占总消费量的 93.0%，其中大部分用于纤维，小部分用于片基、薄膜与塑料瓶。另外约 7.0% 用于生产防冻剂、粘合剂、油漆溶剂、耐寒润滑油、表面活性剂以及聚酯多元醇等。2016 年涤纶短纤产量为 447 万吨 (YoY+4.8%)，涤纶长丝产量为 2293 万吨 (YoY+2.6%)。未来

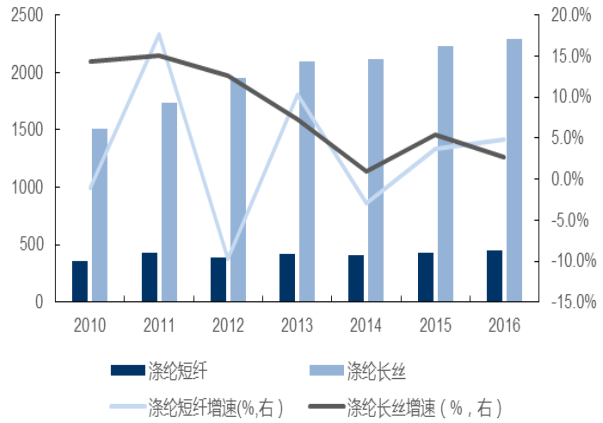
聚酯行业预计持续 4~5% 的消费增速，供需偏紧的格局不会显著改变，国内煤制乙二醇将迎来发展黄金期。

图 23：乙二醇下游产量分布



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

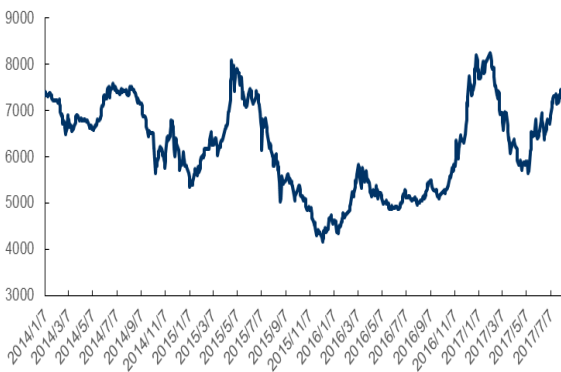
图 24：国内涤纶纤维产量及增速



资料来源：卓创资讯，CCF，申万宏源研究

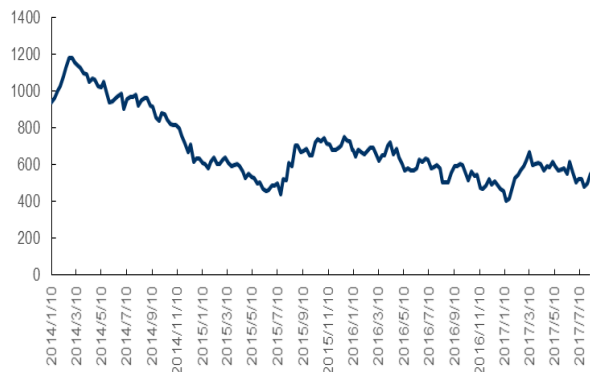
16 年底乙二醇价格大幅反弹，盈利性凸显。乙二醇是我国石化产品中少有的供不应求的品种，即使在 2014 年下半年以来油价暴跌导致大多数石化产品价格随之下降，乙二醇的价格也相对坚挺，15 年 5 月的价格为 7700 元/吨，超过了 14 年年初以来最高价格，之后随着油价走跌有所下滑，从 2016 年 11 月开始迅速反弹，2017 年 2 月达到最高价 8270 元/吨后一度回调至 5800 元/吨附近，目前价格已经反弹至 7450 元/吨左右。

图 25：乙二醇价格情况 (单位：元/吨)



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 26：乙二醇华东港口库存 (单位：千吨)



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

3.2 煤制乙二醇发展进入黄金期

我国乙二醇以乙烯法工艺为主。目前主要有传统乙烯法乙二醇和煤制乙二醇两种工艺，传统工艺主要来自甲醇和石脑油生产乙烯，经过氧化、水合两道工艺合成乙二醇；煤制乙二醇包括从天然气或煤炭出发的直接法（合成气-乙二醇）、间接合成法（烯烃法、草酸酯法等）以及从生物质出发的生物质法，草酸酯加氢工艺由于工艺成熟目前成为新建项目的首选。截至 2016 年的 40 家乙二醇生产企业中，采用非石油法工艺路线的有 14 家企业、20 套装置，乙二醇生产能力达到 282 万吨/年，约占总生产能力的 30%。采用石油法工艺

路线生产能力为 648.9 万吨/年(包含乙烯路线 502.9 万吨、MTO 甲醇制乙二醇 106 万吨), 约占总生产能力的 70%。

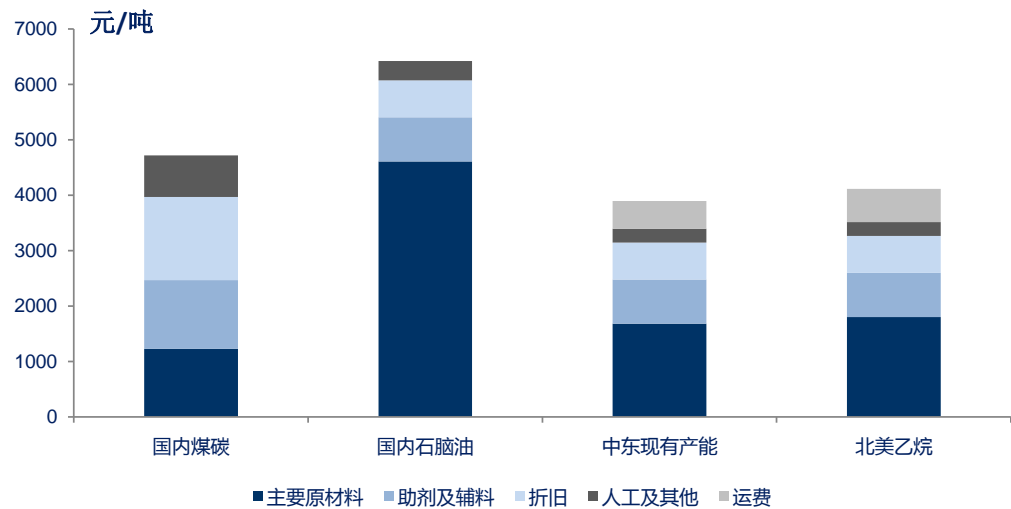
表 3: 国内现有乙二醇装置情况

乙烯法装置			
地区	生产厂家名称	生产能力 (万吨)	环氧乙烷技术来源
	远东联石化(扬州)有限公司一	45	
	中国石化上海石油化工股份有限公司一上海石化	22.5	SD 氧气法
	中国石化上海石油化工股份有限公司一上海石化	38	SD 氧气法
	中国石化扬子石油化工股份有限公司一扬子石化	26	SD 氧气法
	扬子石化-巴斯夫有限责任公司一扬子巴斯夫	32	SD 氧气法
华东	中国石化镇海炼化公司一镇海石化	65	DOW 化学工艺
	福建联合石油化工一福建联合	40	乙烯法
	宁波富德(同名宁波禾元)一宁波禾元	50	甲醇烯烃制乙二醇(MTO)
	广东湛江中科合资	40	乙烯法
	江苏斯尔邦 连云港	18	MTO
	三江石化	38	甲醇烯烃制乙二醇(MTO)
	中国石油抚顺石化分公司一抚顺石化	6	Shell 氧气法
东北	中国石油吉林石化分公司一吉林石化	15.9	SD 氧气法
	中国石油辽阳石化化纤公司一辽阳石化	20	UCC 氧气法
	辽宁北方	20	SD 氧化法
	中沙天津石化	38	DOW 化学工艺
华北	中国石化天津石油化工股份有限公司	4	Shell 氧气法
	中国石化北京燕山石油化工股份有限公司一燕山石化	8	SD 氧气法
	北京东方乙二醇	4	SD 氧气法
华南	中海壳牌石油化工有限公司	36	Shell 氧气法
	中国石化茂名炼油化工股份有限公司一茂名石化	10.5	Shell 氧气法
华中	武汉石化	28	乙烯法
西南	中石油四川一四川石化	38	乙烯法
西北	中国石油独山子石化公司一独山子石化	6	SD 氧气法
煤制乙二醇装置			
华东	山东华鲁恒升	5	煤(合成气)制乙二醇(CTMEG)
	安徽淮化	10	煤制乙二醇
	通辽金煤化工有限公司一内蒙古通辽	20	煤制乙二醇
华北	鄂尔多斯新杭能源	60	煤制乙二醇
	阳煤集团寿阳化工一山西阳煤寿阳	20	煤制乙二醇
	阳煤集团深州化肥一山西阳煤深州	22	煤制乙二醇
	河南煤业新乡永金一河南煤化新乡	20	煤制乙二醇
	河南煤业安阳永金一河南煤化安阳	20	煤制乙二醇
华中	河南煤业濮阳永金一河南煤化濮阳	20	煤制乙二醇
	中石化湖北化肥分公司	20	煤制乙二醇
	河南煤化洛阳永金化工公司	20	煤制乙二醇
	河南煤化商丘永金化工公司	20	煤制乙二醇
西北	新疆天业(1期5万吨和2期20万吨)	25	煤(合成气)制乙二醇(CTMEG)

资料来源:百川资讯,申万宏源研究

煤制乙二醇成本优势明显。我国富煤少油的现状为煤制乙二醇的发展提供了良好的环境，较传统石油路线就拥有明显的成本优势。按照标准煤价 415 元/吨，油价为 55 美元/桶，乙烯价格为 9000 元/吨，得出当中国内煤制乙二醇的成本为（4700 元左右）左右，低于国内石脑油工艺的成本（6400 元左右），略高于进口中东（3900 元左右）和北美（4100 元左右）的成本水平。鉴于我国乙二醇产能仍然以石油路线为主，石油路线乙二醇成本为乙二醇市场价格提供有力的支撑，煤制乙二醇未来盈利性将较目前更好。

图 27：乙二醇中国到岸成本对比



资料来源：申万宏源研究

煤制乙二醇项目的成功实践，国内技术已经接近成熟。煤制乙二醇过去由于技术不成熟，装置整体开工运行稳定性欠佳，同时透光度、杂质等因素限制其在下游聚酯行业的应用，开工率低是行业发展的硬伤，煤制乙二醇开工率始终在 50% 以下。中科院研究所开发出的煤制乙二醇的工艺，2011 年应用实践上的突破标志着说明煤制乙二醇技术的突破。伴随着近几年的发展，国内煤制乙二醇技术已经成熟，丹化金煤、天业集团等多套装置实现长周期的稳定运行；同时市场聚焦的紫外透光度、杂质含量、催化剂选择性等技术瓶颈也已经解决，煤制乙二醇已在下游如双兔等聚酯企业实现成功应用。**假设未来五年聚酯行业复合增速 4%，煤制乙二醇掺混比例达到 50% 至 80%，潜在市场空间达到千万吨。**

煤制乙二醇项目提速，迎来黄金发展期。从政策方面，国家已经煤制乙二醇审批权下放到了当地主管部门。煤制乙二醇和煤制气、煤制油以及煤制烯烃产业相比，准入门槛更低、审批速度更快；投入规模方面，往往只需要 20-50 亿来投建产能，与煤制气、煤制烯烃百亿上的投资规模相比，进入门槛比更低；从建设投产周期方面，随着当前技术的进步和成熟，从建成到投产的周期大大缩短，使得投资热情更高。2016 年，中国乙二醇产能继续增加，阳煤深州、阳煤寿阳、新疆天业、永城永金照计划投产，新投装置多为煤制乙二醇装置；2017 年新扩建项目约 200 万吨，除盛虹集团 40 万吨为甲醇制乙二醇装置，其余均为煤制乙二醇项目，这些装置主要集中在华中、华北以及西南。但考虑到技术、环保、利润

等问题，煤制乙二醇投产速度可能有所放缓。国内乙二醇产能瓶颈将被逐渐解决，煤制乙二醇未来几年迎来黄金发展期。

表 4：2017~2018 年国内拟新建乙二醇项目

企业	工艺路线	产能	拟投产时间
陕西延长石油	煤基合成气	80	2017 年
新疆天业集团	煤基合成气	70	10 万吨 2017 年 Q4, ,60 万吨 2018 年
华鲁恒升	煤基合成气	50	2018 年
榆林神华能源	煤基合成气	40	2017 年
华电煤业	煤基合成气	40	2018 年
盛虹集团	MTO 甲醇制	40	2017 年
中科（广东）炼化公司	乙烯氧化法	40	2018 年
山西襄矿弘通能用	煤基合成气	30	2018 年
鹤壁宝马	煤基合成气	20	2017 年
内蒙古易高煤化	煤基合成气	20	2017 年

资料来源：wind，申万宏源研究

3.3 参建 60 万吨乙二醇项目，打开主业成长空间

携手大股东设立乙二醇项目公司。公司于 6 月 24 日发布公告，拟与控股股东天业集团共同投资设立项目公司，项目公司注册资本金 25 亿，公司拟以现金出资 7.5 亿元，占注册资本 30%。项目公司全力承接天业集团 100 万吨/年合成气制乙二醇一期工程 60 万吨/年乙二醇项目建设及运营，该项目总投资 79.97 亿元，执行年限为 2017-2019 年，建设规模为 60 万吨/年合成气制乙二醇。

天业乙二醇技术成熟，成本领先。天业集团一期乙二醇 5 万吨项目于 13 年投产，经过几年的发展，技术已经达到成熟。2016 年初公司发布“新疆天业一期合成气制乙二醇装置”全生命周期数据，项目已实现连续 38 个月高负荷运行，2015 年装置运行负荷达到 105%、优等品率达到 95%，催化剂使用年限长、选择性高，同时紫外光透过率、产品品质等完全达到聚酯行业要求。集团目前旗下天辰化工已拥有合成气制乙二醇产能 25 万吨，技术来源于日本宇部，今年年底将技改新增 10 万吨产能，考虑到新建 60 万吨乙二醇项目预计将于 2018 年底投产，届时集团将拥有 95 万吨乙二醇产能。新疆资源优势明显，煤、电成本显著低于其他区域，天业集团拥有煤炭、电力一体化配套，长期看竞争优势明显。目前乙二醇华东价格已反弹至 7400 元/吨，按集团乙二醇生产成本约 3000 元/吨，运输费用 1000 元/吨测算，目前单吨净利润达到 1750 元/吨。中性预计 18 年底集团乙二醇投产后，乙二醇均价为 6500 元/吨，单吨净利约 1150 元/吨，考虑到 60 万吨乙二醇项目公司参股 30%，将共享约 2 亿投资收益。

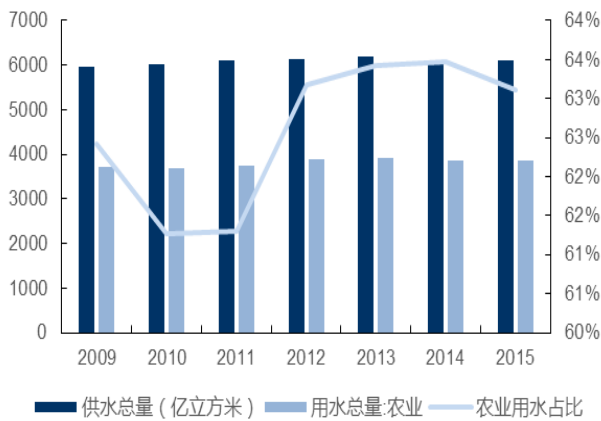
4. 政策助力，节水业务迎来发展机遇

4.1 我国水资源稀缺，农业用水效率亟待提高

水资源稀缺是中国长期以来一直面临的资源困境。我国幅员辽阔，资源充足，但同时人口众多，全国 669 座城市中有 400 座供水不足，110 座严重缺水；据世界银行统计，中国人均淡水资源仅为世界平均的四分之一左右，世界排名 130。人均淡水资源量仅是排名第一国家冰岛的 0.3%，在世界十大经济体中排名倒数第三。

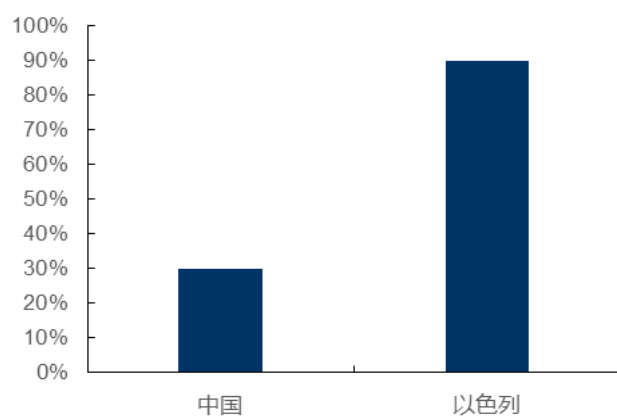
农业用水占用水总量比例较高且利用率低。据国家统计局统计，2015 年中国用水总量达 6103.2 亿立方米。其中农业用水 3851.5 亿立方米，占用水总量 63.11%，这和发达国家相比存在很大差距。根据 2013 年世界银行数据，美国农业用水占比 40.22%，俄罗斯 19.94%，法国 12.41%。这个差距背后的根本原因是农业用水利用率，目前我国农业用水利用率约在 30%，而灌溉发达国家以色列的水利用率高于 90%。因此，降低农业用水量，提高农业用水效率成为解决水资源匮乏问题的一个重要途径。

图 28：农业用水总量占比较高（单位：亿立方米）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 29：中国与以色列农业用水利用率对比



资料来源：WIND，申万宏源研究

4.2 政策助力，节水器材迎来发展契机

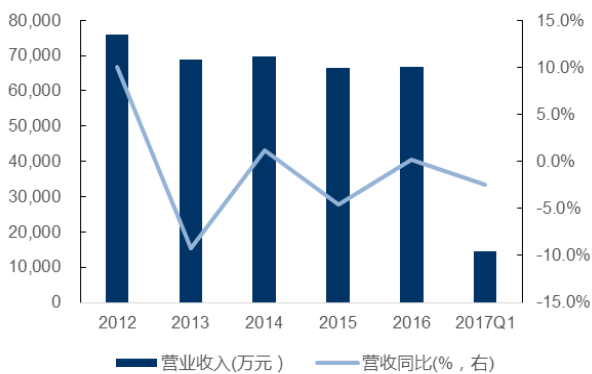
预计未来 5 年，节水行业产生 625 亿营收。《国家农业节水纲要(2012—2020 年)》，预计 2020 年相比 2015 年全国将增加 1.4 亿亩节水灌溉面积以及 6250 万亩高效节水灌溉面积，平均每年增加 5000 万亩节水灌溉面积以及 1250 万亩高效节水灌溉面积。根据水利部测算，高效节水灌溉项目，包括喷灌和微灌，亩均投资按 2014 年价格水平将超过 1000 元。以 1000 元每亩造价进行保守估计，未来五年内，国家高效节水灌溉工程将为节水灌溉设备生产企业带来共计 625 亿元营业收入，平均每年 125 亿元。此举将为行业内企业带来巨大商机以及高额收入。

2020 年目标实现高效节水面积 1.5 亿亩。根据国家发展目标，计划在 2020 年实现全国有效灌溉面积 10 亿亩，新增节水灌溉工程 3 亿亩，新增高效节水灌溉工程 1.5 亿亩，全国旱作节水农业技术推广面积达 5 亿亩以上。同时，积极推广喷灌、微灌、膜下滴灌等高效节水灌溉和水肥一体化技术。目标在 2020 年，全国节水灌溉面积达到有效灌溉面积 60% 以上，高效节水工程面积占有有效灌溉面积 30% 以上。在政策目标推动下，节水灌溉将面临大幅度需求增长，为当前行业产能提供巨大释放空间。

4.3 公司谋求转型，打造利润增长点

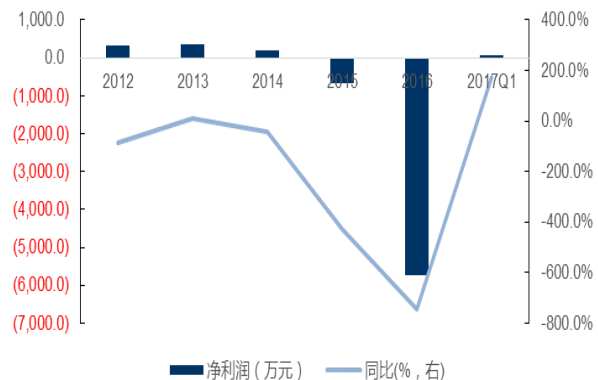
节水行业竞争激烈，天业节水增长停滞。天业节水创立于 1999 年，2006 年于港股上市，主要销售膜下滴灌节水器材、PVC 管材和配套管件等，公司具有完整的节水滴灌器材生产、设计、安装、服务体系，节水滴灌器材的生产能力全国第一，目前具备年生产 600 万亩滴灌节水器材（占行业产能近 20%）、6 万吨 PVC 管材、500 吨配套管件的能力。由于行业同质化竞争严重、产品附加值较低，近年来公司收入稳定在 6~7 亿，整体基本维持盈亏平衡，2016 年受减值计提影响，亏损 5700 万元，2017 年 Q1 已实现扭亏为盈，实现营收 1.45 亿，净利润 126.3 万元。

图 30：天业节水营收情况



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 31：天业节水净利润情况

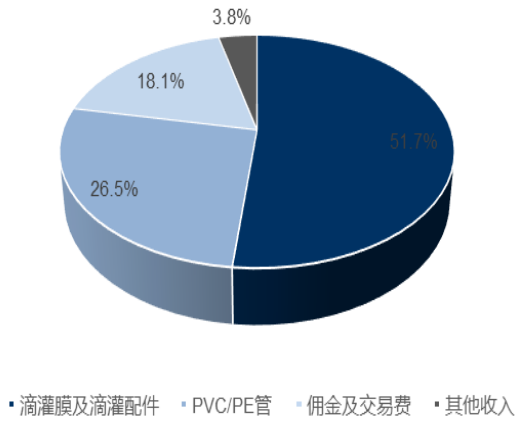


资料来源：WIND，申万宏源研究

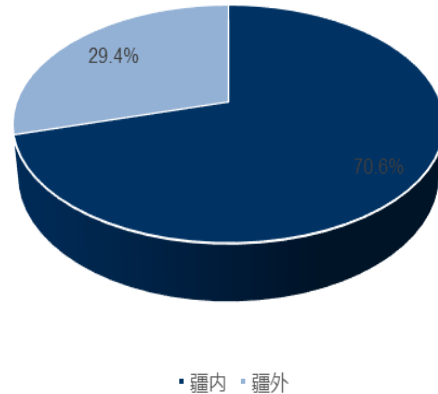
公司谋求转型，从单纯的卖产品转向卖服务。天业节水过去几年收入来源主要是节水器材销售，盈利空间不大。2016 年公司响应国家号召，重点培养节水业务，将从单纯卖产品向卖服务转型。天业节水 2016 年成立 4 家子公司，依托控股子公司向节水产业下游延伸，推动节水灌溉技术与农业种植技术相结合、节水灌溉技术与高效水肥一体化技术相结合。公司 2016 年实现 600 万亩农田节水器材生产，对接南疆 15.2 万亩农业高效节水项目、10 万亩滴灌自动化项目和 1 万亩暗管排盐项目建设，并成功推广 600 多座具有高效水肥管理系统的生态大棚。

图 32：2016 年天业节水收入构成

图 33：天业节水主要收入来源于疆内



资料来源：WIND，申万宏源研究



资料来源：WIND，申万宏源研究

南疆节水服务市场空间广阔，是公司未来开发的重点。2017年1月，水利部、国家发展改革委、财政部、农业部、国土资源部联合印发《“十三五”新增1亿亩高效节水灌溉面积实施方案》，明确提出“十三五”期间全国新增高效节水灌溉面积1亿亩，其中兵团十三五期间新增300万亩地，农田节水改造市场大。南疆以农业为主，未来农业改革和节水改造势在必行，公司有望抓住机会，争取更多份额。公司去年成立中新农公司，与兵团水利设计院、兵团农业科技园共同组成合作关系，通过依靠兵团技术，现在中新农已经占据300万亩地的50%以上的节水市场。公司原有节水收入6-7亿，假设公司能够承接南疆约50%的业务，十三五期间预计每年承接兵团30~35万亩土地节水项目，约新增3~4亿收入，原有收入规模增长约50%，预计每年将贡献净利润约1500~2000万元。

5. 盈利预测与投资建议

公司2014年通过资产重组，主业由普通PVC转型为特种PVC，目前已打通“自备电力—电石—特种PVC—塑料与节水器材”一体化产业链，同时地处新疆煤、电资源优势显著，综合竞争力显著优于同行。短期看公司氯碱业务景气自2016年下半年大幅上行，糊树脂价格经过二季度调整后近期价格持续反弹，西北安全检查、环保督查压制电石、PVC企业开工，看好三季度旺季行情；中期看糊树脂产能主要分布在东部，成本差异保障公司长期利润；我国乙二醇进口替代空间巨大，天业集团煤制乙二醇生产工艺成熟，公司携手集团新建60万吨乙二醇项目打开成长空间，未来有望受益集团国企改革。预计公司2017-2019年归母净利润为7.06、7.67、9.98亿，对应EPS分别为0.73、0.79、1.03元，当前股价对应PE为13.0、12.0、9.2倍，参考可比公司估值，公司作为行业龙头享受一定确定性溢价，合理估值对应17年15倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5：可比上市公司估值

股票代码	简称	总市值(亿元)	总股本(亿股)	股价 (17-08-21)	EPS				PE			
					16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002092	中泰化学	345	21.46	16.06	0.95	1.06	1.31	1.49	16.9	15.2	12.3	10.8

002002	鸿达兴业	198	24.21	8.18	0.34	0.53	0.67	0.8	24.1	15.4	12.2	10.2
000422	湖北宜化	56	8.98	6.28	-1.43	0.32	0.42	0.54	-4.4	19.6	15.0	11.6
601216	君正集团	484	84.38	5.74	0.19	0.26	0.32	0.4	30.2	22.1	17.9	14.4
	均值								23.7	18.1	14.3	11.7
600075	新疆天业	92	9.73	9.45	0.89	0.73	0.79	1.03	10.6	12.9	12.0	9.2

资料来源: wind, 申万宏源研究

关键假设:

- 1) 特种 PVC 17~19 年不含税价格分别为 7265、7315、7365 元/吨; 烧碱 17~19 年不含税价格分别为 2992 元/吨; 电石 17~19 年不含税价格分别为 2222 元/吨, 相关产品保持满产满销;
- 2) 番茄酱业务停产减亏, 塑料制品、建筑安装与运输业务受益节水业务发展实现增长, 其他业务基本保持稳定;
- 3) 60 万吨乙二醇项目 2019 年贡献利润, 全年实现销量 50 万吨, 不含税均价为 5641 元/吨 (含税价格为 6600 元/吨)。

表 6: 关键假设表 (单位: 百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
化工原料及产品				
收入	2499.4	2688.3	2804.1	2924.0
成本	1607.7	1604.8	1631.0	1677.1
毛利	891.7	1083.5	1173.2	1247.0
毛利率 (%)	35.7	40.3	41.8	42.6
塑料制品				
收入	719.9	1000.0	1050.0	1102.5
成本	713.2	950.0	966.0	992.3
毛利	6.7	50.0	84.0	110.3
毛利率 (%)	0.9	5.0	8.0	10.0
建筑安装及运输服务				
收入	716.3	800.0	1040.0	1352.0
成本	674.2	750.0	937.5	1218.8
毛利	42.1	50.0	102.5	133.3
毛利率 (%)	5.9	6.3	9.9	9.9
建筑安装				
收入	607.2	607.2	607.2	607.2
成本	580.6	580.6	580.6	580.6
毛利	26.6	26.6	26.6	26.6
毛利率 (%)	4.4	4.4	4.4	4.4
运输收入				
收入	109.1	115.2	115.2	115.2
成本	93.6	97.9	97.9	97.9
毛利	15.5	17.3	17.3	17.3

毛利率(%)	14.2	15.0	15.0	15.0
电、汽				
收入	618.9	618.9	618.9	618.9
成本	287.7	287.7	287.7	287.7
毛利	331.2	331.2	331.2	331.2
毛利率(%)	53.5	53.5	53.5	53.5
包装材料				
收入	166.3	166.3	156.8	156.8
成本	137.6	137.6	132.9	132.9
毛利	28.7	28.7	23.9	23.9
毛利率(%)	17.2	15.2	15.2	15.2
番茄酱				
收入	102.9	70.0	0.0	0.0
成本	109.6	72.0	0.0	0.0
毛利	(6.7)	(4.0)	0.0	0.0
毛利率(%)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0
建材				
收入	32.5	31.7	31.7	31.7
成本	29.6	29.4	29.4	29.4
毛利	2.9	2.4	2.4	2.4
毛利率(%)	9.0	7.4	7.4	7.4
灌溉工程收入				
收入	12.2	13.0	13.0	13.0
成本	12.0	11.5	11.5	11.5
毛利	0.1	1.5	1.5	1.5
毛利率(%)	1.0	11.5	11.5	11.5
商品房				
收入	0.2	23.2	23.2	23.2
成本	0.1	15.0	15.0	15.0
毛利	0.2	8.3	8.3	8.3
毛利率(%)	74.9	35.6	35.6	35.6
乙二醇				
收入				846.2
成本				555.0
毛利				291.2
毛利率(%)				34.4

资料来源: wind, 申万宏源研究

6. 风险提示

1) 氯碱行业景气不及预期风险; 2) 国企改革不达预期风险; 3) 环保停产风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,903	5,597	6,134	6,460	7,791
营业总成本	4,619	5,014	5,216	5,469	6,492
营业成本	3,924	4,247	4,536	4,689	5,598
营业税金及附加	35	58	63	67	81
销售费用	140	196	215	226	273
管理费用	196	227	249	262	317
财务费用	271	180	200	224	224
资产减值损失	53	106	-48	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	1	0	0	0
营业利润	292	584	918	991	1,298
营业外收支	19	16	16	17	17
利润总额	311	601	934	1,008	1,315
所得税	94	159	247	267	348
净利润	217	442	687	741	967
少数股东损益	-10	-47	-19	-25	-30
归属于母公司所有者的净利润	227	489	706	767	998

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,169	2,374	3,521	3,591	3,940
现金及等价物	1,210	204	1,179	1,179	1,179
应收款项	706	1,269	1,329	1,365	1,513
存货净额	1,227	888	1,000	1,034	1,234
其他流动资产	26	13	13	13	13
长期投资	25	23	23	23	23
固定资产	5,743	5,540	7,187	7,786	7,427
无形资产及其他资产	272	546	546	546	546
资产总计	9,265	8,527	11,434	12,232	12,524
流动负债	5,800	3,559	5,779	5,835	5,160
短期借款	500	1,000	3,120	3,123	2,135
应付款项	1,758	1,467	1,567	1,620	1,934
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	734	674	674	674	674
负债合计	6,534	4,234	6,453	6,510	5,834
股本	439	695	973	973	973
资本公积	748	1,607	1,329	1,329	1,329
盈余公积	249	249	249	249	249
未分配利润	825	1,315	2,020	2,787	3,785
少数股东权益	468	425	407	381	351

股东权益	2,731	4,294	4,977	5,718	6,685
负债和股东权益合计	9,265	8,527	11,430	12,228	12,520

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	217	442	687	741	967
加：折旧	394	455	546	726	767
摊销减值	277	181	200	224	224
财务费用	4	-2	0	0	0
非经营损失	-264	-303	-24	-17	-35
营运资本变动	0	0	0	0	0
其它	628	772	1,409	1,675	1,924
经营活动现金流	457	728	2,354	1,454	711
资本开支	7	-646	0	0	0
其它投资现金流	-449	-1,367	-2,354	-1,454	-711
投资活动现金流	0	1,768	0	0	0
吸收投资	-110	-1,969	2,120	4	-989
负债净变化	257	182	200	224	224
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	-367	-383	1,920	-221	-1,213
融资活动现金流	-187	-977	975	0	0
净现金流					

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标					
(元)					
每股收益	0.23	0.50	0.73	0.79	1.03
每股经营现金流	0.65	0.79	1.45	1.72	1.98
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.33	3.98	4.70	5.49	6.51
关键运营指标					
(%)					
ROIC	13.9	9.8	10.9	10.7	13.5
ROE	10.0	12.7	15.4	14.4	15.7
毛利率	20.0	24.1	26.0	27.4	28.1
EBITDA Margin	18.3	19.9	27.9	30.1	29.4
EBIT Margin	11.3	13.6	18.2	18.8	19.5
收入同比增长	14.8	14.2	9.6	5.3	20.6
净利润同比增长	482.6	115.5	44.2	8.6	30.1

资产负债率	70.5	49.7	56.4	53.2	46.6
净资产周转率	2.17	1.45	1.34	1.21	1.23
总资产周转率	0.53	0.66	0.54	0.53	0.62
有效税率	31.1	26.5	26.5	26.5	26.5
股息率	-	-	-	-	-
估值指标 (倍)					
P/E	40.7	18.9	13.1	12.1	9.3
P/B	4.1	2.4	2.0	1.7	1.5
EV/Sale	2.0	2.0	2.0	1.9	1.4
EV/EBITDA	10.9	10.0	7.2	6.3	4.9

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，资格证书编号为：ZX0065。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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@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。