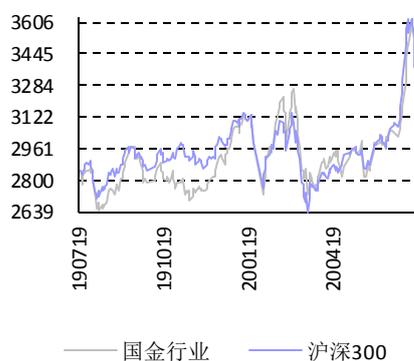


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	3430
沪深300指数	4545
上证指数	3214
深证成指	13115
中小板综指	12173



PVC 手套扩产，糊树脂步入景气周期

行业观点

- **PVC 糊树脂性能优越，应用广泛。**PVC 糊树脂是未加工状态下的 PVC 塑料的一种独特液体形式，广泛应用于手套、人造革、地板革、玩具、壁纸、汽车内饰材料等领域。PVC 糊树脂的聚合生产方法主要有微悬浮聚合法、种子乳液聚合法和混合法。其中微悬浮法 PVC 糊树脂满足手套专用树脂所要求的低糊黏度、良好的稳定性，目前国内市场所采用的手套料大部分采用微悬浮法生产工艺。
- **供给端持续改善，疫情拉动手套需求增长，步入景气周期。**供给端方面，2017 年新一轮产能扩张之后，目前产能增速趋于平缓，目前 PVC 糊树脂实际有效产能约 95.5 万吨。疫情背景下，PVC 手套供不应求带动 PVC 糊树脂需求提升；同时，由于经济的逐步复苏，PVC 糊树脂大盘料下游人造革等企业开工情况逐渐转好，对 PVC 糊树脂的需求亦逐步提升，PVC 糊树脂目前处于供需偏紧状态。根据草根调研情况，目前大部分 PVC 糊树脂产能处于满产状态。价格方面，受国内疫情好转和全球疫情持续增长的影响，手套料价格从 6 月份开始暴涨，六月底达到 12000 元/吨，较今年低点 7650 元/吨上涨了 56.86%。而根据百川资讯统计，8-9 月份计划检修的企业比较多，预计三季度价格将维持高挺状态。
- **主流手套厂家扩产带动 PVC 糊树脂需求向好。**从全球主要手套企业扩产方面看，国际手套行业龙头 Top Glove，国内巨头蓝帆医疗、英科医疗均有扩产计划，仅 2020 年，三家公司分别扩产 PVC 手套 24 亿只、40 亿只和 30 亿只。根据英科医疗和蓝帆医疗数据，单只 PVC 手套糊树脂用量约 3g，根据各个厂家扩产计划来看，预计未来 2-3 年内，主流 PVC 手套厂家的扩产预计每年将至少带来 PVC 糊树脂需求 4 万吨的增长。

投资建议

- 疫情拉动 PVC 手套需求情况下，主流手套厂家纷纷扩产将带动 PVC 手套料需求向好；此外，随着经济的逐步回暖，PVC 皮革料下游厂家逐步复产将带动 PVC 皮革料需求恢复。当前 PVC 糊树脂整体供给有限，且新增产能需要 1 年以上的周期，我们预计 PVC 价格将在很长一段时间维持高位，PVC 糊树脂行业整体将步入景气周期。在此背景下，我们推荐 PVC 糊树脂龙头企业沈阳化工（具备 20 万吨 PVC 糊树脂产能，我们测算 PVC 糊树脂每涨价 1000 元，带来公司 EPS 增厚 0.21 元），同时建议关注新疆天业、中泰化学、三友化工（每涨价 1000 元分别带动 EPS 增厚 0.063 元、0.04 元、0.025 元）。

风险提示

- PVC 手套需求不达预期；上游原材料价格波动风险；安全环保政策风险。

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、PVC 糊树脂主要用于手套和皮革料	4
1.1 PVC 糊树脂下游应用广泛	4
1.2 原材料 PVC 产能整体过剩	5
二、PVC 糊树脂供需格局持续改善，预计价格将在高位运行	7
三、手套厂家扩产带动 PVC 糊树脂需求向好	10
3.1 疫情背景下，医用手套需求旺盛	10
3.2 手套厂家扩产将带动 PVC 糊树脂需求增长	13
四、投资建议	15
4.1 沈阳化工	15
4.2 新疆天业	16
4.3 中泰化学	16
4.4 三友化工	17
五、风险提示	17

图表目录

图表 1: PVC 糊树脂下游应用	4
图表 2: PVC 糊树脂下游应用领域占比情况	4
图表 3: PVC 树脂主要生产工艺流程	4
图表 4: 微悬浮法生产工艺	5
图表 5: PVC 下游应用领域占比情况	5
图表 6: 2012-2019 年国内 PVC 产能产量及增速	6
图表 7: 2012-2019 年国内 PVC 表观消费量及产量	6
图表 8: 近年来 PVC 价格走势	6
图表 9: PVC 制备方法对比	6
图表 10: 电石法 PVC 工艺流程	7
图表 11: 乙烯法 PVC 工艺流程	7
图表 12: 2011-2019 年国内糊树脂产能产量及增速	7
图表 13: PVC 糊树脂进出口情况	8
图表 14: 我国 PVC 糊树脂生产企业	8
图表 15: 我国 PVC 糊树脂手套料实际产能与产量统计	9
图表 16: PVC 糊树脂行业开工率提升	9
图表 17: 2015-2020 年 PVC 手套料价格情况	10
图表 18: 2015-2020 年 PVC 皮革料价格情况	10
图表 19: 多数企业在 3 季度均有检修计划	10
图表 20: PVC 糊树脂企业扩产计划	10
图表 21: 一次性防护手套行业产业链	11

图表 22: 各类一次性手套图示.....	11
图表 23: 不同种类的手套比较情况.....	11
图表 24: 全球一次性防护手套市场需求及预测情况.....	12
图表 25: 2010-2019 年全球医疗级手套需求量及增速.....	12
图表 26: 2010-2019 年全球非医疗级手套需求量及增速.....	12
图表 27: 2017-2020 年全球主力手套需求量及预测.....	13
图表 28: 2019 年全球一次性手套产量分布情况.....	13
图表 29: 2019 年全球一次性手套竞争格局.....	13
图表 30: 主流手套企业扩产情况.....	14
图表 31: 2013-2017 年我国手套出口情况.....	14
图表 32: PVC 手套成本构成.....	15
图表 33: 主流手套厂家扩产带动 PVC 糊树脂需求增长.....	15
图表 34: PVC 糊树脂相关企业及涨价对应 EPS 弹性测算.....	15
图表 35: 沈阳化工营业收入情况 (亿元).....	16
图表 36: 沈阳化工归属于母公司净利润情况 (亿元).....	16
图表 37: 新疆天业营业收入情况 (亿元).....	16
图表 38: 新疆天业归属于母公司净利润情况 (亿元).....	16
图表 39: 中泰化学营业收入情况 (亿元).....	17
图表 40: 中泰化学归属于母公司净利润情况 (亿元).....	17
图表 41: 三友化工营业收入情况 (亿元).....	17
图表 42: 三友化工归属于母公司净利润情况 (亿元).....	17

一、PVC 糊树脂主要用于手套和皮革料

1.1 PVC 糊树脂下游应用广泛

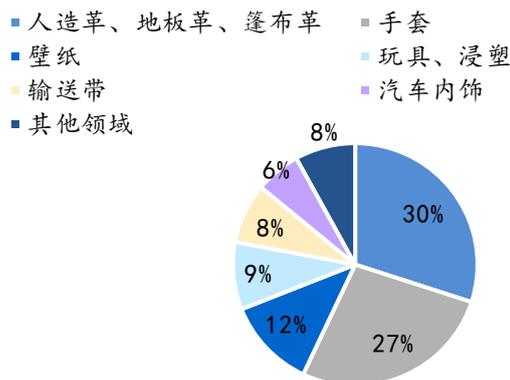
- PVC 糊树脂是未加工状态下的 PVC 塑料的一种独特液体形式，因粒度微小，其质地像滑石粉，具有不流动性，经常同增塑剂混合后经搅拌形成稳定的悬浮液制成 PVC 糊料。PVC 糊树脂成型加工可制成特殊形状，在手套、人造革、地板革、玩具、壁纸、汽车内饰材料等硬制品中获得广泛应用。

图表 1: PVC 糊树脂下游应用



来源：百度图片，国金证券研究所

图表 2: PVC 糊树脂下游应用领域占比情况



来源：智研资讯，国金证券研究所

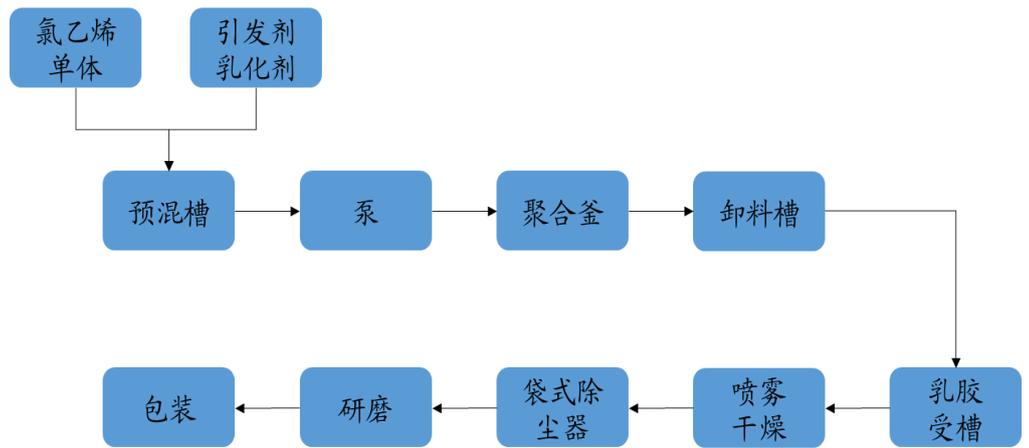
- 中国 PVC 糊树脂从原料来源分两类，一是以电石为原料，约占总产量 65%，二是以 VCM 和 EDC 为原料，约占总产量 35%。PVC 糊树脂的聚合生产方法主要有微悬浮聚合法、种子乳液聚合法和混合法。其中微悬浮法 PVC 糊树脂满足手套专用树脂所要求的低糊黏度、良好的稳定性，目前国内市场所采用的手套料大部分采用微悬浮法生产工艺。

图表 3: PVC 树脂主要生产工艺流程

生产方法	具体流程	产品特征	主要应用领域
微悬浮聚合法	聚合前，在釜外先将氯乙烯单体、引发剂、乳化剂水溶液和无离子水等用机械均化的方法制成稳定的乳状，然后进行聚合。	初级粒子平均粒径大，粒度呈正态分布，糊粘度低，具有比液法产品更好的耐水性和热老化性。	手套、人造革、地板卷材、输送带和玩具
种子乳液法	种子乳液聚合由乳液种子聚合、胶乳聚合两个阶段组成。先将少量单体按一般乳液聚合法制得种子胶乳，然后将少量种子胶乳，加入聚合乳液的配方中。种子胶乳微粒将被单体所溶胀并吸附水相中产生的自由基而引发聚合。	初级粒子粒度一般都是双峰分布，增塑糊具有假塑流动特性，适合用于高速涂装加工，乳液法树脂熔融温度较高，具有瞬间成型的特点。	壁纸和发泡行业
混合法	混合法 PVC 糊树脂生产工艺主要是由乳液聚合和微悬浮聚合相结合，在整个反应过程中，先经过乳液聚合制成种子乳胶，再将其和其他乳化剂、引发剂、各种助剂及 VCM 加入聚合釜进行微悬浮聚合。	所得胶乳粒径为双峰分布，化学作用不敏感，发泡性能好，泡孔均匀，加工性能稳定。	人造革、地板革、墙纸等行业

来源：CNKI，国金证券研究所

图表 4：微悬浮法生产工艺

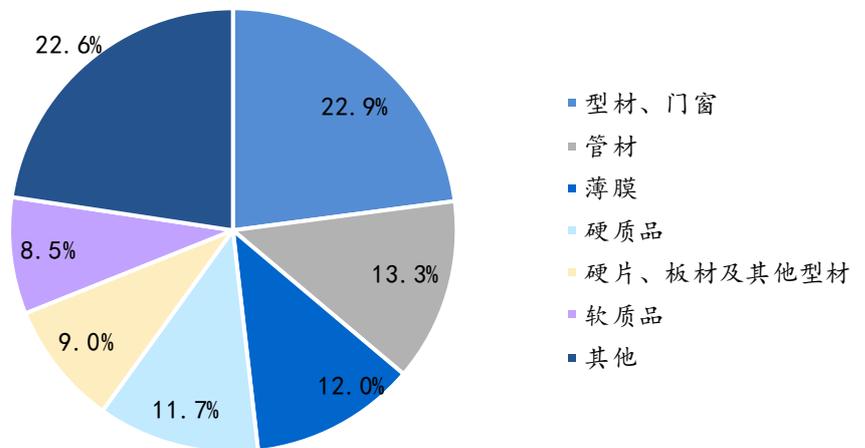


来源：CNKI，国金证券研究所

1.2 原材料 PVC 产能整体过剩

- 聚氯乙烯（PVC）是氯乙烯单体（VCM）在过氧化物、偶氮化合物等引发剂作用下按自由基聚合反应机理聚合而成的聚合物，理化性能和力学性能优越，具有阻燃、高强度、耐腐蚀以及优良的几何稳定性，在塑料行业中占有重要地位。PVC 是全球第二大通用型合成树脂材料，广泛应用于建筑材料、工业制品、日用品、地板革、人造革、管材、电线电缆、包装膜、密封材料、纤维等方面。

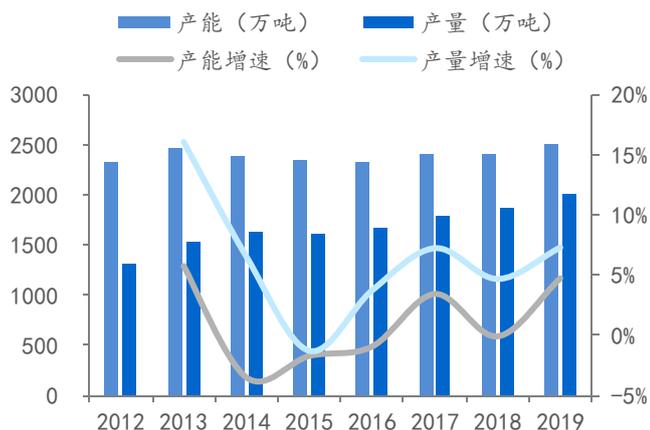
图表 5：PVC 下游应用领域占比情况



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 目前 PVC 处于产能过剩状态。近年来，PVC 行业发展迅速，2012-2019 年，国内 PVC 产量从 1318 万吨增至 2011 万吨，CAGR 为 6.22%；表观消费量从 1374.4 万吨增长到 2027 万吨，CAGR 为 5.7%。2016-2017 年，随着供需格局的改善，PVC 进入景气周期，之后 PVC 开始了新一轮的产能扩张，目前 PVC 行业整体处于产能过剩的状态。

图表 6：2012-2019 年国内 PVC 产能产量及增速



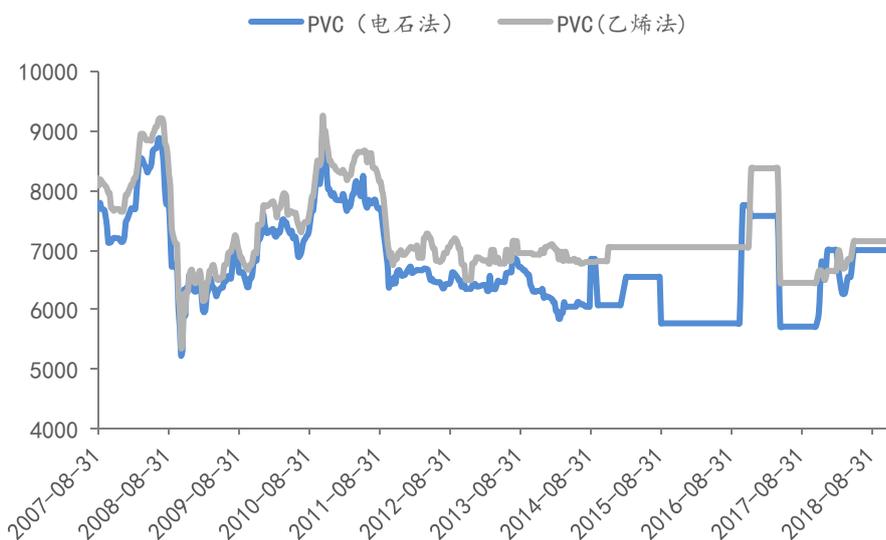
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 7：2012-2019 年国内 PVC 表观消费量及产量



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 8：近年来 PVC 价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

- **PVC 生产分为电石法和乙烯法。**电石法原材料为煤炭，利用电石遇水生成乙炔，将乙炔与氯化氢合成制出氯乙烯单体；乙烯法原材料为石油，利用石脑油和天然气生成乙烯，再经过氯化反应制得二氯乙烯，进而产出氯乙烯单体。相比于乙烯法，电石法较简单，投资量相对小，但乙烯法的氯可完全利用，实现“三废”的完全处理。

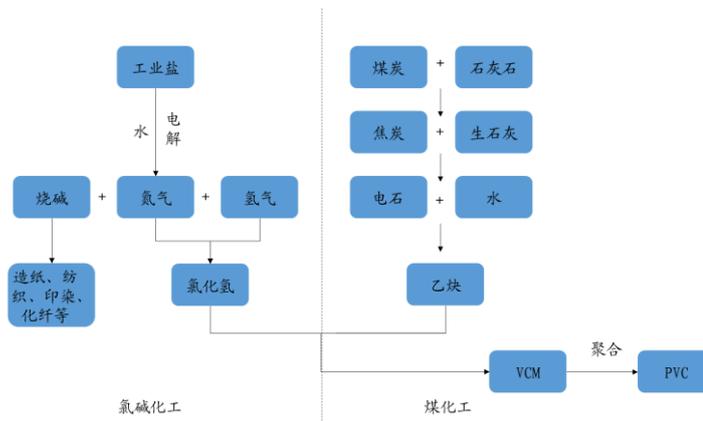
图表 9：PVC 制备方法对比

制备方法	原材料	优点	缺点
电石法	电石	流程简单，投资量小	高污染，高耗能
乙烯法	乙烯	完全利用氯，“三废”完全处理	受天然原料储备限制

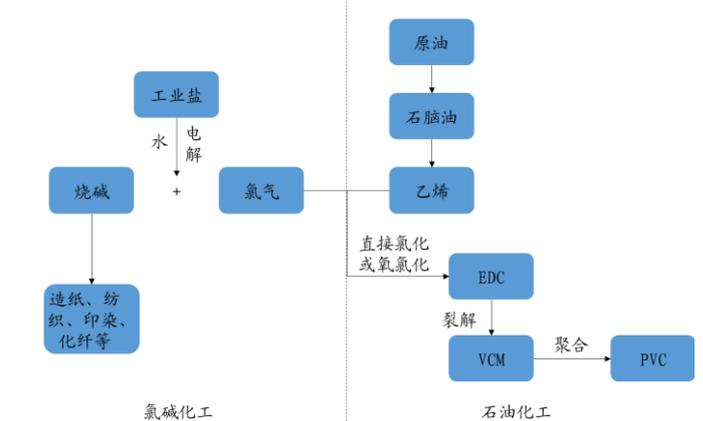
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **国内 PVC 为电石法为主，国外 PVC 以乙烯法为主。**当前，除中国大陆和印度的少量装置之外，世界其它地区聚氯乙烯装置均采用以石油化工所生产的乙烯基类单体产品为原料的乙烯法(单体法)生产工艺。由于我国贫油、富煤、少气的现状，国内主流为电石法生产。

图表 10: 电石法 PVC 工艺流程



图表 11: 乙烯法 PVC 工艺流程



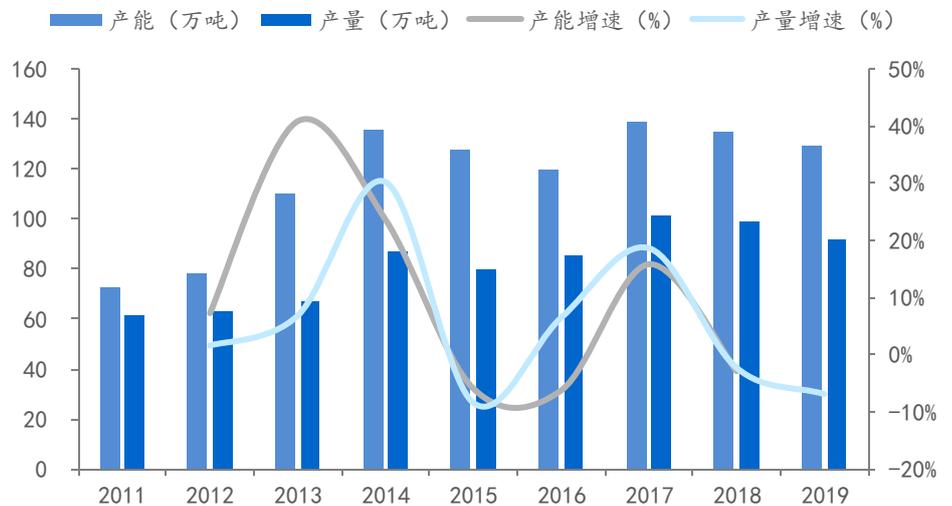
来源: CKNI, 国金证券研究所

来源: CKNI, 国金证券研究所

二、PVC 糊树脂供需格局持续改善, 预计价格将在高位运行

- 近年来, 我国糊树脂新进入企业较多, 行业一度出现产能过剩的情况, 多数企业利润空间受到挤压, 部分地区糊树脂产品供大于求。2016-2017 年受供给侧改革影响, PVC 糊树脂价格上涨, 企业进入新一轮扩产周期, 根据卓创资讯统计, 2017 年, 国内糊树脂产能和产量达到历史峰值, 分别为 139 万吨和 101 万吨, 2018-2019 年随着价格的回落, PVC 糊树脂产能和产量逐年减少。

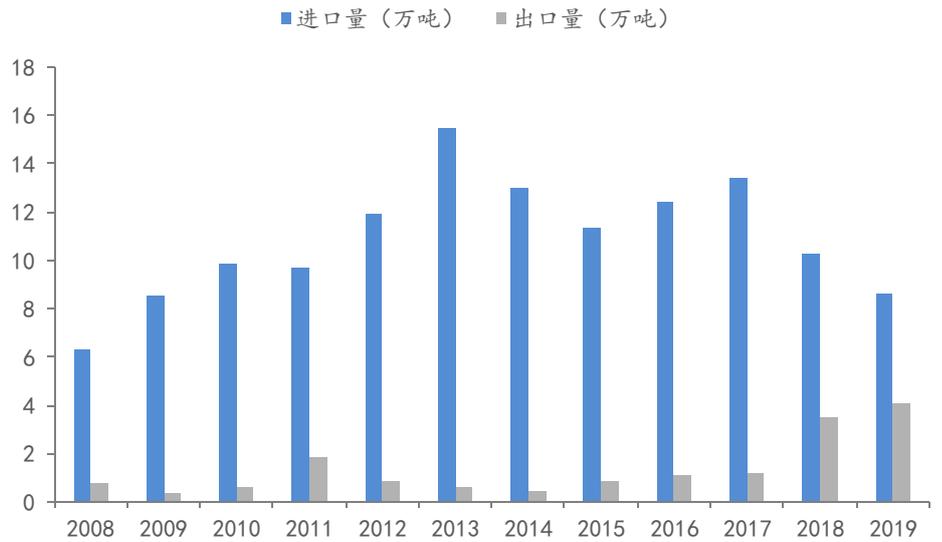
图表 12: 2011-2019 年国内糊树脂产能产量及增速



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

- 从进出口情况来看, 近年来我国 PVC 糊树脂进口数量下降, 2019 年进口约 8.63 万吨; 由于我国是糊树脂下游产品的主要生产国, 糊树脂出口量较小, 2019 年出口量约 4.12 万吨。

图表 13: PVC 糊树脂进出口情况



来源: Wind, 国金证券研究所

- 根据百川资讯统计, 2019 年, 我国 PVC 糊树脂名义产能共计 144 万吨, 其中昔阳化工、伊东东兴、盐湖海纳、上海氯碱、湖北山水停产, 实际运行产能约 95.5 万吨。

图表 14: 我国 PVC 糊树脂生产企业

区域	省份	PVC 糊树脂生产企业	建成产能 (万吨)	运行产能 (万吨)
东北	辽宁	沈阳化工	20	20
		东北地区	20	20
华北	河北	唐山三友	6	6
华北	山西	昔阳化工	10	0
		华北地区	16	6
西北	内蒙	晨宏力	7.5	7.5
西北	内蒙	伊东东兴	10	0
西北	宁夏	英力特	4	4
西北	内蒙	中盐吉兰泰	8	4
西北	内蒙	君正天原	10	10
西北	新疆	新疆天业	10	10
西北	新疆	新疆中泰	10	10
西北	青海	盐湖海纳	3.5	0
		西北地区	63	45.5
华东	安徽	安徽天辰	13	2
华东	山东	济宁中银	4	4
华东	山东	朗晖石油	6	6
华东	上海	上海氯碱	6	0
华东	江苏	康宁化学	5	5
华东	浙江	台塑宁波	7	7
		华东地区	41	24
华中	湖北	湖北山水	4	0
		华中地区	4	0
		全国	144	95.5

来源: 百川资讯, 国金证券研究所

- 经过草根调研，我们统计出其中具备生产手套料的企业共 7 家，合计产能 61.5 万吨，产量约 58 万吨，但这部分产能除了供应 PVC 手套料之外，也供应其 PVC 皮革料的核心客户。在满负荷全部转产手套料的极端情况下，国内手套供应量达到 61.5 万吨，平均日产量 1612 吨。

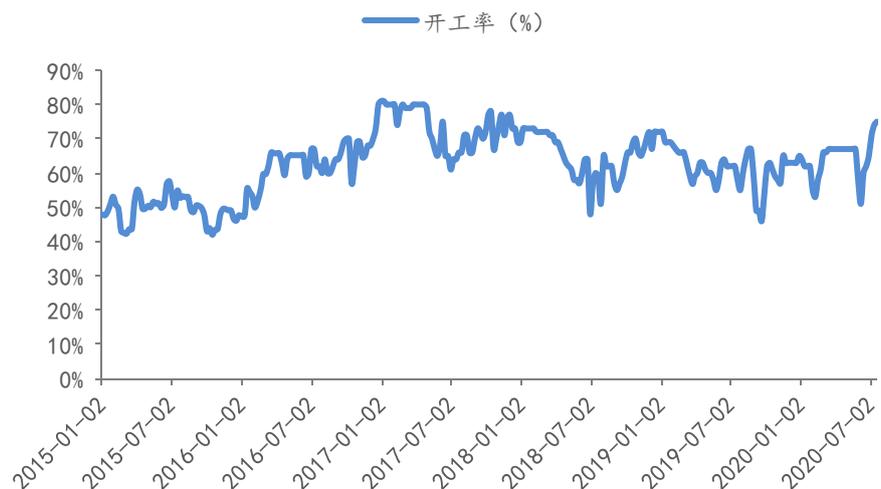
图表 15：我国 PVC 糊树脂手套料实际产能与产量统计

手套料生产企业	产能 (万吨/年)	产量 (吨/年)	日产量 (吨)
沈阳化工	20	17	472
康宁化学	5	5	139
内蒙晨宏力	7.5	7.5	208
新疆天业	10	10	278
宁波台塑	7	6.5	181
山东朗晖	6	6	167
唐山三友	6	6	167
合计	61.5	58	1612

来源：百川资讯，草根调研，国金证券研究所

- 糊树脂生产企业开工率明显回升。2020 年上半年，受国内疫情好转和全球疫情持续增长的影响，PVC 糊树脂行业开工率逐步提升，根据卓创咨询统计，7 月 PVC 糊树脂名义开工率提升至 75%，而实际上，除了安徽天辰因检修后装置运行不稳定之外，目前其他厂家均处于满产状态。

图表 16：PVC 糊树脂行业开工率提升



来源：卓创资讯，国金证券研究所

- 疫情带动手套料需求，PVC 糊树脂价格上涨。2020 年 1-2 月份的糊树脂企业库存无压力，价格均价在 9350 元/吨左右；3-5 月份受国内国际疫情影响，大盘料下游开工差，需求不乐观，与此同时手套料需求量旺盛，此时部分糊树脂企业可以将大盘料转成手套料，受此影响手套料供应出现过剩，市场供应链压力增大，5 月中旬价格回落至 7650 元/吨。5-6 月份各企业集中检修，库存减少，叠加需求增加，供需矛盾缓和，5 月下旬企业报价触底反弹，价格向上；6 月第三周开始，部分企业封盘停出，第四周初手套料开始暴涨，六月底 12000 元，较最低点上涨了 56.86%。8-9 月份计划检修的企业比较多，预计三季度价格将维持高挺状态。

图表 17: 2015-2020 年 PVC 手套料价格情况



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表 18: 2015-2020 年 PVC 皮革料价格情况



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表 19: 多数企业在 3 季度均有检修计划

企业	检修情况
内蒙古吉兰泰	7 月 5 号开始停车检修, 大概检修 10 天
内蒙古君正	7 月 20 号开始停车检修, 大概检修 10 天
宁夏英力特	在 8-9 月份都有检修计划。
沈阳化工	在 8-9 月份都有检修计划。
内蒙古晨宏力	在 8-9 月份都有检修计划。
新疆天业	在 8-9 月份都有检修计划。
宁波台塑	在 8-9 月份都有检修计划。

来源: 百川资讯, 国金证券研究所

- 从新增产能来看, 虽然有企业表示计划扩产, 但是 PVC 糊树脂扩产周期在一年左右。此外, 由于经济的逐步复苏, 大盘料下游人造革等企业开工情况逐渐转好, 对 PVC 糊树脂的需求逐步提升, 预计 PVC 糊树脂未来仍然处于供需偏紧的状态。

图表 20: PVC 糊树脂企业扩产计划

公司	产能 (万吨)	备注
中泰化学	6	上半年和下半年各 3 万吨, 均为乳液法
三友化工	2	微悬浮法
内蒙古吉兰泰	1	微悬浮法

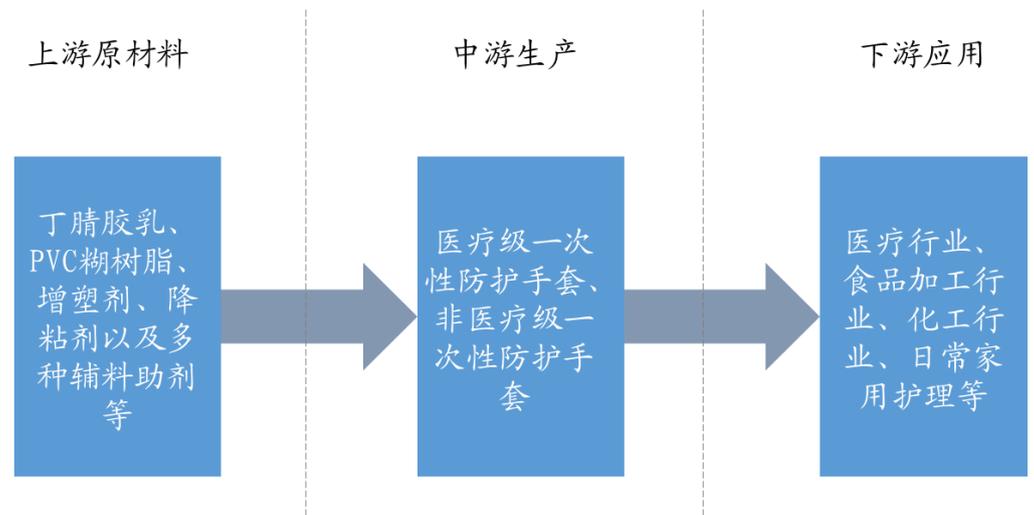
来源: 百川资讯, 国金证券研究所

三、手套厂家扩产带动 PVC 糊树脂需求向好

3.1 疫情背景下, 医用手套需求旺盛

- 防护手套是用以保护手部不受伤害的用具, 其应用领域十分广泛, 如医疗行业、食品行业、工业行业、家用清洁、美容美发等。

图表 21：一次性防护手套行业产业链



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 一次性健康防护手套按照材质不同可分为丁腈手套、PVC手套、乳胶手套和PE手套，根据品质等级和用途可分为医疗级和非医疗级，医疗级手套是指需要满足目标国家医疗市场质量认证体系或准入标准的产品，主要用于医疗手术、医疗检查、医疗护理等领域。

图表 22：各类一次性手套图示



来源：英科医疗招股说明书，国金证券研究所

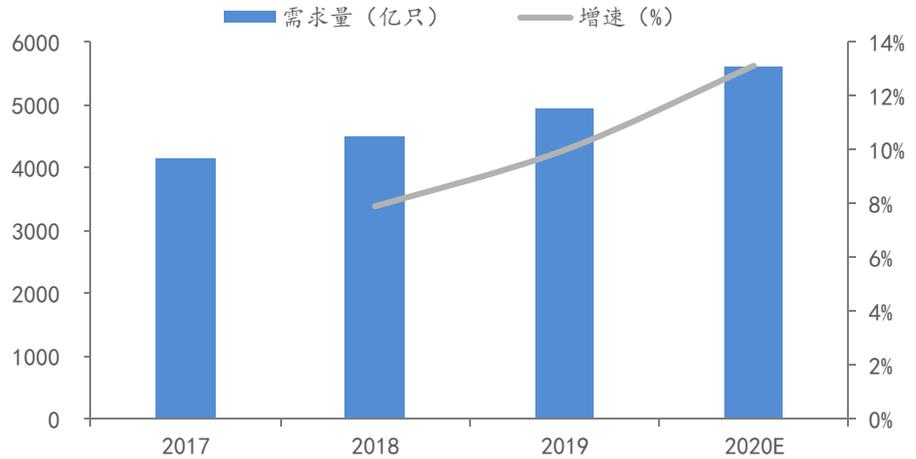
图表 23：不同类型的手套比较情况

手套品种	主要原料	产品特性	主要应用领域	主要生产地区
丁腈手套	合成丁腈胶乳以及多种辅料	弹性好、拉伸性强、耐酸碱、耐油性、抗静电、无过敏性	医用检查、简单医疗手术、食品加工、化工电子、清洁卫生	马来西亚、中国大陆、泰国
PVC手套	PVC糊树脂、增塑剂、降粘剂等	穿戴容易、透气性好、但拉伸性不及丁腈手套	医用检查、食品加工、化工电子、清洁卫生	中国大陆
乳胶手套	天然乳胶、稳定剂、催化剂	弹性及服帖性强，但因含有胶原蛋白可能导致过敏	医疗手术	马来西亚、泰国、印尼等东南亚国家
PE手套	聚乙烯	价格低廉、伸缩性差、易破损	餐饮	中国大陆

来源：中红医疗招股说明书，国金证券研究所

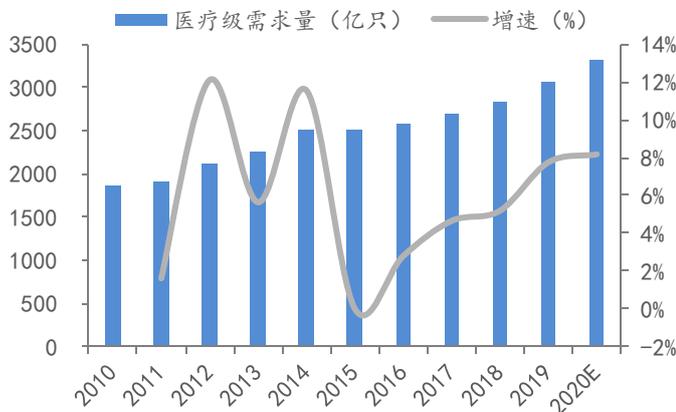
- 在全球疫情蔓延下，一次性防护手套需求激增。根据中国塑协和马来西亚手套行业协会统计分析，2019 年全球一次性防护手套需求近 5000 亿只，其中，医疗级手套市场规模达到 3060 亿只，非医疗级手套市场规模达到 1890 亿只，手套行业整体保持 8-10% 的稳健增长。此外，Top Glove 公司预计疫情后行业正常需求增速将从现有的 8-10% 增至 12-15% 左右。

图表 24：全球一次性防护手套市场需求及预测情况



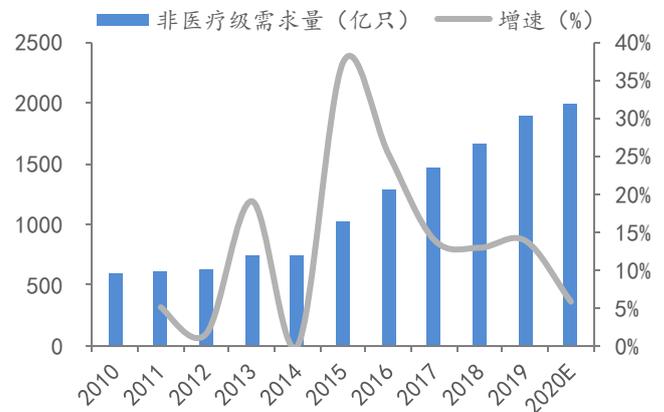
来源：中国塑协，马来西亚手套行业协会，Top Glove，国金证券研究所

图表 25：2010-2019 年全球医疗级手套需求量及增速



来源：中国塑协，马来西亚手套行业协会，国金证券研究所

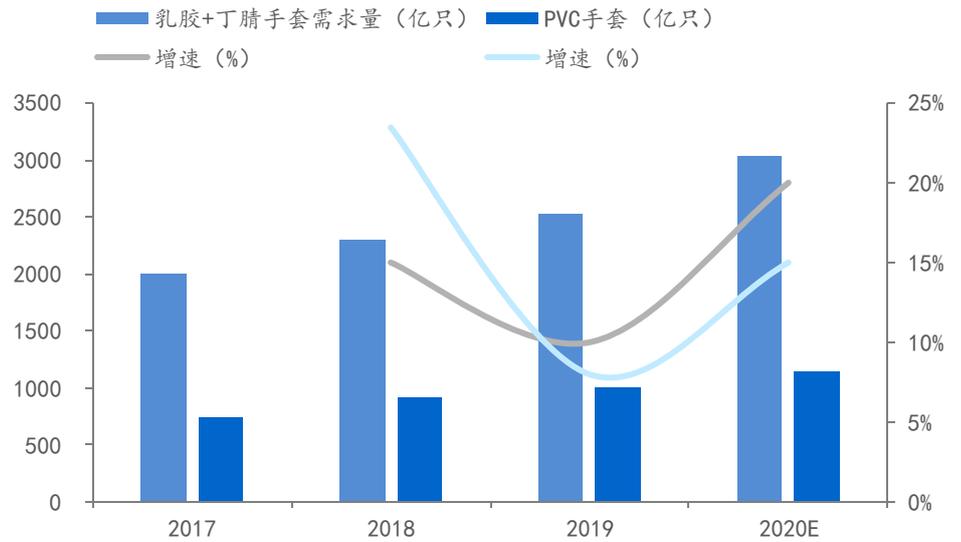
图表 26：2010-2019 年全球非医疗级手套需求量及增速



来源：中国塑协，马来西亚手套行业协会，国金证券研究所

- 在一次性健康防护手套需求总量增长的同时，产品需求结构也发生着变化。随着社会收入水平的提高和对生活品质要求的趋严，PE 手套的需求占比逐渐降低。医疗级丁腈手套与 PVC 手套是发达国家用于健康防护最为普及的一次性消耗品之一，广泛应用于医疗检查、医疗护理、食品卫生等诸多领域，具有较大的市场发展空间。尤其是近年来诸如埃博拉、中东呼吸综合征、2019 新型冠状病毒感染等全球公共卫生事件频发，普通大众对于手部卫生防护的重视程度逐渐提高，医疗手套行业未来发展前景较好。

图表 27: 2017-2020 年全球主力手套需求量及预测



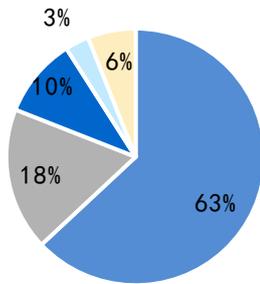
来源: 中国塑协, 国金证券研究所

3.2 手套厂家扩产将带动 PVC 糊树脂需求增长

- 全球一次性手套产能主要集中在东南亚地区。据马来西亚手套行业协会数据, 2019 年度马来西亚一次性手套产量占比约 63%, 泰国占比约 18%, 中国占比约 10%。其中, 马来西亚 Top Glove、Hartalega、Kossan、Supermax、WRP Asia Pacific, 泰国的 Sri Trang 以及中国的蓝帆医疗、英科医疗、中红普林医疗、石家庄鸿锐集团等厂家产能占全球产能的 73%。

图表 28: 2019 年全球一次性手套产量分布情况

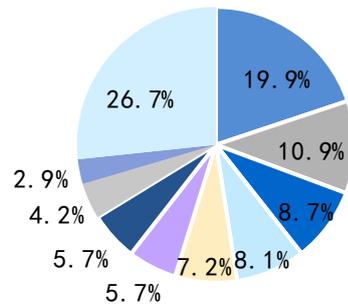
■ 马来西亚 ■ 泰国 ■ 中国 ■ 越南 ■ 其他



来源: 马来西亚手套行业协会, 国金证券研究所

图表 29: 2019 年全球一次性手套竞争格局

■ Top Glove ■ Hartalega ■ Kossan ■ Sri Trang
 ■ Supermax ■ 蓝帆医疗 ■ 英科医疗 ■ 石家庄鸿锐
 ■ 中红医疗 ■ 其他



来源: Top Glove, 国金证券研究所

- 从全球主要手套企业产能扩张情况来看, 国际龙头 Top Glove 持续提高丁腈手套和 PVC 手套产能。国内手套行业巨头蓝帆医疗、英科医疗等均有扩产计划。

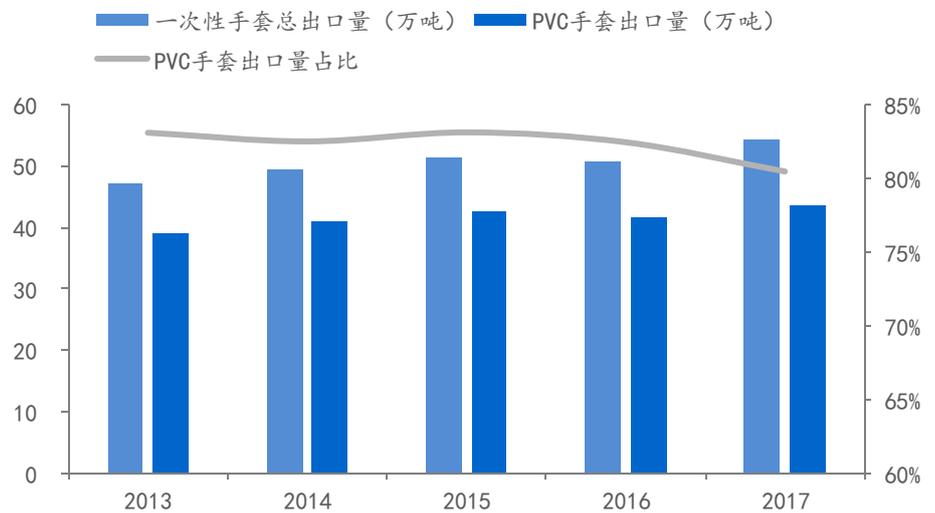
图表 30：主流手套企业扩产情况

公司名称	2019 年产能	拟扩建产能	预期产能
Top Glove	640 亿只	2020 年 31 亿只丁腈、24 亿只 PVC、22 亿只乳胶等；2021 年 116 亿只丁腈、24 亿只 PVC 等	2020 年末达到 842 亿只，2021 年末达到 1004 亿只
蓝帆医疗	150 亿只 PVC，40 亿只丁腈	40 亿只 PVC、20 亿只新型手套	2020 年末达到 250 亿只
英科医疗	140 亿只 PVC，50 亿只丁腈	60 亿只丁腈、30 亿只 PVC	2020 年末达到 280 亿只

来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前 PVC 手套产能主要集中在我国。我国 PVC 手套出口量约占一次性手套出口总量的 80% 以上，从 2013 年的 39.19 万吨增长到 2017 年的 43.76 万吨。由于 PVC 手套突出的性价比优势，预计全球 PVC 手套需求仍将继续维持稳定增长。

图表 31：2013-2017 年我国手套出口情况

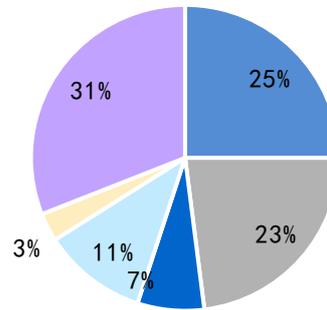


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 从 PVC 手套的成本看，PVC 糊树脂占 PVC 手套成本约 25%。根据英科医疗和蓝帆医疗数据，单只 PVC 手套糊树脂用量约 3g，根据各个厂家扩产计划来看，未来主流 PVC 手套厂家扩产预计每年将至少带来 PVC 糊树脂新增需求约 4 万吨。

图表 32: PVC 手套成本构成

■ PVC 糊树脂 ■ 增塑剂 ■ 降粘剂 ■ 煤 ■ 电 ■ 其他



来源: 蓝帆医疗招股说明书, 国金证券研究所

图表 33: 主流手套厂家扩产带动 PVC 糊树脂需求增长

PVC 手套厂家	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
英科医疗	82	114	155	270	324	340	340
蓝帆医疗	150	150	178	198	198	198	198
主流厂家 PVC 手套合计 (亿)	926	1000	1150	1288	1417	1530	1653
主流厂家对 PVC 糊树脂需求	27.78	30	34.5	38.64	42.51	45.9	49.59

来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、投资建议

- 在在疫情拉动 PVC 手套需求情况下, 主流手套厂家纷纷扩产将带动 PVC 手套料需求, 此外, 随着经济的逐步回暖, PVC 皮革料下游厂家复产将带动 PVC 皮革料需求恢复。当前 PVC 糊树脂产能整体供给有限, 且新增产能需要 1 年以上的时间周期, 我们预计 PVC 糊树脂整体将步入景气周期。在此背景下, 我们推荐 PVC 糊树脂龙头企业沈阳化工 (具备 20 万吨 PVC 糊树脂产能, 每涨价 1000 元, 带来 EPS 增厚 0.21 元), 同时建议关注新疆天业、中泰化学、三友化工 (每涨价 1000 元分别带动 EPS 增厚 0.063 元、0.040 元、0.025 元)。

图表 34: PVC 糊树脂相关企业及涨价对应 EPS 弹性测算

相关上市公司	PVC 糊树脂产能 (万吨)	PVC 糊树脂涨价幅度 (元/吨)	利润增量 (亿元)	最新股本 (亿股)	EPS 增厚
沈阳化工	20	1000	1.7	8.20	0.207
新疆天业	10	1000	0.9	13.60	0.063
中泰化学	10	1000	0.9	21.46	0.040
三友化工	6	1000	0.5	21	0.025

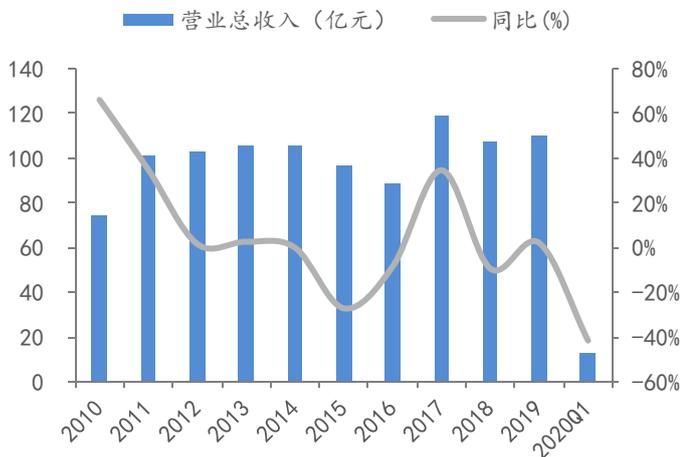
来源: Wind, 国金证券研究所

4.1 沈阳化工

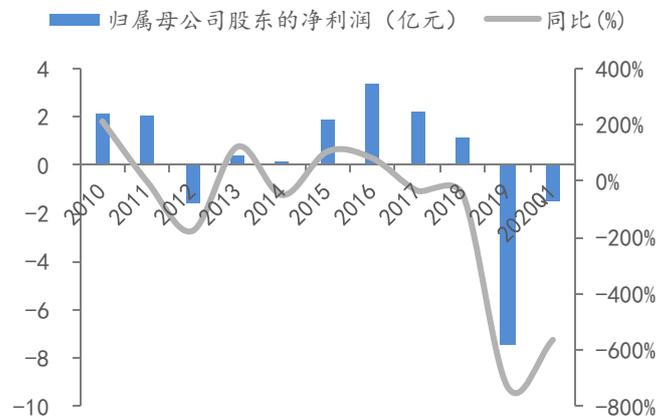
- 沈阳化工主要从事氯碱化工产品的生产和销售、石油化工产品的生产和销售、聚醚多元醇化工产品的生产和销售等。公司聚醚多元醇产品在国内领域的产能规模、产品市场占有率、盈利水平排名前列。公司的 PVC 糊树脂被评为“中国名牌产品”。公司目前拥有年产 20 万吨 PVC 糊树脂产能, 是国内 PVC 糊树脂行业的绝对龙头。

- 公司 2019 年实现营收 110.2 亿元，归属于母公司净利润为-7.46 亿元。公司的主要亏损来自全资子公司石蜡化工，2019 年国际原油贴水大幅上涨，同时汇率同比上涨。由于贴水和汇率的变化导致原油采购价格上涨，采购成本同比增加，石化市场竞争加剧，对石蜡化工效益造成严重冲击，产品整体盈利能力被大幅压缩。

图表 35：沈阳化工营业收入情况（亿元）



图表 36：沈阳化工归属于母公司净利润情况（亿元）



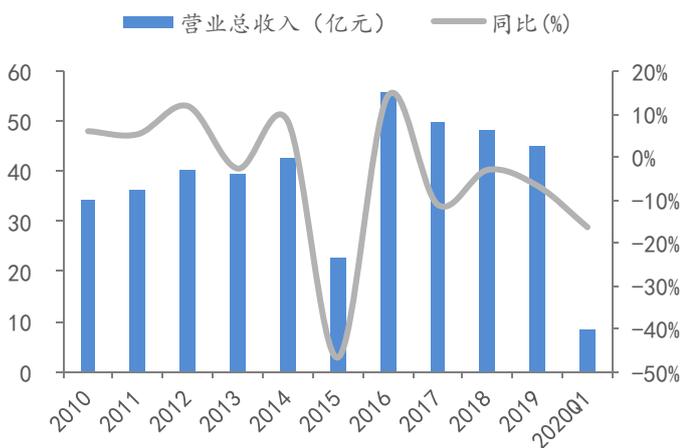
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

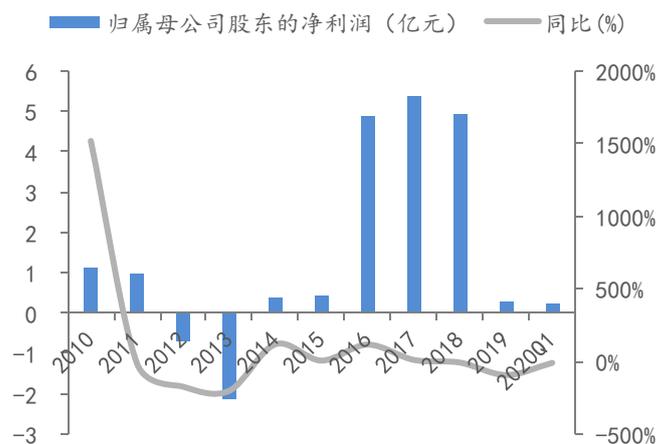
4.2 新疆天业

- 新疆天业是新疆兵团首家上市的工业企业，现拥有 8 家分公司，13 家控股公司，4 家参股公司。公司主营业务为化工产品、塑料制品的生产和销售，以及商贸建筑安装及房地产开发等，主要产品有烧碱、硫酸、聚氯乙烯树脂、盐酸以及农用及建材类塑料制品等。
- 公司以氯碱化工和农业节水为主业构建绿色循环经济发展模式，氯碱化工以特种 PVC（含糊树脂）为最终产品的“自备电力→电石→特种 PVC”一体化联动经营模式，依托“天业”牌和“亚西”牌双品牌战略，产品应用于建筑材料、农业生产、生活日用品、汽车制造、航空航天、医疗卫生等多个领域。公司目前拥有 10 万吨 PVC 糊树脂产能。

图表 37：新疆天业营业收入情况（亿元）



图表 38：新疆天业归属于母公司净利润情况（亿元）



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

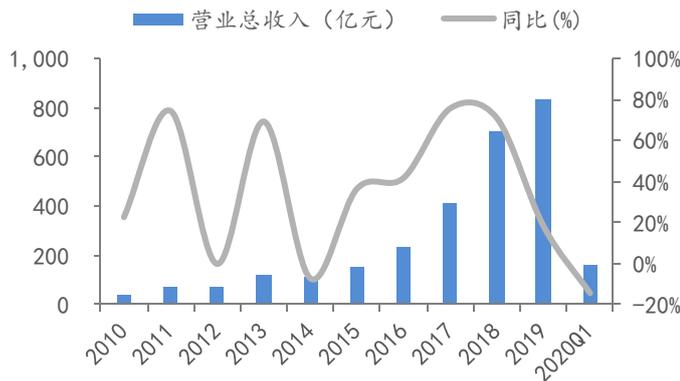
4.3 中泰化学

- 新疆中泰化学依托新疆地区丰富的煤炭、原盐、石灰石等自然资源，通过不断优化管理理念和完善产业生态圈，发展成为拥有氯碱化工、纺织工业

与供应链贸易三大业务板块，主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱四大产品。公司目前拥有 PVC 糊树脂 10 万吨产能，主要用于生产皮革料，2020 年公司将扩产 6 万吨 PVC 糊树脂产能。

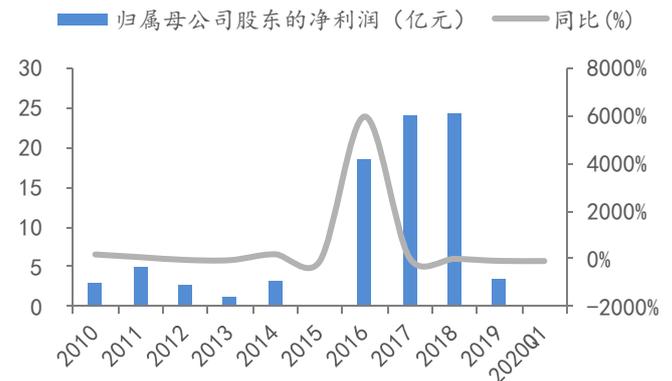
- 公司氯碱板块利用 PVC 保温降噪、不含甲醛、节能环保等优良性能，拓展 PVC 家装、建筑、医用、食品等应用领域，推动“以塑代钢、以塑代木”，延伸产业链，增强发展潜力。公司 2019 年与中泰集团共同投资重组新疆金晖兆丰股份有限公司并拟投资建设其 100 万吨 PVC 循环经济项目，进一步扩大氯碱化工的产业规模。

图表 39：中泰化学营业收入情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：中泰化学归属于母公司净利润情况（亿元）

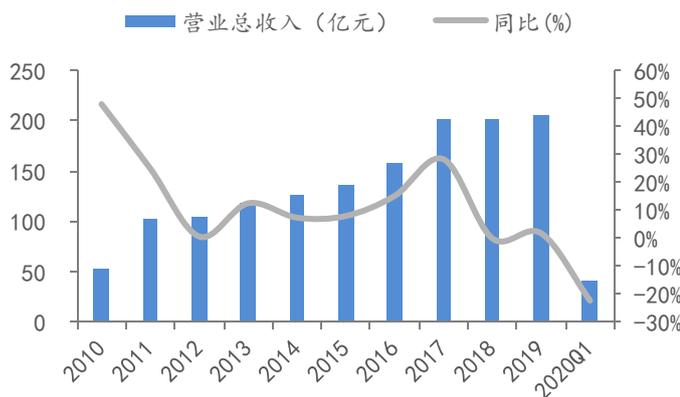


来源：公司公告，国金证券研究所

4.4 三友化工

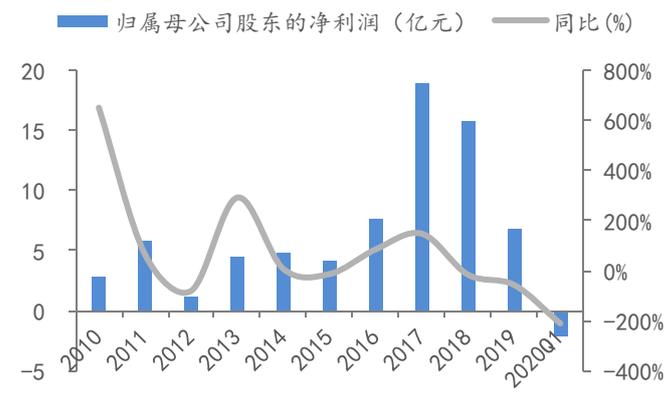
- 三友化工是一家主要经营纯碱、氯化钙、烧碱、聚氯乙烯、混合甲基环硅氧烷等系列产品的生产、销售的公司，属于化学原料及化学制品制造业。公司的主要产品包括纯碱、氯化钙、烧碱、聚氯乙烯、混合甲基环硅氧烷等，主要应用于玻璃、有色金属、合成洗涤剂、化学建材等行业。
- 2019 年，公司共生产 PVC(含专用树脂)42.97 万吨，销售 PVC(含专用树脂)42.60 万吨，其中 PVC 糊树脂产能 6 万吨。公司 2019 年实现营收 205.15 亿元，归属于母公司净利润 6.83 亿元。

图表 41：三友化工营业收入情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：三友化工归属于母公司净利润情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

- **PVC 手套需求不达预期：**目前全球疫情趋稳，PVC 手套需求增速可能因疫情逐渐好转而放缓。

- **上游原材料价格波动风险：**PVC 糊树脂制备需要用到上游原材料是 PVC，PVC 是大宗周期品，价格受到周期波动影响，对于无法自配原材料的企业来说，原材料价格的波动将影响行业整体的利润。
- **安全环保政策风险：**安全检查影响 PVC 糊树脂企业的开工率。

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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7GH