



买入(首次)

所属行业: 化工/化学原料
当前价格(元): 13.45

证券分析师

李骥

资格编号: S0120521020005

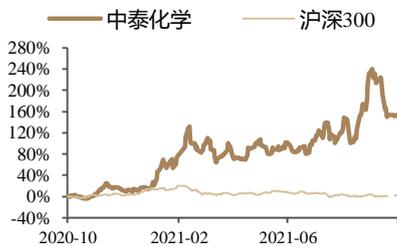
邮箱: lij3@tebon.com.cn

研究助理

任杰

邮箱: renjie@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-23.32	15.35	23.51
相对涨幅(%)	-21.78	17.47	26.14

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

中泰化学(002092.SZ)深度报告: 氯碱景气向上, 业绩有望再上新台阶

投资要点

- “氯碱+粘胶”双主业, 循环经济产业链之典范。**公司目前拥有氯碱化工和粘胶纺织两大主业, 上下游配套齐全, “煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”一体化经济产业链优势显著。主营四大产品: 183万吨PVC、132万吨烧碱、73万吨粘胶纤维和270万吨粘胶纱线, 其中PVC和烧碱产能规模均居国内第一, 氯碱龙头地位稳固, 规模优势及成本优势突出。为进一步聚焦氯碱化工领域, 强化并突出主业发展, 深化化工领域布局, 公司逐步剥离与氯碱化工关联度低的贸易业务, 转让北京齐力100%股权、出售上海多经60%股权给中泰集团, 未来盈利能力将进一步提升。
- “电石-PVC”景气向上, 一体化配套企业持续受益。**据中国氯碱网数据, 当前电石法PVC市场均价达13892元/吨, 同比上涨104.3%; 电石市场均价达7884元/吨, 同比上涨150.6%, 均创历史新高。每生产1吨PVC要消耗1.41吨电石, 电石占PVC成本的比重超过70%, 是影响PVC生产成本最重要的因素, PVC价格持续上涨, 电石成本支撑较强。能耗双控趋严, 未来电石供应将持续偏紧, 预计“电石-PVC”高景气延续, 配套电石的PVC生产企业有望持续受益, 盈利能力也将进一步提升。公司电石自给率逐年提高, 2020年达到97%, 产业链一体化优势显著。
- 烧碱需求旺盛, 行业景气稳步回升。**氧化铝是烧碱下游最大的消费领域, 占比达31%。氧化铝下游96%应用于电解铝, 而电解铝与房地产行业密切相关。2021H1国内房地产开发投资完成额累计达7.22万亿元, 同比增长15.0%, 竣工端与销售端也保持稳健增长; 同时, 2021H1国内氧化铝和电解铝的产量分别为3928、1964万吨, 同比分别增长11.6%、9.8%。随着房地产竣工周期到来, 预计将有效拉动电解铝和氧化铝的需求, 从而拉动烧碱需求持续增长。据卓创资讯数据, 当前烧碱市场均价5900元/吨, 较年初涨幅超过200%, 烧碱行业供需持续向好, 看好行业景气持续回升。
- 投资建议:**预计公司2021-2023年归母净利润分别为39.61、42.06和44.18亿元, 对应当前股价PE分别为9、8和8倍, 同时参考SW化学原料板块当前平均21倍PE水平, 结合行业可比公司平均估值, 考虑公司作为氯碱行业龙头, 规模及成本优势显著, 将充分受益于氯碱行业景气上行, 业绩有望实现新的突破, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期; 资产重组进度不及预期; 产品价格大幅波动。

股票数据

总股本(百万股):	2,575.74
流通A股(百万股):	2,146.38
52周内股价区间(元):	5.05-18.02
总市值(百万元):	34,643.70
总资产(百万元):	63,524.97
每股净资产(元):	9.59

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	83,144	84,197	49,119	34,675	34,600
(+/-)YOY(%)	18.4%	1.3%	-41.7%	-29.4%	-0.2%
净利润(百万元)	383	146	3,961	4,206	4,418
(+/-)YOY(%)	-84.2%	-61.9%	2613.8%	6.2%	5.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.18	0.07	1.54	1.63	1.72
毛利率(%)	7.0%	5.7%	18.2%	25.8%	26.3%
净资产收益率(%)	2.0%	0.8%	17.0%	15.3%	13.9%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. “氯碱+粘胶”双主业，循环经济产业链之典范.....	5
1.1. 氯碱行业龙头，打造一体化产业链.....	5
1.2. 新疆国资委控股，公司综合实力雄厚.....	7
1.3. 主营产品景气上行，公司业绩创新高.....	7
2. “电石-PVC”景气向上，一体化配套企业持续受益.....	10
2.1. 能耗双控趋严，未来电石供应将持续偏紧.....	10
2.2. 可降解塑料 PBAT 有望成为电石需求新的增长点.....	11
2.3. PVC 生产仍以电石法为主，产能扩张放缓.....	12
2.4. PVC 需求受下游房地产行业拉动持续向好.....	13
2.5. 电石价格高企，支撑 PVC 价格持续走高.....	14
2.6. 公司电石基本自给，一体化优势显著.....	15
3. 烧碱需求旺盛，行业景气稳步回升.....	17
3.1. 烧碱行业集中度较低，未来新增产能有限.....	17
3.2. 下游氧化铝有望拉动烧碱需求持续增长.....	17
3.3. 烧碱价格触底反弹，进入新一轮景气周期.....	19
4. 棉花价格高位有望拉动粘胶短纤价格上涨.....	21
4.1. 落后产能持续出清，粘胶短纤行业集中度将进一步提升.....	21
4.2. 下游纺服需求复苏，拉动粘胶短纤消费量稳步增长.....	22
4.3. 粘胶短纤和棉花价差处于历史较高位.....	22
5. 盈利预测与投资建议.....	24
6. 风险提示.....	26

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司产品产业链	5
图 3: 公司六大产业园区	6
图 4: 内地省区销售情况	6
图 5: 公司股权结构 (截至 2021 年 8 月)	7
图 6: 公司营业收入及增速	7
图 7: 公司归母净利润	7
图 8: 公司营收构成	8
图 9: 公司毛利构成	8
图 10: 公司销售毛利率与销售净利率	8
图 11: 公司各板块毛利率	8
图 12: 公司费用率情况	9
图 13: 国内电石供应情况	10
图 14: 国内电石库存及开工率	10
图 15: 国内电石表观消费量及增速	11
图 16: 2020 年国内电石下游需求分布	11
图 17: 国内 PVC 供应情况	13
图 18: 2020 年国内 PVC 产能分布	13
图 19: PVC 生产工艺情况	13
图 20: 2020 年 PVC 生产工艺产能占比	13
图 21: 国内 PVC 表观消费量及增速	14
图 22: 2020 年国内 PVC 下游消费结构	14
图 23: PVC 树脂出口量及增速	14
图 24: PVC 糊树脂出口量及增速	14
图 25: 国内 PVC 与电石价格及价差走势	15
图 26: 公司 PVC 供应情况	15
图 27: 公司电石自给率	15
图 28: 国内烧碱供应情况	17
图 29: 2020 年国内烧碱产能分布	17
图 30: 国内烧碱表观消费量及增速	18
图 31: 2020 年国内烧碱下游消费结构	18
图 32: 2020 年全球氧化铝产量分布	18

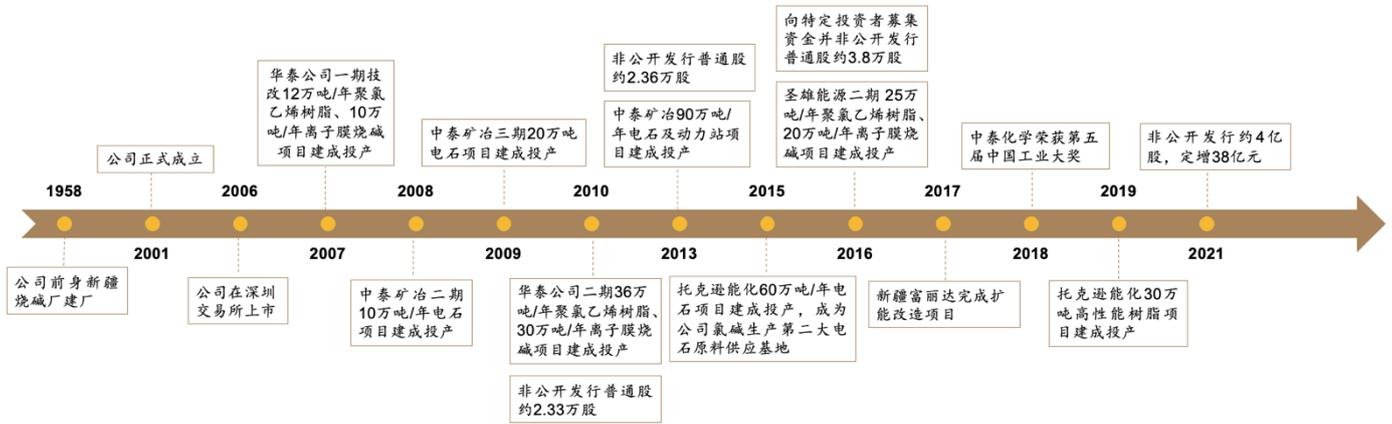
图 33: 2020 年氧化铝下游消费结构.....	18
图 34: 国内氧化铝和电解铝产量及增速	18
图 35: 国内氧化铝和电解铝开工情况.....	18
图 36: 房地产开发投资完成额及增速.....	19
图 37: 房屋新开工面积及增速	19
图 38: 房屋竣工面积及增速.....	19
图 39: 商品房销售面积及增速	19
图 40: 烧碱价格及价差走势.....	20
图 41: 国内粘胶短纤供应情况	21
图 42: 2020 年国内粘胶短纤产能分布	21
图 43: 国内粘胶短纤表观消费量及增速	22
图 44: 2020 年国内粘胶短纤下游消费结构	22
图 45: 棉花与粘胶短纤价格及价差	23
表 1: 公司及重要控参股子公司产能情况.....	6
表 2: 电石行业相关政策.....	10
表 3: 国内电石未来新增产能	11
表 4: 国内 PBAT 已投放与规划产能.....	12
表 5: BDO 未来新增产能.....	12
表 6: 2021-2022 年国内 PVC 新增产能	13
表 7: 公司电石产能分布	15
表 8: 公司煤矿产能分布	16
表 9: 2021-2022 年国内烧碱新增产能	17
表 10: 国内主要粘胶短纤生产企业产能情况	21
表 11: 国内粘胶短纤退出产能情况	22
表 12: 公司核心产品业绩拆分与盈利预测 (百万元)	24
表 13: 可比公司估值分析	25

1. “氯碱+粘胶”双主业，循环经济产业链之典范

1.1. 氯碱行业龙头，打造一体化产业链

公司是国内氯碱行业龙头企业。公司前身是 1958 年建厂的新疆烧碱厂，于 2001 年 12 月 18 日成立，2006 年 12 月 8 日在深圳证券交易所上市。公司聚焦氯碱主业，做精氯碱化工、粘胶纺织主业，2020 年以来，公司转让北京齐力 100% 股权给控股股东中泰集团、出售上海多经 60% 股权给中泰集团，推进贸易板块剥离。2021 年 8 月，公司非公开发行约 4 亿新股，募资 38.12 亿元，用于吐鲁番市托克逊县高性能树脂产业园及配套基础设施建设项目及托克逊能化年产 200 万吨电石项目二期工程。

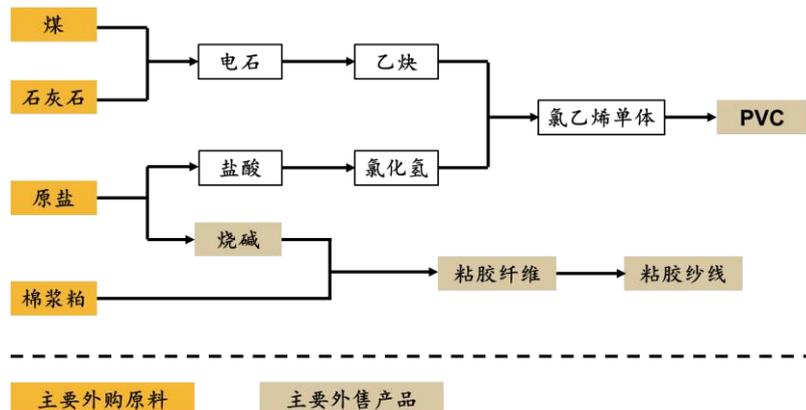
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

公司一体化循环经济产业链优势明显。公司主营四大产品：183 万吨 PVC、132 万吨烧碱、73 万吨粘胶纤维和 270 万吨粘胶纱线，其中 PVC 和烧碱产能规模均居国内第一，氯碱龙头地位稳固，规模优势及成本优势突出。公司不断完善自身产业链，打造循环经济体系，目前已成功构建煤炭—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。

图 2：公司产品产业链



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 1: 公司及重要控参股子公司产能情况

	产品	产能 (万吨)	扩建产能 (万吨)	备注
上市公司及 控股子公司	PVC	183		
	烧碱	132		
	粘胶纤维	73		
	粘胶纱线	270 (万锭)		
	电石	238	140	托克逊能化二期 60 万吨前期准备中
	石灰石	60		
	原盐	50		
	棉浆粕	27		
新鑫化工	聚苯硫醚 (PPS)	1		2021 年 7 月纳入合并报表
	氯醚树脂	1		
	高耐热性树脂	2		
	双氧水	5		
	二氯苯	2.5		
金晖兆丰	PVC		100	2021 年 8 月纳入合并报表; 电石一期 75 万吨在建
	烧碱		80	
	电石		150	
圣雄能源 (18.55%)	PVC	50		参股子公司
	烧碱	40		
	电石	100		
美克化工 (25%)	BDO	27	10	参股子公司

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

疆内布局六大产业园区, 产品远销内地省区并出口。公司在疆内共有六大产业园区, 其中阜康能源和华泰重化工主要生产聚氯乙烯树脂及离子膜烧碱, 中泰矿冶和托克逊能化主要生产电石和石灰, 库尔勒纺织工业园及阿拉尔纺织主要生产纤维素短纤维及锭纱线。公司产品除供应新疆市场外, 还远销华北、华中、华东、西南和华南等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。

图 3: 公司六大产业园区



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 4: 内地省区销售情况

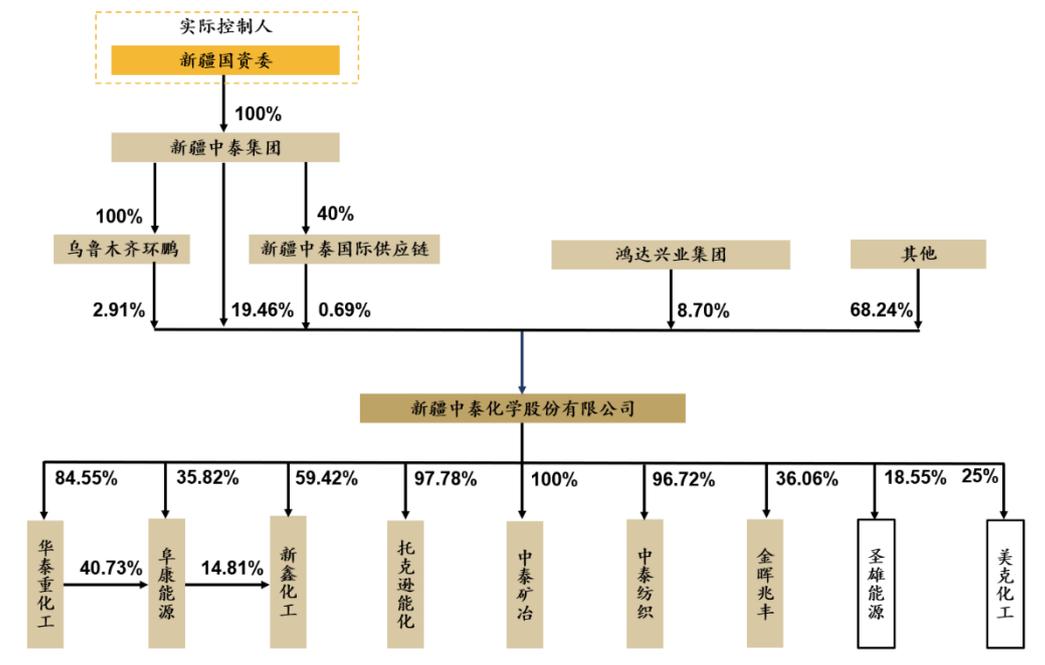


资料来源: 公司官网, 德邦研究所

1.2. 新疆国资委控股，公司综合实力雄厚

背靠国有资本，实控人为新疆国资委。截至 2021 年 8 月，公司的控股股东为新疆中泰集团，直接持股比例为 19.46%，通过乌鲁木齐环鹏有限公司间接持股 2.91%，子公司新疆中泰国际供应链管理股份有限公司持有 0.69%，实际控制人为新疆国资委。2021 年 7 月，公司将新鑫化工纳入合并报表范围内，公司持有新鑫化工 59.42% 股份，子公司阜康能源持有其 14.81% 股份。2021 年 8 月，公司与山西金晖签署一致行动人协议，将金晖兆丰纳入合并报表范围内，公司持有金晖兆丰 36.06% 股份，山西金晖及其关联方持有金晖兆丰 18.04% 股份。

图 5：公司股权结构（截至 2021 年 8 月）

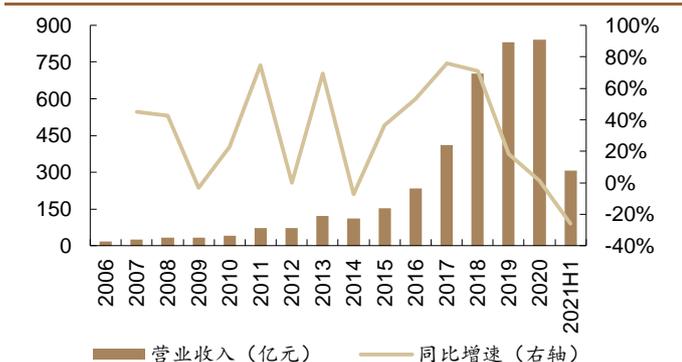


资料来源：公司公告，德邦研究所

1.3. 主营产品景气上行，公司业绩创新高

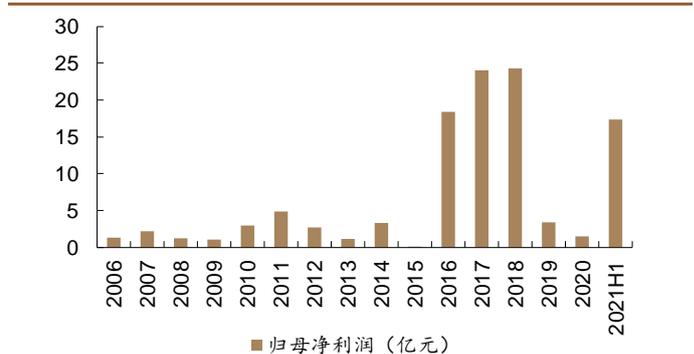
受益行业景气上行，公司业绩大幅提升。2020 年三季度以来，受出口、原料等一系列因素影响，PVC 价格大涨，创历史新高，粘胶纤维也大幅上涨，公司两大产业氯碱和纺织板块经营业绩表现较好。2021 年上半年，公司实现归母净利润 17.33 亿元，同比大幅上涨 729%，超过疫情前水平。

图 6：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

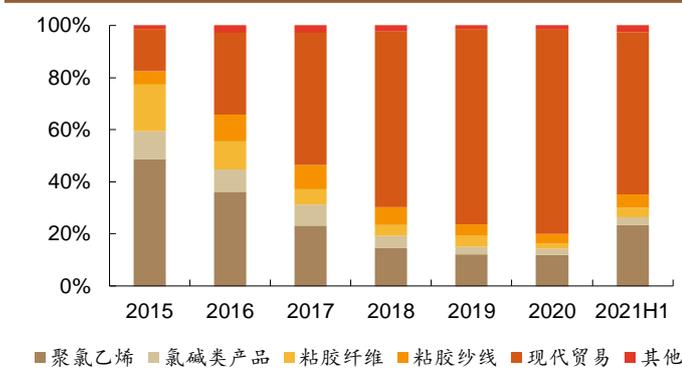
图 7：公司归母净利润



资料来源：Wind，德邦研究所

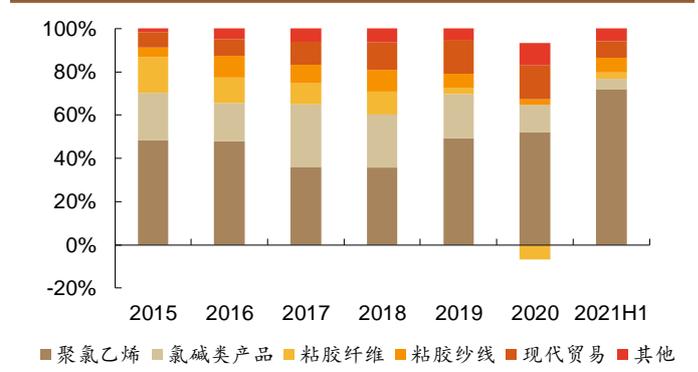
剥离上海多经，聚焦氯碱主业，产品结构持续优化。2020年，现代贸易收入达661亿元，占总营收的78.6%。2021H1现代贸易营收191亿元，占比62.3%，下降约16.3pct。现代贸易营收大幅下降的原因主要系公司出售上海多经60%的股权给中泰集团。随着疫情得到控制，需求恢复等因素的影响，2021年以来盈利情况得到显著改善。2021H1公司毛利约43亿元，其中聚氯乙烯板块占比71.8%。

图 8：公司营收构成



资料来源：Wind，德邦研究所

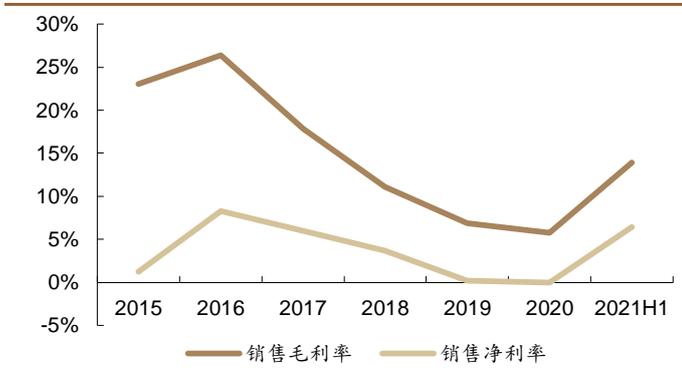
图 9：公司毛利构成



资料来源：Wind，德邦研究所

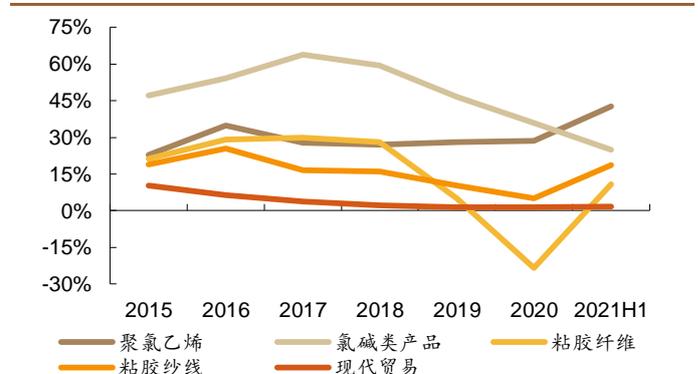
公司利润率触底回升，PVC 毛利率增幅较大。2020年，受国内外疫情的影响，公司整体毛利率和净利率下滑较大，分别降至5.73%和-0.05%。2021年上半年基本恢复至疫情前水平，公司整体毛利率达到13.93%，净利率由负转正，为6.41%。具体业务来看，2021年上半年，聚氯乙烯板块毛利率首次超过烧碱，达到42.55%。

图 10：公司销售毛利率与销售净利率



资料来源：Wind，德邦研究所

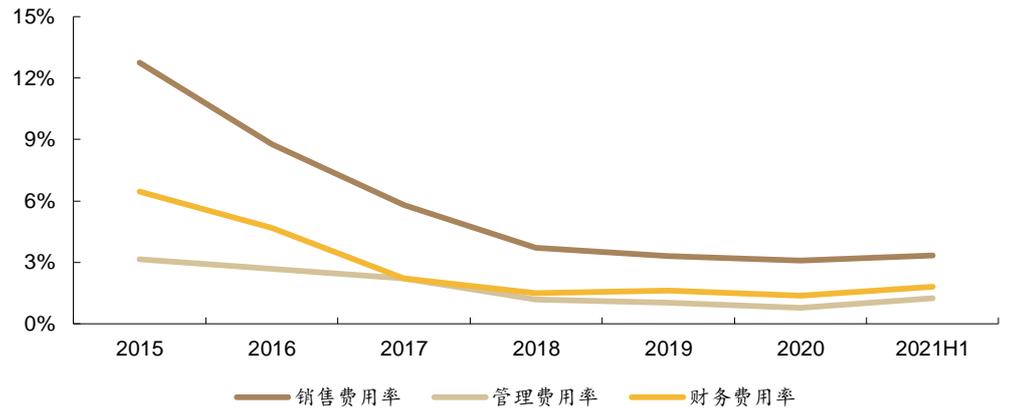
图 11：公司各板块毛利率



资料来源：Wind，德邦研究所

公司费用率整体呈下降趋势。2020年，公司销售费用率3.07%，管理费用率0.76%，财务费用率1.36%，近年来公司各项费用率整体呈下降趋势，其中管理费用率下降较快。2020年，公司由于修理费大幅下降，管理费用同比下降23.59%，仅为6.38亿元。财务费率下降较慢，是由于公司积极扩大氯碱、纺织板块规模，利用资本市场平台方式融资，融资规模较大，因此财务费用支出较大，2020年财务费用支出为11.47亿元。

图 12: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

2. “电石-PVC”景气向上，一体化配套企业持续受益

2.1. 能耗双控趋严，未来电石供应将持续偏紧

双控政策限制电石扩产，电石产能供给受限。目前国家各省市正在加快推进高耗能行业的结构调整，特别是内蒙古、宁夏、青海等西北地区在近期陆续发布双控政策，其中内蒙古在政策中明确指出从 2021 年起，不再审批焦炭（兰炭）、电石、聚氯乙烯等新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。2021 年 8 月，乌兰察布市人民政府发布公告，将取消实施 32 个电石、合金类高耗能重大项目，有效推动高耗能落后产能退出。此外，“碳中和”、“碳达峰”政策的出台以及限电限产政策也将进一步提高电石行业的准入门槛，新增产能极其困难，因此未来电石供应将持续偏紧。

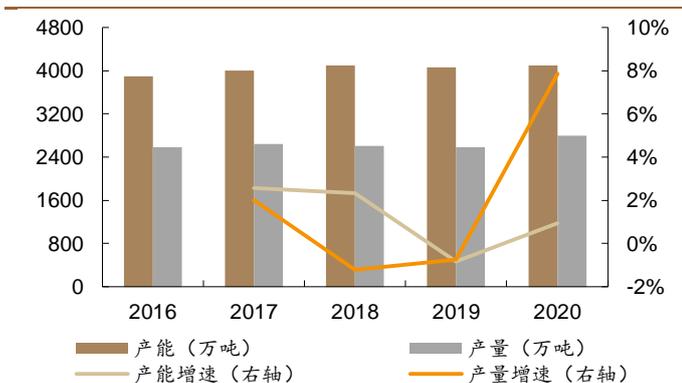
表 2：电石行业相关政策

发布时间	发布单位	发布文件	政策内容
2021.8.27	乌兰察布市人民政府	《我市重大项目快速高效推进》	全面贯彻党中央“碳达峰”“碳中和”的决定，严格落实自治区能耗“双控”政策，提高高耗能产业准入标准，取消实施 32 个电石、合金类高耗能重大项目，涉及总投资 437 亿元，有效推动高耗能行业落后产能淘汰退出。
2021.5.18	青海省人民政府办公厅	《青海省 2021 年能耗“双单位国内生产总值能耗下降 3%，能源消费增量控制在 117 万吨标准煤左右。完善新增能耗准入制度，提高重点行业能效准入门槛。》	
2021.4.15	宁夏回族自治区政府	《2021 年度能源消费总量和强度双控目标任务及重点工作安排》	全区 GDP 能耗下降 3.3%，能耗增量控制 260 万标准煤内。遏制两高项目盲目建设，淘汰落后和化解过剩产能，严格落实差别与惩罚性电价。
2021.3.10	内蒙古自治区发展和改革委员会	《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》	从 2021 年起，不再审批焦炭（兰炭）、电石、聚氯乙烯（PVC）、合成氨（尿素）、甲醇、乙二醇、烧碱、纯碱新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。电石：30000 千伏安以下矿热炉，原则上 2022 年底前全部退出；符合条件的可按 1.25:1 实施产能减量置换。

资料来源：政府网站，德邦研究所

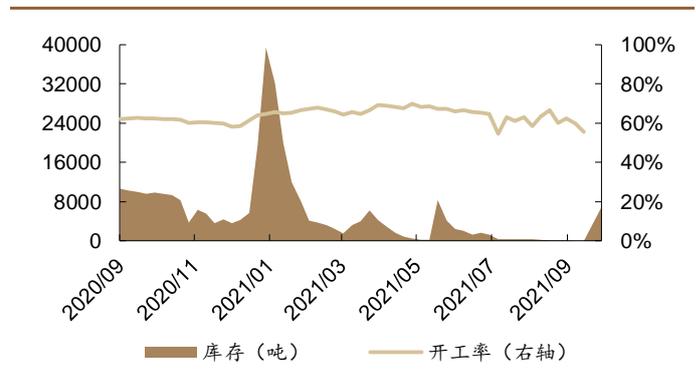
近几年电石产能增速明显放缓，行业开工率有所提升。2020 年，国内电石产能 4097 万吨，2016-2020 年 CAGR 仅 1.24%。2019 年，因有沙圪堵薛家湾地区小电石炉集中淘汰，且新增产能极少，所以产能出现负增长。2020 年产能恢复增长状态，但增加极为有限，较 2019 年增加 38 万吨。2020 年电石产量达到 5 年来最高水平 2792 万吨，同比增长 7.88%，主要因开工负荷及盈利状况刺激电石产量增加。因资源、电力等优势，电石仍是主要分布在煤炭、电力资源丰富的西北地区，内蒙、宁夏、新疆、陕西、甘肃五省的产量占国内总产量的 88.4%，较 2019 年全年占比的 87.4%提升 1.0pct。近年新投产电石项目基本集中在资源优势明显的西北地区，这也是西北占比继续提升的主要原因。库存方面，受电石遇水即反应的特质影响，不易于长期储存，目前电石库存 6790 吨，处于历史较低位。

图 13：国内电石供应情况



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

图 14：国内电石库存及开工率



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

电石未来新增产能有限，供应将持续偏紧。电石作为高耗能行业，有明确的准入条件，产能要求进行总量控制，新增产能必须有落后产能的置换，且国家发改委于2019年10月发布的《产业结构调整指导目录(2019年本)》也将电石(以大型先进工艺设备进行等量替换的除外)列为限制类发展产能。据卓创资讯统计，未来电石新增产能约193万吨，考虑到各个地区逐步推行能耗双控政策以及限电限产，投产后开工也存在不确定性，预计实际投产产能偏少，未来电石供应将持续偏紧。

表 3: 国内电石未来新增产能

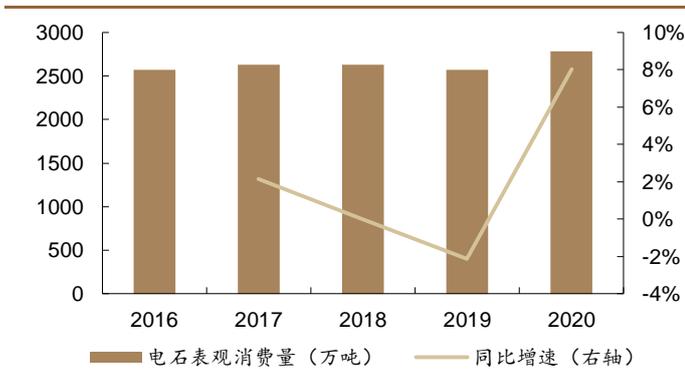
生产企业	生产基地	新增产能(万吨)	预计投产时间
双欣化学	内蒙古	60	2021年下半年
陕西金泰	陕西	90	2022年一季度
乌海中联化工	内蒙古	16	2022年一季度
新元洁能	陕西	20	2022年一季度
陕西恒源煤电	陕西	7	2022年一季度

资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

2.2. 可降解塑料 PBAT 有望成为电石需求新的增长点

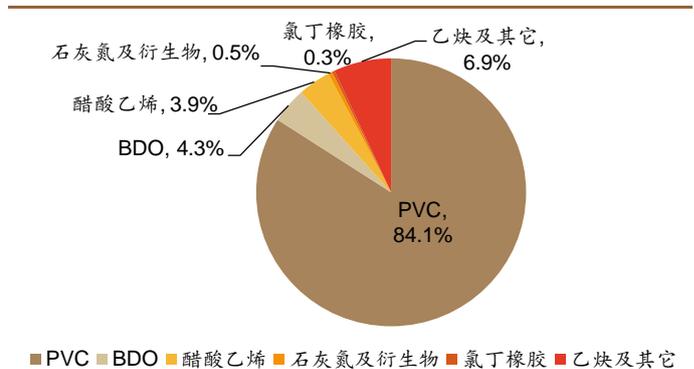
PVC 是电石下游最主要的消费领域，2020 年占比达 84%。电石主要下游产品变化不大，PVC 仍占据主要消费领域，但消费占比不断发生变化。近 10 年来 PVC 占电石下游消费比例在 75%-85%，2020 年占比达到 84.05%，提升 0.95 个百分点，主要是 PVC 行业产能继续提升，并且部分装置复产，产量增幅再度加快。电石表观消费量提升，2020 年上半年疫情对供需造成了一定影响，但下半年供需量双双提升，全年表观消费量提升至 5 年最高水平的 2780 万吨。预计 2021 年电石需求量继续增加，主要会依赖于 PVC 新投产以及在产 PVC 企业产量的增加。

图 15: 国内电石表观消费量及增速



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

图 16: 2020 年国内电石下游需求分布



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

国内开启大规模可降解塑料 PBAT 产能扩张，规划产能已超过 800 万吨。2020 年 1 月，国家发改委联合生态环境部出台新版禁塑令，国家各部委陆续跟进政策，国内迎来最严限塑令，其中可降解塑料 PBAT 生产原材料供应相对充足，且生产工艺较成熟，产能扩张速度较快，目前扩产规划产能较多。2020 年，国内已投产的 PBAT 的产能仅约 23.3 万吨，目前国内 PBAT 产能规划已超过 800 万吨。

PBAT 的大幅扩张将为电石带来新的需求增量。据隆众资讯统计，目前生产 1 吨 PBAT 各主要原料的单耗约：0.55 吨的 BDO、0.38 吨的己二酸和 0.38 吨的 PTA。若现有 PBAT 规划产能如期建成并投产，将为 BDO 带来约 400 万吨的需求。

求。而 BDO 的生产工艺主要是炔醛法，原料为电石、甲醇和氢气，生产 1 吨 BDO 需要消耗 1.12 吨电石，结合以上数据，若现有 PBAT 规划产能如期建成并投产，也将为电石带来超过 400 万吨的需求增量。

表 4：国内 PBAT 已投放与规划产能

企业名称	产能 (万吨) 规划/现有	企业名称	产能 (万吨) 规划/现有
新疆蓝山屯河聚酯有限公司	24/12.8	四川能投化学新材料有新公司	12
广州金发科技股份有限公司	24/6	山东道恩高分子材料股份有限公司	12
金晖兆隆高新科技股份有限公司	12/3	鹤壁莱茵新材料科技有限公司	10
营口康辉石化有限公司	/3.3	中科启程(海南)生物科技有限公司	10
山东悦泰生物新材料有限公司	/2.5	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	6
甘肃莫高聚合环保新材料科技有限公司	/2	旭阳集团有限公司	6
重庆鸿庆达产业有限公司	20/1	惠州博科环保新材料有限公司	6
南通龙达生物新材料科技有限公司	/1	金丹科技	6
杭州亿帆鑫富药业股份有限公司	2/1	山东睿安生物科技有限公司	6
新疆望京龙新材料有限公司	130	湖南宇新能源科技股份有限公司	6
宁波长鸿高分子科技股份有限公司	60	万华化学(四川)有限公司	6
中化学东华天业新材料有限公司	50	彤程新材料集团有限公司	6
阳煤化工股份有限公司	50	新疆美克化工有限公司	6
新疆曙光绿华生物科技有限公司	30	内蒙古华恒能源科技有限公司	6
广安宏源科技有限公司	30	巴斯夫(广东)	4.8
山东瑞丰高分子材料股份有限公司	30	江阴兴佳塑化	4
华峰集团有限公司	30	北京化工集团华腾沧州有限公司	4
青州天安化工有限公司	20	浙江联盛化学股份有限公司	3
恒力能源(榆林)新材料有限公司	18	河南恒泰源聚氨酯有限公司	3
湖北宜化生物降解新材料有限公司	18	仪征化纤股份有限公司	3
山西同德化工股份有限公司	12	江苏科奕莱新材料科技有限公司	2.4
济源市恒通高新材料有限公司	12	江苏和时利新材料股份有限公司	1

资料来源：各公司公告，德邦研究所

表 5：BDO 未来新增产能

生产企业	生产基地	新增产能 (万吨)	生产工艺	预计投产时间
内蒙古东源科技	内蒙古	20	炔醛法	2021 年 12 月
华恒能源	内蒙古	24	炔醛法	2022 年 1 月
新疆国泰	新疆	20	炔醛法	2022 年 1 月
新疆新业	新疆	14	炔醛法	2022 年 1 月
万华四川	四川	10	炔醛法	2022 年 1 月
恒力榆林化工	陕西	30	炔醛法	2022 年 6 月
东华天业	新疆	30	炔醛法	2022 年 12 月
重庆鸿庆达	重庆	20	炔醛法	2022 年 12 月
新疆曙光绿华	新疆	10	炔醛法	2022 年 12 月
惠州宇新新材料	广东	12	顺酐法	2023 年 8 月
乌海君正硅铁	内蒙古	60	炔醛法	2023 年 12 月
合计		250		

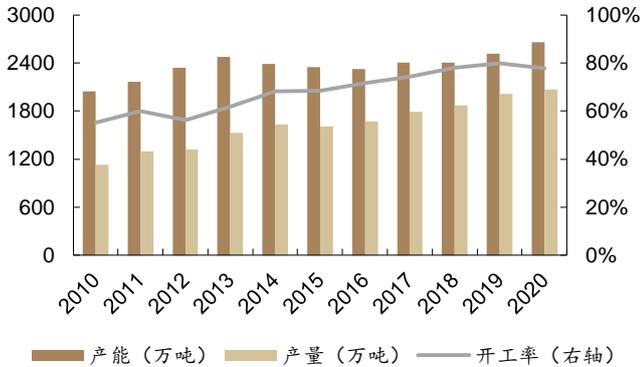
资料来源：卓创资讯，德邦研究所

2.3. PVC 生产仍以电石法为主，产能扩张放缓

PVC 产能扩张放缓，开工率稳步提升。据中国氯碱工业协会数据，2020 年国内 PVC 生产企业总共 70 家，总产能达 2664 万吨(包含 PVC 糊树脂 127 万吨)，其中新增产能 201 万吨，退出产能 55 万吨。2010-2020 年 PVC 产能复合增速仅

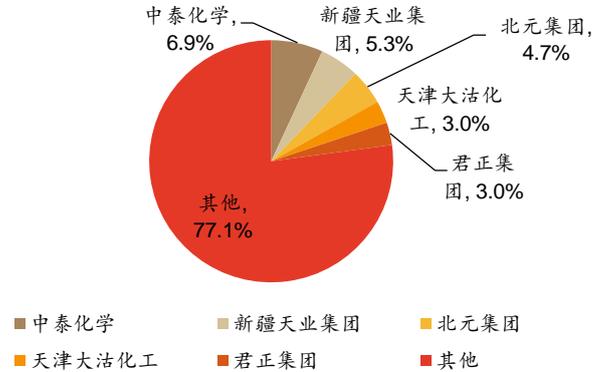
2.69%，在国家供给侧结构性改革政策引导下，落后产能持续出清，行业开工率稳步提升。分工艺来看，目前PVC生产仍旧以电石法为主，产能2095万吨，占比79%；乙烯法工艺产能547万吨，占比21%。分企业来看，PVC行业较为分散，CR5为22.9%，其中中泰化学产能规模最大，市占率达6.9%。

图 17: 国内 PVC 供应情况



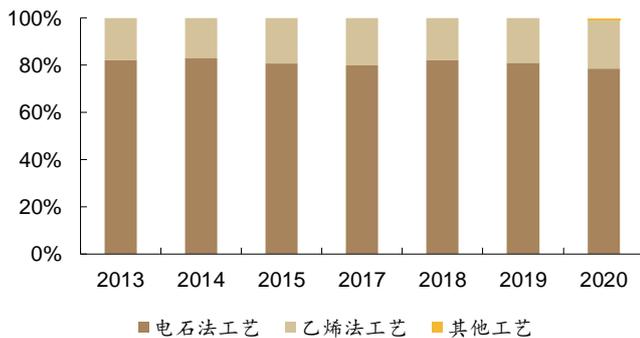
资料来源: 中国氯碱工业协会, 德邦研究所

图 18: 2020 年国内 PVC 产能分布



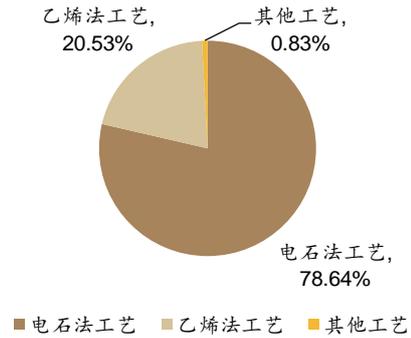
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 19: PVC 生产工艺情况



资料来源: 中国氯碱工业协会, 德邦研究所

图 20: 2020 年 PVC 生产工艺产能占比



资料来源: 中国氯碱工业协会, 德邦研究所

国内 PVC 未来新增产能约 300 万吨，实际投产受电石供应影响较大。据百川盈孚数据,2021-2022 年国内 PVC 行业新增产能 330 万吨,且主要集中在 2022 年下半年。考虑当前电石供应持续偏紧,预计 PVC 未来实际新增产能有限。

表 6: 2021-2022 年国内 PVC 新增产能

生产企业	生产基地	新增产能 (万吨)	投产时间
嘉化能源	浙江	30	2021 年 6 月
信发集团	山东	40	2021 年下半年
万华化学	山东	40	2021 年下半年
陕西金泰氯碱化工	陕西	60	2022 年三季度
中谷矿业	内蒙古	30	2022 年四季度
沧州聚隆化工	河北	40	2022 年四季度
中泰化学	新疆	50	2022 年四季度
广西华谊氯碱化工	广西	40	2022 年四季度

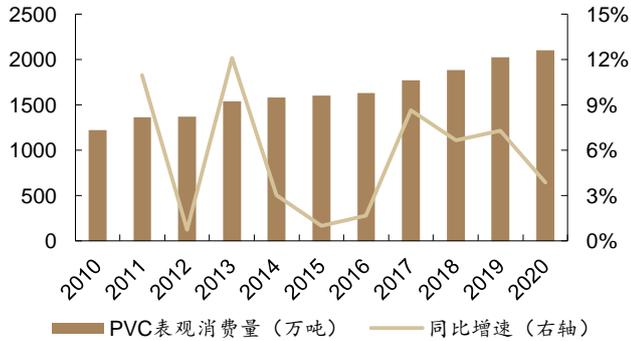
资料来源: 百川盈孚, 德邦研究所

2.4. PVC 需求受下游房地产行业拉动持续向好

PVC 下游主要应用于管材管件及型材门窗,与房地产行业密切相关。2016

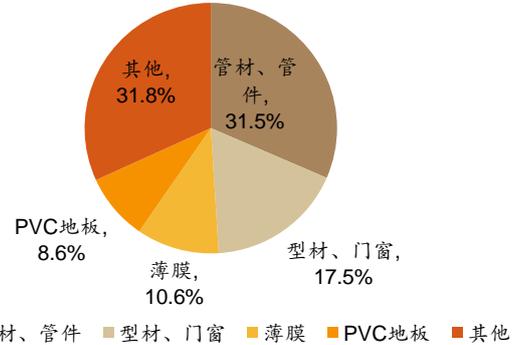
年开始 PVC 需求从低迷中走出，2016-2020 年 PVC 需求呈现逐年提升的趋势，五年间复合增速达 6.49%，增速最快的年份集中在 2017-2018 年，这两年受棚改大面积铺开，支撑 PVC 需求快速增加。而随着 2019 年房地产政策陆续收紧，PVC 需求增幅也呈现下降趋势，但从 2020 年开始房地产市场逐步进入集中竣工期，对 PVC 需求提振较大，外贸型制品需求也明显增加，所以 2020 年 PVC 需求仍然维持较快增长，2020 年 PVC 表观消费量达 2106 万吨，同比增长 3.9%。

图 21：国内 PVC 表观消费量及增速



资料来源：中国氯碱工业协会，德邦研究所

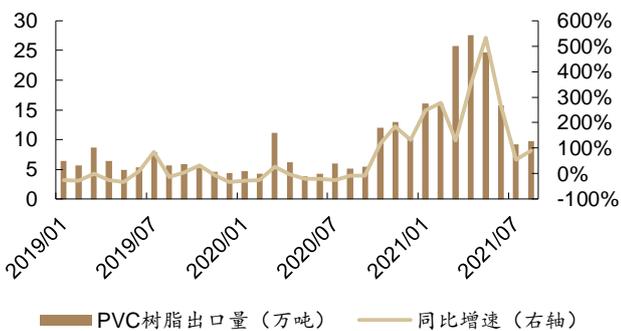
图 22：2020 年国内 PVC 下游消费结构



资料来源：中国氯碱工业协会，德邦研究所

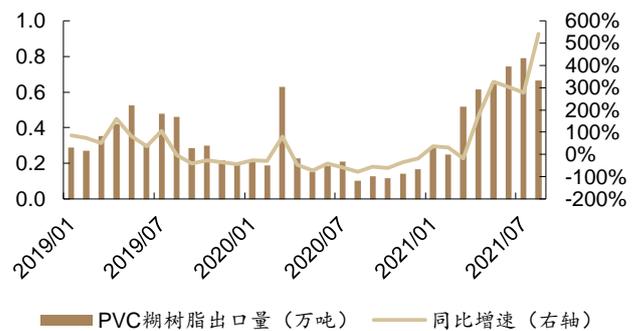
海外装置供应减少，国内 PVC 出口订单大幅增加。2020 年 8 月至 2020 年 12 月，受飓风影响，美国的 4 家 PVC 主要生产企业有 3 家被迫停产，2021 年 2 月至今，受德州寒潮影响，美国 40% 的产能被迫停产，外加疫情之后美国民众租房意愿下降，购房意愿上涨，刺激了 PVC 海外需求增长。因此在 2021 年 4 月，我国 PVC 树脂出口量急剧增长至 28 万吨，同比增长 346%，虽然在后续出口量逐渐下降，但仍高于往年同期出口量。

图 23：PVC 树脂出口量及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：PVC 糊树脂出口量及增速

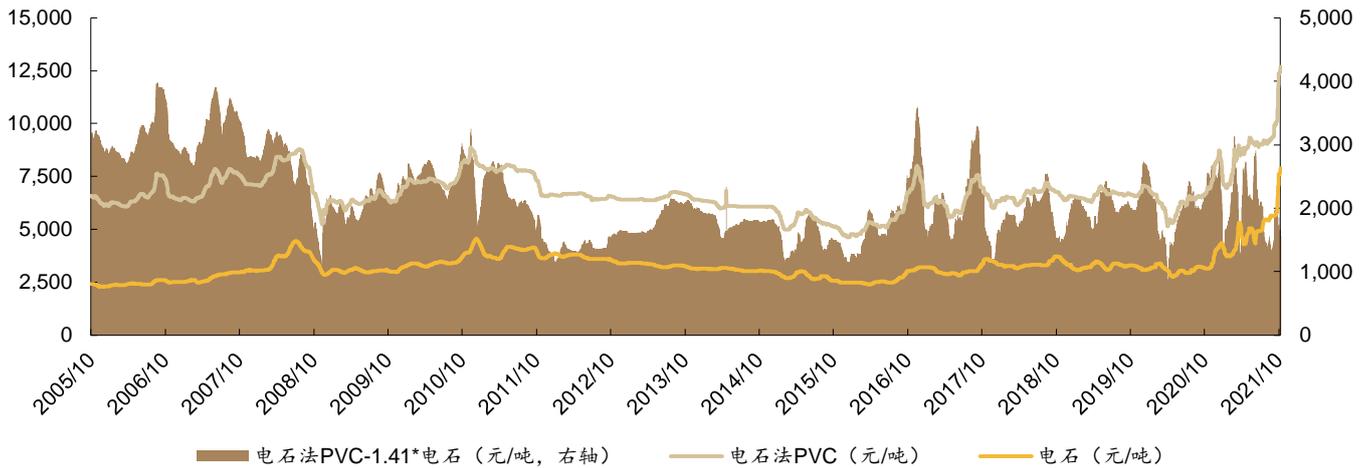


资料来源：Wind，德邦研究所

2.5. 电石价格高企，支撑 PVC 价格持续走高

据中国氯碱网数据，截至 2021 年 10 月 11 日，国内电石法 PVC 市场均价达 13892 元/吨，同比上涨 104.3%，较年初上涨 94.8%；电石市场均价达 7884 元/吨，同比上涨 150.6%，较年初上涨 92.6%。每生产 1 吨 PVC 要消耗 1.41 吨电石，电石占 PVC 成本的比重超过 70%，是影响 PVC 生产成本最重要的因素，PVC 价格持续上涨，电石成本支撑较强。当前电石法 PVC 价差约 2000 元/吨，处于历史较低水平，配套电石的 PVC 生产企业有望持续受益，盈利能力也将进一步提升。

图 25: 国内 PVC 与电石价格及价差走势

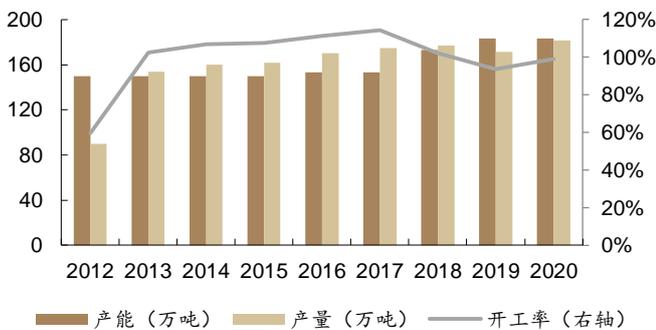


资料来源: Wind, 中国氯碱网, 德邦研究所

2.6. 公司电石基本自给, 一体化优势显著

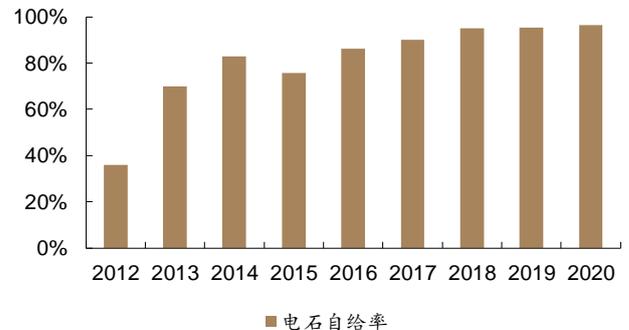
公司电石自给率达 97%, 产业链一体化优势显著。公司目前具备电石产能 238 万吨/年, 其中中泰矿冶 128 万吨/年, 托克逊能化 60 万吨/年, 新冶能源 50 万吨/年; 托克逊能化批复产能 200 万吨/年, 二期 60 万吨/年目前正在做项目建设的前期准备工作; 金晖兆丰规划总产能 150 万吨/年, 一期 75 万吨/年产能已经启动建设; 参股子公司圣雄能源具备电石产能 100 万吨/年。公司电石自给率不断提升, 从 2012 年的 36% 提升至 2020 年 97%, 未来随着在建电石产能的逐步投产, 公司电石自给率还将进一步提升, 产业链一体化优势将进一步增强。

图 26: 公司 PVC 供应情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 27: 公司电石自给率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

表 7: 公司电石产能分布

子公司	现有电石产能 (万吨/年)	规划新增电石产能 (万吨/年)	备注
新疆中泰矿冶有限公司	128		
新疆新冶能源化工有限公司	50		
新疆中泰化学托克逊能化有限公司	60	140	二期 60 万吨前期准备中
新疆金晖兆丰能源股份有限公司		150	一期 75 万吨在建
新疆圣雄能源股份有限公司	100		参股子公司 (18.55%)

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

进一步布局上游煤矿，“煤炭-电石-PVC”全产业链优势持续增强。公司控股、参股公司煤矿产能规模共 730 万吨/年，其中控股公司托克逊盘吉煤业煤矿生产规模 90 万吨/年、金晖兆丰煤矿生产规模 60 万吨/年，参股公司圣雄能源煤矿生产规模 490 万吨/年、阜康市西沟煤焦煤矿生产规模 90 万吨/年。公司已获得新疆准东煤田奇台县南黄草湖九个勘查区共计 248.60 平方公里的探矿权，煤炭资源储量约 147 亿吨，产能规划为 5000 万吨/年，分为三个矿区，其中一号井田产能 3000 万吨/年。

表 8：公司煤矿产能分布

子公司	现有煤矿产能 (万吨/年)	规划新增煤矿产能 (万吨/年)	备注
托克逊县盘吉煤业有限公司	90		
新疆金晖兆丰能源股份有限公司	60		
新疆圣雄能源股份有限公司	490		
阜康市西沟煤焦有限责任公司	90		
新疆中泰化学准东煤业有限公司		5000	已取得探矿权；计划一期 1500 万吨

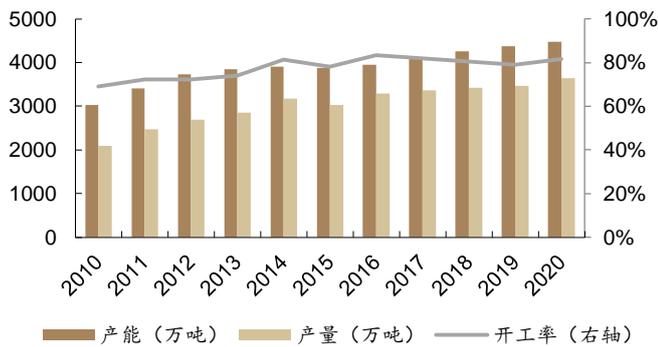
资料来源：公司公告，德邦研究所

3. 烧碱需求旺盛，行业景气稳步回升

3.1. 烧碱行业集中度较低，未来新增产能有限

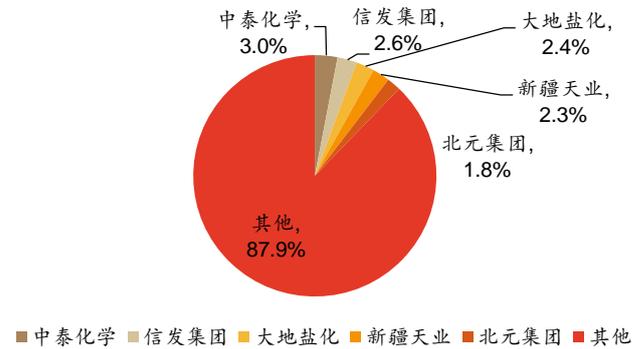
烧碱行业 CR5 仅 12.2%，行业集中度较低。据中国氯碱工业协会数据，2020 年国内烧碱生产企业总共 158 家，较 2019 年新增 5 家，退出 8 家，总产能 4470 万吨，较 2019 年新增 205 万吨，退出 115 万吨，产能净增长 90 万吨，产能主要集中在华北、西北和华东三个地区，合计占全国总产能的 81%。西北地区主要依托资源优势，配套 PVC 产品发展，烧碱生产成本优势较为突出。国内烧碱行业集中度较低，据卓创资讯统计，2020 年烧碱行业 CR5 仅 12.1%，中泰化学市占率 3.0%，居全国第一。

图 28：国内烧碱供应情况



资料来源：中国氯碱工业协会，德邦研究所

图 29：2020 年国内烧碱产能分布



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

政策引导下烧碱行业未来新增产能较少。2019 年 10 月，国家发改委修订发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，其中将新建烧碱（废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外）列为限制类发展产能，预计未来烧碱产能增速将逐步放缓。此外，近期各个地区出台的能耗双控相关政策也将进一步限制烧碱行业的扩张。据卓创资讯统计，2021-2022 年国内烧碱新增产能约 90 万吨，产能复合增速仅 1.0%。

表 9：2021-2022 年国内烧碱新增产能

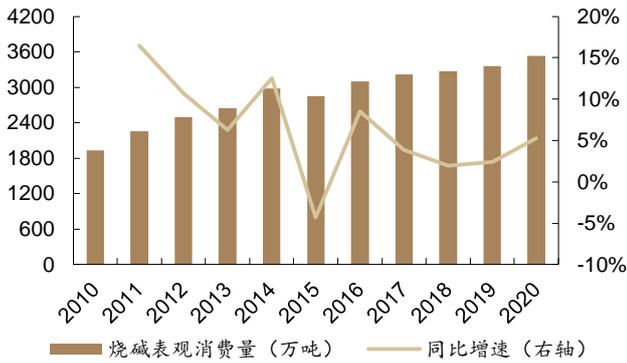
生产企业	生产基地	新增产能 (万吨)	预计投产时间
江西九宏	江西	15	2021 年 9 月
上海氯碱	上海	30	2021 年 12 月
万华化学	福建	30	2021 年 12 月
江苏扬农	江苏	15	2022 年 6 月

资料来源：卓创资讯，德邦研究所

3.2. 下游氧化铝有望拉动烧碱需求持续增长

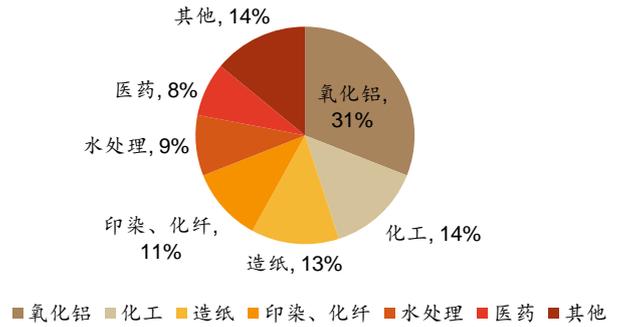
氧化铝是烧碱下游最大的消费领域，占比达 31%。2020 年，国内烧碱表观消费量达 3532 万吨，同比增长 5.24%，2010-2020 年 CAGR 达 6.21%，烧碱需求保持稳步增长。烧碱作为国民经济基础性化工原材料，用途十分广泛，主要应用于氧化铝（31%）、化工（14%）、造纸（13%）、印染化纤（11%）、水处理（9%）、医药（8%）等领域。

图 30: 国内烧碱表现消费量及增速



资料来源: 中国氯碱工业协会, 德邦研究所

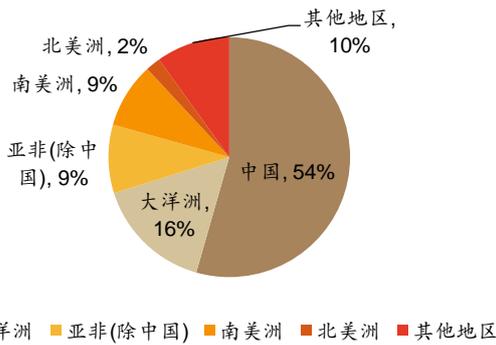
图 31: 2020 年国内烧碱下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

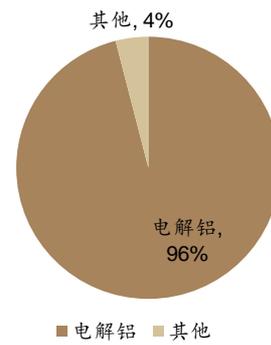
中国是全球最大的氧化铝生产国和消费国，下游 96% 应用于电解铝。2020 年，全球氧化铝产量达 1.34 亿吨，中国氧化铝产量达 7313 万吨，占比达 54%，是全球最大的氧化铝生产国，近几年氧化铝产量占比均超过 50%。氧化铝 96% 的下游应用于电解铝行业，进而广泛应用于房地产建筑业、交通运输、电力电子、机械制造等领域。

图 32: 2020 年全球氧化铝产量分布



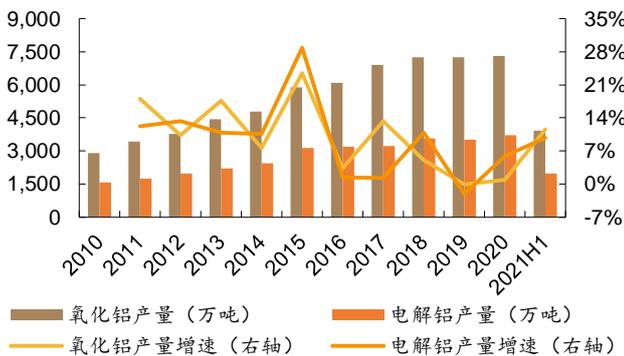
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 33: 2020 年氧化铝下游消费结构



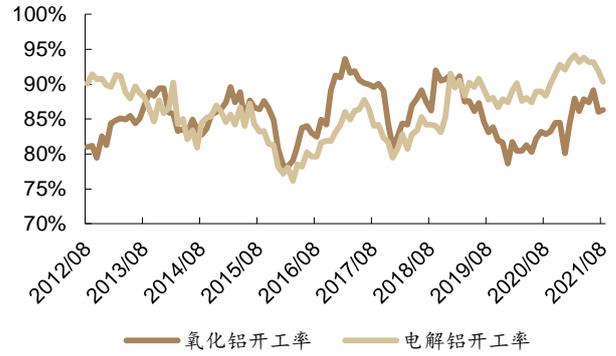
资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

图 34: 国内氧化铝和电解铝产量及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 35: 国内氧化铝和电解铝开工情况

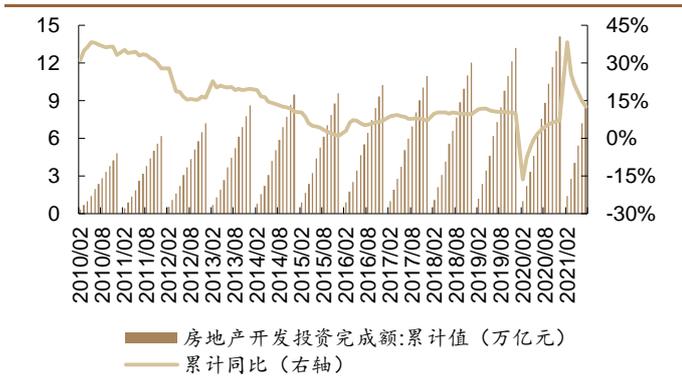


资料来源: Wind, 德邦研究所

房地产行业竣工周期到来，有望拉动电解铝和氧化铝的需求。据中国有色金属协会统计，电解铝下游需求主要为房地产建筑业、交通运输、电力电子、机械制造和耐用消费品，消费需求占比分别为 31%、21%、16%、9%和 9%，其中房地产建筑业是铝材消费的重要领域。2021H1 国内房地产开发投资完成额累计达 7.22 万亿元，同比增长 15.0%，竣工端与销售端也保持稳健增长；同时，2021H1

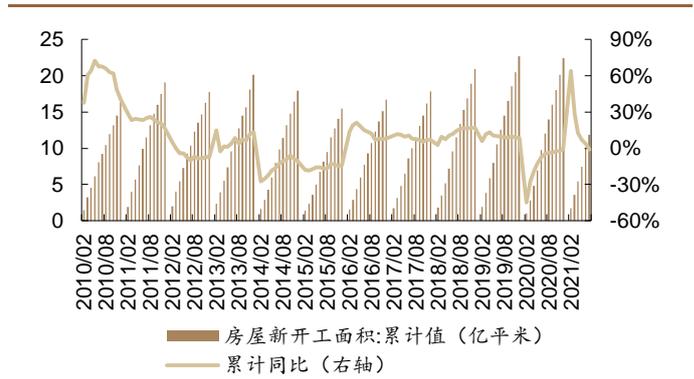
国内氧化铝和电解铝的产量分别为 3928、1964 万吨，同比分别增长 11.6%、9.8%。随着房地产竣工周期到来，预计将有效拉动电解铝和氧化铝的需求。

图 36: 房地产开发投资完成额及增速



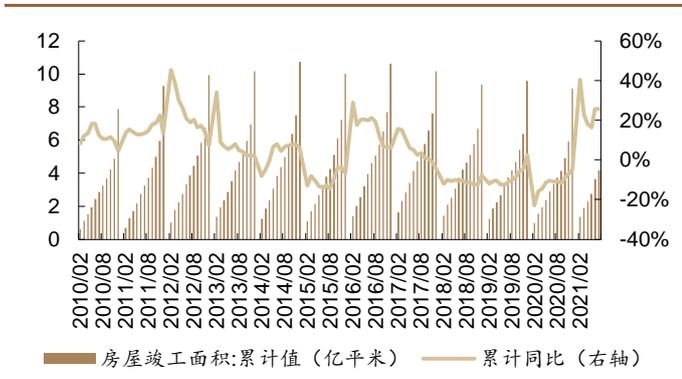
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 37: 房屋新开工面积及增速



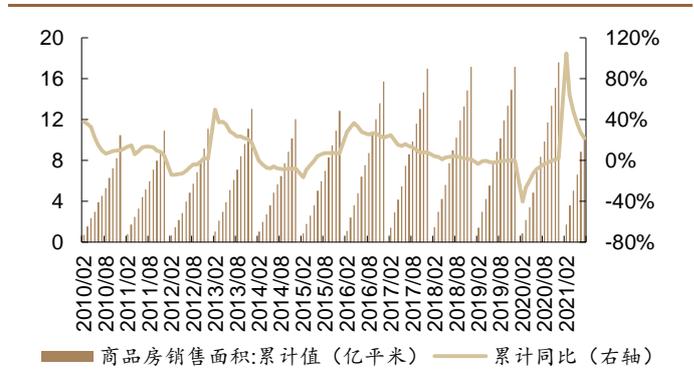
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 38: 房屋竣工面积及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 39: 商品房销售面积及增速

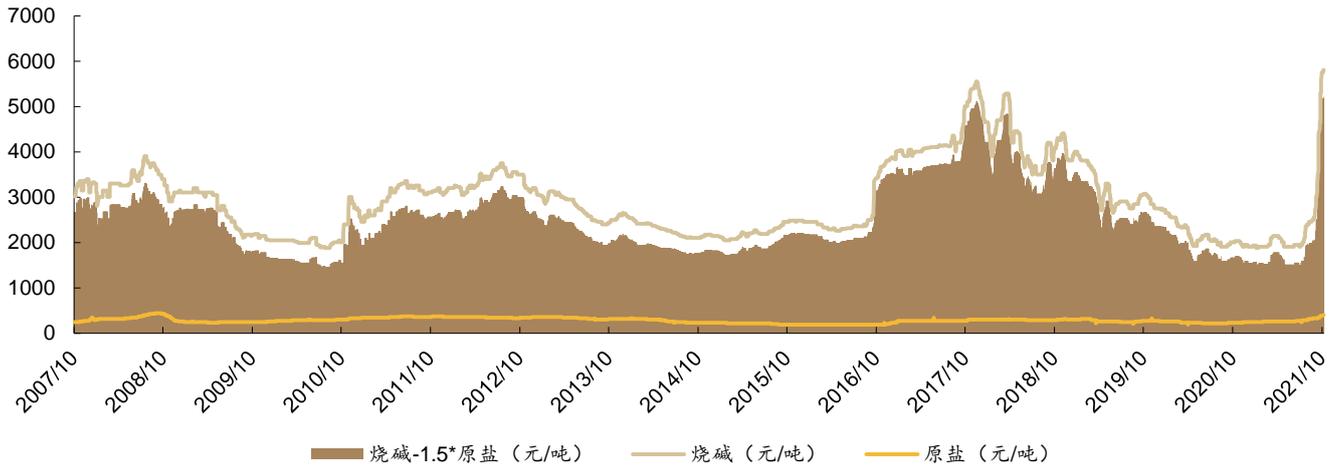


资料来源: Wind, 德邦研究所

3.3. 烧碱价格触底反弹，进入新一轮景气周期

烧碱价格持续上涨，已创历史新高。截至 2021 年 10 月 11 日，国内烧碱(99%)市场价格达 5900 元/吨，较年初大幅上涨 205.7%，创历史新高。1) 供给端：短期来看，国家各省市加快推进能耗双控政策，叠加区域性限电限产政策，导致烧碱供应持续偏紧；据卓创资讯数据，截至 2021 年 10 月 8 日，国内烧碱周度开工率降至 66.8%，已处于历史较低水平。中长期来看，烧碱（废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外）已被列入国家发改委于 2019 年 10 月发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中的限制类发展产业，未来行业扩产受限，实际新增产能极少。2) 需求端：烧碱下游应用领域广泛，电解铝-氧化铝有望拉动烧碱需求持续增长，其他消费领域对烧碱需求保持稳步增长。烧碱行业供需格局向好，看好烧碱行业景气度持续。

图 40: 烧碱价格及价差走势



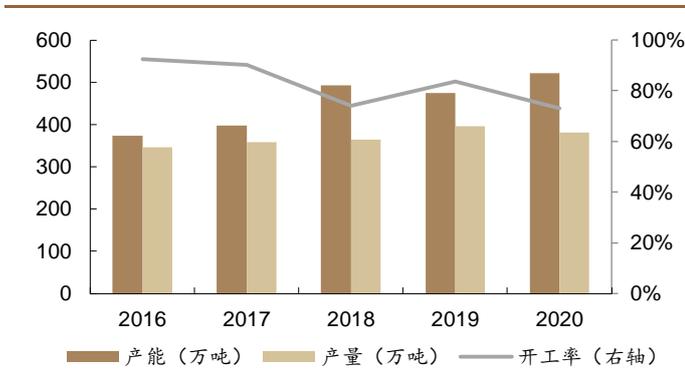
资料来源: Wind, 中国氯碱网, 德邦研究所

4. 棉花价格高位有望拉动粘胶短纤价格上涨

4.1. 落后产能持续出清，粘胶短纤行业集中度将进一步提升

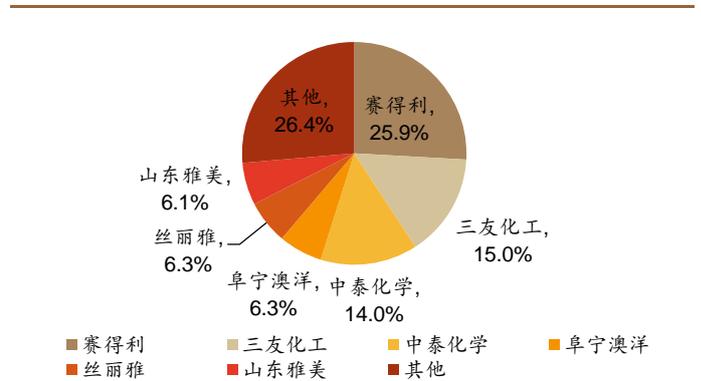
粘胶短纤扩产的高峰期已过，2021-2022 年行业内或无扩产计划。2016-2017 年产能的扩张导致产能过剩，外加下游需求不振，粘胶短纤整体处于下行周期，价格自 2019 年起持续走跌，2020 年由于疫情的发生大大缓解了粘胶短纤供应过剩的问题，同时也改变了人们的生活习惯。以湿纸巾为例，其需求量暴增几十倍，这持续加大对于粘胶短纤下游水刺无纺布的需求，粘胶短纤价格从 2020 年第四季度开始回升。从产能数据来看，相比 2019 年，2020 年行业产能多出 50 多万吨，产量却下降约 25 万吨。在长达一年以上亏损的背景之下，绝大多数企业的开工率达到历史地位甚至退出生产，几乎只有龙头企业在保证供应，故企业在此期间无扩产规划，行业在 2021-2022 年度暂时没有新增产能。

图 41：国内粘胶短纤供应情况



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

图 42：2020 年国内粘胶短纤产能分布



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

表 10：国内主要粘胶短纤生产企业产能情况

生产企业	生产基地	产能 (万吨)	产能占比
赛得利	江西	135	25.9%
三友化工	河北	78	15.0%
中泰化学	新疆	73	14.0%
阜宁澳洋	江苏	33	6.3%
丝丽雅	四川	33	6.3%
山东雅美	山东	32	6.1%
高密银鹰	山东	26.5	5.1%
恒天海龙	山东	20	3.8%
南京兰精	江苏	18	3.5%
吉林化纤	吉林	12	2.3%
南京化纤	江苏	8	1.5%
成都丽雅	四川	8	1.5%
博拉经纬	湖北	6	1.2%
舒美特	安徽	6	1.2%
舜泉	新疆	6	1.2%
其他		26.5	5.1%
总计		521	

资料来源：卓创资讯，公司公告，德邦研究所

落后产能持续出清，行业集中度有望进一步提升。2015 年新环保法出台以后，国家对高污染的粘胶行业管控趋严，小企业环保成本加大，陆续退出。据卓创资

讯统计，截至 2020 年，国内粘胶短纤退出产能达 97.5 万吨。随着中小产能的退出，行业集中度有望进一步提升。

表 11：国内粘胶短纤退出产能情况

生产企业	生产基地	退出产能 (万吨)
江苏翔盛	江苏	28
恒天海龙	山东	18
富丽达	浙江	18
龙达化纤	江西	12
新乡化纤	河南	10
三房巷	江苏	5
丹东五兴	辽宁	4
九江恒生	江西	2.5

资料来源：卓创资讯，德邦研究所

4.2. 下游纺服需求复苏，拉动粘胶短纤消费量稳步增长

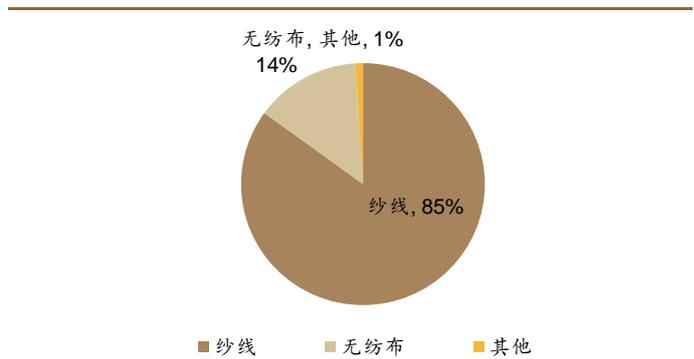
2020 年，国内粘胶短纤表观消费量 360 万吨，2016-2020 年 CAGR 为 1.7%。下游纱线为粘胶短纤主要需求领域，对粘胶短纤消耗量占比约 85%；无纺布涉及家用领域，包括水刺无纺布湿巾、面膜等产品，亦应用于医用领域，对粘胶短纤消耗量占比约 14%。2020 年突发公共卫生事件，消毒湿巾、一次性耗材等市场需求提升，国内粘胶短纤高白纤维产量同比增长约 60%。

图 43：国内粘胶短纤表观消费量及增速



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

图 44：2020 年国内粘胶短纤下游消费结构

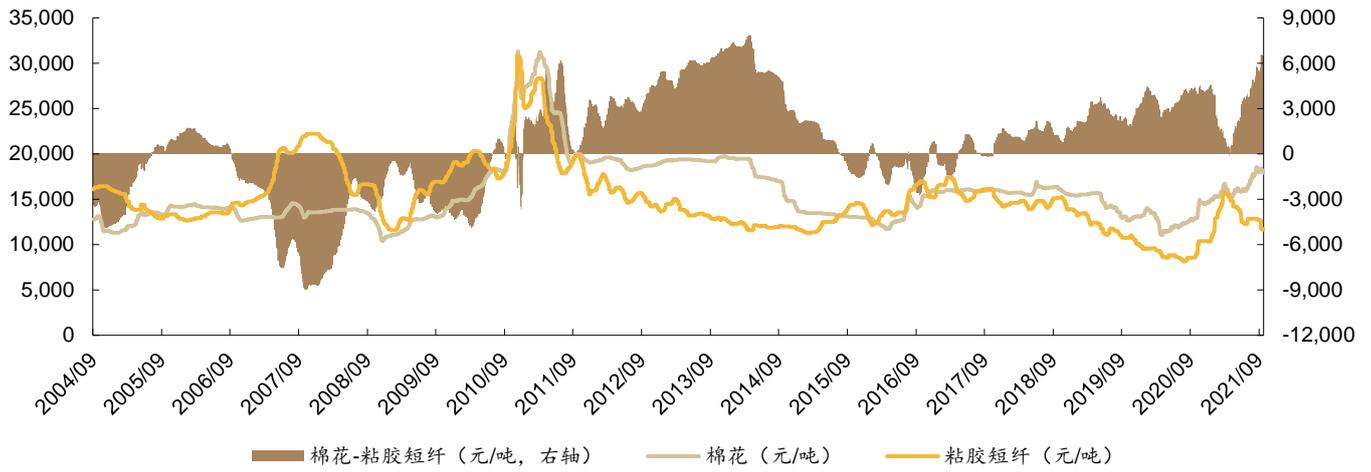


资料来源：卓创资讯，德邦研究所

4.3. 粘胶短纤和棉花价差处于历史较高位

棉花和粘胶短纤均为纺织原料，此外棉花同时还可以作为生产粘胶短纤的原料，因而，二者的价格天然存在正向相关。近年来，棉花价格一直处于上涨趋势，对粘胶短纤的需求形成有效的拉动作用。我国疫情防控有力，生产和消费稳定恢复，而同期东南亚等国家疫情导致生产受限，主要国家消费复苏的订单不同程度转移至国内，在国内外订单交互叠加作用下，国内棉花需求量大幅增加，并带动国际市场棉价也异常坚挺。目前，粘胶短纤市场均价为 11600 元/吨，和棉花价差达到 6322 元/吨，处于历史较高位，棉花价格高企有望拉动粘胶短纤价格上涨。

图 45: 棉花与粘胶短纤价格及价差



资料来源: Wind, 德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

1. PVC: 公司 PVC 产能规模居国内第一, 上游原料电石基本自给, 规模优势及成本优势显著, 得益于“电石-PVC”景气上行, PVC 未来依旧是公司的主要盈利来源, 有望持续增长, 预计 PVC 21-23 年分别实现营收 149.88 亿元、151.80 亿元和 152.76 亿元。

2. 氯碱类产品: 以烧碱为主, 烧碱下游需求旺盛, 行业景气稳步回升, 且未来有新增产能将逐步达产, 有望贡献业绩增量, 预计氯碱类产品 21-23 年分别实现营收 21.96 亿元、23.52 亿元和 24.83 亿元。

3. 粘胶纤维和粘胶纱线: 粘胶下游需求复苏, 棉花价格高企也有望拉动粘胶短纤价格上涨, 公司粘胶上下游配套齐全, 成本优势领先同行, 该板块有望保持增长, 预计粘胶纤维 21-23 年分别实现营收 23.54 亿元、25.61 亿元和 27.03 亿元, 粘胶纱线 21-23 年分别实现营收 31.50 亿元、32.10 亿元和 32.40 亿元。

4. 现代贸易: 未来公司将进一步聚焦氯碱主业, 剥离与主业关联度低的现代贸易业务, 预计现代贸易 21-23 年分别实现营收 251.44 亿元、100.58 亿元和 95.55 亿元。

5. 电和其他板块: 电和其他板块增速较为稳定, 预计电 21-23 年分别实现营收 0.67 亿元、0.71 亿元和 0.74 亿元, 其他 21-23 年分别实现营收 12.20 亿元、12.44 亿元和 12.69 亿元。

表 12: 公司核心产品业绩拆分与盈利预测 (百万元)

产品	项目	2020	2021E	2022E	2023E
PVC	营业收入	10,117	14,988	15,180	15,276
	营业成本	7,215	8,262	8,262	8,262
	毛利率	28.68%	44.87%	45.57%	45.91%
氯碱类产品	营业收入	1,939	2,196	2,352	2,483
	营业成本	1,244	1,581	1,667	1,755
	毛利率	35.84%	28.02%	29.11%	29.32%
粘胶纤维	营业收入	1,595	2,354	2,561	2,703
	营业成本	1,966	2,189	2,361	2,471
	毛利率	-23.30%	7.00%	7.84%	8.57%
粘胶纱线	营业收入	3,126	3,150	3,210	3,240
	营业成本	2,969	2,610	2,640	2,670
	毛利率	5.02%	17.14%	17.76%	17.59%
电	营业收入	56	67	71	74
	营业成本	55	66	69	73
	毛利率	2.02%	2.00%	2.00%	2.00%
现代贸易	营业收入	66,168	25,144	10,058	9,555
	营业成本	65,309	24,641	9,856	9,364
	毛利率	1.30%	2.00%	2.00%	2.00%
其他	营业收入	1,196	1,220	1,244	1,269
	营业成本	616	854	871	888
	毛利率	48.44%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入	84,197	49,119	34,675	34,600
	营业成本	79,375	40,204	25,727	25,483
	毛利率	5.73%	18.15%	25.81%	26.35%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

采用相对估值法，选取新疆天业、三友化工和天原股份作为可比公司，据测算，可比公司 2021-2023 年平均估值分别为 12、9 和 8 倍，同时也参考 SW 化学原料板块当前平均 21 倍 PE 水平。公司作为氯碱行业龙头，规模及成本优势显著，将充分受益于氯碱行业景气上行，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 39.61、42.06 和 44.18 亿元，对应当前股价 PE 分别为 9、8 和 8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
新疆天业	9.74	165	16.14	18.49	19.82	10	9	8
三友化工	10.93	226	27.96	32.77	35.66	8	7	6
天原股份	13.30	104	6.25	8.78	10.82	17	12	10
		平均				12	9	8
中泰化学	13.45	346	39.61	42.06	44.18	9	8	8

资料来源：Wind，德邦研究所 注：收盘价取自 2021 年 10 月 11 日；除中泰化学外其余均为 Wind 一致预期。

6. 风险提示

下游需求不及预期；资产重组进度不及预期；产品价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.07	1.54	1.63	1.72
每股净资产	7.32	9.02	10.64	12.35
每股经营现金流	2.74	3.23	3.49	3.59
每股股利	0.01	0.01	0.01	0.01
价值评估(倍)				
P/E	90.44	8.75	8.24	7.84
P/B	0.84	1.49	1.26	1.09
P/S	0.34	0.71	1.00	1.00
EV/EBITDA	8.21	5.48	4.74	4.55
股息率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.7%	18.2%	25.8%	26.3%
净利润率	0.2%	8.1%	12.1%	12.8%
净资产收益率	0.8%	17.0%	15.3%	13.9%
资产回报率	0.2%	6.3%	6.7%	6.5%
投资回报率	-0.9%	10.1%	10.1%	9.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.3%	-41.7%	-29.4%	-0.2%
EBIT 增长率	-27.5%	337.3%	6.1%	2.8%
净利润增长率	-61.9%	2613.8%	6.2%	5.1%
偿债能力指标				
资产负债率	66.6%	58.3%	50.1%	47.1%
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	12.9	12.9	12.9	12.9
存货周转天数	8.8	8.8	8.8	8.8
总资产周转率	1.3	0.8	0.6	0.5
固定资产周转率	2.5	1.4	1.0	0.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	146	3,961	4,206	4,418
少数股东损益	-189	592	628	660
非现金支出	2,111	2,784	3,009	3,234
非经营收益	968	1,130	1,028	949
营运资金变动	4,022	-145	119	-18
经营活动现金流	7,057	8,322	8,991	9,244
资产	-1,957	-6,860	-3,660	-7,914
投资	-737	-450	-450	-450
其他	336	-49	-35	-35
投资活动现金流	-2,358	-7,359	-4,145	-8,399
债权募资	-3,068	0	0	0
股权募资	6	429	0	0
其他	-1,359	-316	-3,992	68
融资活动现金流	-4,421	113	-3,992	68
现金净流量	263	1,076	854	913

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	84,197	49,119	34,675	34,600
营业成本	79,375	40,204	25,727	25,483
毛利率%	5.7%	18.2%	25.8%	26.3%
营业税金及附加	250	147	104	104
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	2,583	1,498	1,110	1,142
营业费用率%	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%
管理费用	638	393	430	346
管理费用率%	0.8%	0.8%	1.2%	1.0%
研发费用	26	29	49	48
研发费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	1,425	6,231	6,611	6,799
财务费用	1,147	910	793	688
财务费用率%	1.4%	1.9%	2.3%	2.0%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	-95	-49	-35	-35
营业利润	198	5,913	6,446	6,771
营业外收支	-26	0	0	0
利润总额	172	5,913	6,446	6,771
EBITDA	3,444	9,015	9,620	10,033
所得税	215	1,360	1,611	1,693
有效所得税率%	125.1%	23.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-189	592	628	660
归属母公司所有者净利润	146	3,961	4,206	4,418

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,155	6,231	7,085	7,998
应收账款及应收票据	8,674	5,060	3,572	3,564
存货	1,907	966	618	612
其它流动资产	4,972	3,034	2,292	2,282
流动资产合计	20,708	15,291	13,567	14,457
长期股权投资	2,703	3,153	3,603	4,053
固定资产	33,077	34,828	36,353	37,654
在建工程	5,718	8,018	7,118	10,472
无形资产	738	763	788	813
非流动资产合计	43,219	47,745	48,846	53,976
资产总计	63,927	63,036	62,413	68,433
短期借款	8,667	9,454	6,476	7,480
应付票据及应付账款	11,230	5,688	3,640	3,605
预收账款	1	1	0	0
其它流动负债	11,904	10,809	10,398	10,392
流动负债合计	31,802	25,951	20,515	21,478
长期借款	3,848	3,848	3,848	3,848
其它长期负债	6,925	6,925	6,925	6,925
非流动负债合计	10,773	10,773	10,773	10,773
负债总计	42,576	36,724	31,288	32,251
实收资本	2,146	2,576	2,576	2,576
普通股股东权益	18,863	23,232	27,416	31,813
少数股东权益	2,488	3,080	3,708	4,368
负债和所有者权益合计	63,927	63,036	62,413	68,433

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队 2017 年获新财富最佳分析师评比有色金属类第 3 名、水晶球第 4 名。2018 年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021 年 2 月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。