

氯碱行业报告

报告日期：2017 年 2 月 09 日

深度报告

高成本产能逐步退出，氯碱行业景气向上

——氯碱行业深度报告

行业公司研究——所属行业——证券研究报告

✎ : 杨云执业证书编号: S0860510120006

☎ : 021-80108035

✉ : dengsheng@stocke.com.cn

行业评级

氯碱化工

增持

报告导读

氯碱行业经过长达 5 年调整，低端产能逐渐出清，需求侧稳定增长，西北地区氯碱企业依托能源和原材料优势在此轮氯碱周期向上中受益显著。

投资要点

□ 2016 年 PVC 市场冰火两重天：上半年市场冷清，下半年市场狂热。

受国际国内宏观经济形势的影响，国内 PVC 行业发展已由规模扩张期进入深度调整期，从 11 年开始到 16 年上半年，PVC 价格处于下降通道，16 年下半年受到成本端上升、供给端收缩以及需求端好转，PVC 产品价格迅速上涨，甚至在 11、12 月份市场仍表现出淡季狂热。

相关报告

□ PVC 供给自 13 年以来逐步收缩，城镇化建设、市政工程等带动 PVC 塑料管道需求。

11 年以来 PVC 价格处于下跌通道，行业普遍亏损，华中、华东、华北等传统的氯碱强省清退闲置落后产能；而西部地区依靠本地资源优势，着力发展以电石法 PVC 为核心的“煤-电-PVC”一体化循环经济项目，产能表现出整体减少并往西部转移的趋势。2016 年-2020 年，我国塑料管道行业总量预计仍会保持适度增长，并在城镇化建设、市政工程、水利工程等领域形成较好的市场需求。

报告撰写人：杨云

数据支持人：邓胜

□ 上游原材料电石价格上涨，17 年 PVC 全年均价将高于 16 年均价

电石价格到货均价从 16 年年初的 2400 元/吨上升到年底的 3100 元左右/吨，并维持稳定，依据 PVC-电石合理价差，17 年 PVC 价格区间将维持在 6000-7000 元/吨。原油价格上涨直接导致乙烯法生产 PVC 的成本增加。

□ 15 年下半年以来氯碱行业单季度盈利能力得到改善

11-14 年整个行业都是不赚钱的，氯碱上市公司 15 年下半年盈利 6 个亿，16 年前三季度盈利 22 个亿，15 年下半年开始，氯碱行业单季度利润改善显著。具体到公司层面，我们统计的 12 家上市氯碱企业近年来的收入和利润情况，除了新疆和内蒙古地区企业能够维持盈利，其他地区企业盈利情况普遍较差。

推荐标的：中泰化学（未评级）、鸿达兴业（未评级）、湖北宜化（未评级）和新疆天业（未评级）。中泰化学是 PVC 龙头企业，公司 PVC 产能 160 万吨；鸿达兴业兼具低估值和高成长特性，在氯碱上市公司中生产成本最低；湖北宜化是 PVC 和尿素双龙头企业，上市公司中 PVC 涨价弹性最大；新疆天业特种 PVC，集团乙二醇有注入预期；重点推荐鸿达兴业。

正文目录

1. 2016 年 PVC 市场冰火两重天：上半年市场冷清，下半年市场狂热	5
1.1. 原材料影响：2016 年主要原材料价格焦炭、电石价格在飘涨	6
1.2. 环保因素：国土部将严控氯碱等过剩行业新增产能用地预审，电石和氯碱将成稀缺资源	7
1.3. 运输限载：下半年推出的运输限载，对运输成本影响很大	7
1.4. 需求好转：房地产 2016 年上半年房屋新开工面积累计同比增速创近五年高位	8
2. PVC 供给放缓，有效开工率逐步提升	9
3. PVC 需求情况：房地产、海绵城市等建设带动塑料管道需求	10
3.1. 消费情况：管材和型材合计消费占比在一半以上	10
3.2. 塑料管道行业保持着持续、稳定的发展，未来五年增长以市政给水排水管道增长为主	11
3.3. 以塑代木、以塑代钢的重要材料，PVC 在生态屋、石塑地板等新领域具备较大的空间	12
4. PVC 成本核算及 17 年价格预测	13
4.1. PVC 乙炔法和乙烯法成本核算	13
4.2. 电石价格维稳，17 年 PVC 全年均价将高于 16 年均价，维持在 6000-7000 元/吨	14
5. 下游需求好转，烧碱开工率逐步提升	15
5.1. 烧碱下游氧化铝等的火热给烧碱价格提供了很大的支撑	16
5.2. 近几年烧碱供给收缩，开工率逐步提升	16
6. 氯碱行业和公司盈利能力分析	18
6.1. 15 年下半年以来氯碱行业单季度盈利能力得到改善	18
6.2. 氯碱上市公司盈利分析：仅西北地区氯碱公司能盈利	19
7. 推荐标的：中泰化学、鸿达兴业、湖北宜化和新疆天业	23
7.1. 中泰化学	23
7.2. 鸿达兴业	23
7.3. 湖北宜化	23
7.4. 新疆天业	24

图表目录

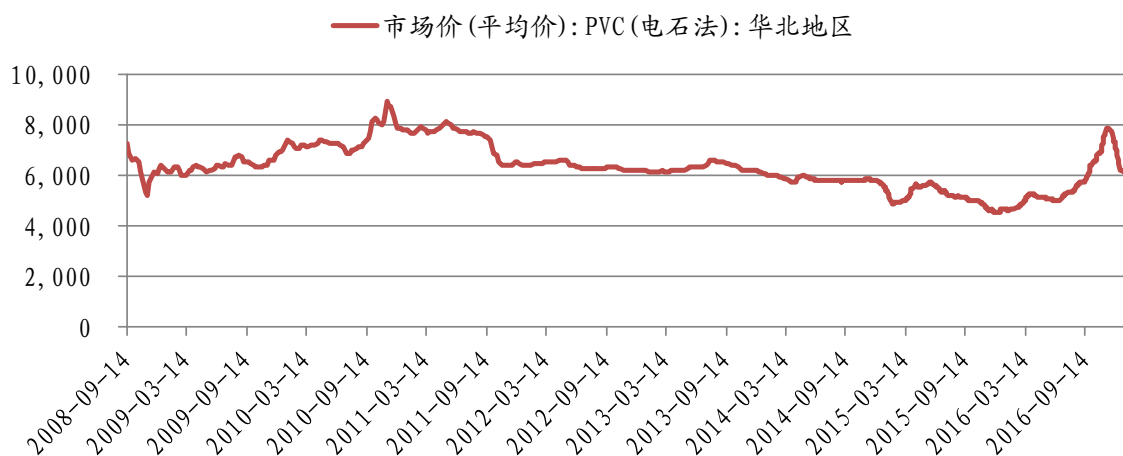
图 1: PVC(电石法) 价格走势	5
图 2: PVC 产业链上下游关系	5
图 3: 电石价格走势 (单位: 元/吨)	6
图 4: 焦炭价格走势 (单位: 元/吨)	6
图 5: 中国动力煤价格指数走势	7
图 6: 不同地区 PVC 和电石与西北地区价格差异 (单位: 元/吨)	8
图 7: 房屋新开工面积累计同比增速	8
图 8: 近几年 PVC 产能、产量、消费量与开工率	9

图 9: 近两年 PVC 的月度开工率	9
图 10: 近几年 PP 产能、产量、消费量与开工率 (单位: 万吨)	10
图 11: 近几年 PE 产能、产量、消费量与开工率 (单位: 万吨)	10
图 12: 2015 年国内 PVC 产能区域分布占比	10
图 13: PVC 企业下游消费结构占比	10
图 14: 2011 年-2020 年我国塑料管道产量及其预测情况	12
图 15: 2015 年国内 PVC 产能区域分布	12
图 16: PE、PP 和 PVC 的价格走势图	12
图 17: 石塑地板样板图	13
图 18: PVC 生态屋样板图	13
图 19: PVC、电石及其价差各个年度价格	14
图 20: 14 年至今原油价格走势图 (单位: 美元/桶)	15
图 21: 近几年烧碱 (99%) 价格变化 (单位: 元/吨)	16
图 22: 烧碱下游消费结构比例	16
图 23: 近几年氧化铝价格走势	16
图 24: 近几年烧碱产能、产量、出口量和消费量 (单位: 万吨) 与开工率 (%)	17
图 25: 近两年烧碱的月度开工率 (%)	17
图 26: 氯碱上市公司收入和氯碱年度变化情况	18
图 27: 氯碱上市公司收入和氯碱季度变化情况	18
图 28: 近年中泰化学收入和利润情况	19
图 29: 近年湖北宜化收入和利润情况	19
图 30: 近年鸿达兴业收入和利润情况	19
图 31: 近年天原集团收入和利润情况	19
图 32: 近年君正集团收入和利润情况	19
图 33: 近年英力特收入和利润情况	19
图 34: 近年新疆天业收入和利润情况	20
图 35: 近年氯碱化工收入和利润情况	20
图 36: 近年金牛化工收入和利润情况	20
图 37: 近年金路集团收入和利润情况	20
图 38: 近年 st 南化收入和利润情况	20
图 39: 近年 st 明科收入和利润情况	20
图 40: 各大氯碱企业 PVC 产品毛利率对比	21
图 41: 各大氯碱企业净利率对比	21
图 42: 各大氯碱企业净资产收益率-加权(%)对比	21
图 43: 各大氯碱企业负债率	22
图 44: 氯碱上市公司近几年 PVC 生产成本 (单位: 元/吨)	22
图 45: 各大氯碱企业业绩弹性	24

1. 2016 年 PVC 市场冰火两重天：上半年市场冷清，下半年市场狂热.

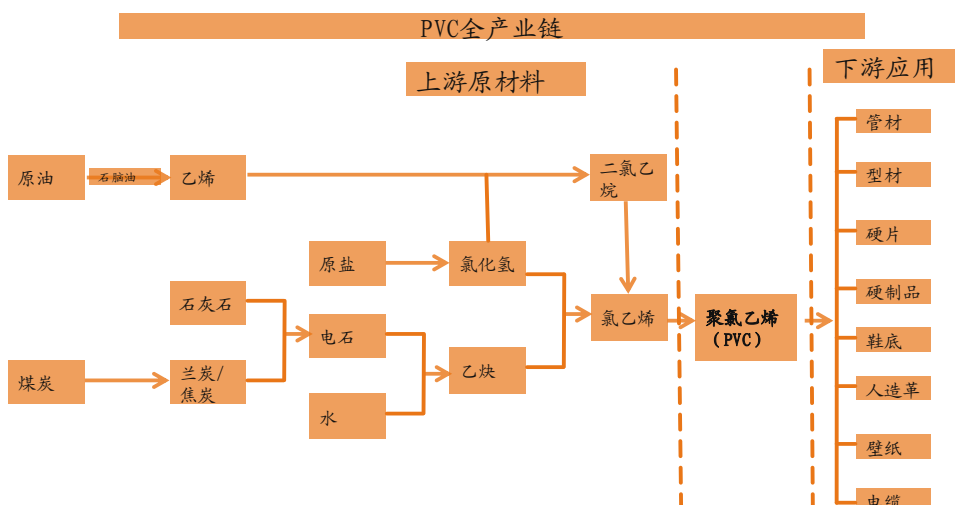
PVC 材料具有良好的耐腐蚀性、绝缘性和阻燃性，并且拥有密度小、机械强度高、易于加工等物理特性，因此，被广泛应用于工业农业建筑电子汽车等领域。其主要生产工艺为乙烯法与电石法。我国因富煤贫油少气的资源分布特点，生产以电石法为主，目前全球使用电石法生产的企业主要集中在我国。2000 年以来，随着国民经济的持续快速发展，带动了化工建材行业的发展，反倾销的胜诉为 PVC 行业创造了较为宽松的外部环境，国外 PVC 产品由于高关税壁垒难以进入国内。经济环境和外贸政策的宽松，使得国内 PVC 行业快速发展，产能快速扩张。但产品同质化、低端产品产能结构性过剩等因素已严重影响到 PVC 行业的可持续发展。受国际国内宏观经济形势的影响，国内 PVC 行业发展已由规模扩张期进入深度调整期，从 11 年开始到 16 年上半年，PVC 价格处于下降通道，16 年下半年受到成本端上升（在环保、运输、煤炭等影响下 PVC 成本上升）、供给端收缩（落后产能停产或破产）以及需求端（房地产后周期）好转，PVC 产品价格迅速上涨，如图 1 所示。

图 1：PVC(电石法) 价格走势



来源：wind，浙商证券研究所

图 2：PVC 产业链上下游关系



来源：浙商证券研究所整理

2016 年国内 PVC 市场冰火两重天，上半年 PVC 市场供应充足，销售竞争压力及终端需求未有亮点，国内主

要企业维持成本面价格销售；下半年在电石价格上涨、环保趋严、运输限载等影响下 PVC 成本上升、市场供应减少，区域供应严重不平衡及房地产行业的火爆点燃了 PVC 持续走强的高潮，期货在投机资金等带动下更是开创了 PVC 行业 2010 年 9 月份以来最好市场价格。

PVC 价格上涨因素：1. 上游原材料影响：2016 年主要原材料价格焦炭、电石价格在飙涨；2. 环保因素：国土部将严控氯碱等过剩行业新增产能用地预审，电石和氯碱将成稀缺资源；3. 运输限载：下半年推出的运输限载，对运输成本影响很大；4. 房地产开工面积同比增加，需求好转。

1.1. 原材料影响：2016 年主要原材料焦炭、电石价格在飙涨

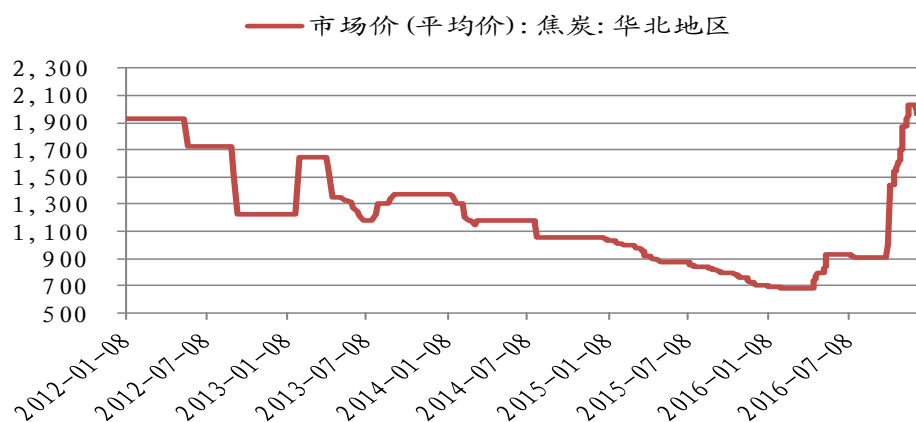
主要原材料价格上涨，自七月底以来，西北地区电石的价格由 2100 元/吨上涨到 2700 元/吨，涨幅达 30%，动力煤上涨而导致电力成本上升，而焦炭价格上涨让电石价格走出了低谷；

图 3：电石价格走势（单位：元/吨）



来源：wind，浙商证券研究所

图 4：焦炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 5：中国动力煤价格指数走势



资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2. 环保因素：国土部将严控氯碱等过剩行业新增产能用地预审，电石和氯碱将成稀缺资源

PVC 电石法是高耗电、高污染生产工艺，生产一吨 PVC 综合耗电量达 8500KW·h 并产生电石渣 1.2 吨，废水 20 立方米，粉尘 20 千克，生产过程中需要以汞作为触媒，行业耗汞量约占全国总使用量的 60%。

国土部将严控氯碱等过剩行业新增产能用地预审，电石和氯碱将成稀缺资源：2016 年 8 月 30 日，为贯彻落实国务院关于化解钢铁、煤炭、石化行业过剩产能和促进煤电有序发展的决策部署，坚决遏制过剩产能行业用地，加大稳增长建设项目用地保障力度，国土资源部办公厅印发《关于落实国家产业政策做好建设项目用地审查有关问题的通知》（以下简称《通知》）。按照国务院相关产业政策规定，《通知》要求，在用地预审方面，对于新增产能的钢铁、煤炭项目，一律不再受理用地预审。对于尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能以及未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目，一律不再受理用地预审。上游没有配套电厂或者电石的氯碱企业生产将愈发困难而被淘汰出局，电石和氯碱未来将是一种稀缺资源。

电石法 PVC 行业明确汞污染防治十三五工作重点，低汞触媒淘汰替代高汞触媒向全面履约工作转变：电石法聚氯乙烯(PVC)行业汞污染防治“十三五”工作重点已经明确，工作重心将由低汞触媒淘汰替代高汞触媒向全面履约工作转变，围绕三个“高效”，降低触媒消耗，建立行业汞平衡，实现《关于汞的水俣公约》目标。

“十三五”行业汞污染防治工作近期目标(2016~2017 年)是，大幅提升气相高效除汞器等先进污染防治技术在行业推广应用的水平；编制电石法 PVC 汞污染防治 BAT/BEP 技术指南和汞平衡研究报告，建立行业汞平衡。中长期目标(2018~2020 年)是，行业汞循环利用率大幅提高；到 2020 年底，建立万吨级无汞触媒工业化装置。

环保压力主要逻辑在于降低能耗比，控制污染。主要导向是淘汰落后产能，并不是消灭 PVC 行业。那么未来环保压力对于几家领先的上市公司的先进产能来说，利好大于利空。尤其是对毛利率相对较高的几家来说更是如此。能耗比是过关的，至于其他的排污费也好，环保税也好，甚至限汞令，全行业都提高成本，那么大浪淘沙之后，就是强者生存地更好，弱者退出历史舞台，这个节奏几年前就开始了，有些上市公司已经将氯碱业务停产或剥离出去，未来低端产能将继续退出（从后续 PVC 生产成本对比能明显看出）。

1.3. 运输限载：下半年推出的运输限载，对运输成本影响很大

交通部出台运输新规，波及氯碱等多品种大宗货物。2016 年 9 月份，公安部联合下发了《车辆运输车治理工作方案》，对车辆的运输重量进行了新规定，提出对超载货车“一超四罚”，对货车司机除了经济处罚，还要扣分。这是我国公路治理超载超限行动中首次使用扣分处罚，堪称“史上最严治超措施”，并从 9 月 21 日起正式替代原《规定》。受此影响，各产品物流费用上涨。其中，氯碱相关产品涨幅较为显著。PVC 价格也从 9 月下旬开

始暴涨，从 6000 多元/吨上涨到近 8500 元/吨，上涨在 2000 元/吨以上，幅度在 30%以上。限超载导致从西北运货到华东和华南受限，叠加补库存和投机因素，PVC 期货和现货市场极度爆炒。

运费上调对烧碱价格影响更大：受到运费上调影响，烧碱（99%）价格从 9 月下旬 2700 元/吨，飙涨到 3700 元/吨，短短一个多月，上涨幅度近 40%，烧碱单价相对 PVC 低，对于运费上调更加敏感。

限载导致运费增加，直接传递给终端。理论测算实际的运费增加值：原来总重（55T）-车皮（15T）=实际载重（40T）；以现在运费 100 元/吨为例，运费为 4000 元/车。现在总重（49T）-车皮（15T）=实际载重（34T）；现在运费总金额不变，最新运输单价=4000 元 ÷ 34T=118 元/吨，**每吨运输成本增加 18%左右**。而整体的增加值多数会转嫁于终端，从而导致终端产品价格上涨。

华北地区是 PVC 和电石生产基地，通过对比不同地区 PVC 和电石与西北地区产品价格差异，能间接的测算运费对产品价格影响，华南地区相对西北地区的产品价格差异最大，主要原因是华南地区距离西北地区最远，西北地区的产品需要通过公路铁路运输到港口，走海运达到华东和华南市场（图 6）。

图 6：不同地区 PVC 和电石与西北地区价格差异（单位：元/吨）

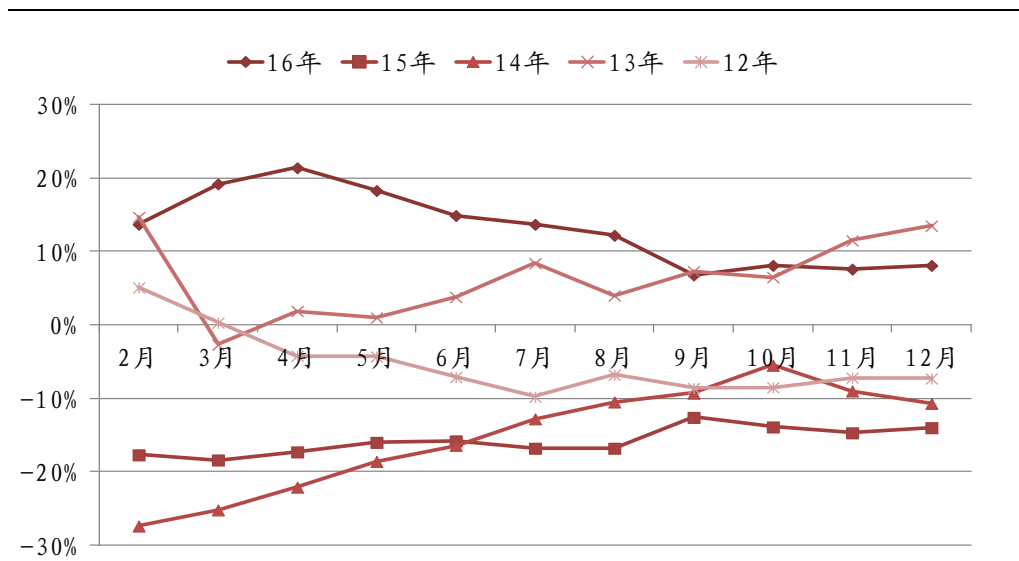
	东北地区	华北地区	华东地区	华南地区	华中地区	西北地区
PVC	232	187	470	544	225	0
电石	279	260	461	571	329	0

资料来源：wind，浙商证券研究所

1.4. 需求好转：房地产 2016 年上半年房屋新开工面积累计同比增速创近五年高位

PVC 管材和型材都要在房子建成后使用，属于房地产行业的后周期，其需求滞后地产新开工 6-12 个月。2016 年前 6 个月房屋新开工面积同比增长 15%，2016 年全年同比增速在 8%，结束了此前房屋新开工面积 2014、2015 连续 2 年的负增长。16 年房地产行业的复苏有望带动上游 PVC 原材料的需求。

图 7：房屋新开工面积累计同比增速

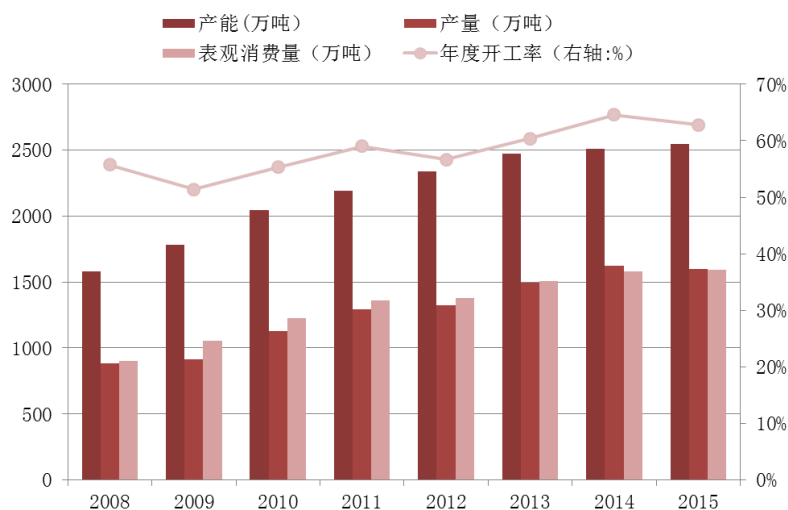


资料来源：wind，浙商证券研究所

2. PVC 供给放缓，有效开工率逐步提升

2000 年以来，在国民经济持续增长的带动下，化工建材行业的需求日益旺盛，为国内 PVC 行业的发展提供了很大空间。随着我国 PVC 生产工艺的日益成熟及在地方政府的支持下，从 2003 年起我国 PVC 产能快速扩张，2005 年开始达到饱和，随后几年产能过剩逐步体现。随着 2008 年全球金融危机的到来，国内 PVC 产能增速明显放缓，虽没有达到 2003-2005 年的飞速发展水平，但基本每年仍保持一定增长，13-15 年国内 PVC 产能几乎没有增长，甚至出现负增长。2014 年 PVC 产能首次出现负增长，产能为 2389 万吨，较 2013 年减少 87 万吨，2015 年 PVC 产能减少了 41 万吨，2015 年，国内 PVC 树脂产能 2348 万吨（包含 PVC 糊状树脂 133 万吨），新增加产能为 78 万吨，退出的规模为 119 万吨，国内 PVC 产能继续优化。2015 年名义开工率为 68.53%，较前几年有所上升。但根据行业了解，2015 年 PVC 产能的 15% 是已经完全拆除但未上报协会，因此实际总产能约 2000 万吨，对应 1600 万吨产量，实际开工率约 80%，行业供应已经较为紧张。

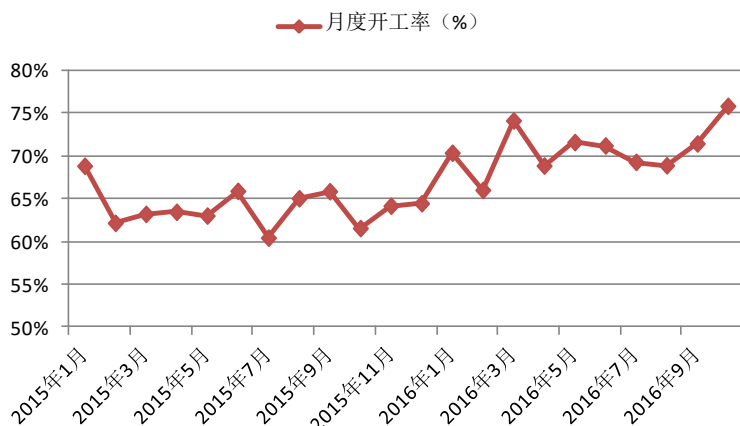
图 8：近几年 PVC 产能、产量、消费量与开工率



资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

注释：百川资讯统计口径与中国氯碱网不一致

图 9：近两年 PVC 的月度开工率

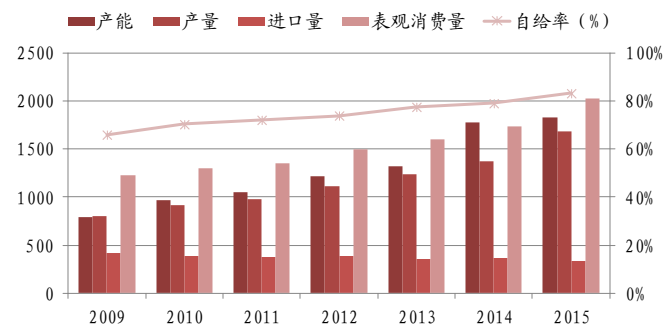


资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

2015 年 PVC 产量的回落并不意味着行业发展出现了后退。由于不断受到铝型材、聚乙烯、聚丙烯等替代产品的冲击, PVC 不少被 PP 或 PE 替代。根据氯碱行业规划, 未来国内 PVC 行业整体开工率将升至 80%以上。

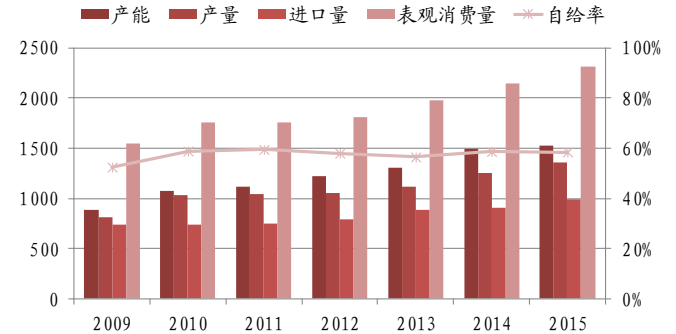
2015 年, 国内 PVC 西北地区产能占总产能的 46%, 且全部为乙炔法工艺(电石法和天然气部分氧化法), 比 2014 年的 45%提高 1 个百分点。由此可以看出, 西部地区依靠本地资源优势, 着力发展以电石法 PVC 为核心的“煤-电-PVC”一体化循环经济项目, 带动了近几年中国 PVC 产业的发展。同时, 华东、华北等传统的氯碱强省则根据自身情况, 清退闲置落后产能, 产能占比略有降低。2015 年国内 PVC 分地区产能情况见图 12 所示。

图 10: 近几年 PP 产能、产量、消费量与开工率(单位: 万吨)



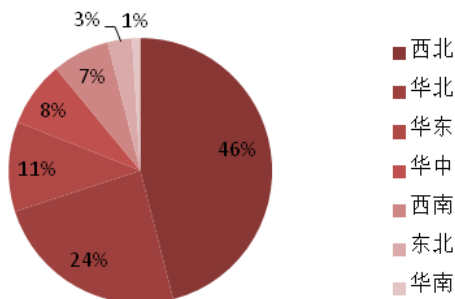
资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 11: 近几年 PE 产能、产量、消费量与开工率(单位: 万吨)



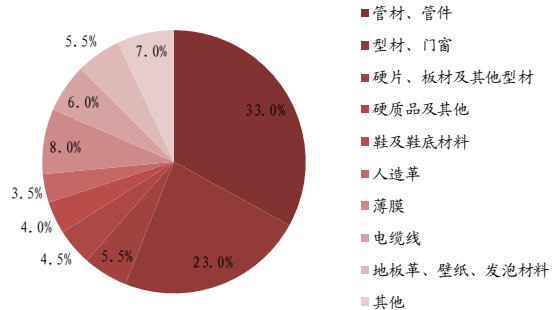
资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 12: 2015 年国内 PVC 产能区域分布占比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 13: PVC 企业下游消费结构占比



资料来源: 中国知网, 浙商证券研究所

3. PVC 需求情况: 房地产、海绵城市等建设带动塑料管道需求

3.1. 消费情况: 管材和型材合计消费占比在一半以上

PVC 广泛应用于包装材料、人造革、塑料制品等软制品和异型材、管材、板材等硬制品生产领域。其中, 硬制品占总消费量的 66%, 软制品占 34%。管材、管件和型材、门窗是国内 PVC 消费的两大领域, 合计消费比例达到 56% (见图 13)。其中, 管材行业发展较为迅速; 型材行业受制于国家房地产调控政策, 产量继续保持负增长。型材行业由于企业间竞争激烈, 再加上对原材料的要求相对较低, 目前基本选用电石法 PVC 生产。而乙烯法 PVC 的主要下游用户集中在高端片材, 特别是医用片、卡基料、医用料(输液管、管件)、瓶料、高档电缆电线料、透明膜、地板革、印刷片、鞋底料、人造革等领域, 需求相对稳定。

1) 硬制品。

硬质 PVC 塑料制品以管材、异型材、板材等为主, 约占整个 PVC 树脂总消耗量的 50%以上。

①管道。近年来，建筑工程、市政工程、水利工程、农业和工业等行业对塑料管道的需求不断加大，拉动了中国塑料管道行业的高速发展，中国成为全球塑料管道生产量、应用量最大的国家。目前中国已建立了以 PVC、聚乙烯（PE）和聚丙烯（PP）材料为主的塑料管道加工产业，塑料管道已普及应用到建筑给排水和供暖、市政供水和排水、城镇中低压燃气输送、农村饮用水安全项目、新农村建设项目、沼气输送、农业灌排、通讯业、渔业、运输业、化工、电力、矿山、汽车制造、造船、海水淡化等诸多领域。目前中国较大规模的塑料管道生产企业在 3000 家以上，生产能力超过 1500 万吨，其中，生产能力 1 万吨/年以上的企业约为 300 家，前 20 位塑料管道生产企业的销售量已达到行业总量的 40%以上。2012 年产销量为 1100 万吨，2013 年产销量为 1210 万吨。

目前塑料管道中绝大部分为 PVC-U，约占 55%（资料显示到 2013 年底，美国 PVC 材料占 75%以上）。最新的一项研究称：通过对全球使用中的 PVC 管道的挖掘和测试，PVC 管道的可靠服务寿命超过 100 年，北美研究表明 100 年只是保守估计。该项研究作者称，这一数字比某些管道专家提出的时间长 1 倍。犹他州大学地下结构试验室的研究人员已对所有类型的管道进行了长达 50 年的分析和测试。他们发布的研究报告以过去的挖掘报告、新质量测试的结果以及生命周期成本分析为依据。

②异型材。目前中国 PVC 异型材生产能力在 800 万吨，2013 年产销量约为 550 万吨，与 2012 年同期相比，产销量下降 6.5%。2013，中国门窗用 PVC 异型材产量约 320 万吨（统计到的企业总量），各类塑料异型材总产量 500 万吨以上；2013 年 PVC 异型材出口量约 8 万吨。2013 年，中国塑料门窗销量约 3.5 亿平方米，**占当年中国门窗总消耗量的 44%，而欧美的同期数据为 90%左右。**

③硬质发泡及塑木制品。2013 年，硬质发泡制品产能约 70 万吨，产量约 55 万吨。发泡产品是木材的最佳替代品，广泛应用于建筑、家具制造、车用内饰材料、广告材料等行业。因此发展发泡制品替代木材发展前景广阔，重点包括在室内外装饰装修领域的应用等。从发达国家发泡制品发展来看，发泡配方主要朝着无铅化发展，工艺方式主要朝着共挤及微孔发泡方向发展。结合中国国情及行业发展的实际现状，应重点发展无铅化产品及节能微孔发泡产品（如钙锌配方、硬质低发泡建筑模板）。

2) 软制品。

软质 PVC 塑料制品品种繁多，粗略可分为薄膜、人造革、电线电缆、日常用品及其他小产品，约占整个 PVC 消耗量的 45%；从日常消耗和技术进步来看，软质制品所占 PVC 树脂消耗比例不会持续下降，欧美等国的发展趋势也论证了中国这 10 多年的走势。随着加工工艺的进步和技术的突破，软质 PVC 塑料制品将渗透进人们生活的方方面面，成为人们生活的必需品。

中国 PVC 产能已占全球产能 50%以上，但消耗量只占到全球 30%左右，这是不够理想的。这不仅是产能过剩的问题，也折射中国塑料制品新品种、新用途、新领域的开发创新不足、滞后，当然也暴露出中国设备制造和助剂研发创新能力的不足。未来 PVC 助剂和特种 PVC 树脂也是国内公司重点发展的领域。

3.2. 塑料管道行业保持着持续、稳定的发展，未来五年增长以市政给水排水管道增长为主

近年来，建筑工程、市政工程、水利工程、农业和工业等行业对塑料管道需求不断加大，拉动中国塑料管道行业高速发展，中国已成为最大的塑料管道生产和应用国家。2010 年-2015 年，我国塑料管道行业保持着持续、稳定的发展，产量由 2010 年的 840 万吨，增长到 2015 年末的 1380 万吨，平均年增长率为 10.4%。根据中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会预测，2016 年-2020 年，我国塑料管道生产量将保持在 3%左右的年增长速度，到 2020 年全国塑料管道产量预计将达到 1600 万吨，其中以市政给水排水管道增长为主。

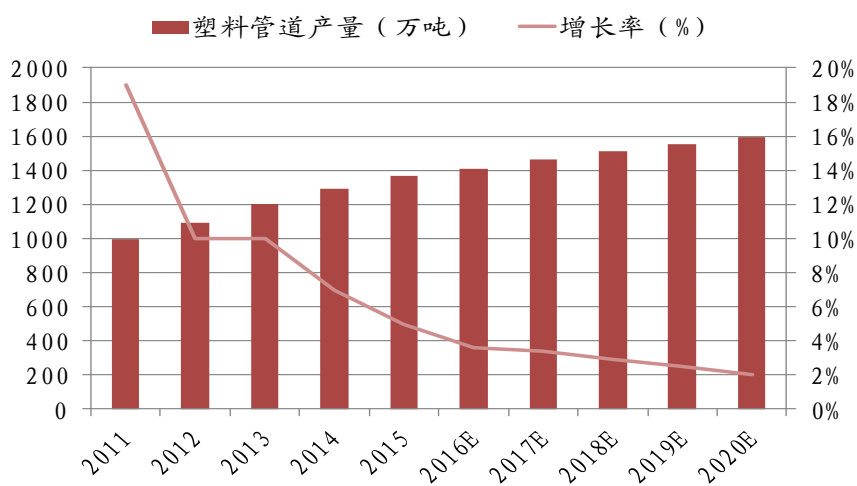
2016 年-2020 年，我国塑料管道行业总量预计仍会保持适度增长，并在城镇化建设、市政工程、水污染治理、水利工程等领域形成较好的市场需求：

（1）市政工程建设（海绵城市、地下管廊建设等）。2015 年 10 月，国务院办公厅发布《关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发[2015]75 号）；2016 年 3 月，住建部发布《海绵城市专项规划编制暂行规定》（建规[2016]50 号），这些政策将为塑料管道系统、塑料蓄水装置等创造大量的应用条件。据统计，全国在建地下综合管廊约有 1000 公里，总投资约 880 亿元；2016 年 3 月，在第十二届全国人民代表大会第四次会议中的《政府工作报告》提出，2016 年要开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上。据测算，仅市政工程建设对塑料管道需求到 2020 年就将达到 1284 万吨。

(2) 水污染治理。2015 年 4 月，国务院发布的《水污染防治行动计划》提出，计划到 2020 年，所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，要全面加强配套管网建设，加快实施雨污分流改造；到 2017 年，城市污水基本实现全收集、全处理；对使用超过 50 年和材质落后的供水管网进行更新改造。水污染防治、雨污分流改造、再生水输送等都将大量使用塑料管道材料。

(3) 水利工程建设。“十三五”期间，我国将新增高效节水灌溉面积 1 亿亩，同时加快东北节水增粮、华北节水压采、西北节水增效、南方节水、农村自来水普及等工程，发展区域规模化高效节水灌溉，管道输水灌溉、喷灌和微灌等都将大量应用塑料管道。此外，中西部地区城镇化建设、棚户区改造、房地产投资等方面都将带动对塑料管道材料的需求。综上所述，我国塑料管道市场前景良好。

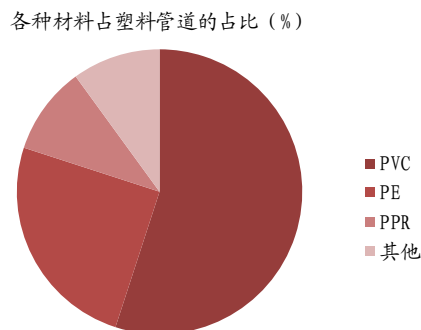
图 14：2011 年-2020 年我国塑料管道产量及其预测情况



数据来源：《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》，浙商证券研究所

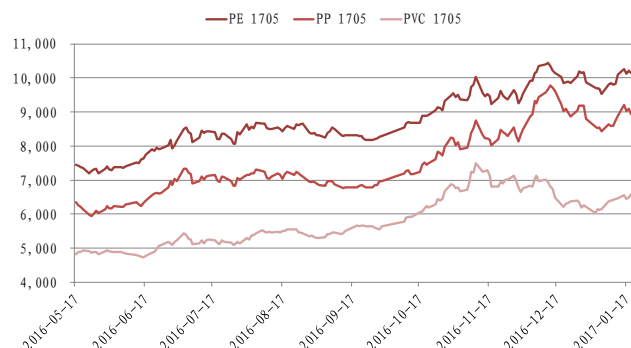
受益于成本优势，PVC 管道在我国塑料管道产品中占据主导地位。我国 PVC、PE、PPR、其他管道产量约占塑料管道总产量的 55%、25%、10%、10%。PVC 相对于 PE 和 PP 在价格上具备一定的优势，如图 15 所示。

图 15：2015 年国内 PVC 产能区域分布



资料来源：天原集团公告，浙商证券研究所

图 16：PE、PP 和 PVC 的价格走势图



资料来源：，浙商证券研究所

3.3. 以塑代木、以塑代钢的重要材料，PVC 在生态屋、石塑地板等新领域具备较大的空间

PVC 作为基础材料之一，产业地位正在全面提升。目前我国人均 PVC 消费量仅为发达国家的三分之一，消

费潜力巨大。PVC 是以塑代木、以塑代钢的重要材料，还是电缆、农膜、滴灌等领域的应用的材料，PVC 未来肯定会向特种料、专用料方向发展，随着产业结构的升级，PVC 制品向高性能化、轻量化和绿色环保化的升级换代步伐进一步加快，PVC 建筑材料和新型包装材料成为当前塑料工业迅速增长的主要领域。未来 PVC 在改性及更多高新领域的应用也有着十分广阔的前景。

新型应用领域：石塑地板、生态屋、PVC 墙纸等。

PVC 塑胶地板成为当今世界流行的地面装饰材料，绿色环保，零甲醛。PVC 塑胶地板，又名石塑地板或石塑地砖，正规的名称应该是“PVC 片材地板”，是一种高品质、高科技研究开发出来的新型地面装饰材料，采用天然的大理石粉构成高密度、高纤维网状结构的坚实基层，表面覆以超强耐磨的高分子 PVC 耐磨层，经上百道工序加工而成。PVC 塑胶地板成为当今世界流行的地面装饰材料，绿色环保，零甲醛。环保石塑地板相对现有的木材地板具有表面硬度加强，抗刮、擦性能好等优势，相对地毯、橡胶地板、瓷砖地板。PVC 塑胶地板已经被广泛用在教育机构、医疗场所、商务办公楼、家居装修、工业系统、交通系统等。施工方面只需要美工刀就可任意裁剪出设计师们理想的地面艺术品。PVC 塑胶地板安装方便，如果地面平整度达到要求，就可自己动手安装。

PVC 生态屋新型环保节能建筑。现在新型城镇化的主要内容就是建设节能环保建筑，而这种 PVC 生态屋可以批量生产，具有绿色环保、舒适节能、抗震减灾、建设周期短、建设投资节省等诸多优势，未来应该会有比较好的需求。特别是在农村新型城镇化、棚户区、公园、汽车宿营地、农家乐等都可以应用。成本方面，“与水泥钢筋建造成本差不多”，但在施工方面，PVC 生态屋却非常方便，比如北方冬天没有办法用混凝土施工，而 PVC 生态屋可以工厂化生产，现场只要地面有硬化就可以安装，能够避开天气的影响。而且这种房子拆迁方便，或者做成吊装式，甚至做成汽车式，装上轮胎，可以随时拉走或拉到某个地方。这种房子材料运送到目的地安装好就可以用，如果是传统的使用钢筋水泥盖房子，起码要盖半年，还要装修，而装修还可能二次污染，而这种 PVC 生态屋不会有这些问题，建好后可以免装修。PVC 生态屋目前在国内已经逐步应用，一般应用在六层以内的建筑，以两层及以下居多，因为组装时间短。而在高层建筑上，一些节点，可以用 PVC 与钢筋组合使用，更经济，又有美观又抗震。

图 17：石塑地板样板图



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

图 18：PVC 生态屋样板图



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

4. PVC 成本核算及 17 年价格预测

4.1. PVC 乙炔法和乙烯法成本核算

从出产成本角度分析，两种技能在不一样经济发展周期，成本不一样较大。通常情况下，在国际宏观经济高速发展阶段，由于油价较高，乙烯法出产成本较高，电石法成本优势明显；而一旦国际经济进入衰退，油价将在低位工作，电石法由于能耗较高，煤电油运等价钱有支撑，成本优势不见。自 2003 年以来，国际油价大幅攀升，使乙烯法 PVC 成本添加，而电石法出产则受此影响较小，然后致使国内电石法 PVC 出产设备建造的新一轮热潮，使电石法 PVC 产能急剧扩展，对乙烯法 PVC 出产形成了极大应战，许多乙烯法公司处于亏本边际。但随着

2008 年 5 月之后原油价格的继续下调，乙烯法的成本优势明显，电石法出产厂家微利工作，甚或难以为继。

乙炔法成本构成：电石法成本构成由电石、氯化氢和水电费构成。国家规范规则：出产 1 吨 PVC 耗电石 1.45~1.5 吨，（通常以 1.45 核算，但通常实践出产过程中耗费会高于这个份额，只要少量能到达规范），耗费氯化氢气体 0.75~0.85 吨（通常以 0.76 计），每吨耗电量约 450~500 KW·h，还有其它项目开支，如包装费、引发剂、分散剂、水费、管理人员费用等因出产厂家和出产规模的不一样而不尽相同。整体来讲，电石法的成本构成分配份额约为：电石占 65~70%，氯化氢占 15%，电力占 6%，其他制造费用占 6%。电石法的一个显著特点为耗电较高，不光在出产 PVC 时要耗费电力，由焦炭制备电石也要耗费很多的电，电解食盐水制备氯气也需要耗电，如出产 1 吨电石约需耗费 3450 KW·h 的电、0.6 吨焦炭和 0.9 吨石灰石，而生产一吨 PVC 整个过程需要消耗的电有 8000 多度，电价水平的高低直接决定 PVC 的生产成本，新疆内蒙等企业由于地处煤炭资源丰富地方，用电成本比华中、华南和华东要便宜很多（内蒙地区平均用电成本在 3 毛/度电，而其他地区要 6 毛/度点）。

公式 1：电石法 PVC 成本（元/吨）=1.45×电石价格+0.76×氯化氢气体价格+（450-500）kw·h×工业电价+人工折旧等

公式 2：电石生产成本（元/吨）=3450 KW·h×工业电价+0.6×焦炭价格+0.9×石灰石价格

公式 3：电石法 PVC 成本（元/吨）=5500*工业电价+0.87*焦炭+0.76*HC1+人工折旧+1.3*石灰石

乙烯法成本构成：乙烯法成本的首要因素有乙烯耗用量、氯气耗费、耗电量、加工助剂、管理人工费用等。乙烯法每出产 1 吨 PVC 要耗费乙烯 0.5 吨，耗费氯气 0.65 吨，两者约占成本的 60%左右。在原材料成本中乙烯成本占了首地位，乙烯价钱对聚氯乙烯的成本有较大影响。尽管乙烯法耗能量较电石法低，但其设备投资却非常大，因而设备折旧在成本中所占比重较大。而设备投资是固定的，因而乙烯、氯乙烯价钱的改变是聚氯乙烯树脂价钱变化的首要因素。

公式 4：乙烯法 PVC 成本（元/吨）=0.5×乙烯价格+0.65×氯气价格+人工折旧等（参考值 1200 元/吨）

4.2. 电石价格维稳，17 年 PVC 全年均价将高于 16 年均价，维持在 6000-7000 元/吨

自 2011 年 8 月以来，国内电石价格持续下降，从 2011 年最高的 4100 元/吨下跌至 2016 年中的 2200 元/吨（到货价，下同），下跌幅度高达 41%。部分地区电石出厂价甚至跌破 2000 元/吨，创历史新低。但是，从 2016 年 6 月开始，在 PVC 等下游产品行情持续回暖的带动下，电石价格强劲反弹，到货均价从年初的 2400 元/吨上升到年底的 3100 元左右/吨，上涨了 700 元/吨左右。以内蒙古乌盟地区为例，年底电石出厂价格达到 2750-2800 元/吨，比年初回升了 600 元/吨，涨幅 30%，比去年同期也高出 150 元/吨，涨幅 6.1%。

形成电石价格上涨的主因：一是环保督察组深入西北主要电石产区检查，部分环保不达标的电石企业被迫停产，同时，宁夏、内蒙古地区石灰石矿山的限采，对电石产量也造成很大影响；二是 PVC 行业从第二季度以来价格回升较为明显，涨价 2000-3000 元/吨，带动了电石价格上涨；三是电石用原材料价格及运输成本涨势强劲，兰炭较年初累计上涨 400 元/吨，石灰石上涨 100 元/吨，吨运输成本上调 70-80 元，导致吨电石成本直接增加 500-600 元，还不包括安全、环保等费用的增长。2017 年 1 月，电石到货价格维持 3000-3100 元/吨。

图 19：PVC、电石及其价差各个年度价格

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
电石（元/吨）	4002	3431	2870	2640	2270	2288	2700
PVC（元/吨）	6432	6530	6495	6096	5267	5780	6500
价差（元/吨）	629	1554	2334	2269	1975	2463	2585

资料来源：wind，浙商证券研究所，注释：价差 PVC-1.45*电石

图 20：14 年至今原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：wind，浙商证券研究所

5. 下游需求好转，烧碱开工率逐步提升

PVC 生产过程中的重要原材料氯气和氯化氢来源于烧碱工业，烧碱工业生产的氯主要用于 PVC 的生产。建设 PVC 项目时一般配套建设相应的烧碱项目，为 PVC 的生产提供氯原料。烧碱的生产是利用原盐（主要成分是氯化钠）水溶液的电解生成氢氧化钠（即烧碱）、氯气和氢气。一般有两种工艺，隔膜法和离子膜法。其中离子膜法工艺具有能耗低、产品质量高、占地面积小、自动化程度高、清洁环保等优势，成为新扩产的烧碱项目的首选工艺方法。截止 2015 年底，我国在产烧碱生产企业 163 家，总产能达到 3873 万吨/年，其中离子膜法产能 3818 万吨，约占 99%，隔膜法产能淘汰基本完成，相比 2010 年，总产能增幅在 28.2%。主要分布在山东、江苏、内蒙古、新疆、河南和浙江六省份，产能合计占总产能的 61.5%。

行业集中度进一步提高。烧碱企业产能规模 10 万吨/年以下（含 10 万吨/年）的比例由 2010 年的 15.4% 下降到了 2015 年的 9.08%，产能 40 万吨/年以上（含 40 万吨/年）规模企业数量由 2010 年的 17 家增加到 23 家，产能占比由 27.1% 提高到 37.7%；聚氯乙烯企业产能规模 10 万吨/年以下（含 10 万吨/年）的比例由 2010 年的 9.4% 下降到了 2015 年的 4.8%，产能 40 万吨/年以上（含 40 万吨/年）规模企业数量由 2010 年的 17 家增加到 22 家，产能占比由 45.8% 提高到 55.8%。

2016 年 8 月起，烧碱价格大涨，其华东地区市场 99% 片碱价格从 2500 元附近暴涨至 3700 元，创 5 年来的新高。水涨船高，液碱价格一并上行。主要由以下原因造成：1. 资本进入：限购限贷的进行使得资本从房市流向大宗商品。2. 库存低位：氯碱行业低迷多年，烧碱价格不断下行，下游库存保持低位。3. 供给收缩：液氯外售下游需求低迷，由于液氯贮存难度大，导致厂家收缩产能，而烧碱和液氯产出质量比例约为 1.1: 1，使得烧碱供给受到限制。4. 需求回暖：受到环保巡视和 G20 影响，烧碱下游的造纸和氧化铝价格上涨。

图 21：近几年烧碱（99%）价格变化（单位：元/吨）



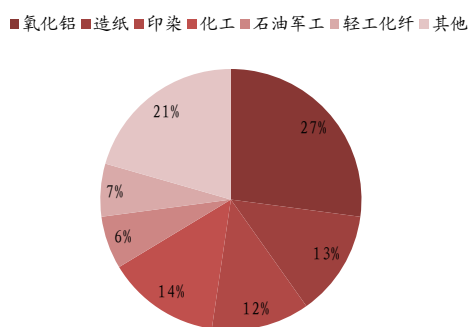
资料来源：choice，浙商证券研究所

5.1. 烧碱下游氧化铝等的火热给烧碱价格提供了很大的支撑

烧碱的下游有氧化铝、造纸、印染化工等，如图 22 所示。作为烧碱最大的下游需求方，自年初开始，国内氧化铝市场进入深度调整期，目前，氧化铝价格创下年内新高，以氧化铝主要现货市场山西为例，2016 年以来成交价从 1680 元/吨上涨到 2950 元/吨，涨幅 76%。

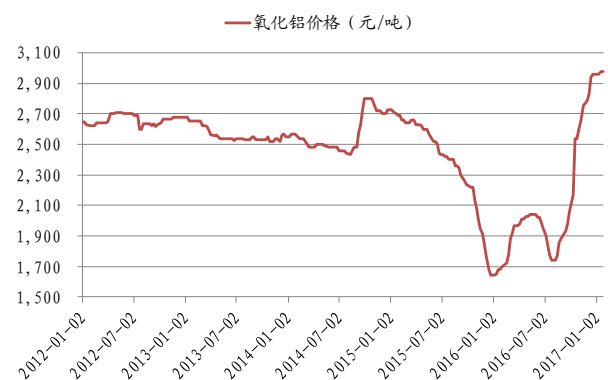
烧碱其他下游行业如纸浆，化学纤维等需求较为平稳。造纸行业 08、09 年均处于低谷，10 年、11 年产量有所提升，随后几年产量有所回落，并保持稳定。化学纤维经历了 08 年的低迷后受益于纺织服装的出口回升，09 年二季度开始迅速恢复，一直到 2015 年保持稳定增长。这些行业大部分属于生活必需品，需求较为稳定。

图 22：烧碱下游消费结构比例



资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

图 23：近几年氧化铝价格走势图



资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

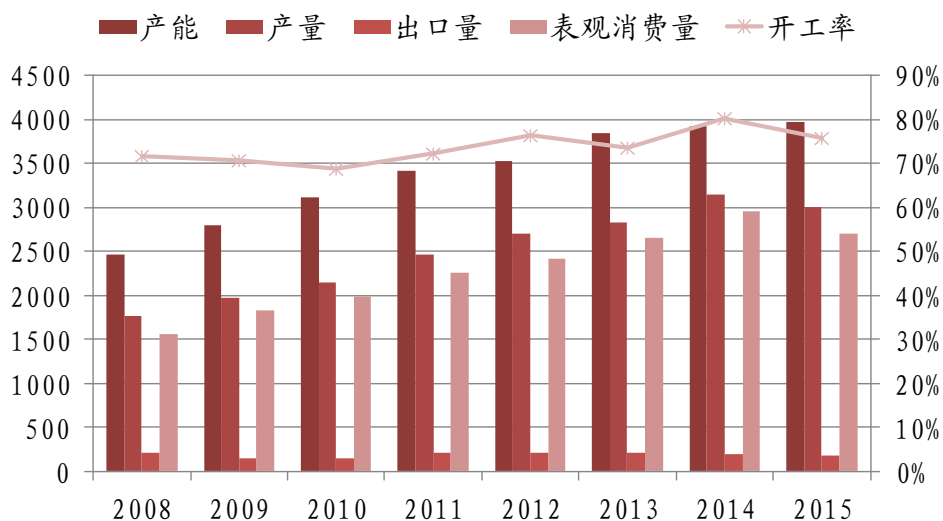
5.2. 近几年烧碱供给收缩，开工率逐步提升

2012 年下半年以来，受到国内实体经济产能过剩以及国际金融危机的冲击，烧碱价格大幅下滑，四年来一直处于深度调整，没有出现特别红火的行情。而烧碱的另外一个副产物液氯市场整体表现不佳，基本处于亏损状态，下游需求不佳，而液氯作为一种危险品不易保存，造成厂家液氯出货受阻，企业为减轻库存压力，只能低价销售，部分厂家倒贴运费或白送，即使烧碱能保持盈利，13-15 年期间烧碱的产能几乎没有增加，烧碱开工

率维持在 70—80% 之间。

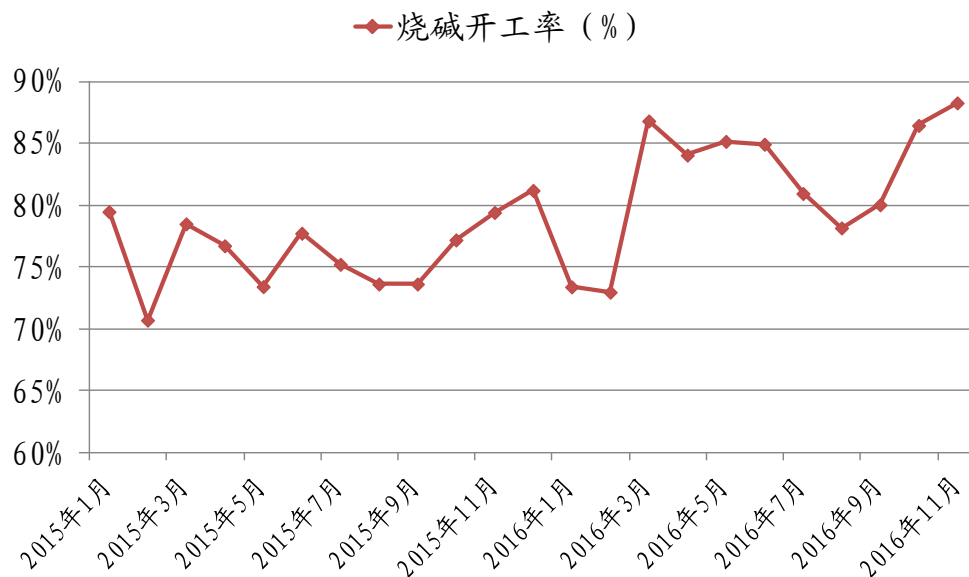
2016 年下半年收到下游氧化铝和化纤等需求好转影响，烧碱价格上涨，行业的开工率也提升到 85% 左右。在运费上升、需求好转，供给收缩下，烧碱价格有望维持在高位。

图 24：近几年烧碱产能、产量、出口量和消费量（单位：万吨）与开工率（%）



资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

图 25：近两年烧碱的月度开工率（%）



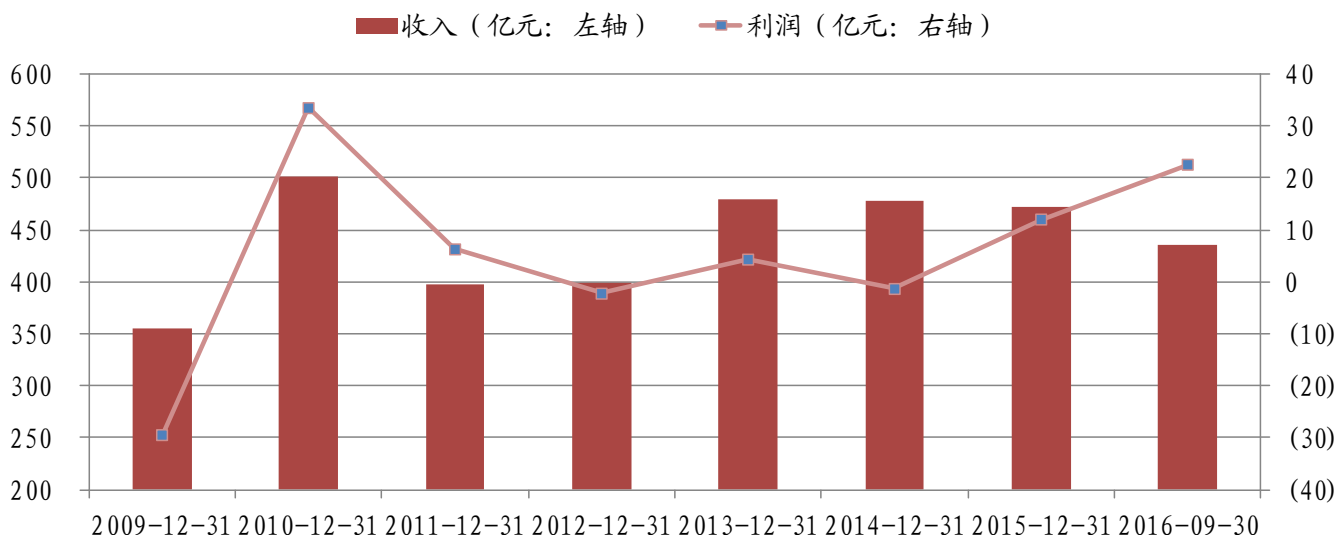
资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

6. 氯碱行业和公司盈利能力分析

6.1. 15 年下半年以来氯碱行业单季度盈利能力得到改善

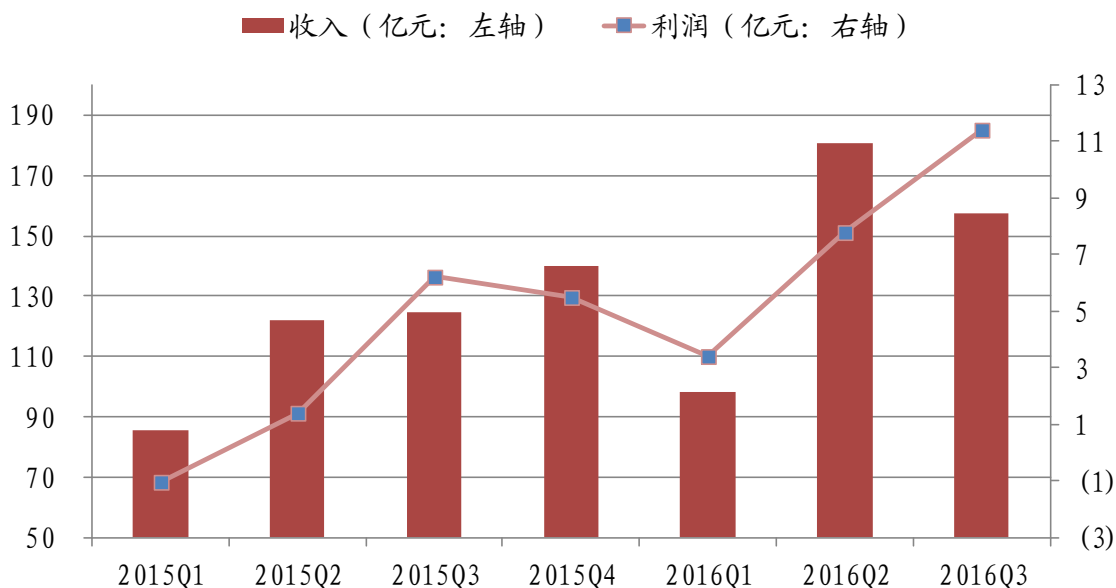
统计氯碱上市公司数据，11-14 年整个行业都是不赚钱的（如图 26 所示），15 年下半年赚了 6 个亿，16 年前三季度赚了 22 个亿，15 年下半年开始氯碱行业单季度利润改善显著（如图 27 所示）。

图 26：氯碱上市公司收入和氯碱年度变化情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 27：氯碱上市公司收入和氯碱季度变化情况

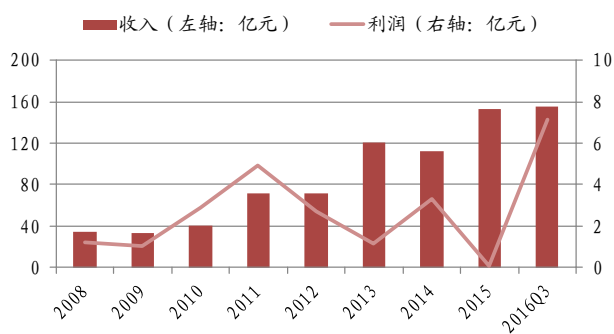


资料来源：wind，浙商证券研究所

6.2. 氯碱上市公司盈利分析：仅西北地区氯碱公司能盈利

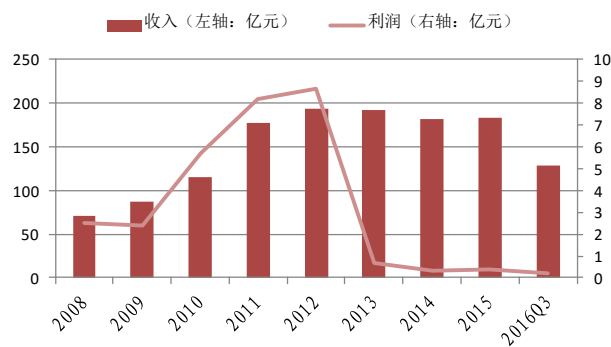
图 28-图 39 中，我们统计的 12 家上市氯碱企业近年来的收入和利润情况（参考 16Q3 数据），除了中泰化学（新疆）、新疆天业（新疆）、鸿达兴业（内蒙）君正集团（内蒙）能够维持盈利，其他企业盈利情况普遍较差，其中 st 南化已将氯碱资产全部剥离，st 明科也空转 8 年之久；氯碱化工、金牛化工和金路集团逐步剥离氯碱资产；新疆天业 16Q3 扭亏为盈，主要是 15 年将原有盈利能力差的氯碱业务剥离，16 年注入盈利能力强的特种 PVC。

图 28：近年中泰化学收入和利润情况



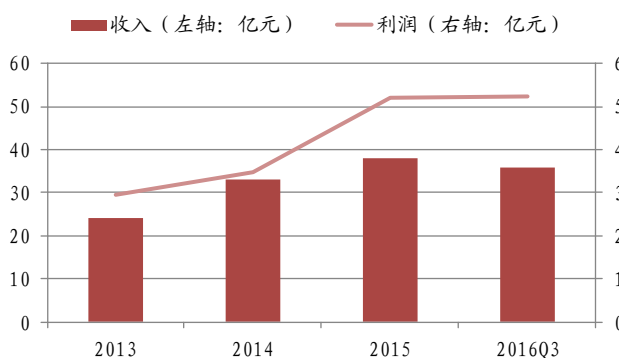
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 29：近年湖北宜化收入和利润情况



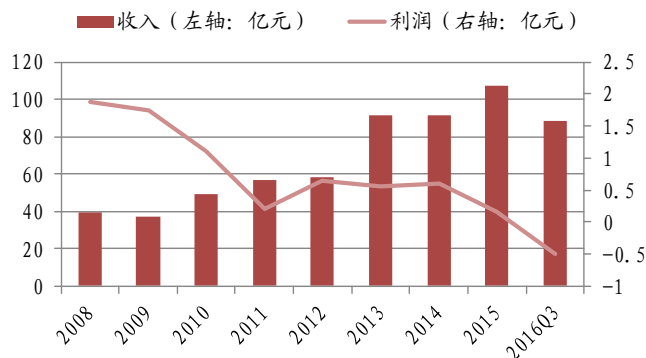
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 30：近年鸿达兴业收入和利润情况



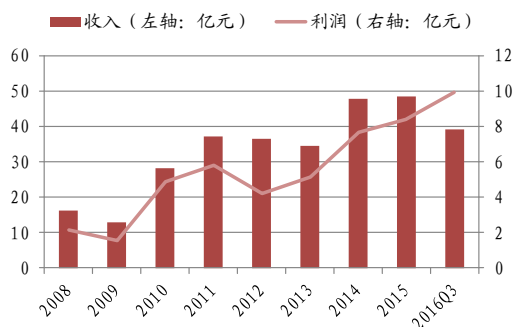
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 31：近年天原集团收入和利润情况



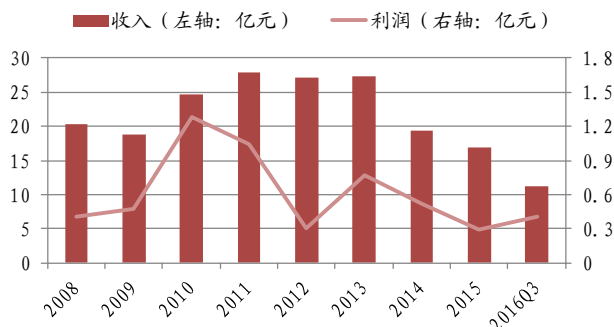
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 32：近年君正集团收入和利润情况



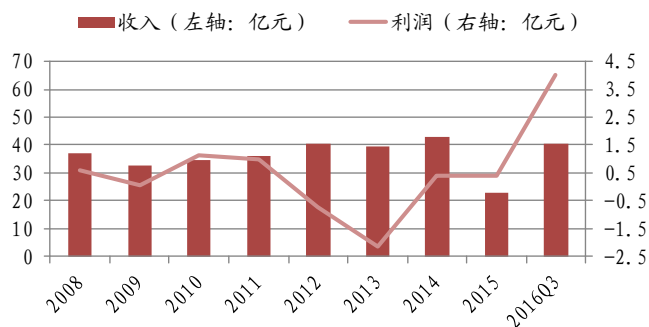
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 33：近年英力特收入和利润情况



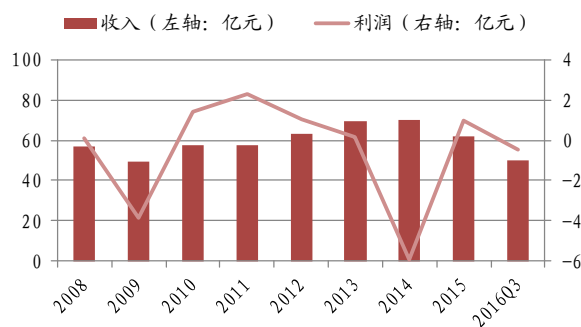
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 34：近年新疆天业收入和利润情况



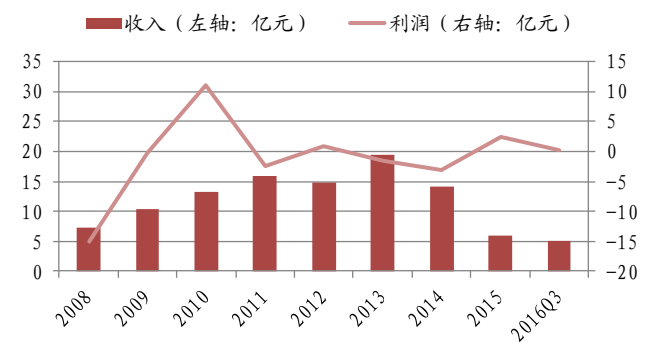
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 35：近年氯碱化工收入和利润情况



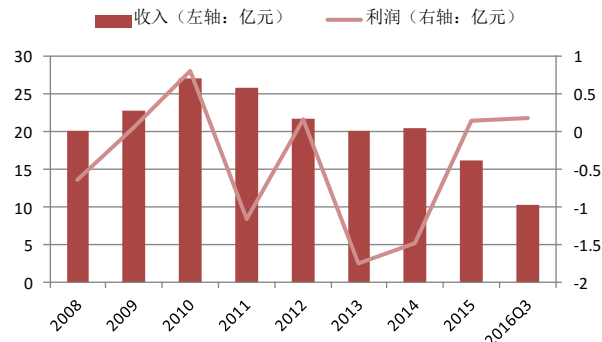
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 36：近年金牛化工收入和利润情况



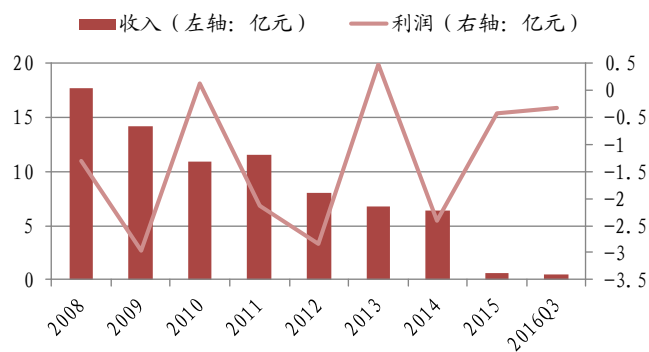
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 37：近年金路集团收入和利润情况



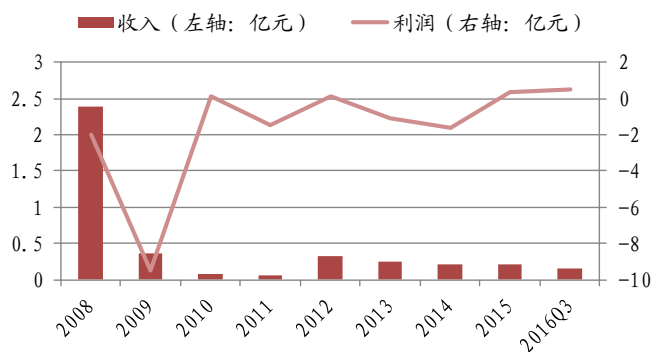
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 38：近年 st 南化收入和利润情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

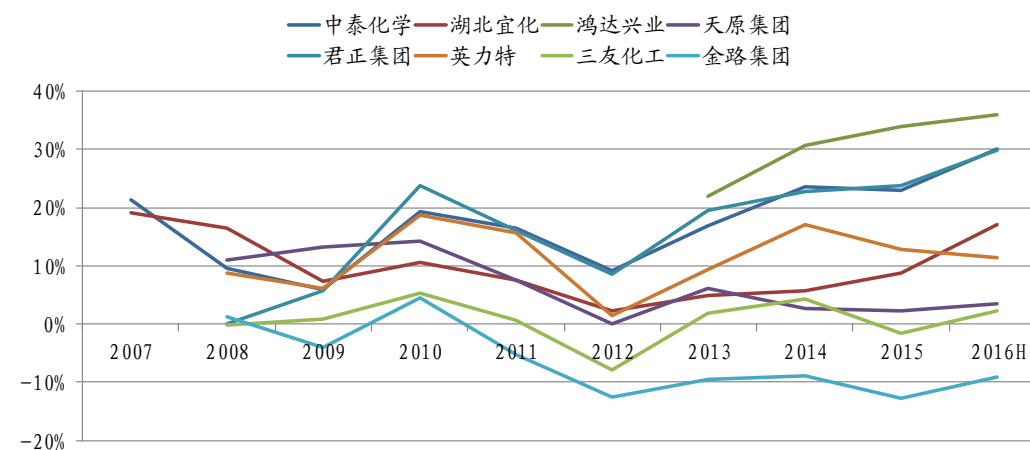
图 39：近年 st 明科收入和利润情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

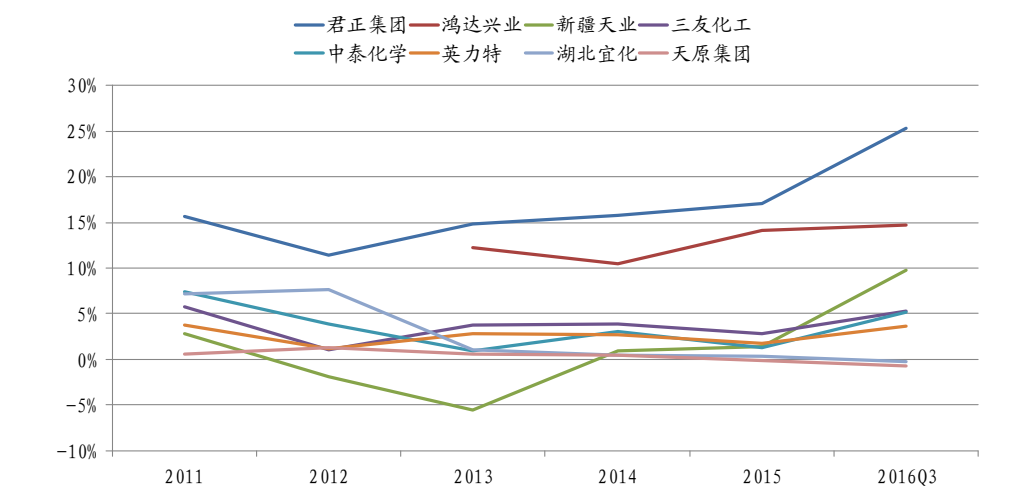
经历 12 年行业低谷后，部分配套有电石产能和能源优势的企业，其 PVC 产品的毛利率逐步走高，16 年上半年 PVC 毛利率达到 30%以上，而没有电石配套企业如金路集团、天原集团和三友化工 PVC 产品毛利率一直表现都不佳，如图 40 所示。受益于低成本和优秀的管理团队，即使行业低迷，君正集团和鸿达兴业的净利率也维持在 10%以上，2016Q3 新疆天业的净利率提升很快主要是资产置换所致。

图 40：各大氯碱企业 PVC 产品毛利率对比



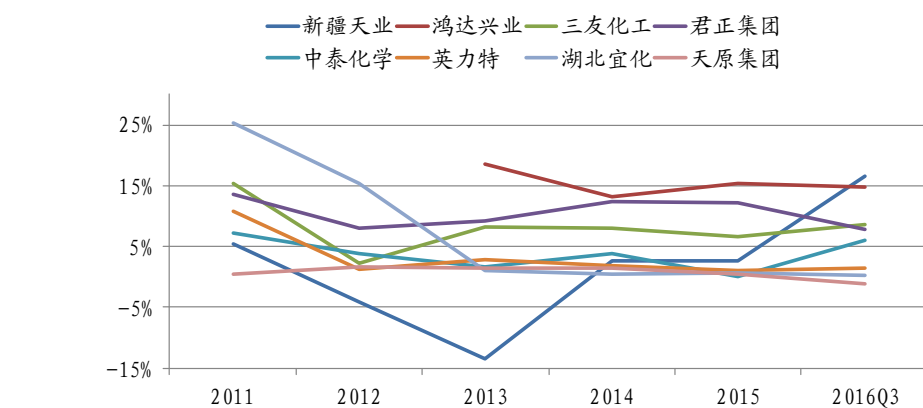
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 41：各大氯碱企业净利率对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

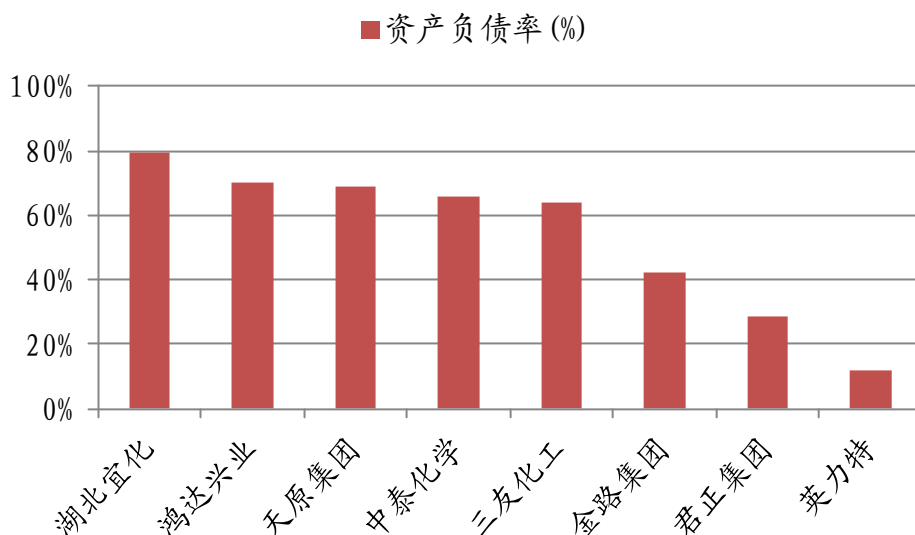
图 42：各大氯碱企业净资产收益率-加权(%)对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

氯碱企业负债率普遍较高，湖北宜化、鸿达兴业、天原集团、中天化学和三友化工的负债率都在 60% 以上，湖北宜化的负债率接近 80%，盈利改善时，高负债企业 ROE 能够得到显著的提升。结合 PVC 产能情况，业绩弹性最大的上市公司当是湖北宜化。

图 43：各大氯碱企业负债率



资料来源：wind，浙商证券研究所

西北上市氯碱企业由于靠近能源基地，自己配套有电石产能，电力成本低，其中鸿达兴业在氯碱上市企业中的生产成本是最低的，甚至比君正和中泰都要低 400-500 元/吨。而其他上市由于电力成本相对较高，或没有配套有电石产能，导致其生产成本高于内蒙和新疆企业。氯碱化工采用的是乙烯法来合成 PVC，外购乙烯，生产成本居高不下，部分装置已停工。金牛化工已经将氯碱业务从上市公司剥离出去。

图 44：氯碱上市公司近几年 PVC 生产成本（单位：元/吨）

上市公司	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
鸿达兴业	-	-	4638	3635	3031
君正集团	-	-	4385	4050	3513
中泰化学	5341	4869	4584	4045	3551
湖北宜化	-	-	4838	4681	3796
英力特	5424	5384	5348	4237	3899
天原集团	6052	5226	5457	5014	4434
三友化工		6097	5546	5215	5412
氯碱化工	-	9153	9592	10641	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注释：氯碱化工是乙烯法，其他是乙炔法

7. 推荐标的：中泰化学、鸿达兴业、湖北宜化和新疆天业

7.1. 中泰化学

公告盈利预测：预计 16 年归属于上市公司股东净利润区间在 17.5-19 亿元，较同期增长 22697-24651%。

中泰化学是 PVC 和粘胶短纤双龙头，具备 PVC 产能 160 万吨，烧碱产能 110 万吨，粘胶短纤产能 40 万吨。依托新疆低廉的能源成本，配套 PVC 上游电石产业，公司 PVC 具备明显的成本优势，且随着一体化程度的不断提升，近几年公司 PVC 单位成本不断降低。2015 年完成对新疆富丽达的并表后，增加粘胶短纤业务，目前公司具备黏胶短纤产能 40 万吨，下游配套纺纱 170 万锭，在建纺纱产能全部达产后将达到 350 万锭，形成“粘胶短纤-纺纱”产业链，分享新疆纺织大发展战略。

7.2. 鸿达兴业

公告盈利预测（暂未上调）：预计 16 年归属于上市公司股东净利润区间在 7.5-8.5 亿元，较同期增长 44-64%。

投资要点：

要点 1 PVC 产业链一体化，毛利率全行业领先，产能逆势翻倍，氯碱行业景气向上，充分享受氯碱产品量价齐升。

氯碱产业链一体化优势显著，受益于 16 年下半年 PVC 和烧碱涨价以及新项目投产（30 万吨 PVC+30 万吨烧碱），16、17 年两年公司氯碱业务可实现量价齐升，氯碱上市公司中公司氯碱生产总成本最低，预计 16、17 年氯碱业务可实现利润 6 亿左右、8-9 亿元；16 年下半年氯碱暴涨时期，同行中泰化学、湖北宜化股价表现强势，公司股价严重滞涨。

要点 2 土壤调理剂是氯碱产业链副产物变废为宝，目前逐步放量，已初具规模，打通万亿土壤修复市场，公司业绩和估值大幅提升指日可待。

土壤调理剂打造“土壤调理剂-酸性土壤、盐碱地修复-综合利用”的一体化土壤修复产业链，销售量上，14、15 年实现 2000 多吨，4.24 万吨，预计 17、18、19 可实现 10 万吨、24 万吨、60 万吨，销量呈现指数式增长；盈利情况上，预计土壤调理剂 16 年利润 1.5 亿，17 年利润 3 亿，18 年利润 6 个亿以上；土壤调理剂放量，打通万亿土壤修复市场，提升公司估值；

要点 3 塑料交易所打通供应链金融，业绩承诺利润有保障。

塑交所年初并表，业绩承诺 16 年 1 亿，17 年 1.5 亿，18 年 2 亿利润，按照目前业务发展情况，16 年全年可完成业绩承诺；现货交易平台、仓储物流和供应链金融实现“线上-线下”闭环。

要点 4 稀土新材料、PVC 制品等尚处于起步阶段，未来市场空间大。

其他业务如稀土新材料、PVC 制品等目前量不大，但是市场空间大，发展潜力大。稀土新材料用于 PVC 热稳定剂，市场在 100 亿以上；PVC 制品，如 PVC 生态屋对应市场在万亿以上，目前公司尚处在开发阶段，未来市场发展空间足够大

盈利预测与投资建议：公司 15 年利润为 5.19 亿，预计 16、17、18 年归属母公司净利润分别为 9.21 亿，13.17 亿和 18.46 亿元，对应 16、17 和 18 年增速分别为 77%、43%和 40%，EPS 为 0.38 元/股、0.54 元/股和 0.76 元/股，当前股价对应 17 年估值仅 13 倍，严重低估。

7.3. 湖北宜化

公告盈利预测：预计 16 年归属于上市公司股东净利润亏损 10.5-12.5 亿元，15 年同期盈利 0.35 亿元，公司盈转亏，主要是计提资产损失所致。

湖北宜化是 PVC 和尿素双龙头企业，目前尿素产能 320 万吨/年、PVC 产能 114 万吨/年、烧碱产能 258 万吨/年，尿素、PVC、烧碱价格每上涨 100 元/吨，对应 EPS 增厚 0.27 元/股、0.10 元/股、0.08 元/股，氯碱上市公司中弹性最大。其中，公司在新疆的 50 万吨离子膜烧碱 60 万吨聚氯乙烯项目配备有自备发电厂，在聚氯乙烯

行业内具有很强成本优势。

7.4. 新疆天业

公告盈利预测：预计 16 年归属于上市公司股东净利润区间在 4.7 亿元-5.1 亿元，较追溯调整后同期增长 90-120%。

新疆天业是特种 PVC 和节水业务双主业，上市公司拥有天伟化工 62.50% 股权，16 年中期并表，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。

天业集团未来资产证券化预期强：新疆天业是天业集团旗下唯一 A 股上市平台，属于典型大平台小公司，未来集团资产注入预期较强；集团旗下有 20 万吨乙二醇、25 万吨煤制乙二醇等项目，其中煤制乙二醇为国内首套，技术先进，盈利能力较强，国内对乙二醇的进口依赖度高达 68%，公司煤制乙二醇能够打破对国外油头乙二醇的依赖，从战略层面看进一步提升集团整体资产证券化率的预期较强。

图 45：各大氯碱企业业绩弹性

PVC企业	产能（万吨）	PE	PS	PB	股价	市值（亿元）	市值弹性（吨/万元市值）	业绩弹性（上涨1000元/吨）	工艺
中泰化学	150	27	1.3	1.7	12.29	265	0.57	0.52	电石法、一体化
湖北宜化	114	291	0.4	1.0	8.15	76	1.49	0.95	电石法
鸿达兴业	60	26	3.7	4.8	7.36	182	0.33	0.19	电石法、一体化
天原集团	50	-93	0.4	1.5	9.09	61	0.82	0.56	电石法
君正集团	70	30	7.6	3.0	4.64	395	0.18	0.06	电石法、一体化
英力特	26	169	5.9	3.2	30.17	91	0.28	0.64	电石法、一体化
新疆天业	20	16	1.8	2.3	12.5	88	0.23	0.22	电石法、一体化
三友化工	40	23	1.2	2.6	9.58	183	0.22	0.16	电石法

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码: 200031

电话: (8621)64718888

传真: (8621)64713795

浙商证券研究所: <http://research.stocke.com.cn>