

新疆天业（600075.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年5月13日

评级：买入（首次）

市场价格：6.05

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

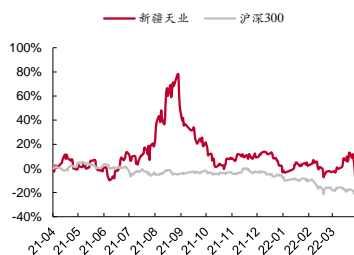
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,993	12,015	12,152	12,311	13,642
增长率 yoy%	100%	34%	1%	1%	11%
净利润（百万元）	887	1,638	1,607	1,818	2,095
增长率 yoy%	2953%	85%	-2%	13%	15%
每股收益（元）	0.52	0.96	0.94	1.06	1.23
每股现金流量	0.65	1.52	1.09	1.50	1.57
净资产收益率	12%	17%	14%	14%	15%
P/E	11.6	6.3	6.4	5.7	4.9
P/B	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7

备注：股价取自 2022/5/13

基本状况

总股本(百万股)	1,707
流通股本(百万股)	1,269
市价(元)	6.05
市值(百万元)	10,327
流通市值(百万元)	7,677

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 事件：**公司披露 2021 年年报及 2022 年一季报。2021 年公司实现营业收入 120.15 亿元，同比增长 28.70%；实现归属于上市公司股东的净利润 16.38 亿元，同比增长 84.79%。2022 年一季度公司实现营业收入 29.63 亿元，同比增长 12.68%；归属于上市公司股东的净利润 2.78 亿元，同比下降 46.24%。
- 点评：**
 - 不断调整产业结构，主要经济指标再创新高。**公司通过不断实施资产重组，深入调整产业结构，逐步形成了完整的“自备电力→电石→聚氯乙烯树脂及副产品→电石渣及其他废弃物制水泥”一体化产业联动式绿色环保型循环经济产业链。公司以现金收购方式取得天域新实 100% 股权，新增天域新实 24 万吨 PVC、18 万吨烧碱的产能。
 - 高端化布局逐步实现，煤化工与氯碱化工有机耦合。**公司具有 89 万吨 PVC 产能（包括 69 万吨通用 PVC、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）、65 万吨离子膜烧碱产能、134 万吨电石产能。2021 年外销特种树脂 10.43 万吨，较上年同期增长 3.75%；糊树脂 10.72 万吨，较上年同期增长 0.54%；聚氯乙烯树脂 66.38 万吨，较追溯调整后上年同期下降 3.21%；片（粒）碱 51.17 万吨，较追溯调整后上年同期下降 2.64%；液碱 7.96 万吨，较追溯调整后上年同期增长 22.99%。
 - 一季度保持产能发挥，成本上涨盈利承压。**一季度公司特种树脂均价 7372.66 元/吨，同比上涨 16.43%，销量 2.33 万吨；糊树脂均价 8539.06 元/吨，同比下跌 48.57%，销量 2.30 万吨；聚氯乙烯树脂 7260.61 元/吨，同比上涨 15.44%，销量 15.91 万吨；烧碱 2589.41 元/吨，同比上涨 140.30%，销量 11.48 万吨。
 - 盈利预测：**预计 2022-2024 年归母净利润分别为 16.1 亿元、18.2 亿元、21.0 亿元，PE 分别为 6.4/5.7/4.9X，我们选取 PVC 标的万华化学、中泰化学作为可比公司，可比公司 2022 年平均 PE 为 7.85 倍，高于新疆天业，公司估值存在低估，**首次覆盖，给予“买入”评级。**
 - 风险提示：**原材料成本方面预测风险、依据的数据信息滞后风险、产能投放低于预期、安全环保等生产问题。

内容目录

一、新疆天业：改革赋能高质量发展“加速跑”	- 4 -
二、抢抓市场机遇，销售收入可观.....	- 7 -
三、盈利预测及投资建议	- 9 -
四、风险提示	- 10 -

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	- 4 -
图表 2 公司股权结构.....	- 5 -
图表 3 公司主要产区和项目产能	- 4 -
图表 4 公司营业收入及增速.....	- 5 -
图表 5 公司归母净利润及增速.....	- 5 -
图表 6 公司销售毛利率和销售净利率.....	错误!未定义书签。
图表 7 公司期间费用率.....	- 6 -
图表 8 2020 年 7 月至今华东 99%片碱价格趋势图.....	错误!未定义书签。
图表 9 2020 年 7 月至今华东 99%片碱价格趋势图.....	错误!未定义书签。
图表 10 2021 年公司主要产品产量、销量和销售收入	错误!未定义书签。
图表 11 2022 年公司主要产品产量、销量和销售收入	错误!未定义书签。
图表 12 业绩拆分	错误!未定义书签。
图表 13 可比公司估值.....	错误!未定义书签。
图表 14 盈利预测.....	错误!未定义书签。

一、新疆天业：打造循环经济产业链，改革赋能高质量发展加速

- 1996年末石河子造纸厂化工分厂和石河子塑料总厂合并，组建的新疆天业在1997年上市。依托新疆丰富的煤、盐、石灰石等资源，聚焦绿色现代化工，专注智能农业节水，形成循环经济工农业深度融合发展的现代产业新体系。公司生产过程中产生的固体废渣生产电石渣水泥，富余工业电、蒸汽、电石、乙炔气等工业废气销售给控股股东天业集团及下属子公司使用，聚氯乙烯树脂、烧碱等化工产品通过线上、线下互动模式开拓国、内外市场销售。新疆天业成为集热电、电石、氯碱化工、电石渣水泥、节水器材、物流商贸、塑料包装等为一体的多元化综合类上市公司。

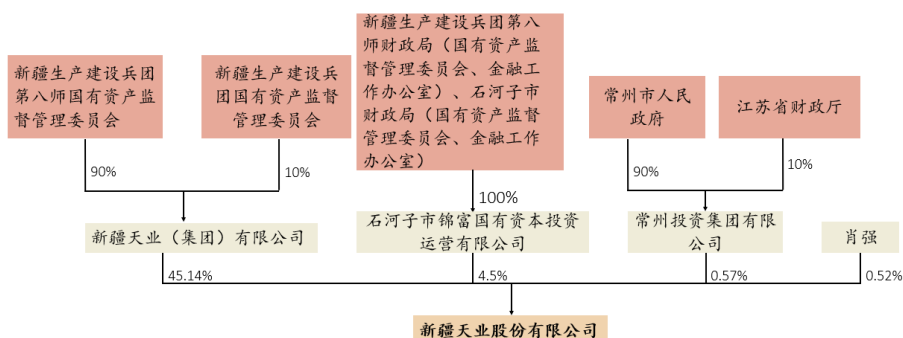
图表 1：公司发展历程



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **公司与控股股东产业协同发展。**公司与控股股东产业协同发展优势、一体化联动式绿色环保循环经济产业链优势、现代农业服务优势显著：天业集团作为氯碱行业的龙头企业，坚持绿色、低碳、循环、可持续的高质量发展之路，作为公司的控股股东，双方在科技创新成果转化、现代商贸物流、规模方面协同发展，共同推进循环经济产业发展方面具有较强的竞争实力。

图表 2：公司股权结构（截至 2021 年年报）



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **不断调整产业结构，建设循环经济产业链。**2021年公司投资设立全资子公司新疆天业汇祥新材料有限公司，建设形成合成气经乙醇生产乙烯再生产氯乙烯单体的生产线，项目建设完成后，公司将拥有年产 25 万吨乙醇及年产 22.5 万吨氯乙烯单体的产能规模。并以此新型绿色高效树脂循

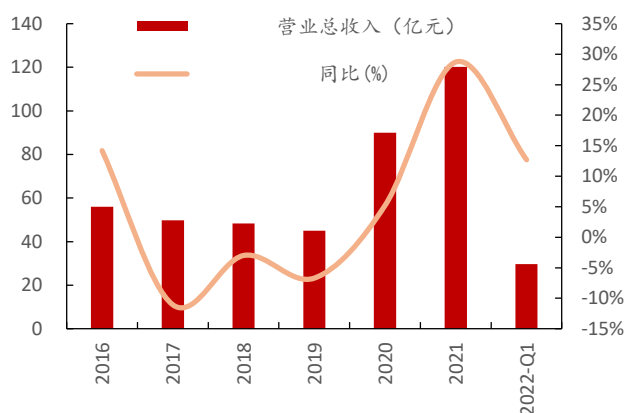
环经济产业链为募投项目进行公开发行的可转换公司债券。公司坚持稳中求进工作总基调，立足循环经济产业链，克服疫情、原料供应紧张等市场因素，抢抓经济复苏市场机遇，保持主要产品产能发挥，从原料采购、生产运行、销售运输、客户服务等环节，确保生产运行平稳有序。

图表 3：公司主要厂区和项目产能

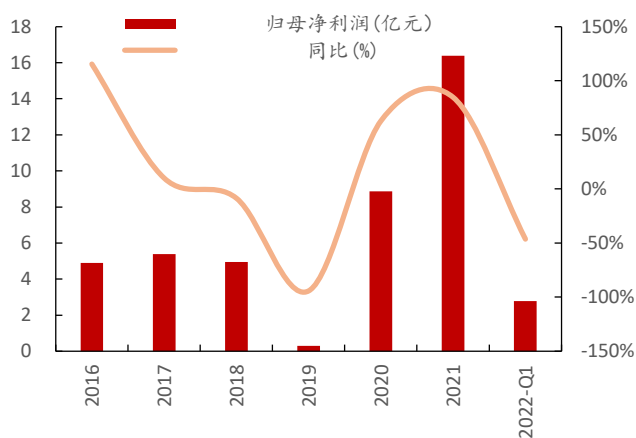
主要厂区和项目	设计产能	产能利用率 (%)
2×300MW、2×330MW自备热电机组	机组91.2亿度电、供热2278.4万吉焦	79.10
年产134万吨电石装置	134万吨电石	102.53
年产65万吨烧碱装置	65万吨离子膜烧碱	76.29
年产69万吨PVC装置	69万吨PVC树脂	96.99
年产20万吨特种PVC装置	10万吨特种树脂、10万吨糊树脂	104.60
405万吨新型干法水泥生产及余热利用生产线装置	322.5万吨熟料、405万吨水泥	41.88

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司业绩持续增长，持续推进高质量发展。**近年来，公司主业进一步清晰，发展活力进一步增强，经营业绩持续提升。2016年以来，公司营收从55.97亿元增长至2021年的120.15亿元；归母净利润从4.89亿元增长到2021年的16.38亿元。2021年实现营收同比增长28.70%，实现归母净利润同比增长84.79%，实现扣非归母净利润14.37亿元，同比增长81.85%。2022年一季度公司营收为29.63亿元，同比增长12.68%，归母净利润为2.78亿元，同比下降46.24%。公司通过不断实施资产重组，深入调整产业结构实现营业收入、归母净利润同比大幅增加。2021年外贸出口聚氯乙烯树脂12.65万吨，烧碱2.75万吨，实现外贸进出口总额15,330.61万美元，较去年同期17,164.19万美元下降10.68%。

图表 4：公司营业收入及增速


资料来源：Wind，中泰证券研究所

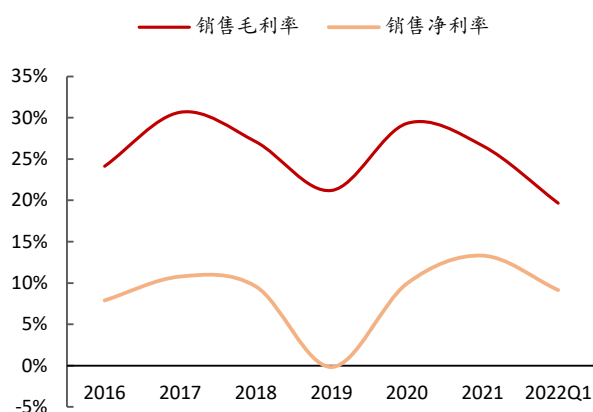
图表 5：公司归母净利润及增速


资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 2021年毛利率略有下降，一季度成本推涨略有承压。**聚氯乙烯树脂、烧碱、水泥等化工产品的收入、成本均不同程度上涨。由于聚氯乙烯树脂、烧碱产品价格涨幅高于成本涨幅，故其毛利率上升，水泥、

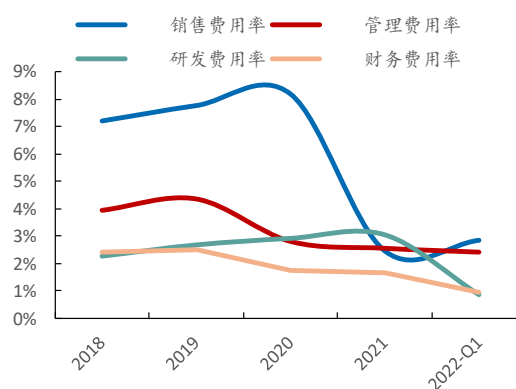
水汽因成本涨幅较大，故其毛利率下降。因节水器材等塑料制品的原料涨幅大于产品价格涨幅，毛利率下降的同时收缩市场，其收入、成本亦较上年同期大幅下降，但节水工程项目业务反而增加，灌溉工程收入、成本较同期上升，毛利率较同期小幅上涨。公司商业和运输收入、成本增长主要是贸易业务经营模式改变影响，由于成本涨幅大于收入涨幅，毛利均不同程度下降。

图表 6: 公司销售毛利率和销售净利率



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 公司期间费用率



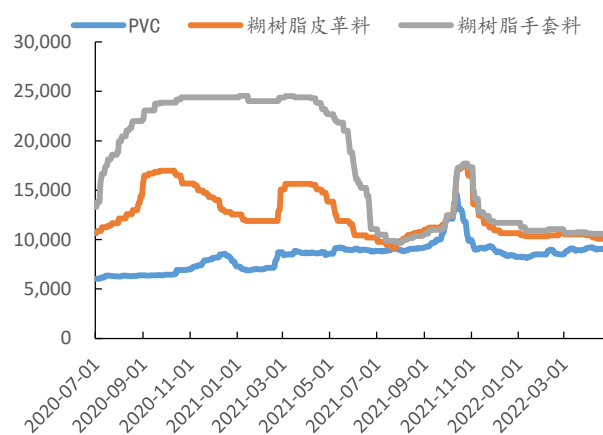
资料来源: Wind、中泰证券研究所

- 科技创新增强发展底气，期间费用控制得当。**近年来，销售费用率、管理费用率和财务费用率均呈下降趋势，公司的管理水平在逐年提高，管理成本逐年下降。同时研发费用率稳步提升。2021年公司针对支撑企业可持续发展的科技创新专项工程进行研发攻关，共投入102项研发技改项目，年内完成78项，跨年实施24项。专利和研发项目实现了成果转化，均应用于公司主要产品，在推动环保安全精准治理，降低产品能耗和劳动强度，提升产品品质等方面均起到良好的效果。

二、抢抓市场机遇，销售收入可观

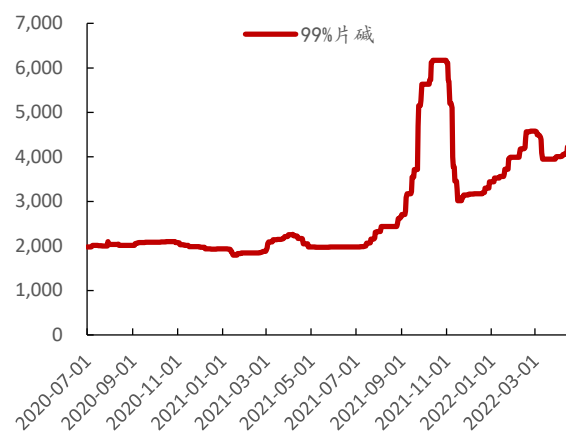
- 主营产品价格大幅波动，稳增长助力氯碱发展。**受“双碳”政策、出口数量大增等多方因素影响，聚氯乙烯树脂价格起伏变动较大，波动频繁，出现了创历史新高的行情，短时间内的急速上涨和下跌现象，后恢复正常运行，维持在高位震荡；2021年中国PVC糊树脂价格整体呈现“高-低-高-低”态势，整体震荡下行，均价高点出现在2021年3月末20075元/吨，均价低点出现在2021年7月中旬9150元/吨；国内烧碱市场上半年保持在供需平衡状态，价格波动较小，下半年受多重因素影响，价格出现较大幅度波动，成交价格升至历史新高。

图表 8：PVC、糊树脂皮革料和手套料价格（元/吨）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 9：华东 99%片碱价格（元/吨）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 2021年，公司电、蒸汽系除供应天伟化工、天能化工、天域新实生产氯碱化工产品、中间产品及热电机组自身耗用外，富余电力及蒸汽全部供应公司及天业集团所属子公司。特种树脂、糊树脂、PVC树脂及片（粒）碱、液碱产品主要销售市场所在地为疆外华东、华南地区，公司满负荷生产，故有一定的库存量。熟料、水泥销售市场主要在北疆石河子市周边地区，销售季节一般为夏、秋两季，故库存量较大。**

图表 10: 2021 年公司主要产品产量、销量和销售收入

2021 年公司主要产品的产量、销量、收入情况						
	产量	同比	销量	同比	销售收入 (万元)	同比
电 (亿度)	75.14	-2.89%	28.05	-15.69%	94676.35	-16.11%
汽 (万吉焦)	515.92	4.98%	144.83	-39.29%	2325.18	-39.29%
特种聚氯乙烯树脂 (万吨)	10.35	4.65%	10.44	3.78%	78125.10	44.59%
糊树脂 (万吨)	10.57	-5.03%	10.72	0.56%	117014.86	1.37%
聚氯乙烯树脂 (万吨)	66.92	43.08%	66.38	38.99%	487616.38	99.60%
烧碱 (万吨)	49.59	14.21%	51.17	16.06%	76765.12	37.53%
水泥 (万吨)	169.60	3.79%	169.78	2.17%	53766.10	3.45%
熟料 (万吨)	218.37	-9.51%	86.31	32.72%	18391.79	34.26%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2022 年一季度, 聚氯乙烯树脂、烧碱产品市场价格较上年同期不同程度上涨, 公司保持主要氯碱化工产品的产能发挥, 但受糊树脂产品价格较上年同期大幅下降, 煤、焦炭、工业盐等原材料较上年同期大幅上涨影响, 营业利润同比下降。

图表 6: 2022 年一季度公司主要产品产量、销量和销售收入

2022 年一季度公司主要产品的产量、销量、收入情况						
	产量	同比	销量	同比	销售收入 (万元)	同比
电 (亿度)	20.87	-1.04%	8.10	-7.43%	27,126.29	-7.82%
汽 (万吉焦)	175.29	20.13%	62.07	-22.69%	2,061.87	59.94%
特种聚氯乙烯树脂 (万吨)	2.27	-16.24%	2.33	-13.70%	17,179.96	0.31%
糊树脂 (万吨)	2.21	-24.83%	2.30	-17.27%	19,608.93	-57.46%
聚氯乙烯树脂 (万吨)	15.91	24.39%	15.91	30.52%	115,531.66	52.68%
烧碱 (万吨)	11.81	2.07%	11.48	2.04%	29,719.86	144.61%
水泥 (万吨)	4.15	—	5.71	32.18%	1,846.80	30.52%
熟料 (万吨)	57.89	-3.74%	7.79	-57.32%	1,818.31	-47.29%

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

三、盈利预测及投资建议

- **假设：**
- **PVC 产品：**预期公司 PVC 产能保持稳定，2022-2024 年公司 PVC 产品销量分别为 86/87/87 万吨；预期未来总体供需格局平衡，单吨均价分别为 8300/8300/8400 元；公司循环经济一体化不断加深，毛利率逐年升高，2022-2024 年毛利率分别为 31%/32%/33%。
- **烧碱：**预期 2022-2024 年公司烧碱产品销量稳中有升，分别为 49/52/53 万吨；烧碱与国民经济高度关联，价格同样稳中有升，单吨均价分别为 2200/2250/2300 元；预期未来烧碱价格涨幅高于成本，2022-2024 年毛利率分别为 28%/30%/32%。
- **水泥：**预期 2022-2024 年公司水泥收入维持 7 亿元，毛利率维持 46%。
- **其他**包括其他化学制品、电、汽、节水器材、包装材料、灌溉工程、商业运输等，预计 2022-2024 年保持销量及盈利水平稳定。

图表 12：营业预测拆分

产品	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
PVC	营业收入 (亿元)	71	72	72	73
	销量 (万吨/年)	86	86	87	87
	均价 (元/吨)	8198	8300	8300	8400
	毛利率	30%	31%	32%	33%
烧碱	营业收入 (亿元)	11	11	12	12
	销量 (万吨/年)	50	49	52	53
	均价 (元/吨)	2163	2200	2250	2300
	毛利率	27%	28%	30%	32%
水泥	营业收入 (亿元)	7	7	7	7
	毛利率	46%	46%	46%	46%
其他	营业收入 (亿元)	37	38	38	49
	毛利率	36%	36%	36%	32%

资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 16.1 亿元、18.2 亿元、21.0 亿元，EPS 分别为 0.94 元、1.06 元、1.23 元，当前股价对应公司在 2022 年、2023 年和 2024 年的 PE 分别为 6.4/5.7/4.9X，我们选取 PVC 标的万华化学、中泰化学作为可比公司，可比公司 2022 年平均 PE 为 7.85 倍，高于新疆天业，公司估值存在低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 13：可比公司估值

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
		2022/5/13	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002092.SZ	中泰化学	7.36	1.05	1.45	1.63	1.71	9.09	5.07	4.51	4.31
600309.SH	万华化学	81.99	7.85	7.72	8.84	9.86	12.87	10.63	9.27	8.32
	平均	44.68	4.45	4.59	5.24	5.79	10.98	7.85	6.89	6.32
600075.SH	新疆天业	6.05	0.96	0.94	1.06	1.23	6.30	6.42	5.68	4.93

来源：Wind、中泰证券研究所

四、风险提示

- **产能投放低于预期：**若出现项目实施管理不力、不能按计划投产或者投产后市场环境发生重大变化等情况，募集资金可能无法给公司带来预期的效益。
- **安全环保等生产问题：**公司属于化工行业，生产过程中会产生“三废”，随着环保政策趋严，若公司的环保治理、“三废”排放不能满足监管要求，将对公司的生产经营造成不利影响。
- **原材料成本方面预测风险：**公司营业成本以原材料成本为主，若原材料的价格大幅波动，将对公司的经营业绩产生一定的影响。
- **依据的数据信息滞后风险：**研报使用第三方数据及信息数据有更新不及时的风险。

图表 7: 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,624	1,941	3,093	4,895	营业收入	12,015	12,152	12,311	13,642
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,817	8,614	8,646	9,621
应收账款	175	177	180	199	税金及附加	135	152	154	170
预付账款	74	129	130	144	销售费用	294	746	689	645
存货	952	1,350	1,203	1,229	管理费用	305	393	351	392
合同资产	0	0	0	0	研发费用	367	372	377	417
其他流动资产	1,858	1,883	1,908	2,114	财务费用	201	19	-11	-27
流动资产合计	4,683	5,480	6,512	8,581	信用减值损失	-17	-10	-10	-13
其他长期投资	6	6	6	6	资产减值损失	-85	-58	-63	-69
长期股权投资	876	876	876	876	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	9,481	9,023	8,590	8,182	投资收益	23	-9	-9	2
在建工程	165	635	1,405	1,875	其他收益	68	68	68	68
无形资产	745	765	813	791	营业利润	1,892	1,856	2,099	2,420
其他非流动资产	265	284	303	324	营业外收入	12	12	13	13
非流动资产合计	11,537	11,588	11,993	12,054	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	16,220	17,068	18,505	20,635	利润总额	1,899	1,863	2,107	2,428
短期借款	1,044	500	500	500	所得税	300	294	332	383
应付票据	0	198	249	346	净利润	1,599	1,569	1,775	2,045
应付账款	1,927	1,845	1,877	2,084	少数股东损益	-39	-38	-43	-50
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,638	1,607	1,818	2,095
合同负债	266	219	222	246	NOPLAT	1,769	1,585	1,765	2,022
其他应付款	802	802	802	802	EPS (按最新股本摊薄)	0.96	0.94	1.06	1.23
一年内到期的非流动负债	1,303	1,303	1,303	1,303					
其他流动负债	256	283	270	287					
流动负债合计	5,598	5,150	5,223	5,568	主要财务比率				
长期借款	490	540	470	550	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
应付债券	41	41	41	41	成长能力				
其他非流动负债	182	182	182	182	营业收入增长率	33.6%	1.1%	1.3%	10.8%
非流动负债合计	712	762	692	772	EBIT增长率	71.0%	-10.4%	11.4%	14.5%
负债合计	6,309	5,912	5,914	6,339	归母公司净利润增长率	84.8%	-1.9%	13.1%	15.2%
归属母公司所有者权益	9,566	10,849	12,327	14,082	获利能力				
少数股东权益	345	307	264	214	毛利率	26.6%	29.1%	29.8%	29.5%
所有者权益合计	9,911	11,156	12,591	14,296	净利率	13.3%	12.9%	14.4%	15.0%
负债和股东权益	16,220	17,068	18,505	20,635	ROE	16.5%	14.4%	14.4%	14.7%
					ROIC	17.9%	15.1%	15.1%	15.3%
					偿债能力				
					资产负债率	38.9%	34.6%	32.0%	30.7%
					债务权益比	30.9%	23.0%	19.8%	18.0%
					流动比率	0.8	1.1	1.2	1.5
					速动比率	0.7	0.8	1.0	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	5	5	5	5
					应付账款周转天数	68	79	78	74
					存货周转天数	36	48	53	45
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.96	0.94	1.06	1.23
					每股经营现金流	1.52	1.09	1.50	1.57
					每股净资产	5.60	6.35	7.22	8.25
					估值比率				
					P/E	6	6	6	5
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	26	28	26	23

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。