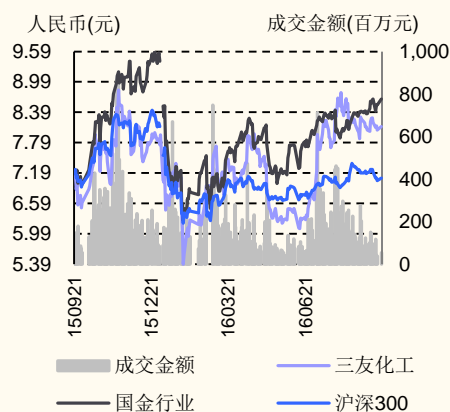


市场价格 (人民币): 8.11 元  
目标价格 (人民币): 9.60-10.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,850.39
总市值(百万元)	15,006.63
年内股价最高最低(元)	8.83/5.39
沪深 300 指数	3263.12
上证指数	3026.05



## “粘胶纯碱”双料龙头,“两碱一化”成本优势

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.258	0.223	0.441	0.601	0.692
每股净资产(元)	3.29	3.43	3.77	4.29	4.91
每股经营性现金流(元)	0.38	0.53	1.30	1.66	1.52
市盈率(倍)	23.93	34.76	18.61	13.66	11.85
行业优化市盈率(倍)	37.84	65.49	61.61	61.61	61.61
净利润增长率(%)	7.18%	-13.53%	97.61%	36.28%	15.28%
净资产收益率(%)	7.84%	6.50%	11.68%	13.98%	14.11%
总股本(百万股)	1,850.39	1,850.39	1,850.39	1,850.39	1,850.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **循环经济龙头, 规模优势显著:** 公司是全国纯碱和粘胶短纤行业的双料龙头。公司遵循“两碱一化”布局, 可年产纯碱 340 万吨、粘胶 50 万吨、烧碱 50 万吨、PVC40 万吨, 有机硅 20 万吨。“十三五”期间公司将延续“横向扩规模”、“纵向延产业链”“跨行业发展”三条主线, 预计到 2020 年实现“资产+收入”皆达 500 亿元, 跃居为国内最大的化工、化纤企业集团。
- **粘胶——强势上行周期, 盈利改善关键:** 粘胶是公司的主要收入来源 (45% 左右), 继 2015 年供给驱动行业重生后, 2016 年粘胶维持高景气度, 我们认为粘胶价格今年三季度、四季度初将维持高位, 价格上行力度关注环保督察力度及国内外需求情况。长期来看粘胶未来 2 年新增产能增速 3% 左右远低于下游需求增速;
- **纯碱——房地产回暖, 需求端修复:** 受益于房地产行业回暖, 核心下游玻璃产量回归正增长, 玻璃价格大幅上涨, 带动纯碱需求, 下游涨价接受能力也得到增强。今年上半年山东海化停/复产扰动价格后, 纯碱价格在基本面驱动下从 6 月起持续上涨, 伴随着价差持续拉大。下半年基建开工往往环比增加, 预计价差将得到稳固;
- **氯碱及有机硅——行业底部徘徊, 未来或有改善:** 由于过去几年 PVC、有机硅行业产能迅速扩张, 产品价格持续下跌, 公司这两块业务基本处于盈亏平衡状况, 近几年受益于产能淘汰, 开工率逐渐上行, 我们认为行业已到底部区间, 未来随着下游需求的好转, 景气度有望逐渐改善。

### 投资建议

- 我们认为粘胶进入强景气周期, 纯碱高景气度具有可持续性, 氯碱及有机硅在底部徘徊, 未来有望逐步改善。预计 2016、2017、2018 年公司 EPS 为 0.44 元、0.60 元、0.69 元, PE 为 19 倍、14 倍、12 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

### 风险

- 粘胶价格大幅下滑 房地产开工面积大幅下滑

陈煜 联系人  
(8621)60230237  
chenyu1@gjzq.com.cn

霍堃 联系人  
huokun@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、三友化工——循环经济龙头，规模优势显著	4
1.1 四大业务互补，营收毛利稳增	4
1.2 粘胶纯碱双龙头，华东地位渐加强	6
1.3 股权结构清晰，坚守三条主线	8
二、粘胶——强势上行周期，盈利改善关键	10
2.1 产能缓增、行业整合、产品多样化下龙头最受益	10
2.2 棉纱产能集中投放，人棉纱利润高企打开价格传导空间	11
2.3 高开工低库存印证粘胶景气度持续好转	13
2.4 溶解浆推高价差，棉花减产支撑价格	13
三、纯碱——房地产回暖，需求端修复	16
四、氯碱——行业底部已过，受益于房地产去库存政策刺激	19
五、有机硅——迎来 G20 停产行情，旺季到来涨价有望企稳	22
六、投资建议——首次覆盖，“增持”评级	24

## 图表目录

图表 1：三友化工主要产品	4
图表 2：2011-2016H 三友化工营收结构	4
图表 3：2011-2016H 三友化工净利润	4
图表 4：2016H 毛利增长主要由粘胶、纯碱拉动	5
图表 5：三友化工以氯碱为中枢打通上下游	5
图表 6：公司近年营收、毛利稳步攀升	6
图表 7：四大业务板块周期性互补	6
图表 8：2011 年以来粘胶价格走势	6
图表 9：2011 年以来轻质纯碱价格走势	6
图表 10：2011 年以来电石法 PVC 价格走势	6
图表 11：2011 年以来烧碱价格走势	6
图表 12：三友化工分产品毛利率	7
图表 13：三友化工毛利结构	7
图表 14：三友化工分地区销售情况	7
图表 15：三友化工分地区销售情况	8
图表 16：公司“十三五”扩产计划	9
图表 17：公司“十三五”资产及收入目标	9
图表 18：2015 年后的粘胶新增产能进一步减少	10
图表 19：2016 年部分企业并购情况	11
图表 20：国内唐山三友纤维产品较丰富	11
图表 21：预计 2016 年-2018 年新疆纱线产能快速增长	12
图表 22：国务院 2015 年发布《关于支持新疆纺织服装产业发展促进就业的指	

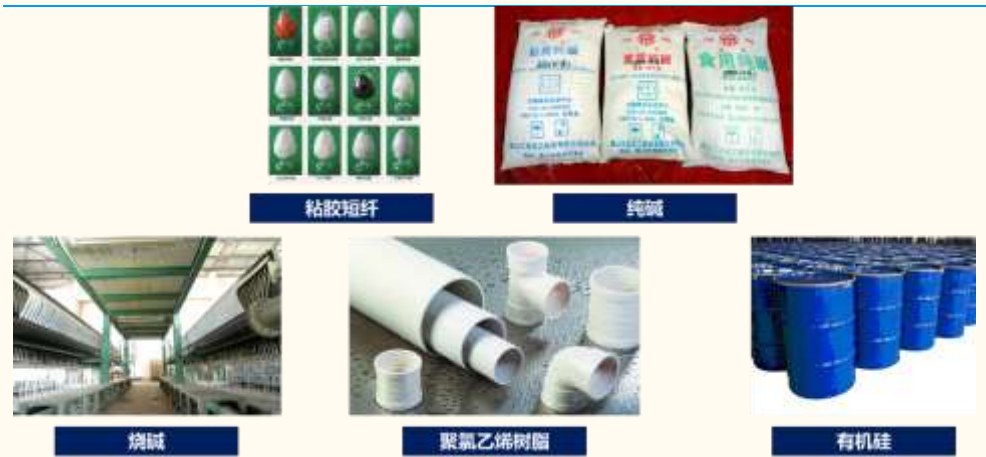
导意见》 .....	12
图表 23: 人棉纱-粘胶价差维持在 4000 元左右的历史高位 .....	12
图表 24: 国内纺织业固定资产投资完成额维持稳定增长 .....	13
图表 25: 2016 年纱产量增速在 4%左右 .....	13
图表 26: 粘胶短纤装置开工率及库存 .....	13
图表 27: 2013 年以来粘胶及上游棉、木浆粕价格走势 .....	14
图表 28: 粘胶短纤与棉花价格呈现较高相关性 .....	14
图表 29: 09 年以来中国棉花播种面积和产量持续下滑 .....	15
图表 30: 国际棉价和粘胶价格走势 .....	15
图表 31: 纯碱下游中玻璃占比超 40% .....	16
图表 32: 纯碱三大工艺 .....	16
图表 33: 近年来纯碱产能增速放缓 .....	17
图表 34: 近年来开工率稳步回升 .....	17
图表 35: 2016 年平板玻璃产量回归正增长 .....	17
图表 36: 2016 年 1-8 月中国玻璃价格指数上涨 25% .....	17
图表 37: 房屋新开工面积增速企稳回升 .....	17
图表 38: 汽车销量稳步增长 .....	17
图表 39: 氧化铝产量告诉增长 .....	18
图表 40: 纯碱出口旺盛受益于海外房地产回暖 .....	18
图表 41: 6 月起纯碱价差持续拉大 .....	18
图表 42: 2015 年烧碱下游以氧化铝为主 .....	19
图表 43: 中国烧碱以离子膜烧碱为主 .....	19
图表 44: 近年来印染景气度下滑 .....	19
图表 45: 2012 年以来烧碱价格持续下跌, 6 月触底回升 .....	19
图表 46: 氧化铝价格上半年触底回升 .....	20
图表 47: 多年后纸板产量重回正增长 .....	20
图表 48: 聚氯乙烯下游以硬制品为主 .....	20
图表 49: 管、型材占下游近 6 成 .....	20
图表 50: PVC2015 年开工率不足 7 成 .....	21
图表 51: 2016 年受益于房地产拉动, 价格回升 .....	21
图表 52: 2015 年有机硅下游结构以建筑为主 .....	22
图表 53: 三友化工布局了有机硅产业链的中游及下游 .....	22
图表 54: 近 3 年三友硅橡胶 (107) 价格走势 .....	23
图表 55: 2011-2015 有机硅甲基单体开工率 .....	23
图表 56: 三友化工布局了有机硅产业链的中游及下游 .....	24

## 一、三友化工——循环经济龙头，规模优势显著

### 1.1 四大业务互补，营收毛利稳增

- 三友化工主营四大业务：粘胶短纤维、纯碱、氯碱（烧碱+聚氯乙烯树脂）、有机硅。公司是全国纯碱和粘胶短纤行业的双料龙头，可年产纯碱 340 万吨、粘胶 50 万吨、烧碱 50 万吨、PVC40 万吨，糊树脂 5 万吨、有机硅 20 万吨、氯化钙 15 万吨。

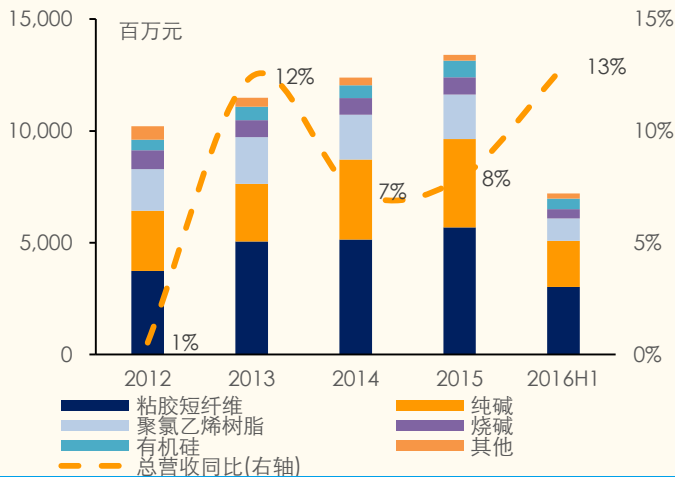
图表 1：三友化工主要产品



来源：公司官网，国金证券研究所

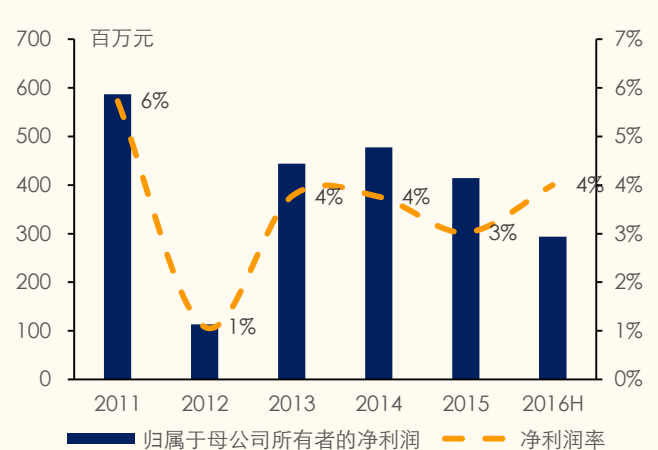
- 2016 年上半年，4 大业务占营收比例分别为：粘胶短纤维 41%、纯碱 28%、氯碱 20%（聚氯乙烯树脂 14%+烧碱 6%）、有机硅 7%，合计占总营收 95%。

图表 2：2011-2016H 三友化工营收结构



来源：Wind，国金证券研究所

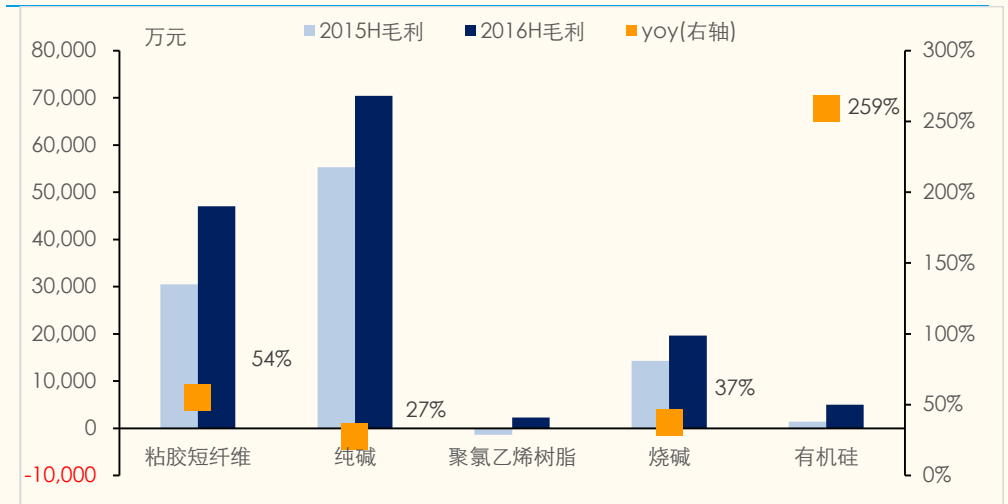
图表 3：2011-2016H 三友化工净利润



来源：Wind，国金证券研究所

- 毛利润增量结构来看，2016 年上半年主营业务毛利同比增加 5 亿元/40%，其中粘胶、纯碱各贡献了 1.5 亿元/30%的增量，聚氯乙烯树脂、有机硅贡献了 3500 万元/7%，烧碱业务贡献了 5000 万元/11%。

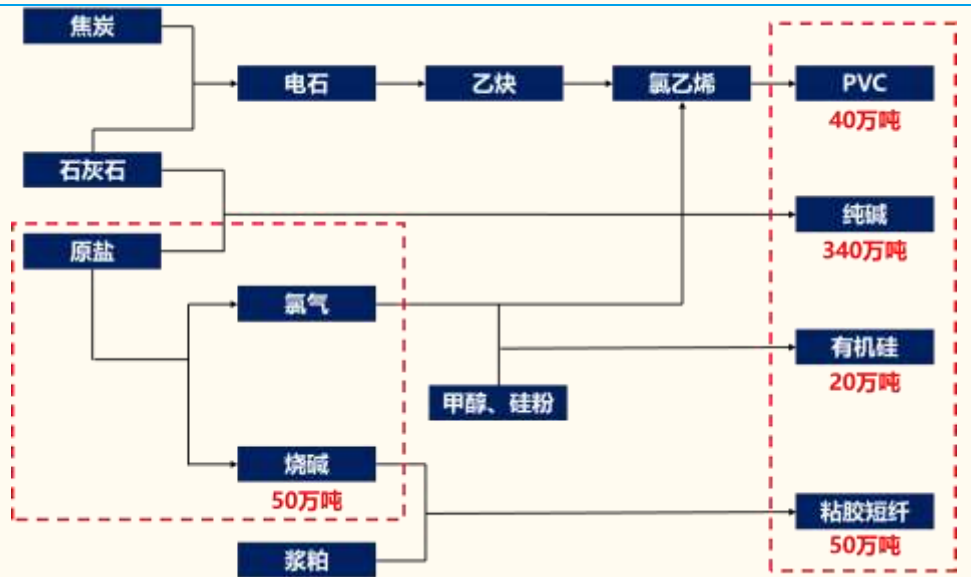
图表 4: 2016H 毛利增长主要由粘胶、纯碱拉动



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司在国内首创了以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工为辅的循环经济体系，以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游串联，实现了资源、生产、环保的一体化，各产品较同行都具有一定成本优势。

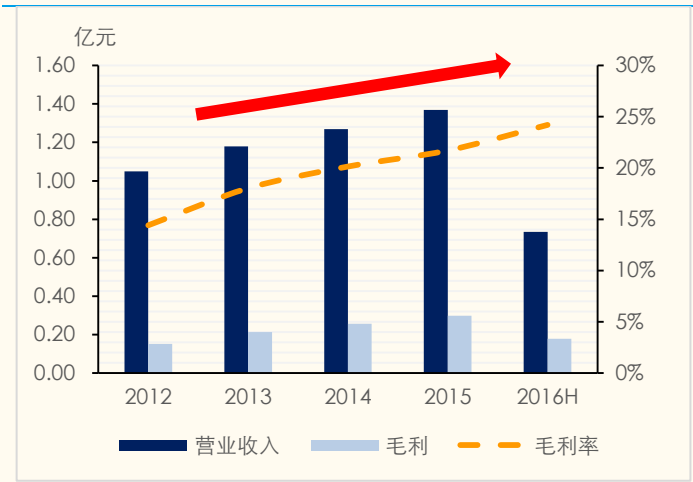
图表 5: 三友化工以氯碱为中枢打通上下游



来源: 公司公告, 国金证券研究所

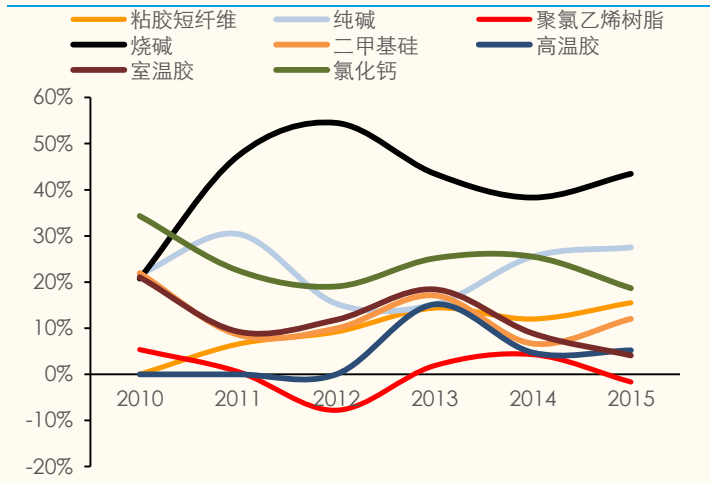
- 公司四大业务周期性各不相同，盈利能力景气阶段互相错开，且 2014 年青海五彩碱业 110 万吨/年纯碱项目实现投产，加之作为行业龙头议价能力极强，如 2015 年原盐、原煤、木浆、电石等原燃材料价格全部降至 5 年来最低。受益于此，尽管公司主要产品价格近几年价格较为低迷，但公司近几年营收、毛利一直保持稳定增长。

图表 6：公司近年营收、毛利稳步攀升



来源：Wind，国金证券研究所

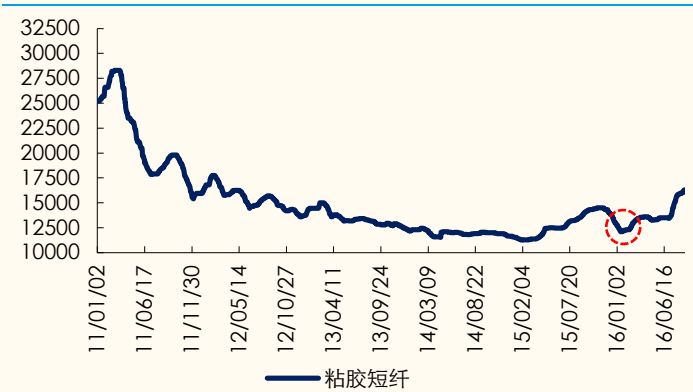
图表 7：四大业务板块周期性互补



来源：Wind，国金证券研究所

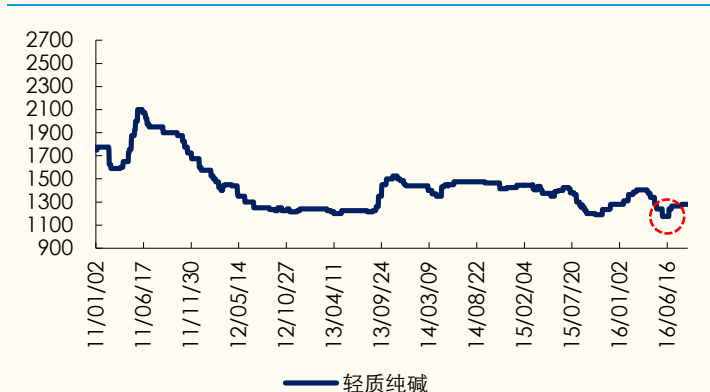
- 粘胶、纯碱、氯碱（PVC、烧碱）都经历了数年的熊市，在 2016 年初迎来最后一跌，当时价格都位于历史底部区间，公司业绩承压。年初之后价格呈现触底回升态势，业绩改善已成定局。我们认为四大板块行业最糟糕的时刻已经过去，未来景气回升可期。

图表 8：2011 年以来粘胶价格走势



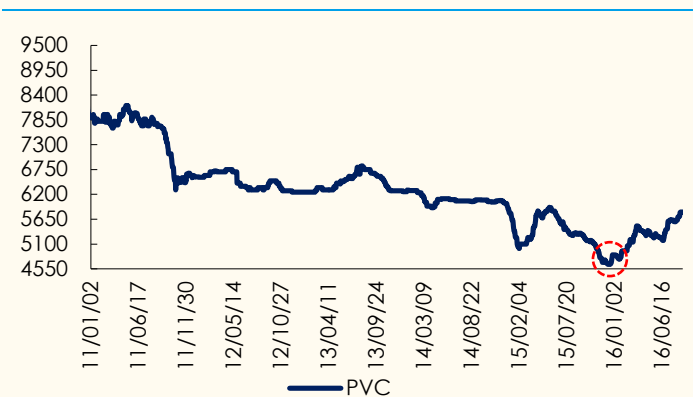
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 9：2011 年以来轻质纯碱价格走势



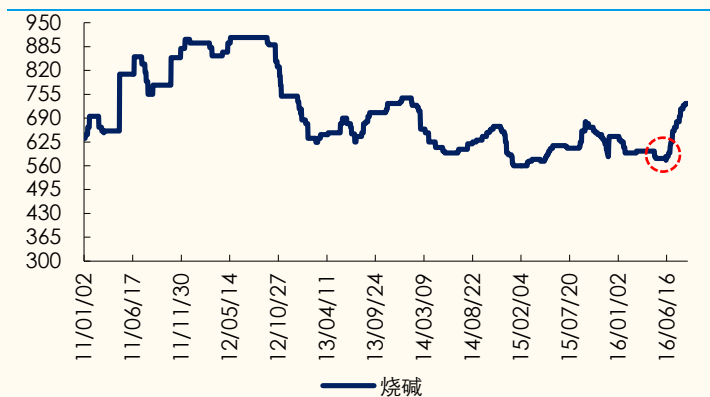
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 10：2011 年以来电石法 PVC 价格走势



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 11：2011 年以来烧碱价格走势

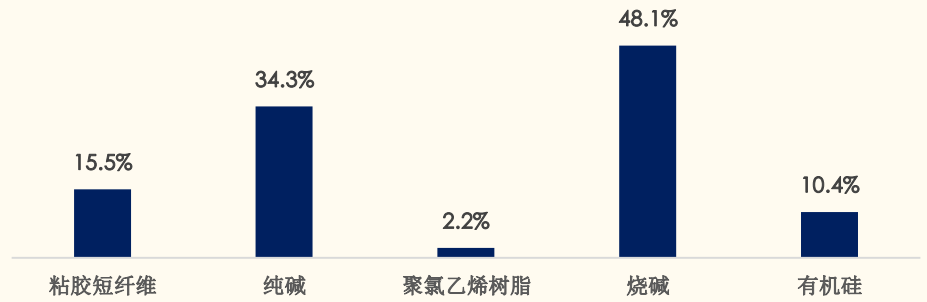


来源：百川资讯，国金证券研究所

## 1.2 粘胶纯碱双龙头，华东地位渐加强

- 从相对盈利能力来看，规模效应下，烧碱、纯碱、粘胶毛利率较高，分别为48%、34%、16%。

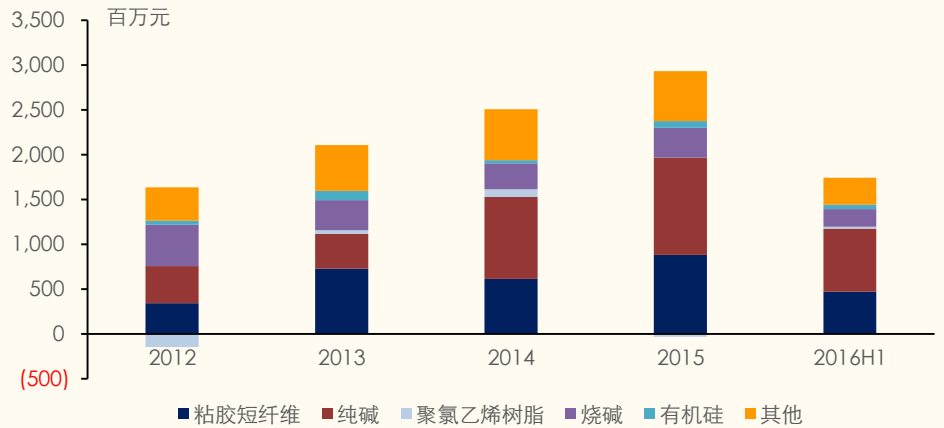
图表 12：三友化工分产品毛利率



来源：公司官网，国金证券研究所

- 从绝对盈利能力来看，2016 年上半年公司粘胶、纯碱产能较大，贡献了27%、40%的毛利占比，烧碱贡献了 11%，PVC 和有机硅由于行业景气缘故基本处于盈亏平衡状况。

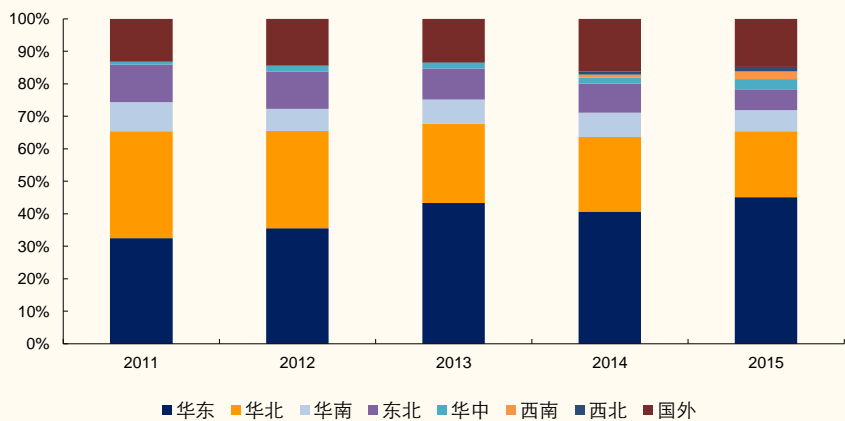
图表 13：三友化工毛利结构



来源：公司官网，国金证券研究所

- 从地域分布来看，公司立足华北，依靠规模优势与技术优势逐步蚕食华东巨额市场，近年来华东市场在公司占比逐渐超越华北占比，公司全国扩展性战略已初见成效。

图表 14：三友化工分地区销售情况

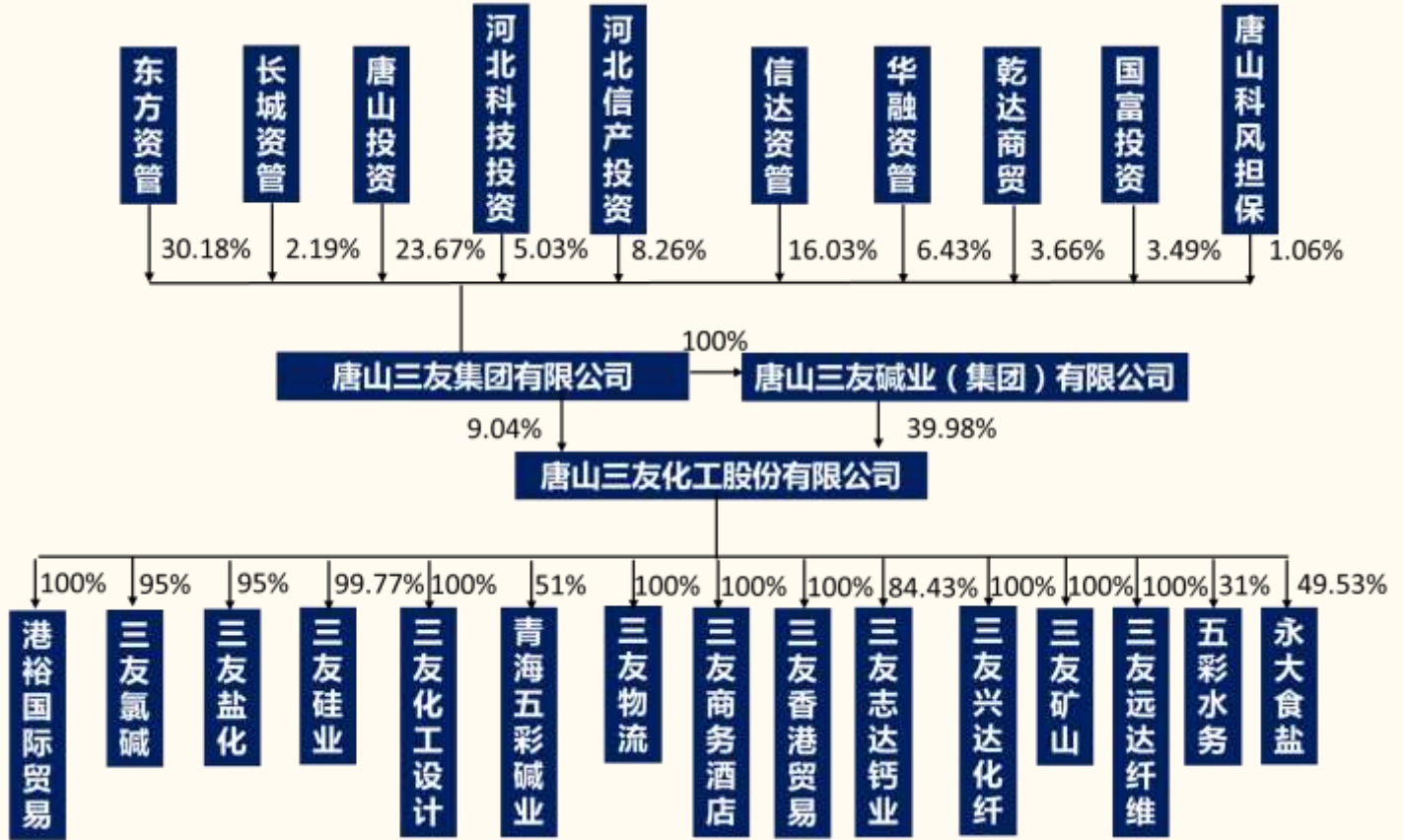


来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 股权结构清晰，坚守三条主线

- 公司为省属国有重点骨干企业，实际控制人为法人唐山三友集团有限公司。上市公司下辖 17 个子公司，员工两万名。三友集团股东较多，但大多为财务投资者，公司管理结构清晰，每个业务板块分别成立了子公司，有助于激发员工效率及创造力。

图表 15：三友化工分地区销售情况

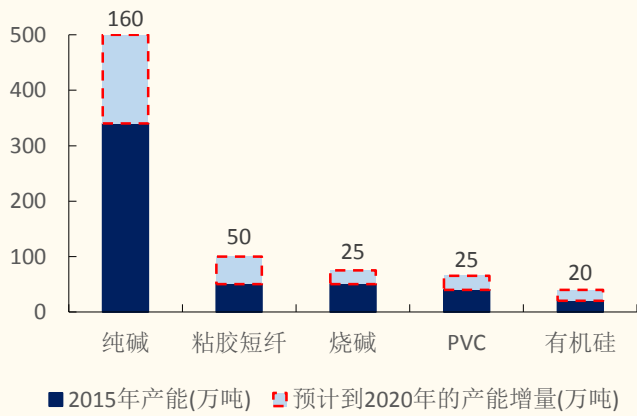


来源：Wind，国金证券研究所

- **历史业务发展来看**，公司多年来坚持构建循环经济，从盐做起，到纯碱、烧碱、有机硅，一直向下延伸，实现上下游产品紧密衔接。未来公司将不断受益于规模扩大的同时带来着综合成本的降低以及市场掌控能力和行业话语权的提升。
- **未来战略布局来看**，公司将延续“横向扩规模”、“纵向延产业链”“跨行业发展”三条主线，预计到“十三五”末，产能规模将达纯碱 500 万吨/年、粘胶短纤维 100 万吨/年、烧碱 75 万吨/年、PVC65 万吨/年（普通 PVC 45+特种树脂 20）、有机硅 40 万吨/年，环体自用率 60%以上，资产和销售收入突破双 500 亿元，打造国内最大的化工、化纤企业集团。

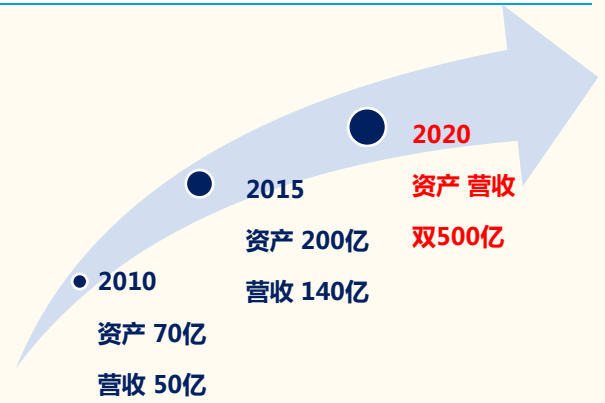


图表 16: 公司“十三五”扩产计划



来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 公司“十三五”资产及收入目标



来源: 公司官网, Wind, 国金证券研究所

## 二、粘胶——强势上行周期，盈利改善关键

### 2.1 产能缓增、行业整合、产品多样化下龙头最受益

#### (1) 环保趋严抑制新增产能大幅增长

- 自 2015 年《环保法》出台，国家将矛头对准了高污染的粘胶行业，项目审批难度增大。预计 2016、2017 年分别新增产能 8、10 万吨/年。虽然 2016 年后有四家企业有产能扩张计划，但是考虑到环保力度及企业本身资金情况，计划新增产能大不确定性极大，未来 2 年内甚至无法弥补需求稳定增长带来的供应缺口。

图表 18：2015 年后的粘胶新增产能进一步减少

	厂家	新增产能	备注
2013	江西赛得利	20	新设为“莆田赛得利”
	江苏翔盛粘胶化纤	10	
	山东雅美	10	
	成都华明玻璃纸	10	被成都丽雅合并
	唐山三友	3	
	宜宾丝丽雅	10	
	博拉经纬	4	
	合计	67	
2014	九江恒生化纤	10	
	新疆玛纳斯舜泉	6	
	唐山三友	2	
	合计	18	
2015	新疆富丽达	8	技改扩产
	宜宾丝丽雅	10	2015 年 6 月 3 日投产成功
	新农化纤	10	合同约定 2015 年年底投产
	合计	30	
2016 及以后	新农化纤	20	合同约定 2017 年年底投产
	九江赛得利	90	分 10/13/25/30 四期完成，远期产能达到 100 万吨
	兰精纤维	8	
	三友化工	20	差异化粘胶短纤维项目定增

来源：中纤网，国金证券研究所

新增产能放缓导致的供给端改善是行业整体景气度回暖的主因。2015 年二季度以来，粘胶价格迎来反弹。在 15 年底及 16 年 1 月由于下游春节陆续停产，粘胶价格小幅回调后，16 年 2 月份伊始，粘胶价格一直持续上行。**16 年 2 月-7 月，粘胶价格累计上涨 3550 元/吨 (+30%)，若以 16 年初为起涨点则累计上涨 2950 元/吨 (+23%)。**

#### (2) 集中度持续提升

- 行业竞争格局来看，国内逐渐形成三大巨头：唐山三友、中泰化学、赛得利，行业整合力度不断加强。而随着 2015 年史上最严的《新环保法》出台，环保成为悬在粘胶行业头上的达摩利斯之剑，产能在 10 万吨以下的企业或将被逐步淘汰。
- 集中度来看，行业 CR5=53%，CR10=79%，企业在 4 年的熊途中慢慢摸索，协作能力及意愿逐步加强，通过 15 年以来粘胶多轮涨价就可发现，行业龙头联合保价稳利润的格局初现。

图表 19: 2016 年部分企业并购情况

时间	收购方	被收购方	公司补充说明
2016.5	赛得利	奥地利林茨 (南京) 粘胶丝线, 多数股权	赛得利年产纤维超 50 万吨, 奥地利林茨是欧洲最大纤维纱厂家, 南京公司投资 1800 万欧元, 09 年投产, 年产纱 8000 余吨
2016.6	中泰化学	新疆富丽达, 54% 金富纱业, 49%	富丽达年产粘胶 40 万吨 金富年产粘胶纱 15 万吨

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### (3) 纤维产品多样化

- 近年来, 我国粘胶产能、产量皆迅速增长, 但技术上依然不及国际先进水平, 盈利能力较印度博拉、奥地利兰精依然存在较大差距。
- 在集中度不断提升的情况下, 企业拥有更多的精力和经费研发出更节能环保更高毛利的原液着色粘胶产品等, 盈利能力将因此得到改善。三友化工作为行业龙头, 在产品多样化这块处于行业领先地位, 在技术研发方面也将更容易取得先发优势。

图表 20: 国内唐山三友纤维产品较丰富

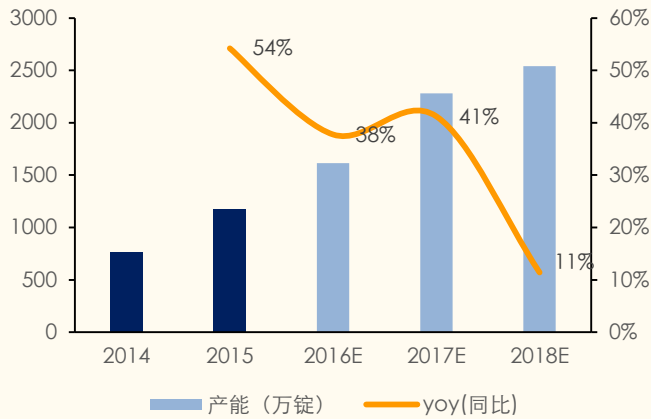
	高白粘纤	竹浆粘纤	有色粘纤	阻燃粘纤	莱赛尔	莫代尔
吉林化纤		●	●	●		
唐山三友	●	●	●	●		●
河北吉藁		●				
恒天海龙			●	●		●
银鹰化纤	●	●	●	●		
新乡白鹭		●	●	●		
丝丽雅		●	●			
山东雅美	●					
江苏翔盛			●			
龙达化纤	●					
上海里奥					●	
恒天天鹅					●	
山东英利					●	
湖北金环						●
奥地利兰精	●		●	●	●	●
澳洋科技			●			
赛得利	●					
印度博拉	●		●			●
日本东洋纺				●		
台湾台塑						●

来源: CNKI, 国金证券研究所

## 2.2 棉纱产能集中投放, 人棉纱利润高企打开价格传导空间

- 随着近年国家对新疆纺织业进行电费、运费、税收的优惠补贴, 加上新疆具有棉花的价格优势, 金晟集团、天虹纺织等业界巨头纷纷进疆投资建厂, 库尔勒、沙湾等地区形成了规模很大的纺织工业园区。下游纺纱产能增加迅速, 或将大大提升粘胶短纤的需求。
- 据 CCFEI 不完全统计, 目前新疆地区拟建纺织项目达 1500-2000 万吨, 该项目将显著促进消化目前新疆已有粘胶产能。2016 年, 自治区纺织服装产业固定资产投资目标为 455 亿元。2016 纱线产能增长率高达 38%。根据我们的产业调研, 这部分新产能在 2016 年二、三季度已经陆续开工。

图表 21: 预计 2016 年-2018 年新疆纱线产能快速增长



来源: 中国纱线网, CCFEI, 国金证券研究所

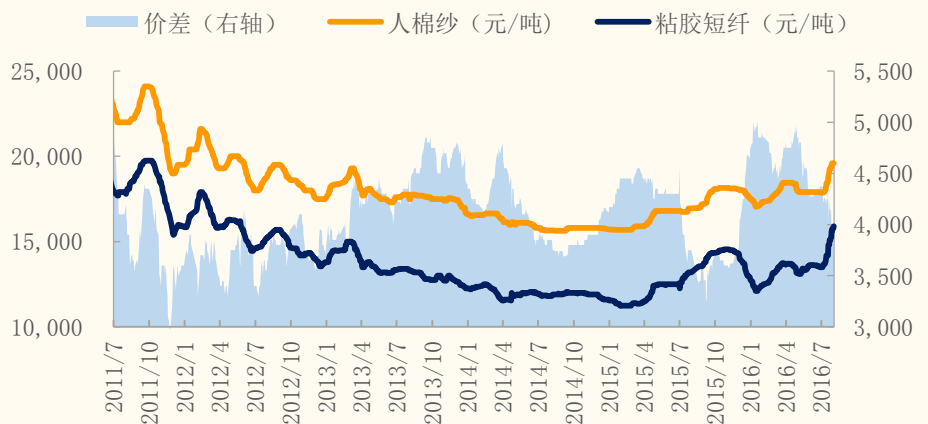
图表 22: 国务院 2015 年发布《关于支持新疆纺织服装产业发展促进就业的指导意见》



来源: 国务院办公厅, 国金证券研究所

- 随着新产能投产, 假定此批投产产能开工率达全国平均水平, 2016 年全年新疆新增纱产量或超过 160 万吨。计算得 2016 年新疆投产纺纱产能带来粘胶需求增量 12.1 万吨。下游需求的边际改善将直接逐步打开价格传导空间。
- 人棉纱价格传导顺畅。人棉纱是粘胶短纤的重要下游, 1 月迎来 1400 元/吨幅度的上涨, 其中 7 月上涨了 500 元/吨。我们认为有三方面原因:
  - (1) 2015 年起国家调整部分产品的出口退税率, 其中包括部分纺织品服装 (主要是纱线品类), 出口退税提高退税率至 17%, 从而促使纺织服装出口有一定改善。
  - (2) 粘胶短纤提价带来的成本推动。
  - (3) 人民币的持续贬值预期。2015 年 8 月 11 日, 人民币创历史最大单日降幅贬值 1.9%, 并维持贬值趋势。
- 人棉纱-粘胶价差维持在 4000 元高位。我们调研人棉纱行业发现目前人棉纱行业总体盈利水平较高, 优势品种单吨利润估计在 1500 元/吨以上, 根据当前 4000 元/吨左右的价差估算, 我们预计行业吨利润应在 500 元以上。同时观察历年的人棉纱与粘胶短纤的价差和比价关系, 这两个指标都处于历史中位位置, 也表明人棉纱环节的利润空间尚可。

图表 23: 人棉纱-粘胶价差维持在 4000 元左右的历史高位



来源: Wind, 国金证券研究所

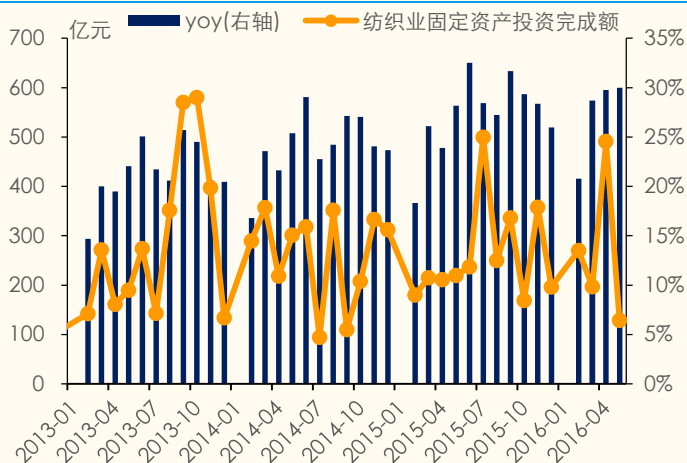
综上, 粘胶向下游价格传导顺利, 人棉纱-粘胶价差维持高位, 吨利润高企, 同时全棉纱-人棉纱价差尚可, 不会对入棉纱价格提升造成压制。因此我们认为粘

胶短纤未来提价不会遇到下游无法承受的障碍。边际需求持续改善将有望提振产品价格，未来行业发展趋势将进一步重构需求格局。

### 2.3 高开工低库存印证粘胶景气度持续好转

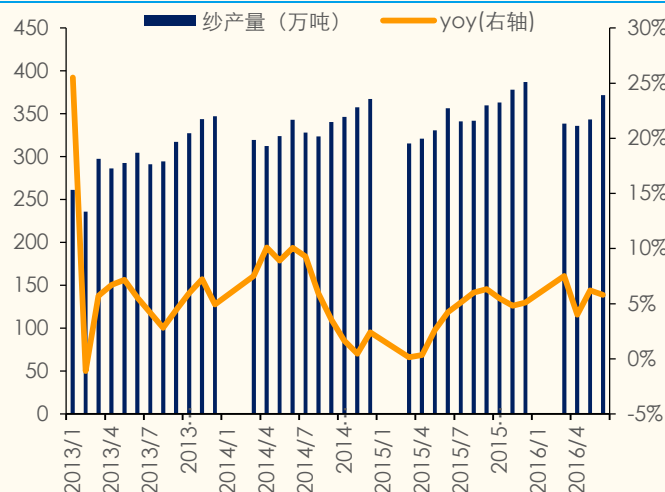
- 我们认为，在国内外需求同时好转，国内产能扩张放缓，国外几无新增产能，而国内环保管控持续加强下，粘胶行业景气度将持续改善。
- 下游投资稳定增长。国内纺织行业在海外需求持续企稳回升的背景下，行业景气度呈现进一步回升态势。2015 年行业固定资产投资完成额实现较大幅度同比增长，进入 2016 年以来这一趋势得以延续。从产量来看，2016 年纱产量继续稳定增长，同比增速大幅高于 2015 年水平。

图表 24：国内纺织业固定资产投资完成额维持稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

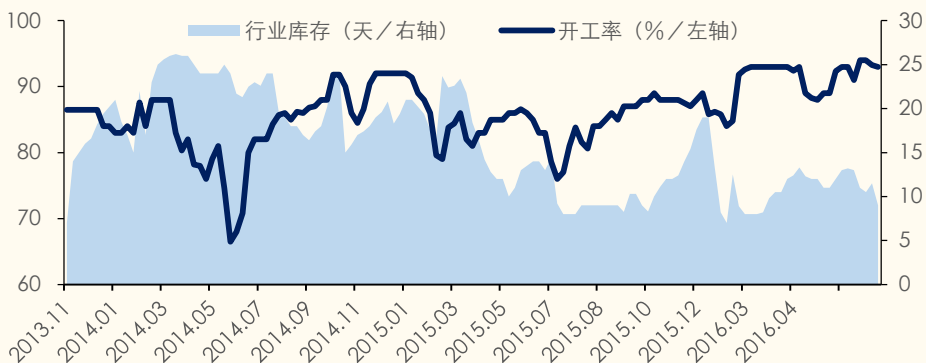
图表 25：2016 年纱产量增速在 4%左右



来源：Wind，国金证券研究所

- 行业库存维持低位。2015 年二季度以来，粘胶下游需求回暖，而近几年产能扩张有限，市场供不应求，粘胶产品库存触及 10 年来的底部区域，低至 8 天。2016 年 7 月份来看，粘胶厂家库存依然保持在低位，仅能保证 10 天的发货量。
- 行业开工率维持高位。2016 年 2 月以来，行业整体开工率持续攀升，7 月份开工率高达 94%，刷新了近几年来的最高点，印证供需改善的同时，也说明了短期内供给偏紧问题无法解决。

图表 26：粘胶短纤装置开工率及库存



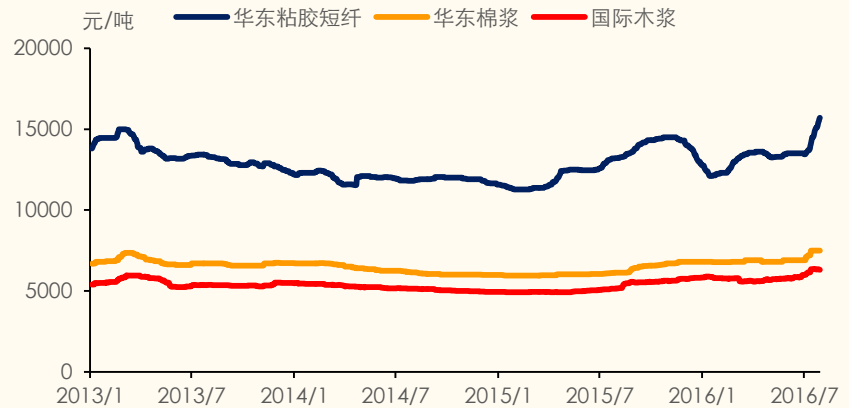
来源：Wind，中纤网，国金证券研究所

### 2.4 溶解浆推高价差，棉花减产支撑价格

- **粘胶短纤价格波动大于浆粕。**2015年2月至2016年7月，粘胶短纤价格最大涨幅超过4400元/吨，而棉浆粕、木浆粕最大涨幅只有不超过1600、1500元/吨。

在2016年2月以来，浆粕与粘胶存在明显的协同上涨趋势。我们预计在浆粕价格迎来上行周期时，粘胶价差有望持续提升。

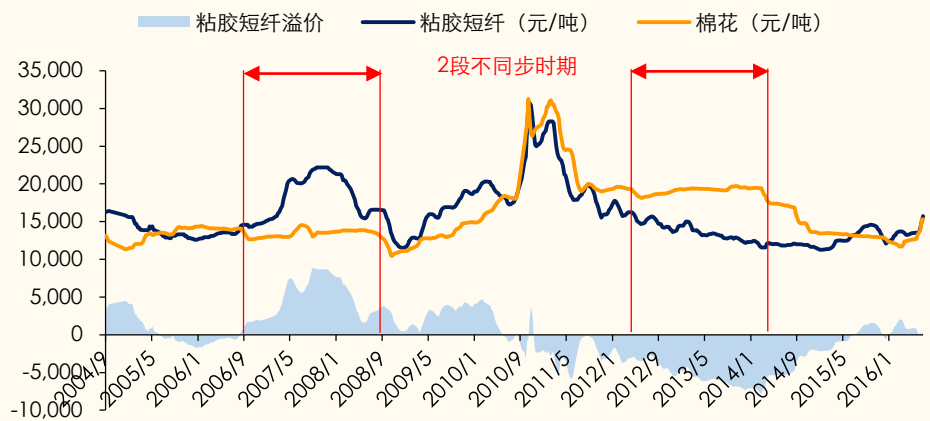
图表 27: 2013 年以来粘胶及上游棉、木浆粕价格走势



来源: Wind, 百川资讯, 国金证券研究所

- **棉价暴跌风险释放，回归市场化。**目标价格政策实施至今，棉花价格失去托底后迅速走低，2年降幅接近30%，相当于补跌了12-14年粘胶下跌的幅度，棉花暴跌风险已经充分释放。以后供需状况将成为影响棉价的根本因素，政策影响度慢慢降低。同时国内外棉价差将逐步缩小，国内棉价接近进口棉港口完税价。国内棉花价格将进入市场化，类似06-08及12-14与粘胶价格背离的情况或将减少。

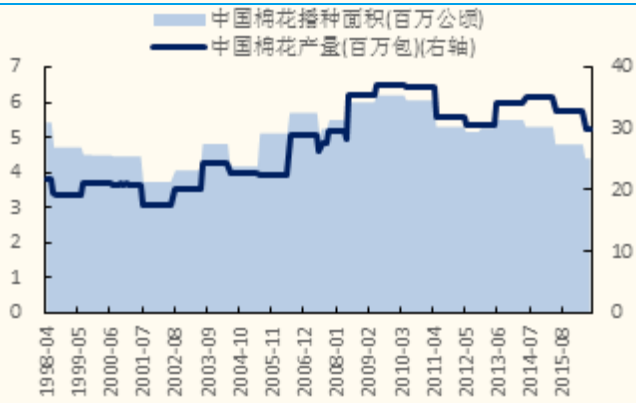
图表 28: 粘胶短纤与棉花价格呈现较高相关性



来源: Wind, 国金证券研究所

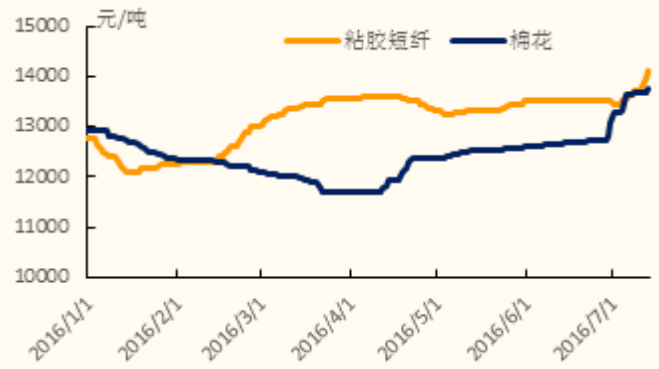
- **棉价企稳回升，支撑粘胶价格回暖。**2009年以来国内棉花种植面积和产量持续下滑，2015年以来，国内棉花价格企稳回升，考虑到2011年以前正常情况下棉花价格低于粘胶价格，预计未来国内棉花价格稳中有升的格局，两者价格联动性的回归，将对粘胶价格起到一定支撑作用。

图表 29: 09 年以来中国棉花播种面积和产量持续下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 国际棉价和粘胶价格走势

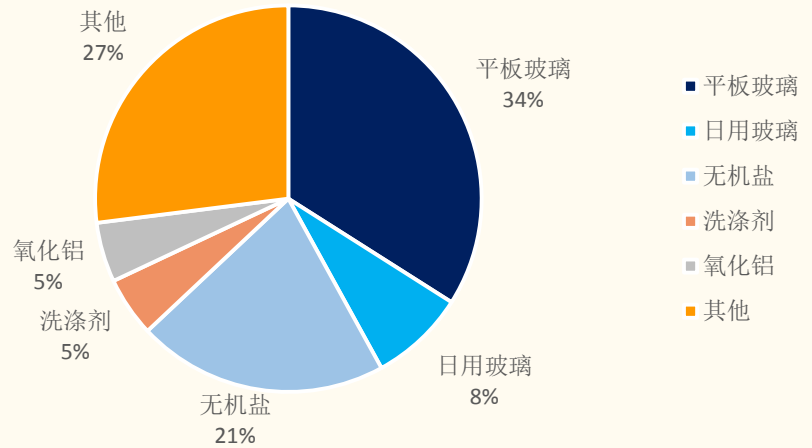


来源: 百川资讯, 国金证券研究所

### 三、纯碱——房地产回暖，需求端修复

纯碱下游主要应用于玻璃、无机盐、洗涤剂、氧化铝中，其中核心下游玻璃是纯碱需求的主要影响因素。

图表 31：纯碱下游中玻璃占比超 40%



来源：Wind，百川资讯，国金证券研究所

纯碱生产工艺分为天然碱法和合成制碱法（包括氨碱法、联碱法，各占国内 40%、50%），联碱法伴生的氯化铵近年来持续下跌，因此氨碱法盈利优势逐渐凸显，三友化工采用的为氨碱法。

图表 32：纯碱三大工艺

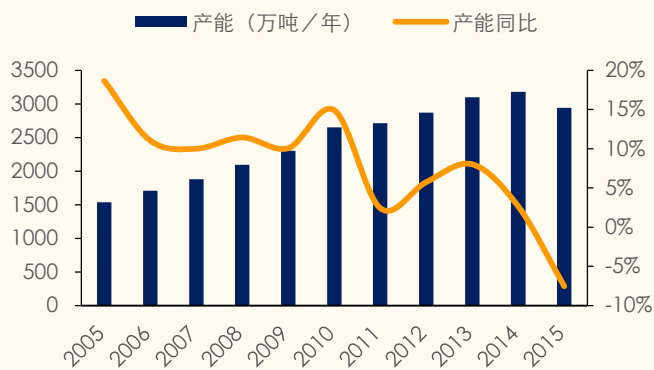
工艺名称	优缺点/现状	成本
		天然碱法
天然碱法	优点	盐分含量低，往往小于 0.10%
		产品粒度好
	缺点	倍半碱矿容易和芒硝矿共生，产品中硫酸根含量高于氨碱法
氨碱法	优点	产品质量好，可以生产低盐碱，硫酸盐含量低
	缺点	需要石灰和蒸馏工序，原材料消耗高
		原盐利用率低，转化率仅 73% - 76%，氯利用率为 0，总利用率仅 28%，产品成本高
		一吨纯碱产生 10 立方米废液，清液碱性强
现状	一吨纯碱伴生 1.05 吨氯化钙，产生大量废渣 3 吨，主要成分碳酸钙	
联碱法	优点	无石灰和蒸馏工序
		废液少，吨碱只几十公斤，环保较好，可任何地点建厂
		原盐利用率高，可达 93%
		产品成本低，伴生氯化铵
	缺点	产品质量差，盐分控制只能达到 0.6%
		母液内部循环，硫酸根无法排除控制，难以达到 0.03%

来源：百川资讯，国金证券研究所

近几年，纯碱产能增速逐渐放缓，2015 年更是近十年来产能首次收缩。

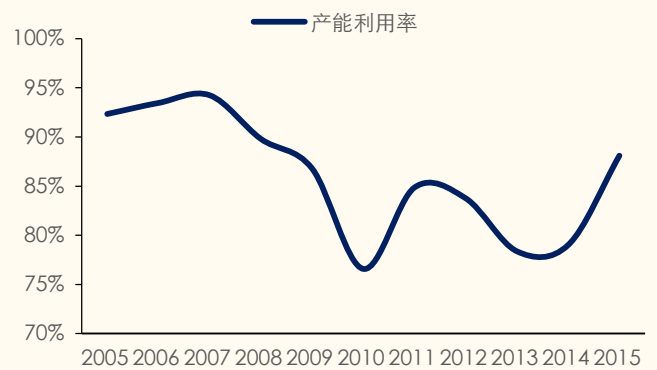


图表 33：近年来纯碱产能增速放缓



来源：国金证券研究所

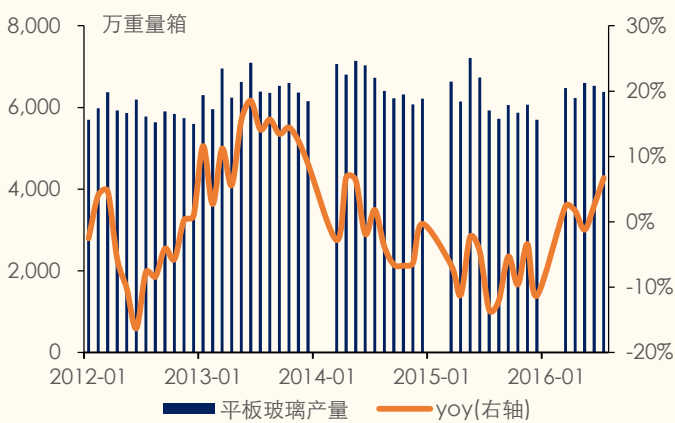
图表 34：近年来开工率稳步回升



来源：国金证券研究所

受益于房地产行业回暖，核心下游玻璃产量回归正增长，玻璃价格大幅上涨，带动纯碱需求，涨价接受能力也得到增强。

图表 35：2016 年平板玻璃产量回归正增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 36：2016 年 1-8 月中国玻璃价格指数上涨 25%

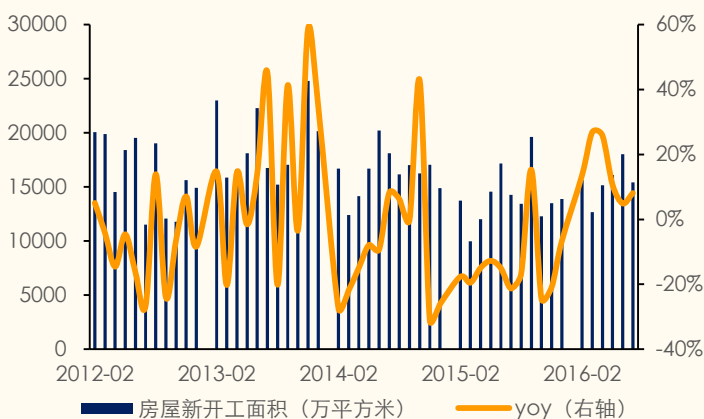


来源：Wind，国金证券研究所

国内政策的持续刺激是导致地产行业回暖的主要原因。去库存成为目前房地产行业的主旋律，同时国内一、二线城市的房地产销售情况持续好转。房地产销售的持续好转将带动玻璃需求的增长，进而提振纯碱需求。

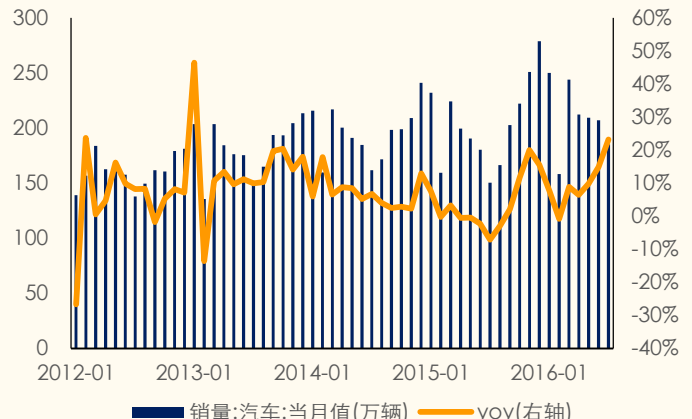
同时汽车也是纯碱下游玻璃的另一个主要需求，今年增速也超越了去年。

图表 37：房屋新开工面积增速企稳回升



来源：国金证券研究所

图表 38：汽车销量稳步增长

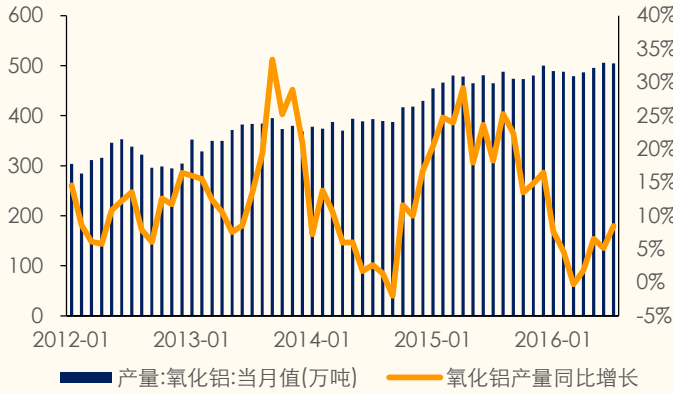


来源：国金证券研究所

无机盐、洗涤剂需求相对较为稳定，除此之外，重要下游之一的氧化铝在地产的带动下，今年依然呈现较高速增长。

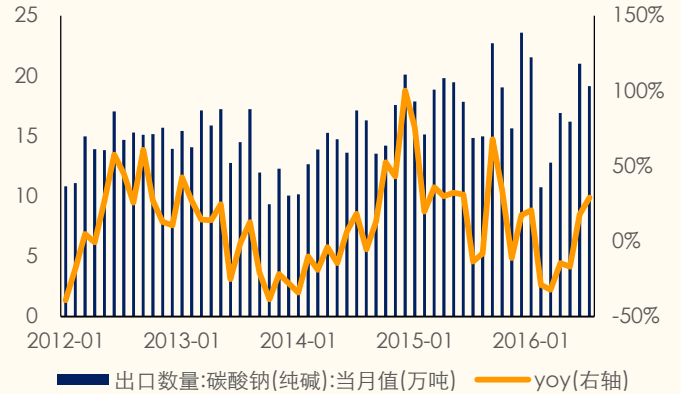
而海外地产同样呈现出逐步回暖的迹象。美国、欧洲等发达经济体房屋销售水平都在呈现稳步提升的态势。海外经济逐步触底复苏大背景下，为纯碱海外需求提供了强力支撑。

图表 39: 氧化铝产量告诉增长



来源: 国金证券研究所

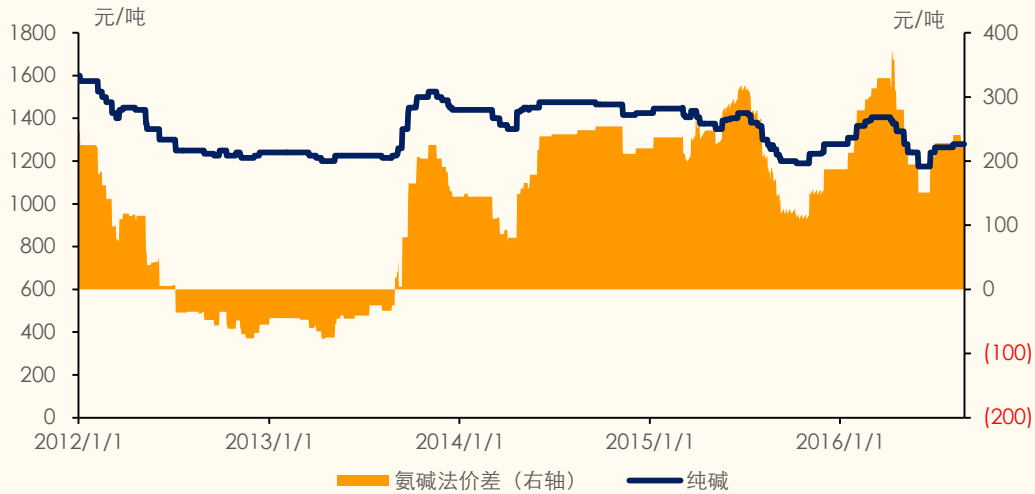
图表 40: 纯碱出口旺盛受益于海外房地产回暖



来源: 国金证券研究所

在今年上半年山东海化停复产扰动价格后，纯碱价格在基本面驱动下从 6 月起持续上涨，伴随着价差的持续拉大。

图表 41: 6 月起纯碱价差持续拉大



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

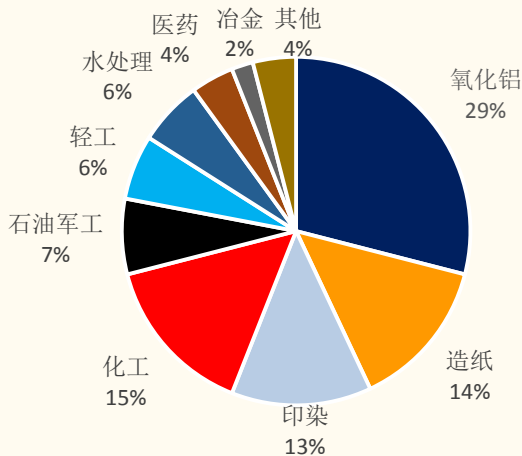
#### 四、氯碱——行业底部已过，受益于房地产去库存政策刺激

- 氯碱业务由子公司唐山三友氯碱有限责任公司负责，主营聚氯乙烯树脂（PVC40万吨+糊树脂5万吨）、烧碱（50万吨）的生产与销售。有机硅（20万吨）由子公司唐山三友硅业有限责任公司负责，主营混合甲基环硅氧烷及其下游产品的生产与销售。
- 氯碱业务作为公司循环经济中枢，生产的烧碱超过60%用于内部生产粘胶短纤，剩余部分烧碱主要销售给公司周边日化、化工、冶金等厂家；产生的氯气、氢气生产氯化氢，用于PVC、有机硅单体生产；氯碱产生的废电石渣浆用于纯碱生产。

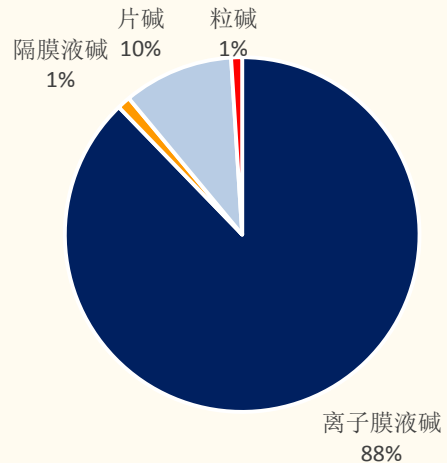
##### (1) 烧碱：受益于氧化铝、造纸行业景气度提升

- 烧碱下游以氧化铝、造纸、纺织、为主，合计占比近3/4，截至2015年底，我国烧碱累计总产能达到4050万吨/+5.2%，较去年新增201万吨，全年烧碱总产量3028万吨/-1.4%。
- 中国烧碱以离子膜液碱为主，占比接近全国产能9成。

图表 42：2015 年烧碱下游以氧化铝为主



图表 43：中国烧碱以离子膜烧碱为主

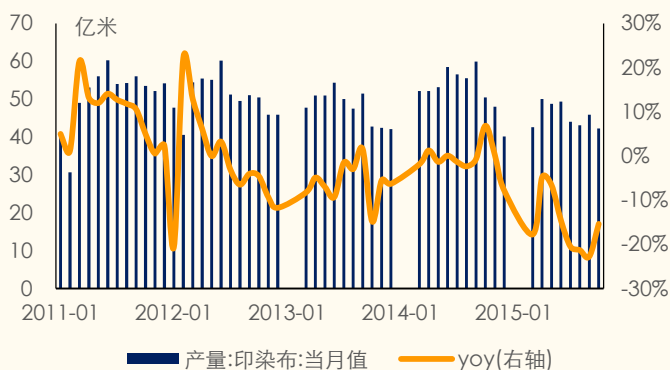


来源：百川资讯，国金证券研究所

来源：国金证券研究所

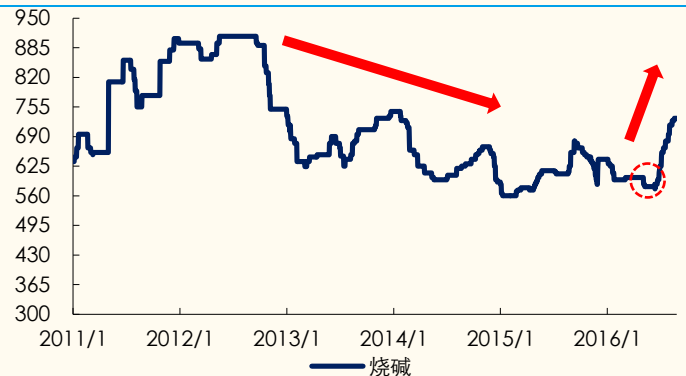
- 近几年由于烧碱产能过剩，价格持续低迷，下游除氧化铝以外近几年也较为低迷。上半年烧碱价格已经下跌到7年以来的低位600元/吨左右，烧碱最低跌至575元/吨，行业2016上半年一直处于行业最低谷徘徊。

图表 44：近年来印染景气度下滑



来源：国金证券研究所

图表 45：2012 年以来烧碱价格持续下跌，6 月触底回升

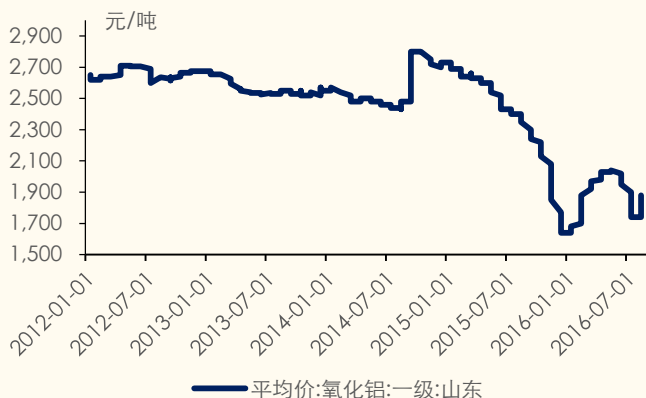


来源：国金证券研究所

- 今年6月份，受益于下游回暖，烧碱价格出现反弹。(1) 氧化铝产量提升，价格上涨；(2) 造纸产量提升，且纸浆涨价推动产品价格上涨，量价齐升

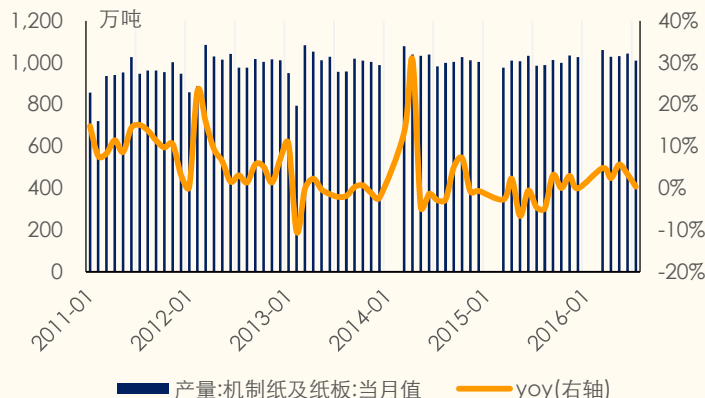
提振烧碱景气度；(3) 烧碱大户粘胶 6、7 月价格迎来暴涨，价格接受度增强。

图表 46: 氧化铝价格上半年触底回升



来源: 国金证券研究所

图表 47: 多年后纸板产量重回正增长



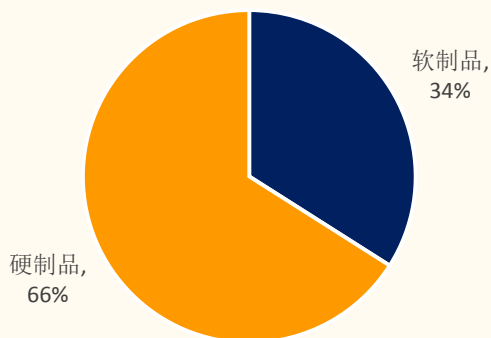
来源: 国金证券研究所

- 上半年烧碱处于周期底部，未来随着烧碱价格上涨及下游氧化铝、造纸、粘胶景气度回升，三友化工烧碱板块预计将环比大幅好转。

(2) 聚氯乙烯：房地产开工面积提升拉动销量

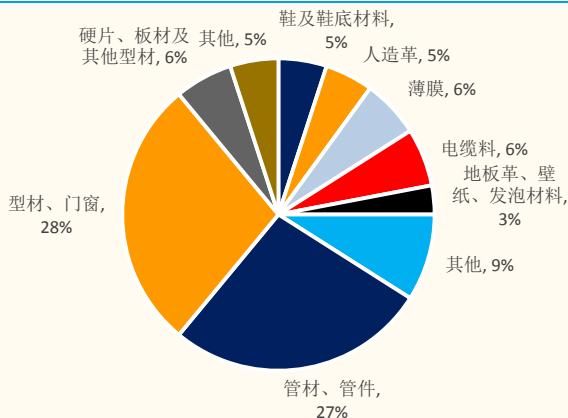
- 聚氯乙烯下游分为软制品与硬制品，硬制品为主占 66%，其中管材、型材各占近 30%。

图表 48: 聚氯乙烯下游以硬制品为主



来源: 国金证券研究所

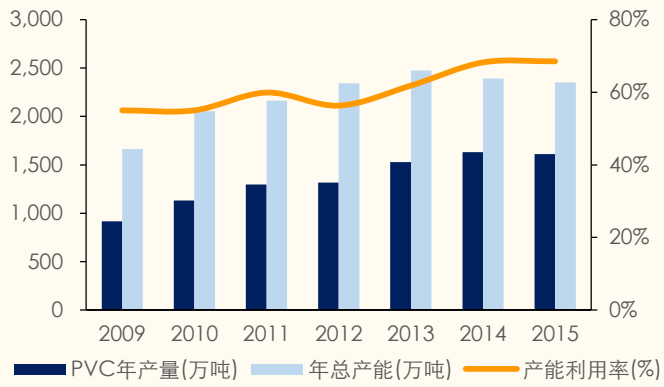
图表 49: 管、型材占下游近 6 成



来源: 国金证券研究所

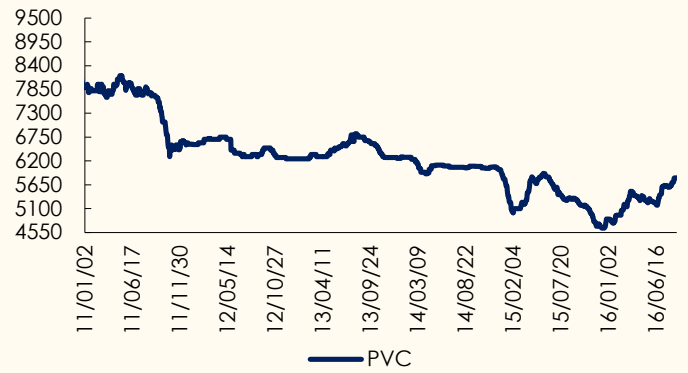
- 我国 PVC 行业产能过剩，近几年受益于产能淘汰，开工率逐渐上行。近几年产能已有下滑态势，2016 年上半年，国内政策刺激房地产回暖，新开工面积增速企稳回升，拉动 PVC 重要下游管材、型材销量上升，需求改善下 PVC 价格上半年持续上行。三友化工近年来一直处于盈亏平衡点的聚氯乙烯业务更是成功扭亏为盈。
- 预计下半年随着金九银十的到来，PVC 价格大概率维稳，下半年 PVC 均价将高于上半年，三友化工拥有 40 万吨产能，业绩再次受益。

图表 50: PVC2015 年开工率不足 7 成



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 51: 2016 年受益于房地产拉动, 价格回升

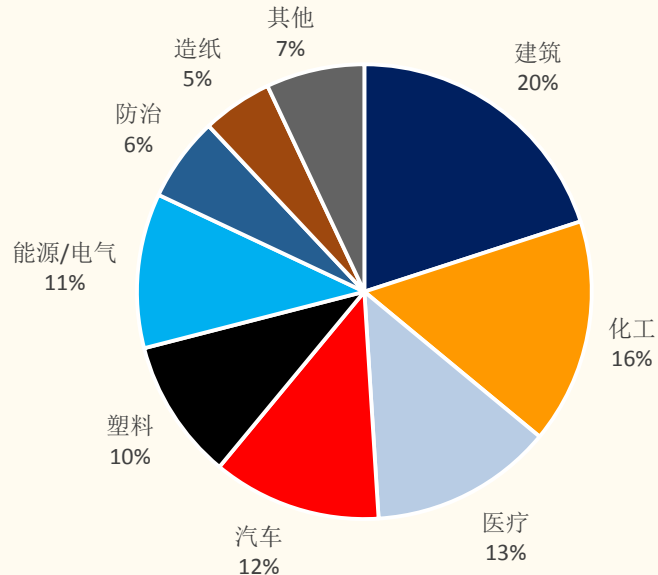


来源: 百川资讯, 国金证券研究所

## 五、有机硅——迎来 G20 停产行情，旺季到来涨价有望企稳

- 有机硅是一种新材料，是以硅氧键为骨架组成的聚硅氧烷。下游包括硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂等，应用领域广泛。三友化工 20 万吨/年产能是国内第 5 大的有机硅单体生产企业，其中有机硅环体有近 5 成自用。

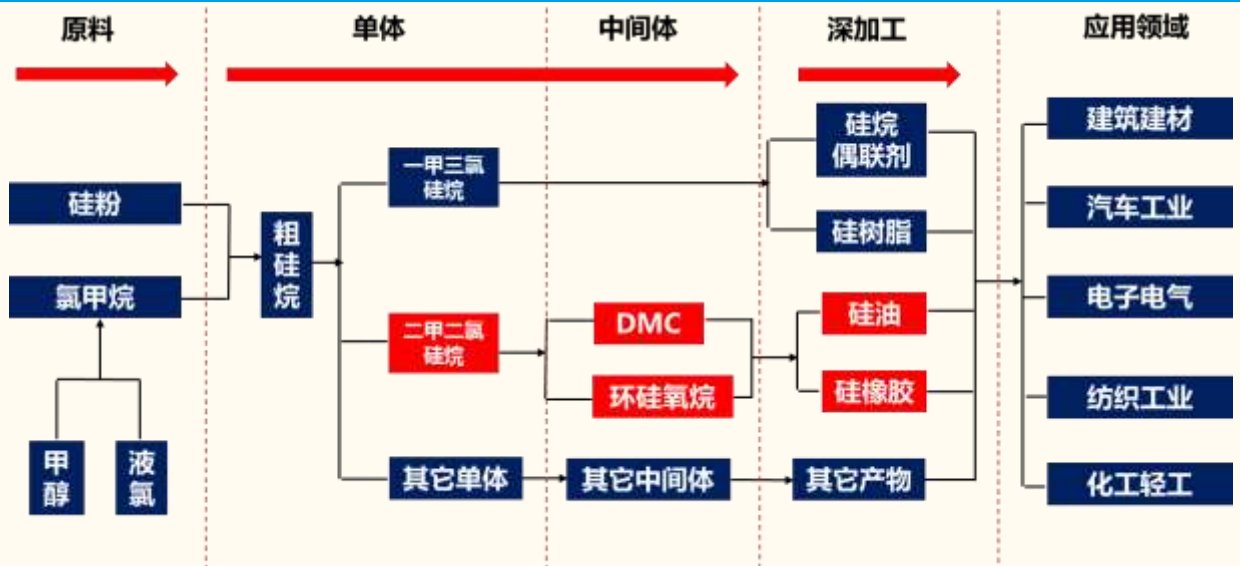
图表 52：2015 年有机硅下游结构以建筑为主



来源：百川资讯，国金证券研究所

- 产业链来看，有机硅分为上游（原料）、中游（单体、中间体）、下游（深加工），三友化工已布局中游、下游，除了 20 万吨/年的单体（二甲二氯硅烷）外，包括室温胶 2 万吨/年、高温胶 1 万吨/年、硅油及消泡剂等 1500 吨/年。

图表 53：三友化工布局了有机硅产业链的中游及下游

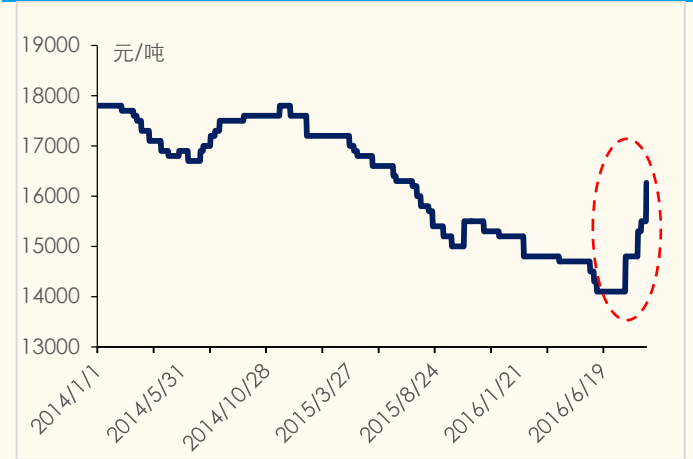


来源：Wind，国金证券研究所

- 宏观形势低迷下，有机硅行业结构性过剩，国内产能从 2005 年的 18 万吨/年暴增到 2015 年的 280 万吨产能。2016 年上半年有机硅市场持续走弱，三友化工有机硅业务近几年也一直维持在 10% 左右的低位。

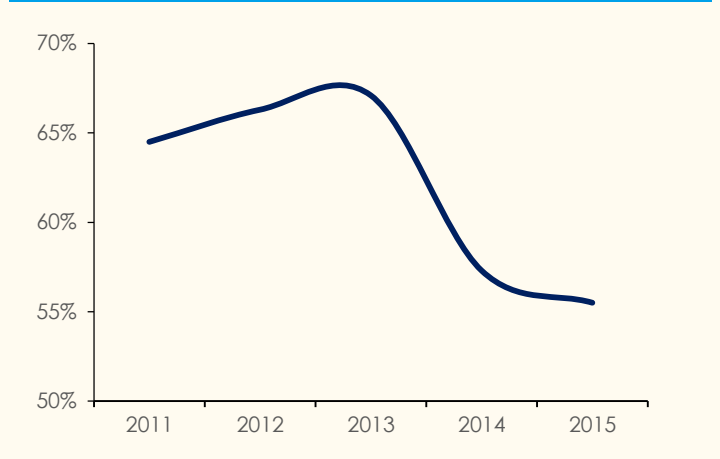
- 但是在产能行业低迷的同时，我们看到企业规模化发展已然成型，2015年有机硅单体20万吨及以上企业增至7家，合计产能197万吨，约占总产能的70.4%，定价话语权逐渐集中。
- 2016年8月，G20压力下企业集体停产检修，8月24日后浙江合盛（18万吨）、新安（20万吨）、中天（8万吨）三家企业均已停产，合计56万吨/年产能，占国内总产能的20%。**9、10月份为有机硅下游开工旺季，预计涨价将得到一定程度稳固，未来三友化工的有机硅业务来看，或有改善。**

图表 54：近 3 年三友硅橡胶（107）价格走势



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 55：2011-2015 有机硅甲基单体开工率



来源：Wind，国金证券研究所

## 六、投资建议——首次覆盖，“增持”评级

- 我们认为粘胶进入强景气周期，纯碱、氯碱高景气度具有可持续性，有机硅在底部徘徊，未来有望逐步改善。
- 我们预计 2016 年、2017 年、2018 年公司 EPS 为 0.44 元、0.60 元、0.69 元，PE 为 19 倍、14 倍、12 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 56：三友化工布局了有机硅产业链的中游及下游

销量构成 (万吨)							
	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
粘胶短纤维	43.5	48.5	51.9	26.4	52	52	52
纯碱	219.4	291.4	348.5	178.3	350	350	350
聚氯乙烯树脂	36.7	36.8	37.6	19.2	38	38	38
烧碱	44.1	49.6	49.9	25.9	50	50	50
有机硅	4.5	4.0	6.0	5.1	10.2	15	20
销售单价 (元/吨)							
	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
粘胶短纤维	11,644	10,588	10,969	11,491	12,901	14,312	14,598
纯碱	1,175	1,229	1,133	1,153	1,132	1,111	1,122
聚氯乙烯树脂	5,654	5,448	5,313	5,253	5,507	5,762	5,819
烧碱	1,750	1,511	1,537	1,577	1,735	1,874	1,893
有机硅	13,196	13,934	12,480	9,346	9,346	9,813	9,911
吨毛利 (元/吨)							
	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
粘胶短纤维	1,674	1,270	1,703	1,784	2,320	3,042	3,133
纯碱	179	314	312	395	398	392	400
聚氯乙烯树脂	108	234	-88	118	273	346	353
烧碱	762	580	669	758	849	874	892
有机硅	2,225	924	1,230	973	973	1,053	1,074
毛利率							
	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
粘胶短纤维	14.37%	11.99%	15.52%	15.53%	17.98%	21.25%	21.46%
纯碱	15.19%	25.53%	27.52%	34.26%	35.17%	35.28%	35.63%
聚氯乙烯树脂	1.91%	4.29%	-1.66%	2.24%	4.96%	6.00%	6.06%
烧碱	43.54%	38.35%	43.51%	48.06%	48.93%	46.67%	47.13%
有机硅	16.86%	6.63%	9.86%	10.41%	10.41%	10.73%	10.83%
合计财务数据							
	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
总营收	11,478	12,389	13,406	7,196	15,022	16,410	17,236
总毛利	2,107	2,510	2,901	1,744	3,830	4,331	4,591
<b>毛利率</b>	<b>18.36%</b>	<b>20.26%</b>	<b>21.64%</b>	<b>24.24%</b>	<b>25.49%</b>	<b>26.39%</b>	<b>26.64%</b>

来源：Wind，国金证券研究所



图表：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	11,787	12,695	13,694	15,022	16,410	17,236
增长率		7.7%	7.9%	9.7%	9.2%	5.0%
主营业务成本	-9,662	-10,138	-10,721	-11,193	-12,079	-12,644
%销售收入	82.0%	79.9%	78.3%	74.5%	73.6%	73.4%
毛利	2,125	2,557	2,973	3,829	4,331	4,592
%销售收入	18.0%	20.1%	21.7%	25.5%	26.4%	26.6%
营业税金及附加	-59	-71	-100	-135	-148	-155
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-384	-461	-657	-931	-968	-965
%销售收入	3.3%	3.6%	4.8%	6.2%	5.9%	5.6%
管理费用	-769	-857	-1,057	-1,277	-1,336	-1,365
%销售收入	6.5%	6.7%	7.7%	8.5%	8.1%	7.9%
息税前利润（EBIT）	913	1,169	1,159	1,486	1,879	2,106
%销售收入	7.7%	9.2%	8.5%	9.9%	11.5%	12.2%
财务费用	-414	-530	-618	-503	-548	-576
%销售收入	3.5%	4.2%	4.5%	3.3%	3.3%	3.3%
资产减值损失	2	-8	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	1	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	501	632	532	983	1,331	1,530
营业利润率	4.2%	5.0%	3.9%	6.5%	8.1%	8.9%
营业外收支	30	10	-4	0	0	0
税前利润	531	642	528	983	1,331	1,530
利润率	4.5%	5.1%	3.9%	6.5%	8.1%	8.9%
所得税	-82	-157	-144	-147	-200	-230
所得税率	15.4%	24.5%	27.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	449	485	384	835	1,131	1,301
少数股东损益	4	8	-28	20	20	20
归属于母公司的净利润	445	477	413	815	1,111	1,281
净利率	3.8%	3.8%	3.0%	5.4%	6.8%	7.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	449	485	384	835	1,131	1,301
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	603	727	869	807	837	867
非经营收益	386	533	540	722	595	633
营运资金变动	-1,866	-1,036	-811	33	517	19
经营活动现金净流	-428	710	983	2,397	3,079	2,819
资本开支	-809	-223	-154	-535	-709	-710
投资	-54	-27	0	-1	0	0
其他	7	19	12	0	0	0
投资活动现金净流	-856	-231	-141	-536	-709	-710
股权募资	0	110	0	0	0	0
债权募资	1,929	414	-84	-1,046	-1,128	-829
其他	-418	-767	-645	-576	-743	-781
筹资活动现金净流	1,510	-243	-729	-1,622	-1,870	-1,609
现金净流量	226	236	113	240	500	500

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,404	1,647	1,760	2,000	2,500	3,000
应收款项	1,927	1,781	1,896	1,903	2,079	2,184
存货	1,211	1,330	1,159	1,073	1,158	1,212
其他流动资产	354	261	192	338	364	381
流动资产	4,896	5,020	5,007	5,315	6,102	6,778
%总资产	26.1%	25.1%	24.6%	26.3%	29.3%	31.7%
长期投资	60	58	45	46	45	45
固定资产	12,911	13,842	14,106	13,983	13,857	13,701
%总资产	68.7%	69.1%	69.3%	69.3%	66.5%	64.1%
无形资产	775	803	840	842	841	840
非流动资产	13,897	15,006	15,340	14,872	14,745	14,588
%总资产	73.9%	74.9%	75.4%	73.7%	70.7%	68.3%
资产总计	18,793	20,026	20,347	20,187	20,847	21,366
短期借款	4,968	5,766	5,476	4,907	3,780	2,951
应付款项	2,771	2,866	2,973	3,004	3,433	3,593
其他流动负债	-47	236	269	485	860	895
流动负债	7,692	8,868	8,718	8,397	8,073	7,439
长期贷款	2,667	2,290	2,376	2,376	2,376	2,376
其他长期负债	2,272	2,285	2,441	1,949	1,949	1,949
负债	12,631	13,443	13,536	12,722	12,398	11,764
普通股股东权益	5,695	6,089	6,350	6,984	7,947	9,080
少数股东权益	468	494	462	482	502	522
负债股东权益合计	18,793	20,026	20,347	20,187	20,847	21,366

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.241	0.258	0.223	0.441	0.601	0.692
每股净资产	3.077	3.291	3.432	3.774	4.295	4.907
每股经营现金净流	-0.231	0.384	0.531	1.296	1.664	1.524
每股股利	0.000	0.120	0.120	0.080	0.080	0.080
回报率						
净资产收益率	7.82%	7.84%	6.50%	11.68%	13.98%	14.11%
总资产收益率	2.37%	2.38%	2.03%	4.04%	5.33%	6.00%
投入资本收益率	4.89%	5.30%	5.07%	7.56%	9.65%	10.61%
增长率						
主营业务收入增长率	12.43%	7.71%	7.87%	9.70%	9.24%	5.03%
EBIT增长率	98.69%	28.03%	-0.86%	28.22%	26.47%	12.10%
净利润增长率	291.82%	7.18%	-13.53%	97.61%	36.28%	15.28%
总资产增长率	15.39%	6.56%	1.60%	-0.79%	3.27%	2.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.1	11.7	13.3	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	40.3	45.7	42.4	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	77.5	78.8	77.1	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	325.1	355.9	346.9	309.1	275.7	254.9
偿债能力						
净负债/股东权益	133.51%	127.65%	118.06%	96.89%	66.34%	44.54%
EBIT利息保障倍数	2.2	2.2	1.9	3.0	3.4	3.7
资产负债率	67.21%	67.13%	66.52%	63.02%	59.47%	55.06%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

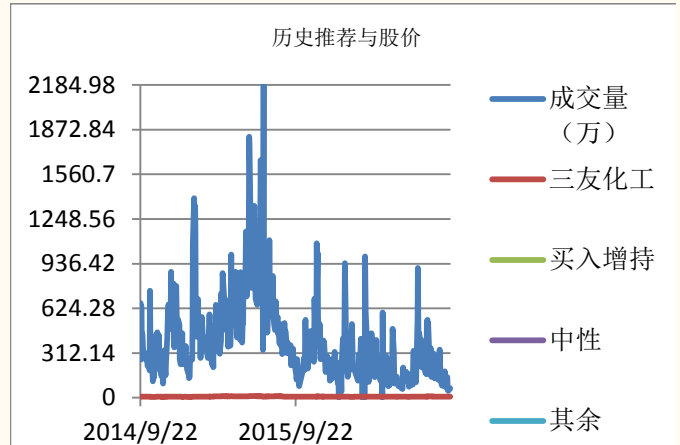
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

**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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**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 7BD