

## 化工

## 纯碱行业点评：纯碱限产落地，行业盈利有望修复

**评级：增持（维持）**

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xianan@r.qlzq.com.cn

研究助理：叶欣怡

Email: yexy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	334
行业总市值(百万元)	29656.94
行业流通市值(百万元)	24033.05

**行业-市场走势对比**

**相关报告**
**重点公司基本状况**

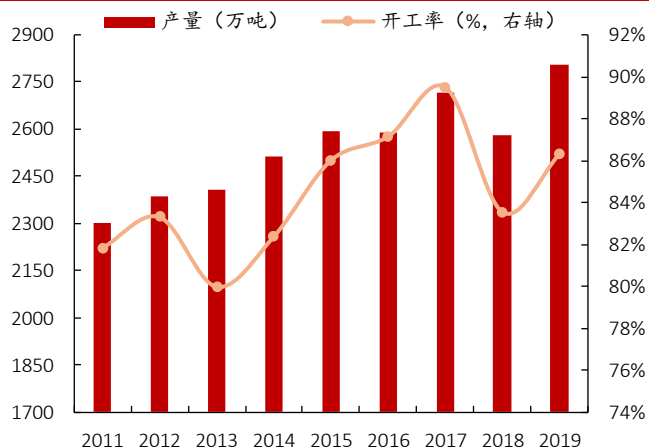
简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
三友化工	5.23	0.77	0.36	0.49	0.67	7.4	14.5	10.6	7.83	-0.2	买入
山东海化	3.92	0.66	0.18	0.25	0.36	7.4	26.9	15.7	10.8	-0.3	买入

备注 股价取自 2020 年 4 月 15 日

**投资要点**

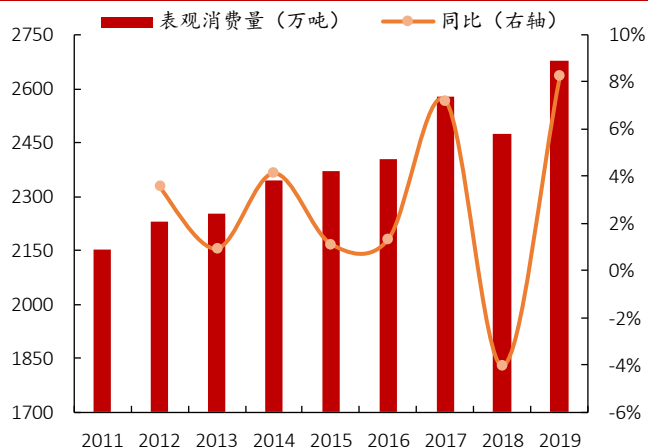
- 事件：**2020 年 4 月 13 日，纯碱工业协会发布关于纯碱行业限产的通知，为了稳定行业经济运行，减少资源浪费，中国纯碱工业协会要求，纯碱生产企业自 2020 年 4 月 18 日至 2020 年 10 月 18 日期间，各企业根据本企业的纯碱产能，降低 30% 负荷进行生产，降低纯碱和氯化铵产量，减少库存量，推动过剩产能出清，解决供需不平衡矛盾，使行业经济运行回归稳定，推动行业向高质量发展。自 2020 年 5 月开始，协会组织企业进行减产检查，对不按要求限产减产的企业进行处罚。
- 点评：**
- 纯碱价格已处于十年低位，龙头企业出现亏损。**截止上周五（4 月 12 日），轻质纯碱报价为 1436 元/吨，较年初下滑 4.7%，较去年同期下滑 25.0%；重质纯碱报价为 1504 元/吨，较年初下滑 7.7%，较去年同期下滑 23.4%。轻质纯碱和重质纯碱价格均已处于历史底部，近十年价格分位分别为 23.5% 和 18.6%。盈利方面，当下氨碱法价差已缩减至 990 元/吨，联碱法价差已缩减至 1608 元/吨，行业内企业已处于盈亏平衡线。2020 年一季度随着纯碱价格进一步下探，多家龙头上市公司均已陷入亏损，山东海化 Q1 预亏 1900 万元-2,500 万元，远兴能源 Q1 预亏 4500 万元-5,500 万元。
- 减产有助于释放高位库存，长期新增产能有限，纯碱供给格局转好。**进入 2020 年以来，疫情蔓延导致原材料运输困难，工厂库存积压，而下游企业开工延期使得需求大幅下滑，纯碱工厂库存快速从年前的 50 万吨攀升至 4 月初的 130 万吨，增长了 1.6 倍。工厂库存高企使得纯碱价格持续走低，行业效益大幅下降。本次行业全面降低 30% 负荷进行生产，短期内将有利于市场消化过剩库存。长期来看，2019 年国内纯碱产能同比大幅增加 7.8%，2020 年新增产能为河南骏化 20 万吨、甘肃金昌 20 万吨、晶昊盐业 10 万吨，2021 年尚无新增产能，整体上行业新增产能有限。当下行业开工率已恢复至 87% 左右的水平，预计长期纯碱供给格局或持续转好。
- 纯碱下游以平板玻璃为主，地产回暖有望提振终端需求。**一般轻质纯碱主要用于日用玻璃、洗涤剂、氧化铝等行业，重质纯碱主要用于平板玻璃。平板玻璃下游 70% 左右应用于建筑领域，因此房地产的景气程度对纯碱需求影响较大。2019 年我国房屋新开工面积同比增加 8.5%，竣工面积同比增加 2.6%，未来竣工增速有望迎来修复，叠加各地方政府纷纷推出稳定楼市政策，或驱动房地产景气回暖，带动玻璃及上游纯碱需求提升。
- 建议关注纯碱行业龙头：山东海化、三友化工。**
- 风险提示：**纯碱价格大幅下滑，减产效果不及预期，下游地产增速不及预期

图表 1: 我国纯碱产量及开工率



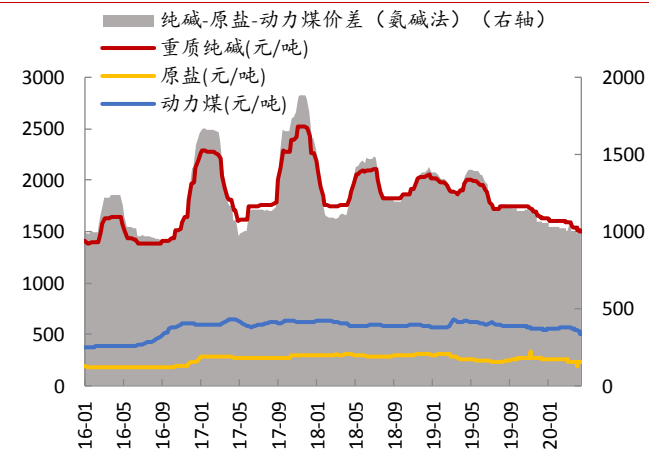
来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 2: 我国纯碱表观消费量



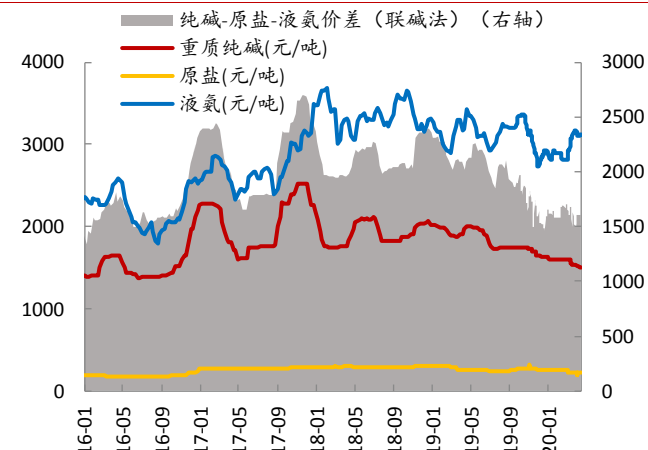
来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 3: 纯碱价格价差 (氨碱法)



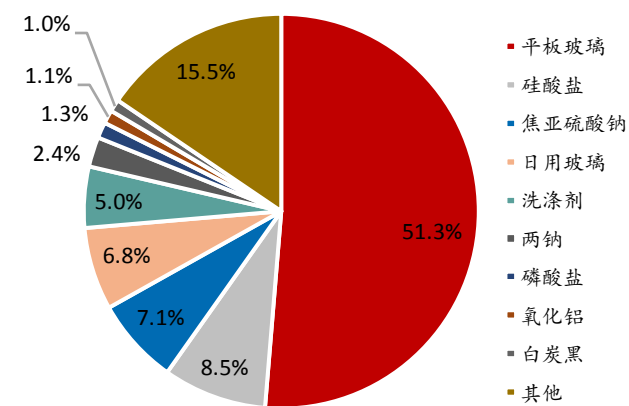
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 纯碱价格价差 (联碱法)



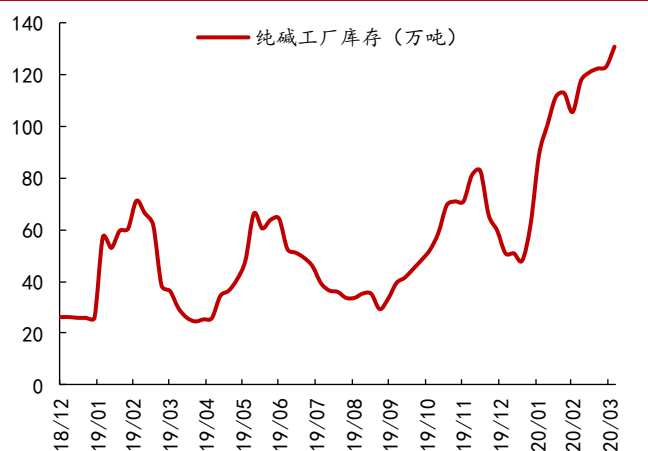
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 纯碱下游需求结构



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 6: 纯碱工厂库存高企



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

**图表 7: 纯碱各企业生产能力、减产后日产量表及年产量表 (不包括停产企业产能)**

企业	生产能力 (万吨/年)	减 30% 负荷后纯碱产量 (吨/天)	减产后全年总产量不 大于(万吨/年)	备注
山东海化	300	6300	245	
河南金山	300	6300	245	3 个厂合计
唐山三友	230	4830	195.5	
内蒙古博源	180	3780	153	3 个厂合计
青海昆仑	150	3150	127.5	
四川和邦	140	2940	119	2 个厂合计
山东海天	140	2940	119	
连云港碱业	130	2520	110.5	按 2019 年实际产量核算
青海发投	120	2520	110.5	
湖北双环	110	2310	93.5	
五彩碱业	110	2310	93.5	
实联江苏	100	2100	85	
渤化永利	80	1680	68	
湘渝盐化	80	1680	68	
盐湖镁业	120	1470	51	按 2019 年实际产量核算
中盐昆山	60	1470	51	按 2019 年实际产量核算
昊华骏化	80	1365	51	按 2019 年实际产量核算
江苏华昌	60	1260	50	
江苏德邦	60	1260	50	
大连大化	60	1260	50	
中海华邦	60	1260	50	
广东南方	60	1260	50	
徐州丰成	60	1260	50	
江苏井神	60	1260	50	
湖北应城	55	1155	46	
福州耀隆	40	840	36	
杭州龙山	40	840	36	
中盐吉兰泰	33	693	28	
陕西兴化	30	630	25.5	
江西晶昊	30	630	25.5	
安徽红四方	30	630	25.5	
四川广宇	25	525	21.3	
云南大为	20	420	17	
湖南冷水江	15	315	12.75	
<b>合计</b>	<b>3168</b>	<b>65163</b>	<b>2609.55</b>	

来源: 中国纯碱工业协会, 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。