

三友化工（600409.SH） 凛冬过后是花开，粘胶纯碱双龙头将迎来拐点

2020 年 08 月 28 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
金益腾（分析师）
张晓锋（联系人）
张玮航（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

zhangweihaang@kysec.cn

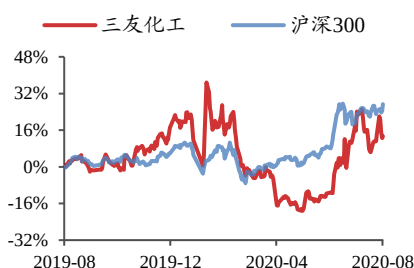
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790120080059

证书编号：S0790119120025

日期	2020/8/28
当前股价(元)	5.75
一年最高最低(元)	7.85/4.20
总市值(亿元)	118.70
流通市值(亿元)	118.70
总股本(亿股)	20.64
流通股本(亿股)	20.64
近 3 个月换手率(%)	149.48

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 艰难时刻已过，粘胶纯碱双龙头或迎来拐点，首次覆盖给予“买入”评级

公司是粘胶短纤及纯碱双龙头，现有粘胶短纤、纯碱、PVC、烧碱和有机硅单体年产能分别为 78、340、50.5、53 和 20 万吨，产业链高度循环。经过长期底部徘徊，我们预计粘胶、纯碱行业或迎来周期拐点，公司作为龙头有望迎来业绩的边际改善。我们预测公司 2020 年-2022 年对应的归母净利润分别 1.40、13.06 和 17.19 亿元，对应 EPS 分别 0.07、0.63 和 0.83 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 84.9、9.1、6.9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 粘胶短纤供给大幅收缩，下游有回暖迹象，价格将迎拐点

粘胶短纤行业亏损时间已长达 22 个月，据百川盈孚数据，目前约 50 万吨的粘胶短纤行业产能停滞，行业开工率仅 67.51%，行业供给大幅收缩。而公司作为粘胶短纤行业 TOP2 企业，仍接近满产状态。目前下游纺织业订单有所增长，纺织业有回暖迹象，公司粘胶短纤产品亦开始提价。近日公司粘胶纤维短纤 1.5D*38mm 产品已由历史低点的 8,300 元/吨，提高至 9,000 元/吨。随着下游纺织出口逐渐复苏、秋季“金九银十”行情开启以及棉花-粘胶短纤价差处于历史高位，我们预计公司粘胶短纤价格有望上涨，扭亏为盈。以公司粘胶短纤销量 78 万吨计，若粘胶含税价格上涨 1,000 元/吨，将增厚公司归母净利润 5.87 亿元。

● PVC 和纯碱行业景气上行，公司作为纯碱龙头有望充分受益

纯碱行业方面，由于终端房地产景气上行，下游玻璃需求向好，玻璃日熔量有所提高，带动纯碱行业需求增长，价格上行。若以公司纯碱权益 285 万吨计，若纯碱含税价格上涨 100 元/吨，则有望增厚公司归母净利润 2.46 亿元，业绩弹性较大。而 PVC 行业方面，40 万亿新基建有望催生 PVC 需求不断增长，PVC 糊在手套行业带动下价格也自 2020 年 6 月以来不断上涨，PVC 行业景气上行。目前 PVC 与纯碱行业总体处于供需紧平衡状态，未来行业产能扩张均较为有限。若未来 PVC 与纯碱行业景气上行，公司作为纯碱龙头业绩有望迎来边际改善。

● 风险提示：宏观经济复苏不及预期、下游需求大幅下滑、安全环保生产等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,174	20,515	17,182	19,653	20,716
YOY(%)	-0.1	1.7	-16.2	14.4	5.4
归母净利润(百万元)	1,586	683	140	1,306	1,719
YOY(%)	-16.0	-56.9	-79.5	834.1	31.6
毛利率(%)	26.7	20.1	17.6	24.1	26.3
净利率(%)	7.9	3.3	0.8	6.6	8.3
ROE(%)	14.4	6.1	1.3	10.9	13.0
EPS(摊薄/元)	0.77	0.33	0.07	0.63	0.83
P/E(倍)	7.5	17.4	84.9	9.1	6.9
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司是粘胶短纤及氯碱行业双龙头，产业链配套完善、高度循环.....	5
1.1、 公司产业链高度循环，主营产品实现满产满销.....	5
1.2、 唐山三友碱业集团是公司第一大股东.....	6
1.3、 随着公司四大主营业务布局不断成熟，公司发展实现了“十年”腾飞.....	6
2、 粘胶短纤行业近 50 万吨产能停滞，下游纺织业行业回暖，粘胶短纤进入复苏期.....	8
2.1、 粘胶短纤是一种性能良好的替代棉花的纤维.....	8
2.2、 棉花-粘胶短纤价差处于历史高位，粘胶短纤开启替代棉花的最佳时期.....	9
2.2.1、 粘胶短纤为重要的棉纺织原料.....	9
2.2.2、 粘胶短纤对棉花的替代迎来“黄金时机”.....	11
2.2.3、 纺织业受到疫情冲击的影响正在减弱，“金九银十”行情开启在即，粘胶短纤需求或将迎来边际改善..	14
2.3、 粘胶短纤行业有效产能下降，供需格局有所改善.....	15
2.3.1、 粘胶短纤行业产能扩张已基本结束.....	15
2.3.2、 溶解浆价格接近成本价，为粘胶短纤形成成本支撑.....	17
2.3.3、 粘胶短纤行业深度亏损，价格基本无下行空间.....	18
2.4、 粘胶短纤行业已接近周期底部，公司作为低成本龙头有望在激烈的行业竞争中脱颖而出.....	18
3、 纯碱行业产能扩张速度放缓，行业处于供需紧平衡.....	19
3.1、 玻璃需求表现良好，纯碱需求增长.....	19
3.2、 纯碱行业处于供需紧平衡状态.....	21
4、 有机硅行业扩产高峰到来，行业将处于供给过剩格局.....	23
5、 新基建有望刺激 PVC 需求增长，行业产能扩张放缓，集中度提升，PVC 行业景气向上.....	25
5.1、 基建与手套双头催化，PVC 行业需求景气向上.....	25
5.1.1、 PVC 主要用于化学建材生产，40 万亿新基建或将带动 PVC 需求增长.....	25
5.1.2、 下游手套订单大幅增长，PVC 糊价格持续上涨.....	27
5.2、 PVC 行业集中度有所提高，产能扩张速度放缓.....	28
6、 烧碱与 PVC 联产，实现供需平衡.....	29
7、 粘胶短纤与纯碱行业或迎来拐点，公司作为双龙头有望两头开花.....	31
7.1、 公司形成“两碱一化”的循环经济体系，产业链高度循环，龙头规模效应较为明显.....	31
7.2、 粘胶短纤和纯碱行业或迎来拐点，公司业绩弹性较大，有望充分受益.....	31
8、 盈利预测与投资建议.....	32
9、 风险提示.....	33
附：财务预测摘要.....	34

图表目录

图 1： 公司产业链高度循环.....	5
图 2： 唐山三友碱业集团为公司的控股股东（截至 2020 年 3 月）.....	6
图 3： 2010-2019 年，公司收入体量逐年上涨.....	7
图 4： 2019 年公司营收主要来源于粘胶短纤等四大业务.....	7
图 5： 公司归母净利润于 2013 年与 2017 年出现拐点.....	7
图 6： 公司销售毛利率长期维持在 20%以上.....	7
图 7： 2019 年公司毛利主要来源于粘胶短纤、纯碱和烧碱业务.....	8
图 8： 2016 年以来公司粘短毛利率有所下降，纯碱、烧碱毛利率维持稳定.....	8

图 9: 2016 年以来, 公司的资产负债率有所下降.....	8
图 10: 公司财务费用率随资产负债率下降而同步下降.....	8
图 11: 粘胶短纤为重要的纺织原料.....	9
图 12: 纺织品中粘胶短纤用量不断提高.....	9
图 13: 2018 年, 8%的无纺布由粘胶纤维生产.....	10
图 14: 无纺布主要用于医疗卫生领域.....	10
图 15: 2014-2019 年非织造布产量年均复合增长率为 7.03%.....	11
图 16: 棉花种植面积有所萎缩.....	12
图 17: 2019 年棉花进口量与 2018 年基本持平.....	12
图 18: 棉花库存逐年下降, 库消比持续走低.....	12
图 19: 2019 年粘胶短纤的消费量约为棉花消费量的一半.....	13
图 20: 粘胶短纤衍生出性能各异的多种产品.....	13
图 21: 当前棉花-粘胶价差为正差, 且处于历史高位.....	14
图 22: 2015 年以来粘胶短纤出口量增长明显.....	15
图 23: 2020 年 5 月起, 服装出口交货值同比降幅收窄.....	15
图 24: 2019 年粘胶短纤行业开工率处于近年来的低点.....	16
图 25: 溶解浆进口量逐年上升.....	17
图 26: 粘胶短纤与溶解浆价差行至历史低点.....	18
图 27: 纯碱下游需求以玻璃制造为主.....	19
图 28: 纯碱表观消费量大致呈现增长趋势.....	19
图 29: 2020 年以来, 房屋累计竣工面积均同比正增长.....	20
图 30: 2020 年 4 月以来, 汽车当月产量均同比正增长.....	20
图 31: 2020 年 5 月以来, 浮法玻璃开工率持续提高.....	20
图 32: 2020 年 7 月以来, 浮法玻璃在产日熔量持续提高.....	21
图 33: 2020 年 5 月以来, 玻璃库存持续下降.....	21
图 34: 玻璃价格持续上涨带动纯碱价格回暖.....	21
图 35: 2020 年 5 月以来, 纯碱库存持续下行.....	21
图 36: 产能扩张速度放缓, 开工率维持在较高水平.....	22
图 37: 2017 年以来, 纯碱产量/表观消费量接近 100%.....	22
图 38: 有机硅聚合物可广泛用于建筑、电子电器等领域.....	23
图 39: 中国有机硅单体产能占全球总产能的 58%.....	24
图 40: PVC 下游需求以化学建材为主.....	25
图 41: PVC 表观消费量逐年增长.....	25
图 42: 2020 年 4 月以来, PVC 价格不断上涨.....	27
图 43: 27%的 PVC 糊用于生产手套.....	27
图 44: 2020 年 6 月以来, PVC 糊价格持续上涨.....	27
图 45: 80%的 PVC 采用电石法生产.....	28
图 46: 2013 年以来, PVC 产能呈先降后增趋势.....	28
图 47: 烧碱主要应用在轻工、纺织、冶金等领域.....	30
图 48: 烧碱表观消费量不断增长.....	30
图 49: 2016 年以来, 烧碱装置开工率维持在较高水平.....	30
表 1: 公司产品多样化布局, 2019 年主要产品基本实现满产满销.....	5
表 2: 粘胶短纤综合性能优于棉花.....	9
表 3: 粘胶短纤的下游应用主要集中在纺织、医疗卫生领域.....	10

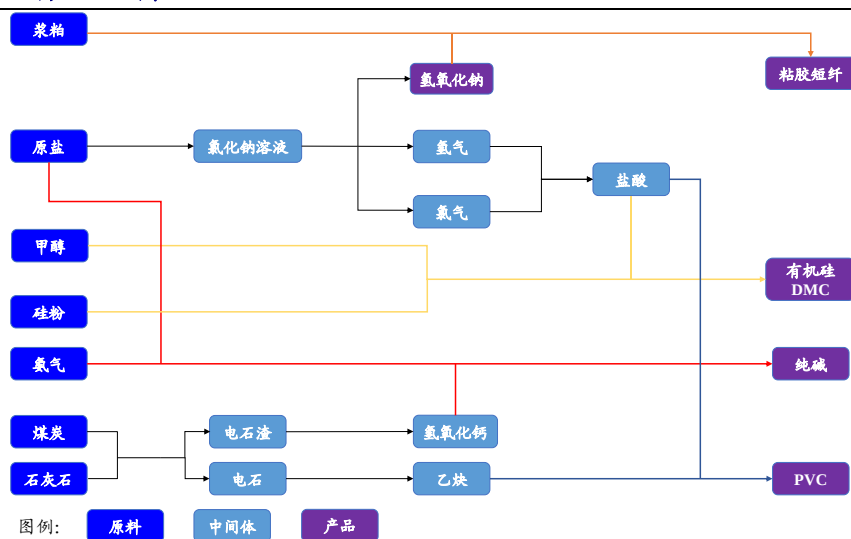
表 4: 公司为粘胶短纤行业上市龙头	16
表 5: 氨碱法生产规模较大, 联碱法原料利用率较高	21
表 6: 2020 年底将仅有 80 万吨纯碱新产能投产	22
表 7: 部分省市经济刺激计划: 交通、能源等基建项目较多	25
表 8: 2020 年将新增 177 万吨 PVC 产能	28
表 9: 未来烧碱行业仅有 142 万吨新增产能	30
表 10: 公司业务拆分	32
表 11: 可比公司盈利与估值	33

1、公司是粘胶短纤及氯碱行业双龙头，产业链配套完善、高度循环

1.1、公司产业链高度循环，主营产品实现满产满销

公司拥有化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业，是粘胶短纤和纯碱双龙头企业，规模经济效应显著。唐山三友化工股份有限公司（以下简称“三友化工”或“公司”）成立于1999年12月，于2003年6月上交所上市，总部位于唐山市南堡开发区。经过20余年的发展，目前公司已形成了以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联的产业格局。公司主要产品包括粘胶短纤维、纯碱、烧碱、聚氯乙烯（PVC）、混合甲基环硅氧烷（有机硅），并有热电、原盐、碱石、物流、国际贸易等配套设施、原材料和业务，是国内的粘胶和纯碱的龙头企业之一。公司产品主要用于纺织、玻璃、有色金属冶炼、合成洗涤剂、化学建材等行业。根据公司2019年报数据，公司2019年纯碱年产能为340万吨、粘胶短纤维的年产能达到78万吨，分别位列全国第一和第二。此外，公司有机硅单体年产能20万吨，拥有华北最大的有机硅生产基地。随着公司产品生产规模的进一步扩大，其规模经济效益日益显著。

图1：公司产业链高度循环



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表1：公司产品多样化布局，2019年主要产品基本实现满产满销

产品	纯碱	粘胶纤维	烧碱	PVC	有机硅 DMC	室温胶	高温胶
产能（万吨）	340	78	53	51	10	2	2
产量（万吨）	341.57	82.09	52.61	42.97	6.09	1.85	2.34
产能利用率（%）	100.5	105.2	99.3	85.1	102.8	92.5	117.0
销量（万吨）	343.8	81.58	52.67	42.6	6.14	1.83	2.39
产销率（%）	100.7	99.4	100.1	99.1	100.8	98.9	102.1

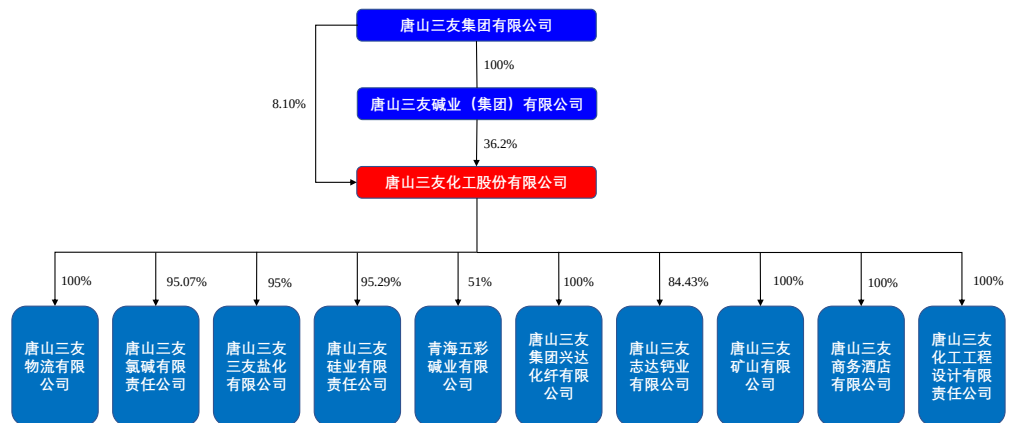
数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：部分有机硅 DMC 为有机硅室温胶、高温胶原材料

1.2、唐山三友碱业集团是公司第一大股东

公司控股股东为唐山三友碱业集团。截至 2020 年 3 月，公司前十大股东合计持股比例为 51.18%，其中唐山三友集团直接持有公司 8.10% 的股权，并通过持有唐山三友碱业集团 100% 的股权而间接持有公司 36.20% 的股权。此外，公司拥有 10 家控股子公司、两家分公司（纯碱分公司、热电分公司），子公司的经营业务基本都围绕公司的主营业务开展。

图2：唐山三友碱业集团为公司的控股股东（截至 2020 年 3 月）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、随着公司四大主营业务布局不断成熟，公司发展实现了“十年”腾飞

2010-2019 年为公司发展的“黄金十年”。随着公司粘胶短纤、纯碱、氯碱和有机硅业务布局的日益成熟，以及粘胶短纤、纯碱等产品新增产能的投放，公司营收在 2010-2019 年实现了跨越式增长。2019 年公司营业收入为 205.15 亿元，相比于 2010 年公司 53.05 亿的营收体量，增长了近三倍。与此同时，公司盈利能力也不断提升。公司销售毛利率一度由 2012 年最低的 14.4% 增长至 2017 年最高的 27.3%，且长期维持在 20% 以上；而公司的销售净利率亦由 2012 年最低的 1.0% 一度增长至 2017 年最高的 10%。

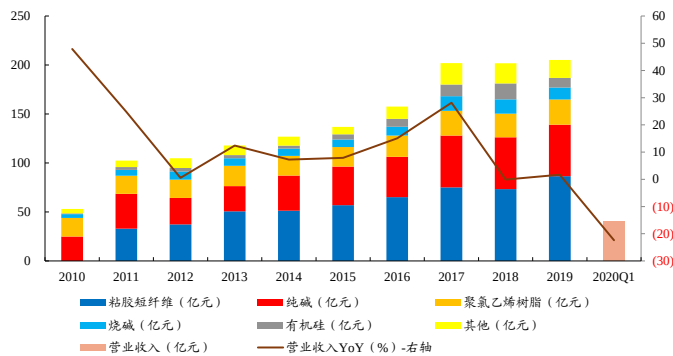
公司盈利能力与产品行业周期波动紧密相关，公司归母净利润在 2013 年与 2017 年出现拐点。在近十年间，公司的归母净利润分别于 2013 年和 2017 年出现过两个拐点：**2013 年**，受原料价格下降、下游市场回升、需求增长等多重因素提振，粘胶短纤行业盈利情况同比好转，加之公司 16 万吨差别化粘胶短纤项目于 2013 年 4 月份建成投产，彼时公司粘胶短纤年产能增加至 48 万吨；此外，随着 2013 年公司青海五彩碱业 110 万吨纯碱项目进入试生产阶段，公司纯碱总产能在行业内进一步达到领先地位，粘胶短纤和纯碱两项业务带动 2013 年公司营收和归母净利润同比大幅提升。**2017 年**，随着公司四大主营业务布局成熟、供给侧改革和全国环保督察开展，化工行业整体景气度上升，公司主导产品量价齐升，公司营业收入和归母净利润创下新高，公司的营收和归母净利润达到 201.96 亿元和 18.89 亿元，同比分别增长 28.17% 和 147.63%。

粘胶短纤行业产能过剩，行业整体亏损，拖累公司 2019 年归母净利润。2019 年公司营业收入为 205.15 亿元，同比增长 1.69%，归母净利润为 6.83 亿元，同比下

降 56.94%，其中公司四大主营业务——粘胶短纤、纯碱、PVC 和有机硅业务营收占比合计为 86%。公司整体的销售毛利率和销售净利率分别为 20.1%和 3.6%，较 2018 年均有较大幅度下滑。公司 2019 年业绩大幅下滑，主要是由于 2019 年粘胶短纤行业产量集中释放，但下游需求增长相对缓慢，行业供需矛盾较为突出，市场进入产能消化期，行业整体亏损明显，而公司约 40%的营收来自于粘胶短纤，受粘胶短纤行业景气下行影响，公司业绩同比下降。

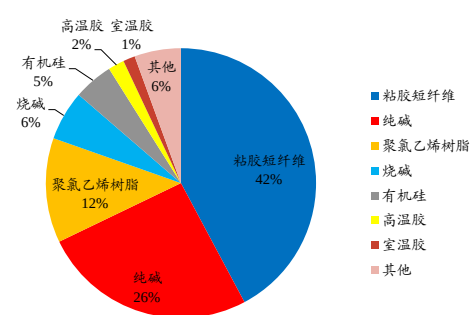
2020 年 Q1 疫情爆发，公司主营产品粘胶短纤、纯碱价格大幅下跌，致公司业绩大幅亏损。2020 年 Q1，公司营业收入为 40.22 亿元，同比下降 22.37%；实现归母净利润-2.13 亿元，系公司自 2009 年 Q1 以来，归母净利润首次出现负增长。2020 年 Q1，国内爆发新冠疫情，粘胶短纤、纯碱下游大部分企业难以复工，致粘胶短纤、纯碱价格同比大幅下跌。根据卓创资讯数据，2020 年 Q1 粘胶短纤均价为 9,564.6 元/吨，同比下跌 26.9%；纯碱均价为 1,858.7 元/吨，同比下跌 21.2%，大幅拖累公司业绩。

图3：2010-2019 年，公司收入体量逐年上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2019 年公司营收主要来源于粘胶短纤等四大业务



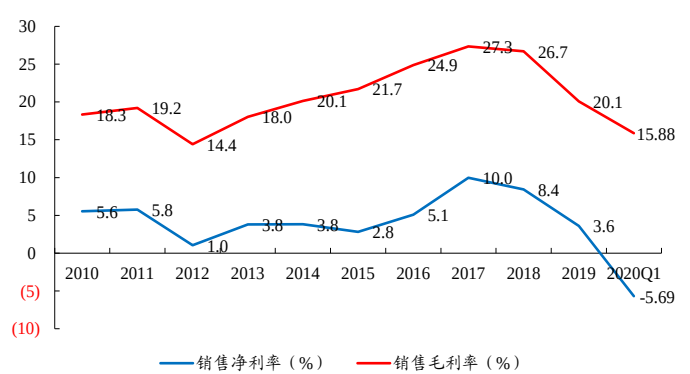
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司归母净利润于 2013 年与 2017 年出现拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司销售毛利率长期维持在 20%以上

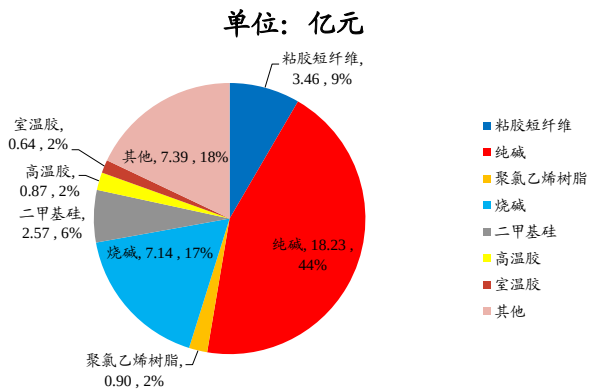


数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年公司毛利主要来源于粘胶短纤、纯碱和烧碱业务。2019 年公司粘胶短纤、纯碱和烧碱业务毛利率分别为 3.99%、34.65%和 58.46%，分别为公司贡献毛利 3.46 亿元、18.23 亿元和 7.14 亿元。近几年，粘胶短纤、PVC 行业产能不断增加，供需矛盾日趋激烈，各企业之间竞争激烈，行业已普遍亏损，致公司粘胶短纤毛利率逐年下跌，PVC 业务毛利率较低甚至亏损。而纯碱、烧碱、室温胶和高温胶等产品行

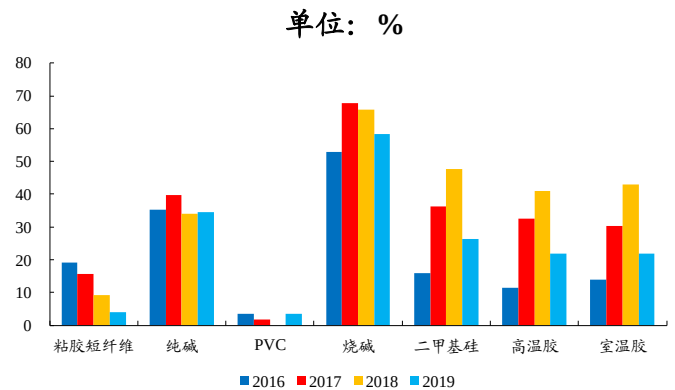
业格局较好，2019 年这四种产品仍能维持较高的毛利率。

图7：2019 年公司毛利主要来源于粘胶短纤、纯碱和烧碱业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

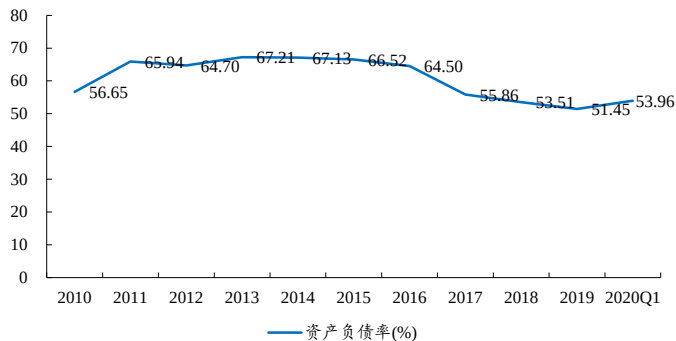
图8：2016 年以来公司粘短毛利率有所下降，纯碱、烧碱毛利率维持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

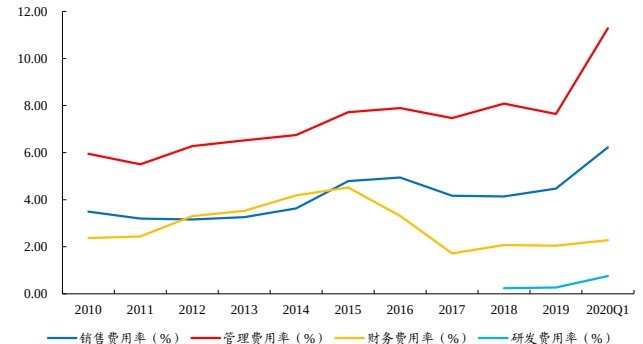
公司项目投资期已过，资产负债率及财务费用率有所下降。目前，公司大型项目均已渡过主要投资期，项目剩余待投入规模小。公司现有的“在建工程”项目主要围绕现有主营业务进行技改或深加工，资金压力较小。随着公司新产能的陆续投放，公司资产负债率自 2016 年逐渐下降，财务费用率也同步降低。截至 2020 年 Q1，公司资产负债率为 53.96%，处于历史低位。

图9：2016 年以来，公司的资产负债率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司财务费用率随资产负债率下降而同步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、粘胶短纤行业近 50 万吨产能停滞，下游纺织业行业回暖，粘胶短纤进入复苏期

2.1、粘胶短纤是一种性能良好的替代棉花的纤维

粘胶短纤质地与棉花相近，综合性能优于棉花。粘胶短纤又叫人造棉，是由原料浆粕首先与烧碱进行碱化作用，此后经过磺化、纺丝等工艺加工而成的纤维素纤维成品。粘胶短纤是下游服装面料领域人棉纱、混纺纱的重要原料，具有与棉花相当的舒适性和吸湿性，但却有更好的染色性和混纺性能，且不生静电，具有丝绸一般的飘逸性和柔软性。近年来粘胶短纤在市场上颇受欢迎，需求逐年增长，在中高

端面料如服装家纺、无纺布等领域得到了较为广泛的应用。

表2: 粘胶短纤综合性能优于棉花

	粘胶短纤	棉花	涤纶短纤
吸湿性	非常好 (12%-14%)	较好 (4%-8.5%)	非常差 (0.4%-0.5%)
透气性	非常好	非常好	较差
悬垂性	好 (比重大 1.50-1.52)	较差, 洗后易变形	好
染色难易程度	非常好, 可使用直接、还原、碱性、色酚、媒染、硫化、反碱性、硫化、活性、偶氮、反应性及颜料等燃料染色	一般, 可使用直接、还原、碱性、硫化、活性、偶氮、还原染料、可溶性染料等染料染色	一般, 可使用分散染料、还原染料、可溶性染料等染料染色
舒适性	与棉花最为接近, 亲肤	非常好	一般, 可使用分散、还原、可溶性等染料染色
强度	较强	一般	非常强, 是棉花的 2 倍

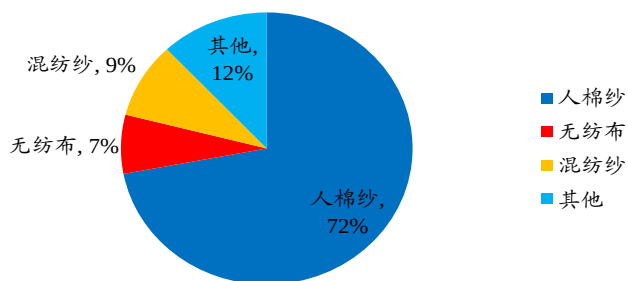
资料来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

2.2、棉花-粘胶短纤价差处于历史高位, 粘胶短纤开启替代棉花的最佳时期

2.2.1、粘胶短纤为重要的棉纺织原料

粘胶短纤为棉纺织原料之一, 主要用于生产纺织品。根据智研咨询数据, 72%的粘胶短纤用于生产人棉纱, 9%的粘胶短纤用于生产混纺纱, 另有 9%用于生产无纺布, 人棉纱和混纺纱主要用于生产纺织品。其中, 人棉纱是粘胶短纤经湿法纺丝制成的纱线, 具有吸湿性好、穿着舒适、独特的耐热性等优点, 是健康绿色的纺织品。人棉纱常与棉、毛或各种合成纤维混纺、交织、用于各类服装及装饰用纺织品, 应用领域较为宽泛, 可以做成仿麻、仿毛等纱线, 将粘胶短纤应用领域拓宽至毛纺产业。粘胶短纤另一个主要的下游市场是混纺纱, 混纺纱主要是棉、粘胶、涤纶、氨纶等以不同比例混纺而成, 广泛应用于西装、休闲外套等服饰中。目前粘胶混纺纱中粘胶短纤使用比例从 25%-35%提高到 50%左右, 部分产品达到了 95%, 部分厂家还在积极尝试 100%粘胶短纤的产品。我们预计粘胶短纤在混纺纱中的应用比例有望进一步提高。

图 11: 粘胶短纤为重要的纺织原料



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

图 12: 纺织品中粘胶短纤用量不断提高



资料来源: 淘宝网

表3: 粘胶短纤的下游应用主要集中在纺织、医疗卫生领域

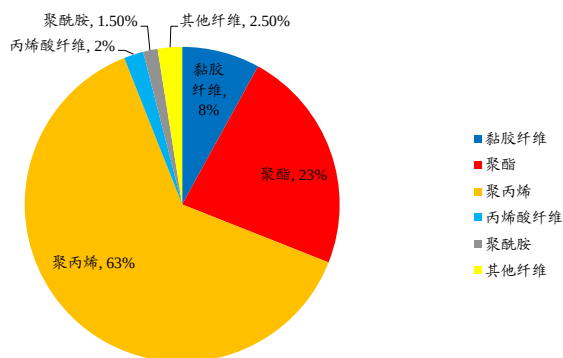
粘胶短纤下游应用	功能
混纺纱	主要是棉、粘胶、涤纶、氨纶等以不同比例混纺而成，广泛用于西装、休闲外套等服饰。
人棉纱	常与棉、毛或各种合成纤维混纺、交织、用于各类服装及装饰用纺织品。
无纺布	医疗卫生（主要）、擦拭酒精、包装材料、填充物、汽车内饰等。

资料来源：凤泉纺织官网、中国产业信息网、开源证券研究所

无纺布为粘胶短纤新兴的下游市场，我们看好无纺布在卫生用品领域渗透率提高，带动粘胶短纤需求增长。无纺布是由定向或随机的纤维构成的新一代环保材料，具有防潮透气、柔韧质轻、不助燃易分解、无毒无刺激等特点。根据中国产业信息网数据，截至 2018 年，41% 的无纺布用于医疗卫生领域。无纺布已成为粘胶短纤新型的下游市场，在无纺布的生产原料中，粘胶短纤、聚酯、聚丙烯 PP 的使用占比分别为 8%、23%、63%，三者为无纺布主要的原料纤维。近年来，粘胶短纤因其良好的吸湿性、舒适亲肤、可降解等特点，在水刺无纺布、医用敷料等领域得到了广泛应用。伴随着下游消费升级意识的提升以及中国人口老龄化严重，我们看好未来无纺布在棉柔巾、擦脸巾、面膜、卫生巾、婴儿纸尿裤、成人湿巾用品等品类的渗透率不断提升，进而带动粘胶短纤需求增长。

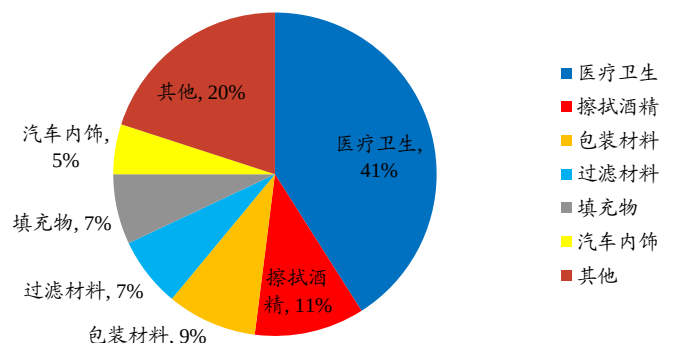
NCP 疫情催生无纺布在下游口罩端的需求增量。据中商产业研究院数据，2014 年我国非织造布的产量为 440 万吨，此后我国非织造布产量逐年攀升，根据中研研究院数据，2019 年我国无纺布年产量达 618 万吨，较 2014 年增长 40.45%，年均复合增长率达 7.03%。公司生产的洁净高白度粘胶短纤维可用于生产水刺无纺布，水刺无纺布通过纯纺或与涤纶等其他纤维混纺，用以生产口罩、绷带、纱布、手术被服、医用巾垫等医疗生活卫材。2020 年 NCP 疫情在全球范围内爆发，全国多家企业纷纷开始生产、转产口罩，全民卫生防疫意识亦不断提高，有望带动无纺布需求大幅增长，从而催生粘胶短纤需求进一步增长。

图13: 2018 年，8%的无纺布由粘胶纤维生产

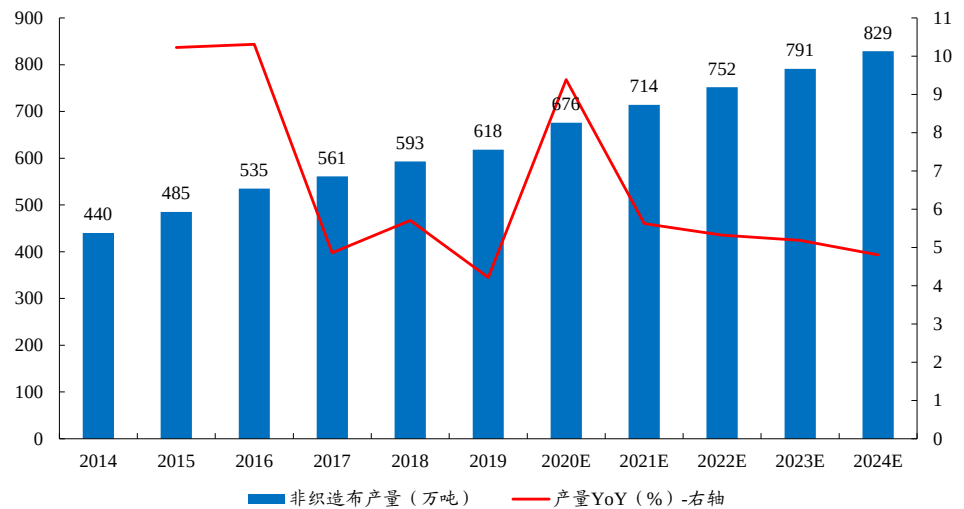


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图14: 无纺布主要用于医疗卫生领域



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图15：2014-2019 年非织造布产量年均复合增长率为 7.03%


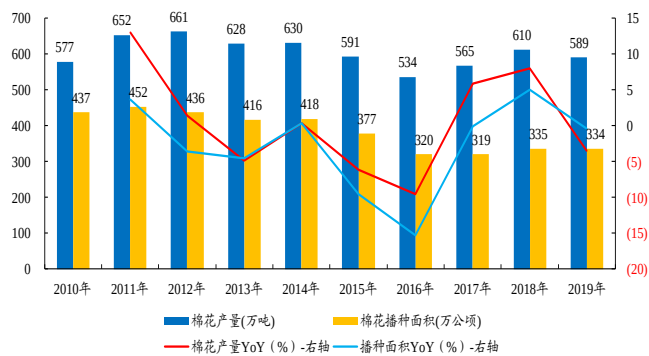
数据来源：中商产业研究院、中研研究院、开源证券研究所

2.2.2、粘胶短纤对棉花的替代迎来“黄金时机”

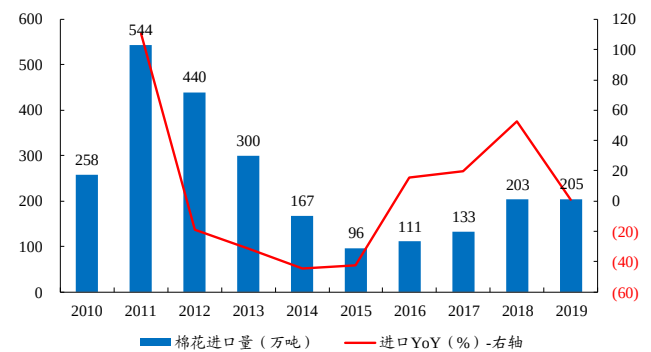
我国长期进口大量棉花。我国作为纺织业大国，国内每年 600 万吨左右的棉花产量难以满足需求，因此近年来我国大量进口棉花。根据国家统计局数据，**2019 年我国棉花进口量达到 205 万吨**。为限制棉花进口、保证国内棉花产量，提高国内棉花种植积极性，我国从 2013 年开始对进口棉花实施滑准税制度，国家每年分配一定的关税配额，超出配额的进口棉花需要缴纳更高的关税；同时当进口棉价格过低时，滑准税率将会进一步提高。2019 年棉花进口关税分三种：89.4 万吨/年关税进口配额（1%关税，其中 33%为国营贸易配额）、80 万吨/年滑准税进口配额、常规进口。2020 年商务部公布的棉花关税进口配额为 89.4 万吨，较 2019 年变化不大。2020 年滑准税进口配额尚未公布，我们预计 2020 年滑准税进口配额较 2019 年变化不大，为 80 万吨左右，则当棉花进口量超过关税和滑准税进口配额总和约 170 万吨后，国内企业只能以常规进口渠道进口棉花，但是当常规进口关税高达 40% 时，棉花进口成本将会过高，因此我们预计 2020 年我国棉花进口量将维持在 170-200 万吨。

我国棉花产量增长乏力，有进一步萎缩趋势。自 2014 年开始，受国家政策、市场价格、天气等因素影响，棉花种植面积出现较大幅度下滑，据国家统计局统计，2019 年棉花种植面积仅 335 万公顷，相较于 2014 年的 418 万公顷下降幅度达到 24.8%，种植面积的下降，导致棉花年产量一度下降至 2016 年的 470 万吨。得益于近两年农业技术的提升和普及，2018-2019 年我国棉花产量维持在 589 万吨左右。新疆是中国最重要的商品棉种植基地，据国家统计局统计，2018 年全国棉花产量为 610 万吨，新疆棉花产量为 511.1 万吨，新疆棉产量占比高达 84%。但是未来新疆退耕还草、还林与还牧的力度还将持续加大以及新疆的人力成本较为高昂，新疆以外的地区棉种植面积增长乏力，我们预计 2020 年我国棉花的播种面积将会略微下滑。

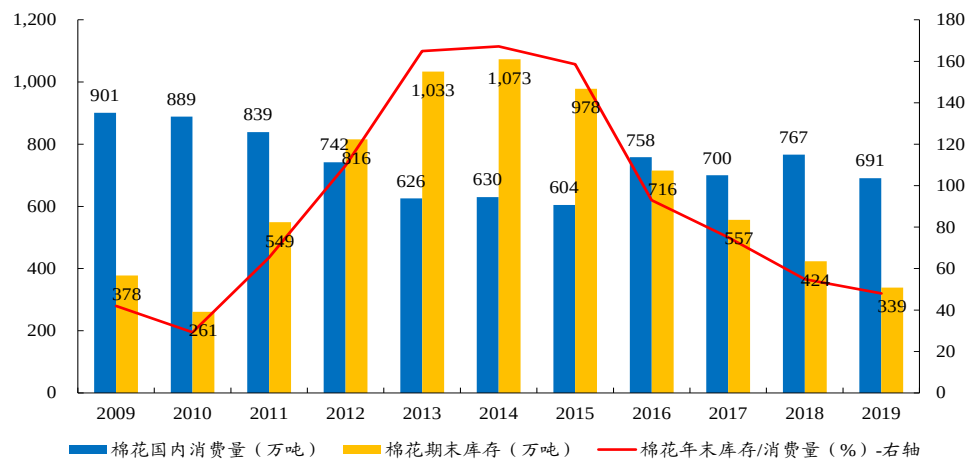
近年来棉花库存逐年下降，库存/消费比持续下滑。2019 年棉花国内消费量为 691 万吨，期末库存仅有 339 万吨，库消比为 48%，处于历史低位。随着棉花库存消耗的增加，棉花供给不足的情况将愈发凸显。

图16: 棉花种植面积有所萎缩


数据来源: 国家统计局、开源证券研究

图17: 2019 年棉花进口量与 2018 年基本持平


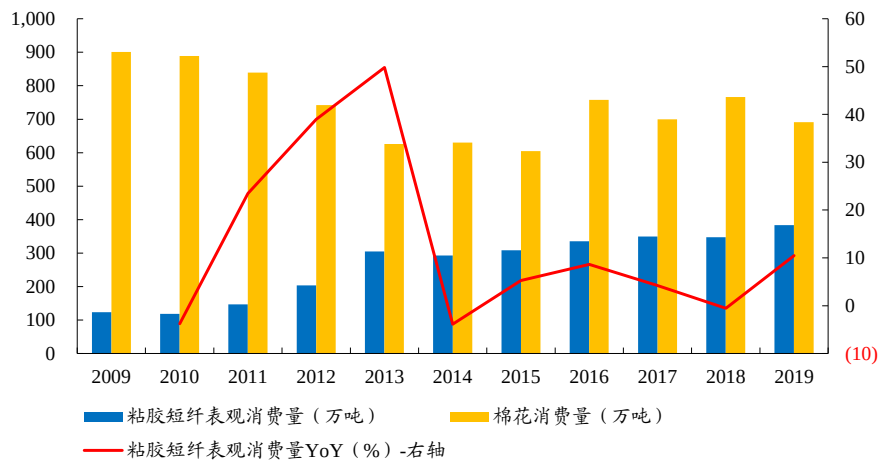
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图18: 棉花库存逐年下降, 库消比持续走低


数据来源: Wind、开源证券研究所

粘胶短纤与棉花相互替代性强，粘胶短纤替代空间较大。棉花与粘胶短纤均为重要的纺织材料，在服装家纺等终端产品中差别很小，两者实际应用中具有很强的相互替代性。棉花是目前下游应用最多的纺织材料，据 Wind 和卓创资讯数据，2019 年棉花国内消费量为 691 万吨，而 2019 年粘胶短纤表观消费量为 384 万吨，粘胶短纤的消费量约为棉花消费量的一半，粘胶短纤还有较大的替代空间。

图19: 2019 年粘胶短纤的消费量约为棉花消费量的一半



数据来源: 卓创资讯、Wind、开源证券研究所

相比于棉花，粘胶短纤产量可控，优势凸显。相对于棉花，粘胶短纤基于化学合成，产量人为可控。而且经过百余年的发展，粘胶短纤已衍生出多种性能各异的产品，如莫代尔纤维、莱赛尔纤维（天丝）、阻燃纤维等。随着消费水平的提升以及人们日益个性化的产品诉求，差别化的粘胶短纤产品不断推陈出新，产品性能日益提升、产量逐步提高，粘胶短纤的应用范围也随之进一步扩大。中国作为纺织服装生产大国，根据卓创资讯数据，2015-2019 年中国纱线产量年均增长率约 2.5%，对上游棉花、粘胶短纤等原料产品需求也在不断提高，而期间棉花供给不足、需要大量进口，我们看好未来粘胶短纤对棉花的替代进一步提速。

图20: 粘胶短纤衍生出性能各异的多种产品

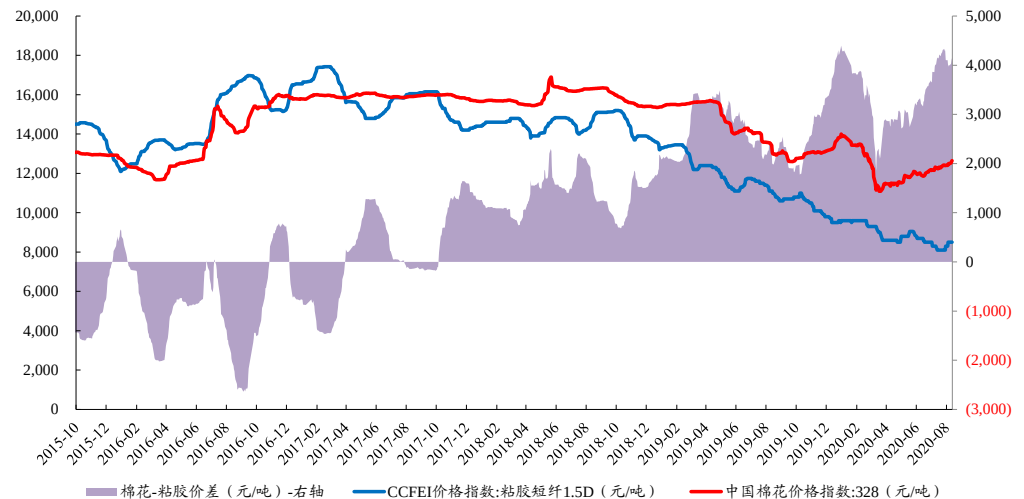


资料来源: 公司官网

当前棉花-粘胶短纤正差处于历史高位，下游用粘胶短纤替换棉花动力增强。棉花与粘胶短纤的价差对于下游市场的原料选择有着重要的影响，当棉花-粘胶短纤价

差拉大时，下游企业增加粘胶短纤用量的动力进一步增强，以节约成本。2019 年以来，粘胶短纤行业产能过剩，企业掀起价格战，粘胶短纤价格一路下跌，与棉花的价差逐渐拉大。目前棉花-粘胶短纤价差约 4,150 元/吨，处于历史高位，使用粘胶替代棉花可以大幅度改善棉纺织品的成本压力，下游使用粘胶短纤替代棉花动力进一步增强。

图21：当前棉花-粘胶价差为正差，且处于历史高位



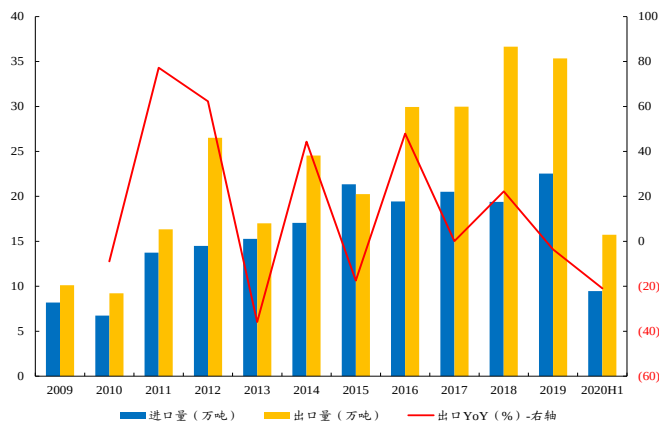
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3、纺织业受到疫情冲击的影响正在减弱，“金九银十”行情开启在即，粘胶短纤需求或将迎来边际改善

2015 年以来粘胶短纤出口增长明显。随着我国粘胶纤维产能的释放，以及产品逐渐向差别化、高端化迈进，我国粘胶短纤产品在国际市场上竞争力也愈发突出，粘胶出口量不断增长，进出口差额有所扩大。据卓创资讯数据显示，**2018 年粘胶短纤出口量为 36.65 万吨，同比增长 22%，而进口量为 19.38 万吨，净出口量达 17.27 万吨，同比增长 83%。**2019 年粘胶短纤进口量为 22.53 万吨，同比增长 16%，出口量为 35.35 万吨，同比略下降 4%。

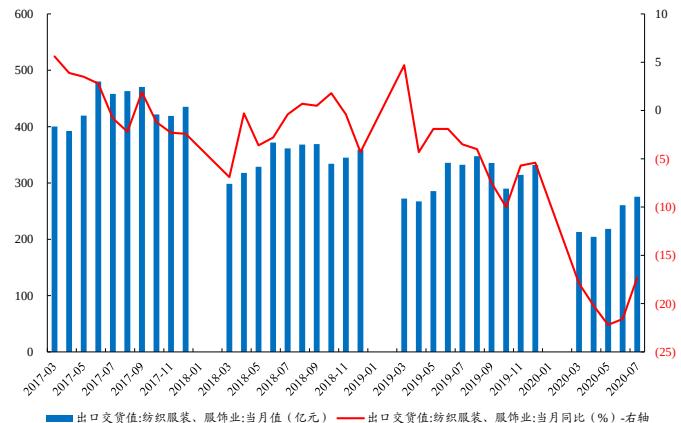
纺织业受到 NCP 疫情冲击的影响正在逐渐减弱。中国纺织服装产业，近半成货量以出口形式进行产能消化。而 2020 年全球爆发 NCP 新冠疫情，纺织业出口受到较大冲击。根据国家统计局数据，2020 年 5 月服装出口交货值为 218.60 亿元，同比下降 22.20%，创 2017 年以来的最大单月跌幅。受服装出口增速放缓影响，根据卓创资讯数据，2020 年 H1 粘胶短纤出口量仅为 15.74 万吨，同比下降 20.95%。但随着国内疫情逐渐受控，纺织企业全面复工复产，2020 年 5 月-7 月，服装出口交货值增速降幅逐渐缩窄，服装业受到 NCP 疫情冲击的影响正在减弱。

图22: 2015 年以来粘胶短纤出口量增长明显



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图23: 2020 年 5 月起，服装出口交货值同比降幅收窄



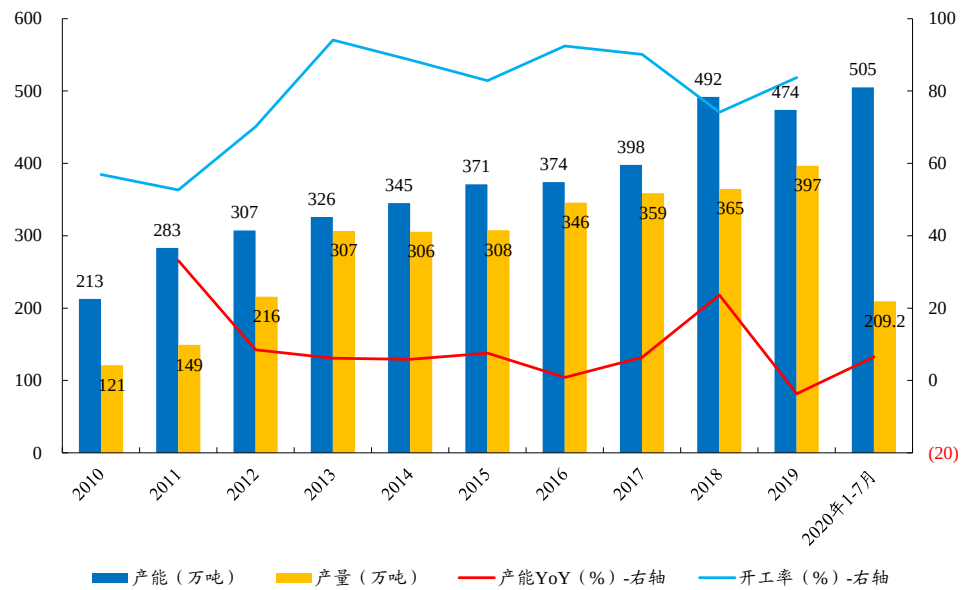
数据来源：Wind、开源证券研究所

纺织业“金九银十”行情开启在即，粘胶短纤或将迎来需求的边际改善。尽管当前纺织业正处淡季，但2020年秋季即将到来，下游纺织业好转迹象开始显现。根据卓创资讯数据，2020年6月我国出口服装及衣着附件环比增加44.57%，2020年3-5月布产量基本稳定在32亿米上下，走势趋于平稳。政策方面，国务院办公厅印发关于支持出口产品转内销的实施意见，以政策为导向，积极扩大内销，提振市场业者参市信心。2020年8月中旬以来，国内面料订单量有所增加，且以秋冬服装面料和家纺面料为主，部分地区织造企业走货量有所好转。随着纺织业“金九银十”行情开启在即，纺织业出口交货值有望继续环比改善，同时带动粘胶短纤需求边际增长，为粘胶短纤价格反弹提供支撑。

2.3、粘胶短纤行业有效产能下降，供需格局有所改善

2.3.1、粘胶短纤行业产能扩张已基本结束

2018 年粘胶行业迎来新一轮投产高峰，粘胶短纤供给过剩。2015 年至 2017 年初，粘胶短纤行业处于景气上行周期，粘胶短纤企业纷纷扩产。据卓创资讯数据，2018 年粘胶短纤行业有共计 100 万吨新产能陆续建成投产，包括三友化工扩产 30 万吨、赛得利扩产 31 万吨以及中泰化学扩产 20 万吨等。2018 年粘胶短纤行业名义产能达到 492 万吨，同比增速为 23.6%，而同期粘胶短纤表观消费量仅为 347.4 万吨，**粘胶短纤行业的供需矛盾逐渐显现。**据卓创资讯数据，2018 年粘胶短纤实际产量为 365 万吨，行业开工率为 74%。2019 年粘胶短纤无新增产能，而浙江富丽达 18 万吨粘胶短纤产能关停，行业名义产能为 474 万吨，同比下降 3.7%。2019 年粘胶短纤行业供给过剩，下游纺织业出口相对疲软，粘胶短纤价格不断下行，粘胶短纤开工率为 84%，处于 2015 年以来的低点。

图24: 2019 年粘胶短纤行业开工率处于近年来的低点


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

粘胶短纤行业扩产步伐已基本结束。针对粘胶短纤行业供给过剩的格局,自 2018 年开始,工信部规定我国粘胶短纤单个工厂年产不低于 8 万吨,产品差别化率需要高于 30%,行业扩张基本结束。**2020 年粘胶短纤行业新增产能仅 31 万吨**,分别为赛得利于 2020 年 3 月新增粘胶短纤产能 25 万吨,中泰化学子公司新疆中泰纺织集团库尔勒纤维公司于 2020 年 7 月新增 4 万吨洁净高白度粘胶短纤维产能。其他企业暂无产能扩张计划,粘胶行业产能扩张基本结束。2020 年国内粘胶短纤总产能为 500 万吨,而公司粘胶短纤的总产能为 78 万吨,总产能位居行业第二,为粘胶短纤行业的上市龙头企业。

表4: 公司为粘胶短纤行业上市龙头

经营状态	公司	2020 年产能 (万吨)	备注
在产	赛得利	125	
	三友化工	78	上市公司
	中泰化学	74	上市公司
	澳洋健康	42	
	山东雅美	32	
	高密银鹰	23	
	宜宾丝丽雅	25	
	南京兰精	18	
	吉林化纤	16.5	上市公司
	南京化纤	8	上市公司
	河北吉藁	3.5	
	博拉经纬	6	
	在产小计	451	
停产	恒天海龙	17	上市公司, 停产
	成都丽雅	10	停产
	新乡化纤	10	上市公司, 停产

经营状态	公司	2020 年产能 (万吨)	备注
	舒美特	6	停产
	新疆舜泉	6	停产
	停产小计	49	
	合计	500	

数据来源：卓创资讯、百川盈孚、开源证券研究所

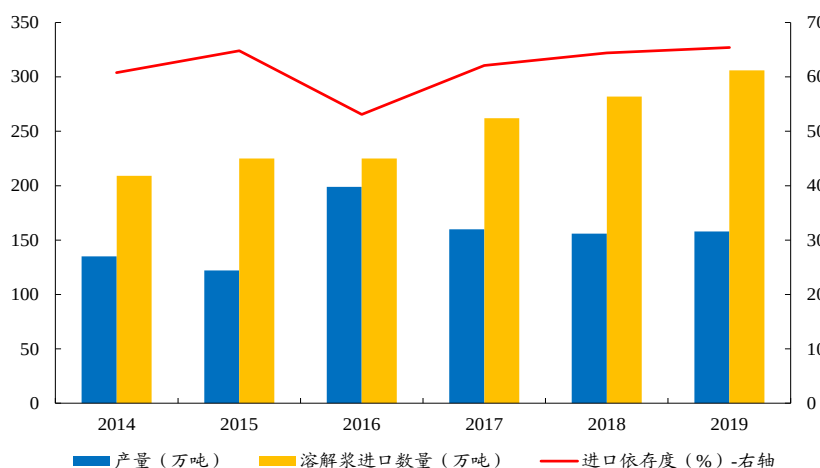
长期亏损下粘胶短纤行业部分产能停滞，而公司仍接近满产状态。2020H1，终端市场需求收紧，粘胶短纤行业长期深度亏损，企业多被动降低货源产出。根据卓创资讯与百川盈孚数据，依照国内粘胶短纤行业设计产能 500 万吨进行核算，截至 8 月 20 日，粘胶短纤行业开工率为 67.51%，在产产能为 451 万吨，停滞产能为 49 万吨，部分企业有不同程度的减产、降负。而公司作为粘胶短纤行业 TOP2 企业，仍处于接近满产状态。

2.3.2、溶解浆价格接近成本价，为粘胶短纤形成成本支撑

我国对溶解浆进口依赖性不断增加，溶解浆进口量逐年攀升。生产粘胶短纤所用的浆粕主要有溶解浆和棉浆粕两种，使用棉花生产棉浆粕的产率较低且棉浆粕成本较高，因此国内外粘胶短纤企业主要使用溶解浆生产粘胶短纤。根据智研咨询数据，2019 年全球的溶解浆产量约 750 万吨，我国产量为 158 万吨，占比 21.07%。尽管我国溶解浆产量较高，但我国溶解浆产能仍供应不足。另外溶解浆的主要原料为木片，我国木片进口的运输成本较高，且我国溶解浆生产工艺较为落后。故国产溶解浆成本较高，浆粕质量难以与国外生产的溶解浆相比，故溶解浆进口量逐年攀升。根据智研咨询数据，2019 年我国溶解浆进口量达到 306 万吨，同比增长 8.5%，进口依赖度为 65.4%，同比上升 1%。

溶解浆价格接近成本价，为粘胶短纤形成成本支撑。溶解浆市场运行主要是依托于上游粘胶短纤产业，而 2018 年 10 月开始，粘胶短纤行业进入实质性亏损状态。截至 2020 年 8 月，粘胶短纤产业亏损时间已达 22 个月之久，拖累溶解浆价格一路下跌。目前国内浆厂多转产造纸浆，溶解浆基本以进口为主。根据卓创资讯数据，截至 2020 年 7 月底，阔叶浆外盘 605-610 美元/吨，针叶浆 630-640 美元/吨。目前溶解浆价格已贴近浆厂成本线，下跌空间极小，将为粘胶短纤提供成本支撑。

图25：溶解浆进口量逐年上升

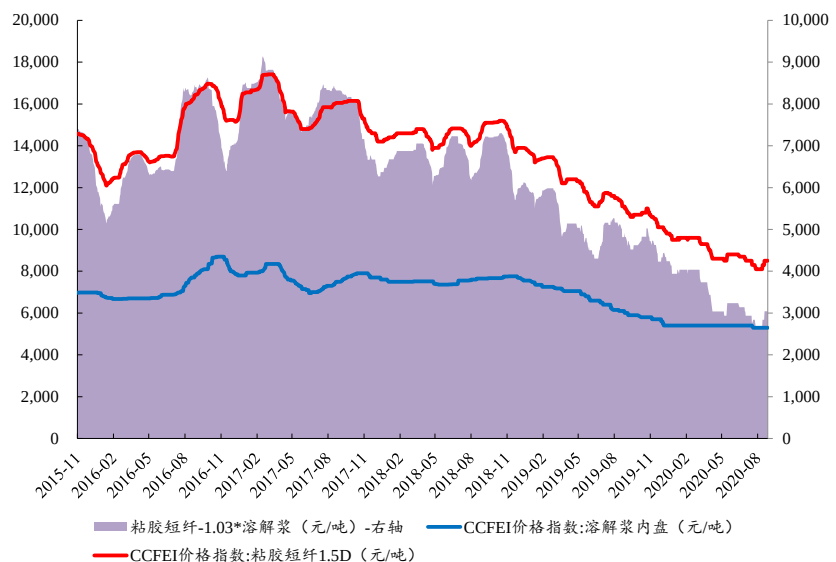


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

2.3.3、粘胶短纤行业深度亏损，价格基本无下行空间

2018 年以来粘胶短纤价格持续下跌，行业已普遍亏损。自 2018 年年中以来，受到中美贸易摩擦、下游纺织业出口略有下滑以及粘胶短纤行业产能快速投放等因素影响，粘胶短纤的价格出现较大幅度的持续下跌。2018 年全年粘胶短纤价格中枢显著低于 2017 年，市场低迷情绪持续蔓延至今。叠加占据主要原材料成本的木浆、烧碱价格持续下跌影响，据卓创资讯数据显示，粘胶短纤价格从 2018 年 6 月底的 14,868 元/吨降至 2019 年底的 9,460 元/吨，跌幅达 36.4%。2020 年 Q1，受新冠疫情影响，下游纺织业出口疲软，粘胶短纤价格延续下跌趋势。目前粘胶短纤 1.5D 价格为 8,500 元/吨，行业平均成本为 10,448 元/吨，每吨粘胶短纤平均亏损接近 2,000 元。根据 Wind 数据，目前溶解浆价格为 5,300 元/吨，即粘胶短纤-溶解浆价差为 3,041 元/吨，同比下降了 39.38%。当前粘胶短纤行业盈利能力较差，而溶解浆价格亦随之跌至接近成本价。若后续原材料价格保持稳定，我们预计目前粘胶短纤价格已处于周期底部，基本没有下行空间。

图 26：粘胶短纤与溶解浆价差行至历史低点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、粘胶短纤行业已接近周期底部，公司作为低成本龙头有望在激烈的行业竞争中脱颖而出

粘胶短纤行业已接近周期底部。2018 年粘胶短纤行业大规模产能扩张导致行业竞争过于激烈，粘胶短纤产能过剩，供需失衡，价格持续下跌，2020 年叠加新冠疫情爆发因素，下游纺织需求减少，粘胶短纤供需失衡格局进一步凸显。包括行业龙头在内的粘胶短纤企业自 2018 年 10 月至今持续亏损，行业亏损时间长达 22 个月，这是不合理的。这也进一步导致如今 50 万吨粘胶短纤行业产能停滞，行业供给进一步减弱。目前粘胶短纤价格有回暖迹象，公司粘胶短纤产品开始提价。根据百川盈孚数据，公司粘胶纤维短纤 1.5D*38mm 产品已由历史低点的 8,300 元/吨，提高至 9,000 元/吨。随着下游纺织出口逐渐复苏、秋季“金九银十”行情开启以及棉花-粘胶短纤价差处于历史高位，我们预计粘胶短纤价格有望进一步上涨。

公司作为低成本的行业龙头，有望在未来粘胶短纤行业景气上行时脱颖而出。公司粘胶短纤产品的差异化率位居行业第一，是国内首家通过了欧洲一级生态纺织品质量认证的企业，拥有莫代尔纤维、竹代尔纤维、高白纤维、着色纤维、无机阻燃纤维等一系列高技术含量、高附加值的产品。根据公司的债券评级报告显示，截至 2020 年 2 月，公司粘胶短纤累计优等品率 99.96%，产品质量保持行业领先水平，且均可实现定制化生产，满足客户个性化需求。未来粘胶短纤行业供需格局好转，公司有望在激烈的价格、品质竞争中得以脱颖而出，进一步恢复盈利能力。根据我们测算，以粘胶短纤销量 78 万吨计，若粘胶短纤含税价格上涨 1,000 元/吨，将增厚公司净利润 5.87 亿元，业绩弹性较大。

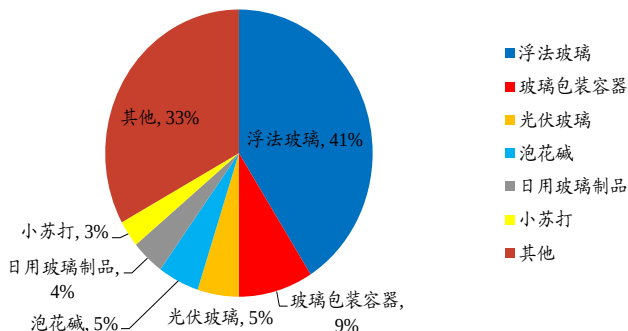
3、纯碱行业产能扩张速度放缓，行业处于供需紧平衡

3.1、玻璃需求表现良好，纯碱需求增长

纯碱下游需求以玻璃生产为主。纯碱化学名为碳酸钠 (Na_2CO_3)，分子量 105.99，化学品的纯度多在 99.5% 以上（质量分数），国际贸易中又名苏打或碱灰。纯碱是最基础的化工原料之一，主要用于平板玻璃、玻璃制品和陶瓷釉的生产，它广泛用于生活洗涤、酸类中和以及食品加工等。纯碱包括轻质碱和重质碱两种，重质纯碱为白色颗粒状的无水物，易溶于水，常温时暴露在空气中能吸收 CO_2 和水，并放出热量，逐渐转成 NaHCO_3 且结块。重质纯碱作为重要的基本化工原料之一，是玻璃制造的主要原料，在化工、冶金、国防、纺织、造纸等领域亦有广泛应用。根据卓创资讯数据，59% 的纯碱用于制造各种玻璃制品，5% 用于生产泡花碱，3% 用于生产小苏打。

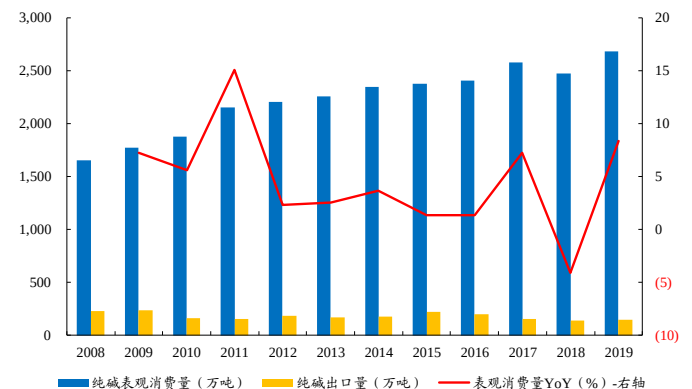
我国为全球最大的纯碱消费国，纯碱需求以国内消耗为主。据智研咨询数据，2009 年以前，我国的纯碱消费量在一直保持高速增长，增速中枢维持在 10-20%。而 2009 年以后，随着我国整体经济增速的逐渐下滑，纯碱消费增速小幅减缓，但总体仍保持增长趋势。目前我国已成为全球纯碱消费量最大的国家，据卓创资讯数据，2019 年中国纯碱表观消费量为 2,678 万吨（同比+8.3%），超过了全球总消费量的 40%，消费量的增速趋势大致与 GDP 增速一致。近两年来受海外纯碱需求减弱，国内需求增速有所回升的影响，纯碱的出口有所下降。2019 年纯碱进口量为 18 万吨，出口量为 144 万吨。

图27：纯碱下游需求以玻璃制造为主



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

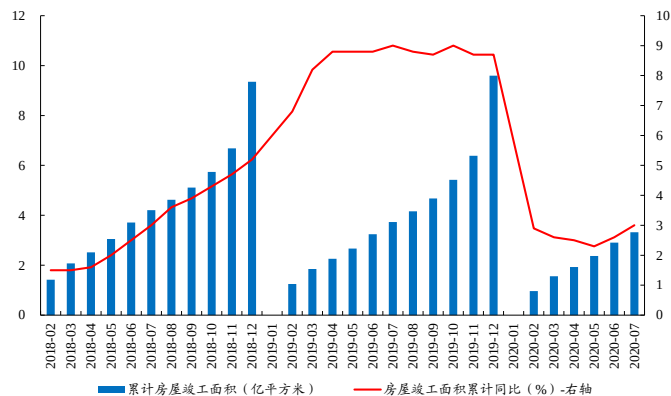
图28：纯碱表观消费量大致呈现增长趋势



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

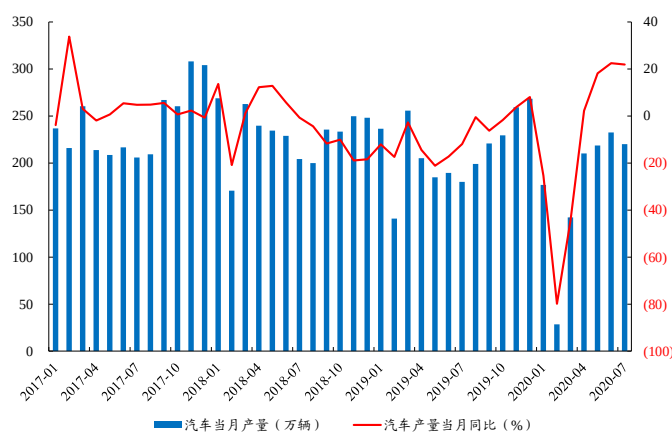
受益于玻璃行业景气上行，纯碱库存不断下降。根据百川盈孚数据，2020年5月中旬，纯碱的库存一度达173.45万吨。而随后玻璃需求不断增长，玻璃日熔量不断提高，纯碱库存也开始持续下行。目前纯碱的库存为101.14万吨，相较于5月高点已下降41.69%。且根据公司公告，近期和邦生物90万吨/年联碱生产线、草甘膦生产线受到汛情影响停产，纯碱库存有所损失。综上，我们预计后续纯碱库存有望继续下行趋势。纯碱价格也于2020年6月底的低位开始止跌回升，根据Wind数据，2020年6月底，重质纯碱市场中间价为1,267元/吨，而目前价格已上涨9.08%，报1,382元/吨。

图29：2020年以来，房屋累计竣工面积均同比正增长



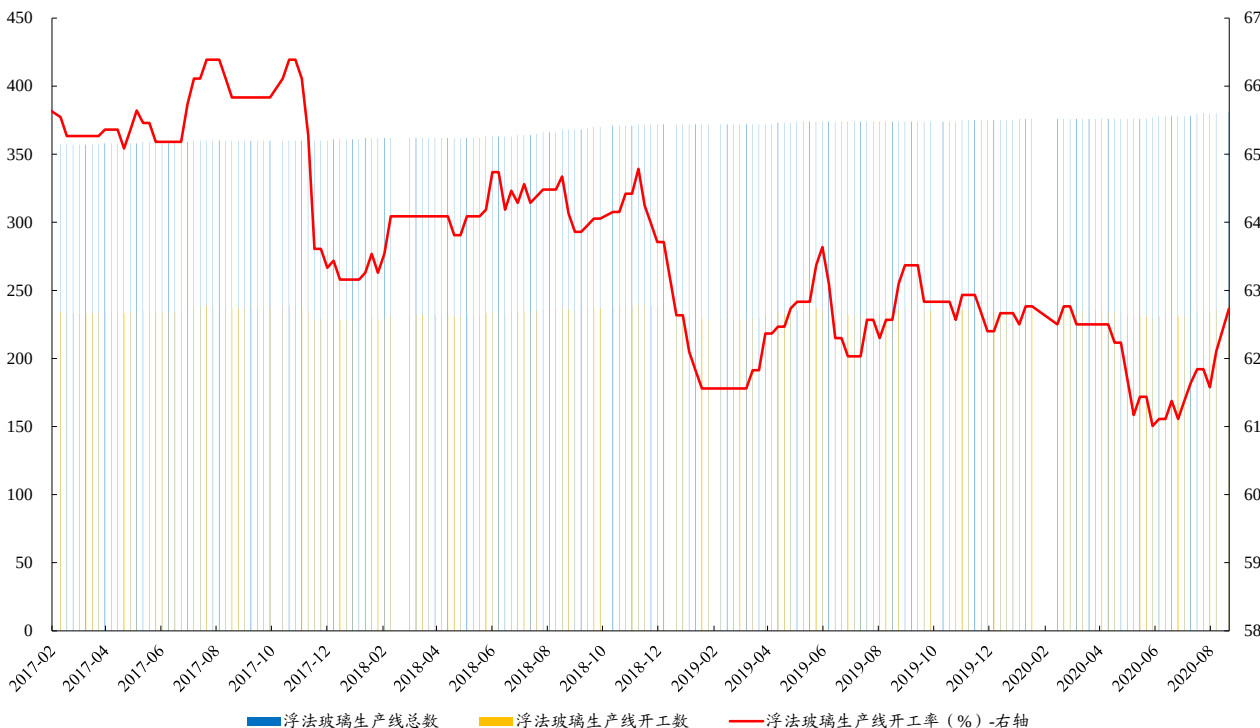
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图30：2020年4月以来，汽车当月产量均同比正增长



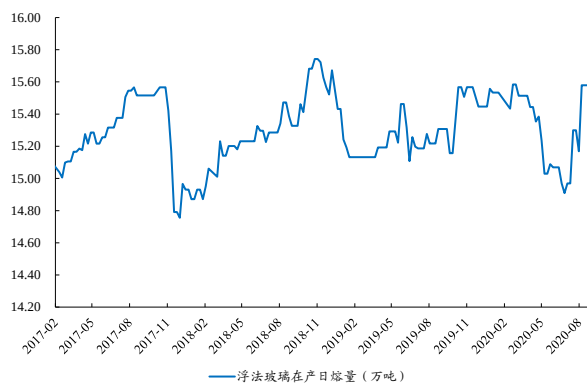
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2020年5月以来，浮法玻璃开工率持续提高



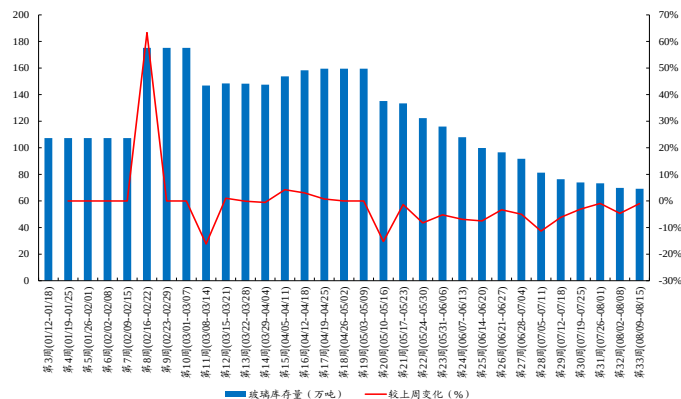
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32: 2020年7月以来, 浮法玻璃在产日熔量持续提高



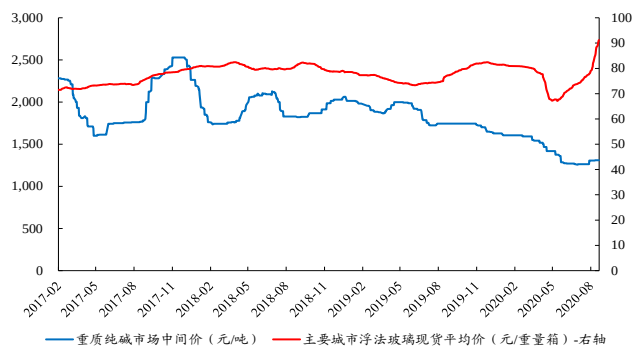
数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 2020年5月以来, 玻璃库存持续下降



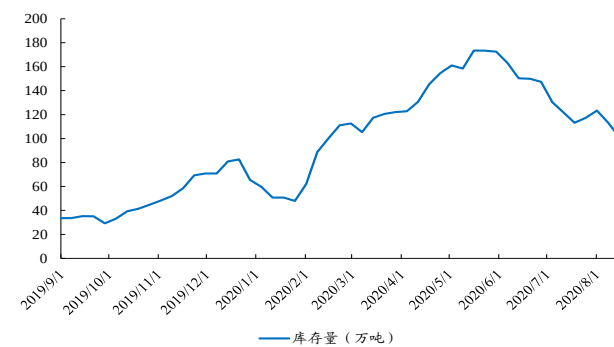
数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

图34: 玻璃价格持续上涨带动纯碱价格回暖



数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 2020年5月以来, 纯碱库存持续下行



数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

3.2、纯碱行业处于供需紧平衡状态

纯碱生产以氨碱法和联碱法工艺为主。我国的纯碱工业已有九十年的历史, 曾发明了著名的“侯氏制碱法”(联碱法)。目前纯碱的生产工艺主要为三种, 分别为氨碱法、联碱法和天然碱法, 其中以氨碱法和联碱法工艺生产的纯碱居多, 两种工艺的占比分别为 49%和 45%。氨碱法生产规模较大, 但会排放大量废液、废渣。联碱法生产的纯碱质量高, 排放污染较少, 但是投资成本较高。

表5: 氨碱法生产规模较大, 联碱法原料利用率较高

	氨碱法	联碱法	天然碱法
原料	海盐、天然盐湖盐	海盐、井矿盐	天然碱
NaCl 的利用率	28%-30%之间	96%以上	N/A
优点	规模大	质量高、污染少、能耗低	质量高、成本低
缺点	需要丰富资源供应, 排放量废渣、废液	一次性投资大、会产生副产物氯化铵, 受农业生产 and 复混肥行业发展制约	受原材料资源地区分布制约

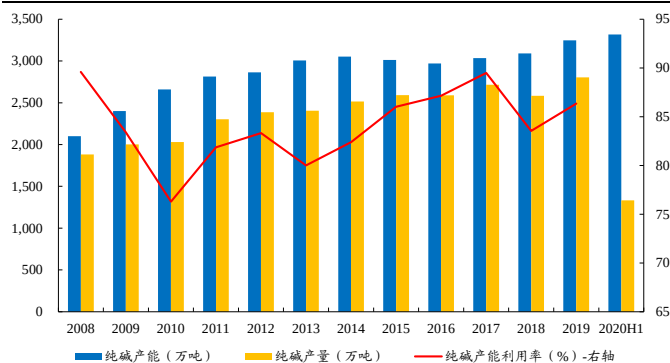
资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

纯碱行业产能扩张速度放缓, 行业或将继续处于供需紧平衡状态。1998-2008 年, 国内的纯碱产能进入了快速增长的阶段, 据前瞻产业研究院数据, 彼时纯碱产能从

约 800 万吨增长到 2,250 万吨，年均增速达到 10.8%。2008 年以后，前期纯碱产能扩张过快、需求增速下降等影响逐渐体现出来，整个纯碱行业陷入了产能严重过剩阶段。加之纯碱行业属于高污染行业，随着我国环保力度的加大，国家加快推动纯碱落后产能的淘汰。2010 年工信部出台了纯碱行业准入条件：氨碱厂设计能力不得小于 120 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 80%。联碱厂设计能力不得小于 60 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 60%，必须全部生产氯化铵。天然碱厂设计能力不得小于 40 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 80%。该准入标准出台之后，纯碱产能的高速增长随之结束，行业产能扩张速度放缓。近几年，纯碱产能水平维持在 3,000 万吨左右。据卓创资讯数据，2019 年纯碱产能为 3,247 万吨，同比增长 5.0%，产量为 2,804 万吨，同比增长 8.6%，而产量/表观消费量为 105%，2019 年纯碱行业已基本处于供需紧平衡。

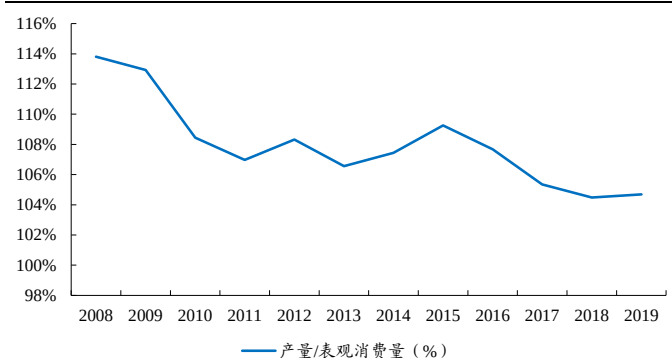
2020 年纯碱行业或仍将处于供需紧平衡状态。根据卓创资讯数据，2020 年纯碱产能为 3,317 万吨，2020 年底将仅新增 50 万吨产能。而 2019 年纯碱的表观消费量为 2,678 万吨，同比增长 8%。根据我们测算，若 2020 年纯碱的表观消费量保持 8% 的增速，则对应纯碱需求将增长 214 万吨，即 2020 年表观消费量为 2,892 万吨。若不考虑 2020 年底 50 万吨的纯碱行业产能增量，2020 年纯碱产能为 3,317 万吨，假设 2020 年纯碱行业开工率为 90%，则 2020 年纯碱产量为 2,985 万吨，则纯碱行业或仍将处于供需紧平衡状态。

图36：产能扩张速度放缓，开工率维持在较高水平



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图37：2017 年以来，纯碱产量/表观消费量接近 100%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表6：2020 年底将仅有 80 万吨纯碱新产能投产

企业	产能 (万吨)	工艺路线	预计投产时间
河南骏化	20	联碱法	2020 年 12 月
甘肃金昌	20	联碱法	2020 年 12 月
晶昊盐业	40	氨碱法	2020 年 12 月
远兴能源	400	联碱法	2022 年 12 月
金山化工	60	联碱法	2022 年 12 月
江苏德邦	60	联碱法	2022 年 12 月
合计	600		

数据来源：百川盈孚、卓创资讯、开源证券研究所

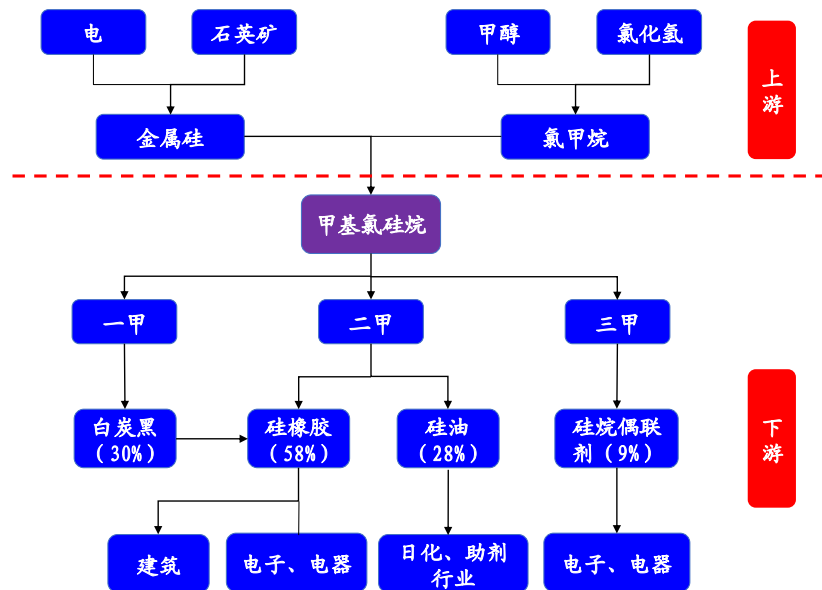
公司纯碱业绩弹性较大。根据公司年报，2019 年公司纯碱产能为 340 万吨，其中本部纯碱产能为 230 万吨，子公司青海五彩碱业（权益 51%）纯碱产能为 110 万吨，公司合计纯碱产能规模位列行业第一，是纯碱行业的上市龙头企业。公司是纯

碱行业首家通过 ISO9001 质量、产品和 ISO1400 环境管理体系三重认证的企业，产品散装化率、重质化率以及低盐化率三项指标均居行业第一位，产品质量处于行业领先水平。我们看好为未来下游玻璃景气继续上行，带动纯碱价格继续上探，届时公司有望充分受益。根据我们测算，以公司纯碱权益 285 万吨计，若纯碱价格上涨 100 元/吨（含税），则有望增厚公司归母净利润 2.46 亿元，业绩弹性较大。

4、有机硅行业扩产高峰到来，行业将处于供给过剩格局

有机硅 DMC 制成的聚合物可用于电子、建筑等多种领域。有机硅 DMC，化学名称为二甲基环硅氧烷混合物，初级形态二甲基环体硅氧烷是以二甲基二氯硅烷为主要原料，经过水解合成，以硅氧（Si-O）键为主链，硅原子上直接连接有机基团的有机-无机化合物。初级形态二甲基环体硅氧烷分子结构呈现环状，具有可燃、无异味、不溶于水、溶于苯等有机溶剂等特点。初级形态二甲基环体硅氧烷主要用于进行开环聚合，可合成出不同聚合度的硅油、硅橡胶和硅树脂等聚合物，这些聚合物进一步加工成制品广泛应用于建筑、电子、纺织、汽车、个人护理、食品、机械加工等各个领域，也有少量直接应用。

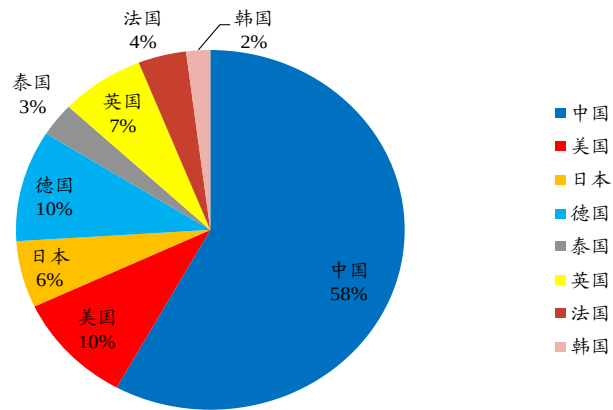
图38：有机硅聚合物可广泛用于建筑、电子电器等领域



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

中国为有机硅单体第一大生产国。全球有机硅单体生产主要集中在中国以及美国、德国、日本、韩国、英国、泰国等国家，行业产能集中度较高。据卓创资讯数据，2019 年中国有机硅单体总产能在 328 万吨（含外资企业在中国地区产能），同比增长 6.49%，占全球总产能的比例在 58.57%，是有机硅单体的第一大生产国。目前国内有机硅单体产能为 317 万吨。

图39: 中国有机硅单体产能占全球总产能的 58%



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

全球有机硅单体产能增长主要来源于中国。有机硅单体属于技术密集型产业,全球主要生产商为美国陶氏、德国瓦克、中国蓝星集团、美国迈图、日本信越等,据卓创资讯统计,2019年全球五家龙头企业有机硅单体市场占有率高达53.75%。2014年以来,受原材料、成本和市场等因素影响,有机硅单体海外产能增长缓慢。全球有机硅单体产能增长主要来源于中国,2016年下半年开始,在供需格局优化的大背景下,有机硅进入新一轮景气周期,有机硅单体厂家利润攀升,有机硅迎来投资热潮。有机硅单体建设周期在2-3年,新装置投产将集中在2019-2022年之间。截至2020年6月底,国内有480万吨有机硅单体产能扩产计划,新增产能规模远超2019年有机硅单体产能。但随着未来有机硅行业供需失衡压力较大、有机硅盈利水平下降,我们预计部分有机硅单体新增产能计划或将搁浅。

需求增速不及产能增速,有机硅单体价格承压。随着新能源、新基建等新兴产业的高速发展,我们预计,有机硅在新能源、医疗、电子、美容、保健等新兴领域的需求增速将进一步提高,未来五年内,中国有机硅单体需求增速或在5%-8%之间,但即便如此,有机硅单体的新增产能还是难以消化。随着有机硅单体新增产能的陆续投放,我们预计未来有机硅单体产能将处于供给过剩的格局,有机硅单体价格将承压。

公司对有机硅环体深加工,提高附加价值。根据公司年报,2019年公司有机硅单体产能为20万吨,产能规模处于行业较高水平。为实现产品差异化,提高产品附加值,公司加深了对有机硅环体的利用,现已具备三个有机硅环体的下游加工项目,包括室温胶2万吨/年以上、高温胶1万吨/年以上、硅油及消泡剂等1,500吨/年以上的生产能力。2019年公司有机硅环体产量为9.78万吨,其中3.69万吨用于生产下游产品,对外销售量为6.09万吨。

5、新基建有望刺激 PVC 需求增长，行业产能扩张放缓，集中度提升，PVC 行业景气向上

5.1、基建与手套双头催化，PVC 行业需求景气向上

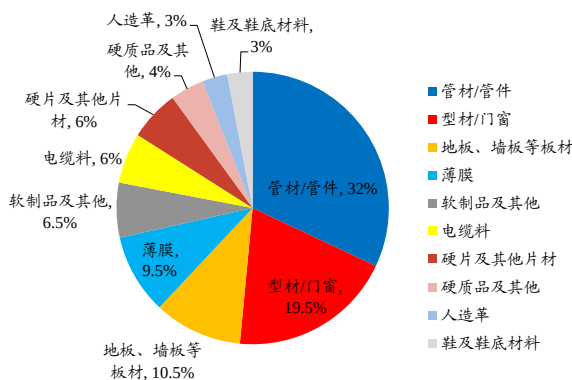
5.1.1、PVC 主要用于化学建材生产，40 万亿新基建或将带动 PVC 需求增长

聚氯乙烯具有良好的耐腐蚀性和机械强度。PVC 化学名聚氯乙烯，是氯乙烯单体的聚合物，本色为微黄色半透明状，有光泽。其透明度胜于聚乙烯、聚丙烯，差于聚苯乙烯。随助剂用量不同，PVC 可分为软、硬聚氯乙烯，其软制品柔而韧，手感粘。而 PVC 硬制品的硬度高于低密度聚乙烯，而低于聚丙烯，在屈折处会出现白化现象。聚氯乙烯具有阻燃、耐化学药品性高、机械强度及电绝缘性良好的优点。

PVC 主要用于生产化学建材。PVC 是国内五大通用树脂中产量大的产品，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。聚氯乙烯树脂在生产和使用方面相较于传统建筑材料更为节能，是国家重点推荐使用的化学建材，其中，据卓创资讯统计，32%的 PVC 用于制造管材、管件，19.5%用于型材、门窗，10.5%用于地板、墙板等板材。

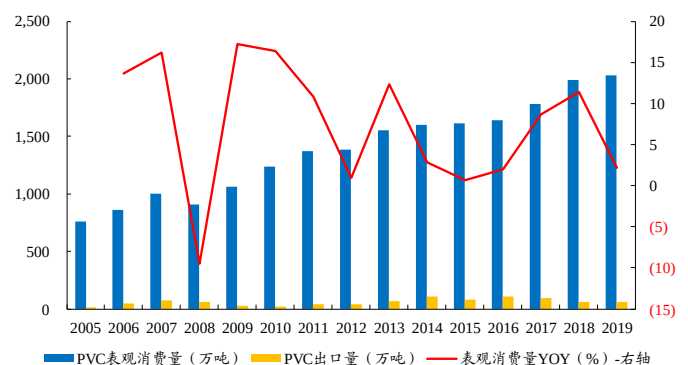
中国布局新基建，PVC 需求有望迎来较大增长。根据卓创资讯数据，随着中国经济进入新常态，2014 至 2016 年国内 PVC 表观消费量呈现缓慢的增长态势，三年间表观消费量复合增速为 1.8%，2017 年国内 PVC 表观消费量增长达到 9%，行业需求出现显著回暖。2018 年 PVC 表观消费量已达 2,031 万吨，同比增长 2.17%。2020 年开年，中国爆发新冠病毒肺炎疫情，中国整体经济增长造压力增大，为刺激经济增长，各地方政府均出台了相比往年更为庞大的投资计划。据澎湃新闻记者不完全统计，截至目前，全国多个省份宣布的投资总额已经超过 40 万亿。综合对比全国各省份公布的投资计划，交通、能源等基建项目仍占较大比重，我们预计新基建有望带动 PVC 行业发展，刺激 PVC 需求增长 8%-10%。

图40：PVC 下游需求以化学建材为主



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图41：PVC 表观消费量逐年增长



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表7：部分省市经济刺激计划：交通、能源等基建项目较多

省份	总投资	项目细节	资金安排
北京	300 个重点工程，计划完成投资 2,523 亿元	北京城市副中心站综合交通枢纽、丰台火车站、环球主题公园一期等	以民间投资为主的社会投资项目数占比不低于 50%，投资额占比

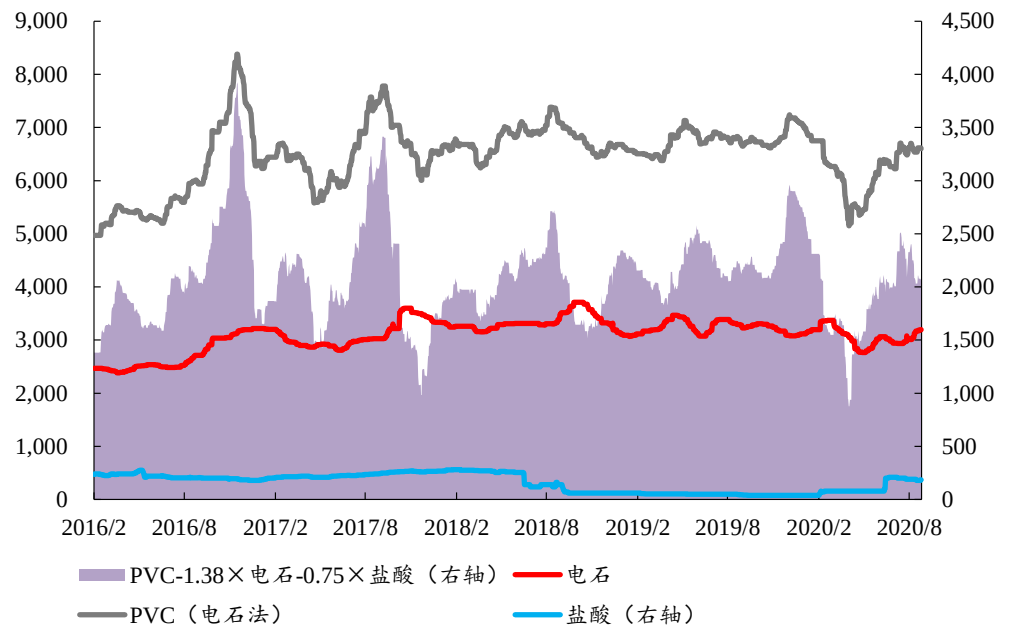
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

省份	总投资	项目细节	资金安排
不低于 70%			
上海	市重大工程项目 152 项，总投资 1,500 亿元	主要为先进制造业、生物医药、科学装置等产业项目，路桥轨交等基建项目也较多	
福建	重点项目 1,567 个，总投资 3.84 万亿元，年度计划投资 5,005 亿元	交通和能源仍是重要领域，霞浦核电基地、福清核电站等加快建设	多个主导产业吸引台商投资
广西	2020 年至 2022 年推进 2,817 个项目建设，2020 年完成 2,630 亿元	实施基础设施补短板交通网、能源网、信息网、物流网、地下管网“五网”建设三年大会战	
贵州	全年计划完成投资 4,300 亿元以上	突出新型基础设施投资导向，推动 5G 规模商用，加快智慧停车场建设，完成信息基础设施投资 140 亿元以上，城市停车场投资 60 亿元以上	鼓励符合条件的基础设施领域 PPP 项目资产证券化，探索发行项目收益专项债
四川	重点项目 700 项，总投资 4.4 万亿元，年计划投资 6,000 亿元以上	成都至西宁铁路、都江堰至四姑娘山山地轨道交通、省肿瘤诊疗中心等 10 个标志性重点项目	用好中央预算内投资和专项资金，加快使用提前下达的政府专项债券，积极推动利用企业债、公司债等
云南	推出 525 个重点项目，总投资约 5 万亿元，今年计划完成投资 4,400 多亿元	建成香格里拉至丽江高速公路、大理至临沧铁路等，加快推进渝昆高铁、弥蒙铁路、滇中引水工程、4 个区域性医疗中心、特色小镇、美丽县城等	
陕西	初步安排省级重点项目 600 个、年度投资 4,600 亿元	重点开工引汉济渭二期、三星二期第二阶段、陕北至湖北输电工程及其配套电源、延长 50 万吨煤基乙醇、隆基乐叶光伏 5GW 组建等重大项目	持续扩大银行间市场发债融资规模，推动补短板项目获得更多信贷支持，研究盘活处置存量资产，推进“专项债券+市场化融资”

资料来源：澎湃新闻、开源证券研究所

下游 PVC 制品开工率不断提升，PVC 价格有所回暖。根据卓创资讯数据，2020 年 4 月以来，PVC 型材企业开工有所提升，国内经济秩序陆续恢复，终端需求改善，企业平均开工基本维持在 45% 左右，带动 PVC 需求回暖，价格上涨。目前 PVC 价格已由 4 月初 5,150 元/吨的低点上涨至 6,615 元/吨，涨幅达 28.4%。

图42: 2020年4月以来, PVC价格不断上涨

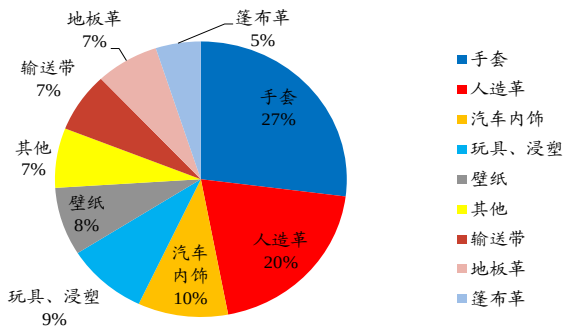


数据来源: Wind、开源证券研究所

5.1.2、下游手套订单大幅增长, PVC糊价格持续上涨

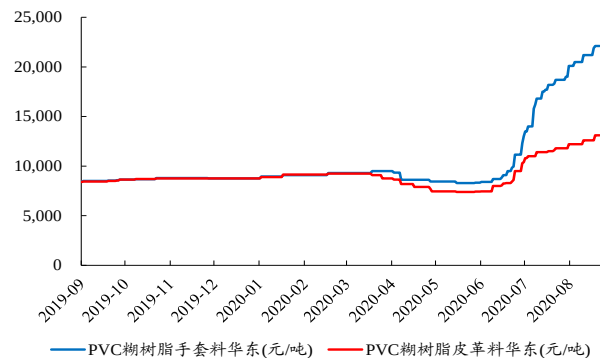
手套订单大幅增长, PVC糊价格持续上涨。PVC糊是未加工状态下的聚氯乙烯塑料的一种独特液体形式。PVC糊其质地像滑石粉, 同增塑剂混合后, 经搅拌形成稳定的悬浮液, 人们以这种形式用来加工成最终制品。PVC糊又分为皮革料和手套料, 分别用于生产皮革和手套。根据卓创资讯数据, 27%的PVC糊用于制作手套。2020年6月以来, 下游手套厂商订单大量增长, 部分企业订单已经接到9月, 甚至也有部分企业订单已经接到年末, 现阶段手套厂商开工率处于高位, 7月份手套企业的平均开工率维持在90%左右。手套需求的增长带动PVC糊需求持续向好, 手套料PVC糊价格一路走高, 厂商纷纷转产手套料, 也带动皮革料PVC糊价格不断上涨。目前国内PVC糊总产能为137万吨, 而公司拥有7万吨PVC糊产能, PVC糊每上涨1,000元/吨(含税), 将增厚公司归母净利润5,265万元。

图43: 27%的PVC糊用于生产手套



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图44: 2020年6月以来, PVC糊价格持续上涨



数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

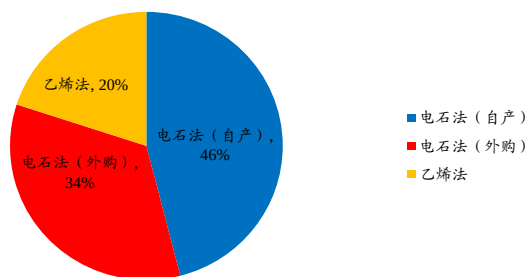
5.2、PVC 行业集中度有所提高，产能扩张速度放缓

PVC 生产工艺以电石法为主。据中国产业信息网资料显示，PVC 的生产工艺有两种，一种是电石法，占比 80%；另外一种为乙烯法，占比 20%。电石法中，低成本的西部地区产能和高成本的东部地区产能占比基本为 6: 4。PVC 生产成本以西北电石法最低，其次为东部电石法，成本最高的是东部乙烯法，而东部乙烯法生产的产品质量较煤头更好，以此获得市场份额，且采用东部乙烯法的多为外资企业。

PVC 行业集中度有所提升。2008 年开始，PVC 行业集中扩产，根据卓创资讯数据显示，2008 年-2013 年，PVC 产能年均复合增速达 9.2%，行业产能逐步过剩。2013 年-2015 年，PVC 行业开始去产能，三年间 PVC 净产能减少 231 万吨。经过此次去产能之后，2016 年开始，PVC 行业供需格局逐渐改善，PVC 企业盈利水平大幅改观，吸引了不少 PVC 企业扩产，行业再次迎来扩产潮。截至 2019 年末，根据卓创资讯数据显示，全国 PVC 总产能达 2,550 万吨，同期 PVC 表观消费量为 2,031 万吨，PVC 产能远超需求致产能利用率较低，2019 年 PVC 行业的产能利用率为 79%。此外，2020 年将新增 177 万吨 PVC 产能，PVC 行业处于供给过剩的格局。但随着结构优化和兼并重组进程的加深，PVC 行业集中度也在不断提高。根据中国产业信息网统计，国内 PVC 生产企业数量从 2012 年的 94 家减少至 2018 年的 75 家(包含具有闲置产能的企业)，平均规模由不足 25 万吨/年提升至 33 万吨/年，行业集中度不断提高。

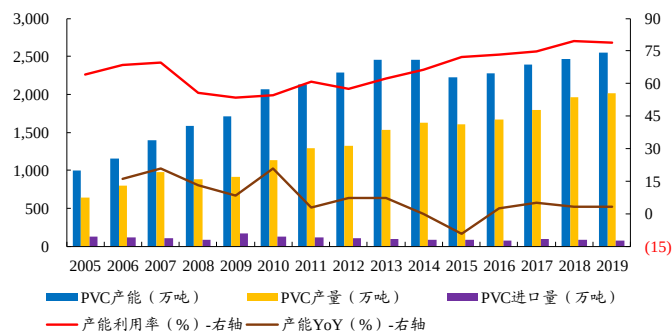
环保公约生效，行业产能扩张速度放缓。我国是全球最大的汞生产和消费国，氯碱工业是最大的用汞行业，据联合评级数据显示，其汞耗用量约占全国的 60%。2017 年 8 月 16 日，《关于汞的水俣条约》在全球范围内正式生效，该公约要求，禁止新增电石法 PVC 设施；控制汞排放；支持无汞触媒研发；无汞触媒技术确认可行 5 年后，不允许使用含汞触媒；到 2020 年单位产品含汞量需削减 50%。随着《关于汞的水俣条约》生效，氯碱行业产能扩张速度放缓，2018 年和 2019 年，PVC 产能同比增长分别仅为 3.21%和 3.23%。

图45: 80%的 PVC 采用电石法生产



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图46: 2013 年以来，PVC 产能呈先降后增趋势



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表8: 2020 年将新增 177 万吨 PVC 产能

企业	工艺路线	投产时间	产能 (万吨)
河北聚隆化工	乙烯法	2020 年 6 月	51
青岛海晶	乙烯法	2020 年 6 月	40
万华化学	乙烯法	2020 年 6 月	40

企业	工艺路线	投产时间	产能（万吨）
德州实华	姜中法	2020 年 4 月	20
鄂尔多斯氯碱	电石法	2020 年 6 月	20
甘肃金川	电石法	2020 年 7 月	6
合计			177

数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

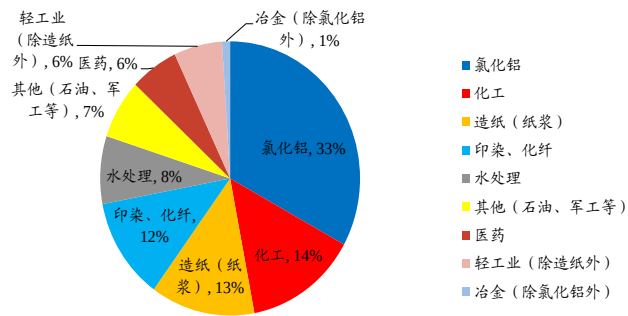
PVC 景气上行，公司有望充分受益。公司采用电石法生产 PVC，所需电石主要从中国电石主要产区内蒙古地区采购，设备采用国内最大型 $\phi 3200$ 高效乙炔发生器，作为乙炔站的主体设备，生产更加稳定；生产聚氯乙烯的主要设备选用国内目前最成熟的 $105m^3$ 大型聚合釜；聚合涂壁系统工艺技术采用北京化工二厂自行研制的高效防粘釜液，并采用自动喷涂冲洗装置，可适应低聚合度树脂的生产。同时采用全自动包装码垛生产线，保证了聚氯乙烯产品包装外观质量。公司 PVC 优等品率达到了 97.60%，指标高于同行业其他企业，主要工艺消耗指标优于同规模、同工艺的行业内平均水平。公司 PVC 产品竞争优势明显，若 PVC 景气上行，公司有望充分受益。

6、烧碱与 PVC 联产，实现供需平衡

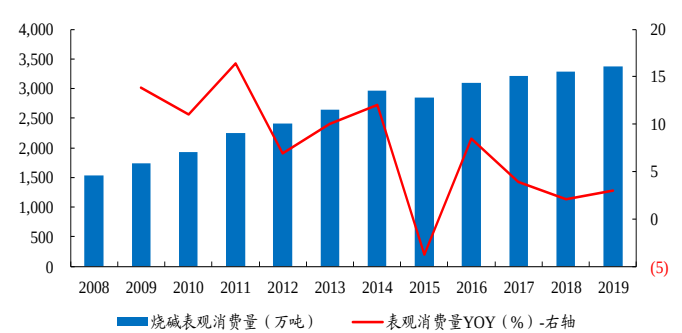
烧碱是电石法氯碱企业的另一主要产品。烧碱，化学名称为氢氧化钠，又名火碱、苛性钠，具有强碱性，由于原盐电解的工艺特性，每产生 1 吨烧碱，会同时产出 0.88 吨氯，故大型的氯碱企业一般都是 PVC 与烧碱联产，以 PVC 为主，烧碱则是联产模式下的另一主要产品。

烧碱需求量维持增长趋势。下游需求方面，烧碱用途广泛，用于生产染料、纸、肥皂、人造丝，石油精制、冶炼金属、煤焦油产物的提纯棉织品整理，以及木材加工、食品加工及机械工业等方面。2009 年以来，烧碱整体需求总体保持增长趋势，2015 年以后，烧碱需求增速有所放缓，近几年需求增速总体维持在 3% 左右，2017-2019 年，根据卓创资讯数据统计，我国烧碱表观消费量分别为 3,214 万吨、3,280 万吨和 3,378 万吨，呈现缓慢增长趋势。

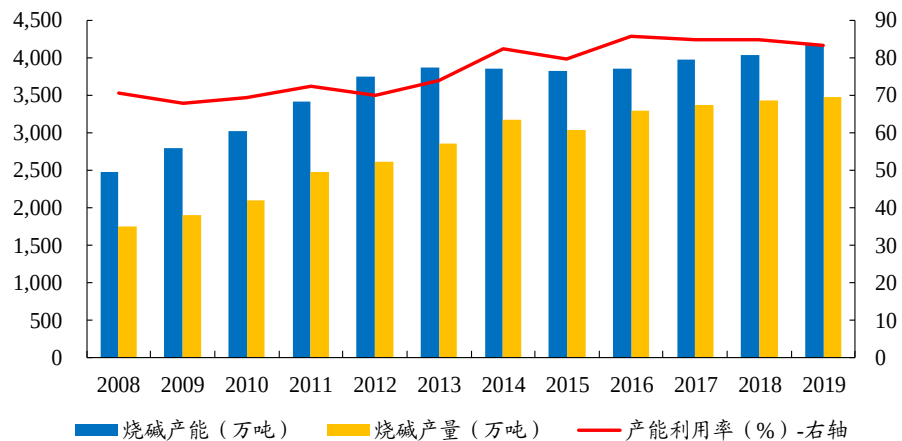
烧碱装置开工率高位运行，行业基本实现供需平衡。2010 年以来，国内经济增速下滑致 PVC 市场总体开工率下降，国内大量与 PVC 配套的烧碱装置无法开工，烧碱装置开工率也随之下降，一直在 70% 左右徘徊。根据卓创资讯数据，2014 年-2019 年，烧碱产能增速有所放缓，年均复合增速仅为 1.6%，目前烧碱产能为 4,202 万吨，未来仅有 142 万吨烧碱产能待投，且均集中在 2020 年 Q3。而 2016 年以来，随着 PVC 装置开工率的提高以及其他下游需求的快速增长，国内烧碱装置开工率不断提升。2016-2019 年，整体开工率均维持在 83% 以上。2019 年烧碱产量为 3,464 万吨，行业整体处于供需平衡的格局。

图47: 烧碱主要应用在轻工、纺织、冶金等领域


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图48: 烧碱表观消费量不断增长


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图49: 2016年以来, 烧碱装置开工率维持在较高水平


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

表9: 未来烧碱行业仅有 142 万吨新增产能

企业	新增产能(万吨)	预计投产时间
中泰化学	30	2020-08
江苏富强	30	2020-10
青岛海晶	25	2020-08
乐山福华	16	2020-08
扬农化工	15	2020-09
泰兴新浦	10	2020-10
江西九二盐业	10	2020-08
江油启明星	6	2020-08
合计	142	

数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

公司烧碱产品以自用为主。公司 2019 年烧碱产能为 53 万吨, 产量为 52.61 万吨。烧碱可用于粘胶短纤维和有机硅的生产。根据公司年报, 作为公司循环经济中枢, 公司 2019 年生产的烧碱超过 85% 用于粘胶短纤维生产。

7、粘胶短纤与纯碱行业或迎来拐点，公司作为双龙头有望两头开花

7.1、公司形成“两碱一化”的循环经济体系，产业链高度循环，龙头规模效应较为明显

公司产业链高度循环，多方面节约成本。随着近几年公司产品产能陆续投放，公司产业格局日益完善，形成了以“两碱一化”为主，以热力供应、精细化工等为辅的高度循环产业体系，公司以氯碱业务为中枢，将纯碱、粘胶短纤、有机硅等产品上下游进行有机的串联，从氯碱生产环节来看：公司生产的烧碱可用于粘胶短纤维和有机硅的生产，目前公司烧碱自用率已达到 80%以上；电解食盐水后得到的氯气可进一步加氢制成氯化氢，用于 PVC 和有机硅的生产；氯碱 PVC 生产过程中产生的废电石渣浆作为石灰石的替代原料，用于纯碱的生产，该环节产生的淡盐水可用于纯碱生产中的化盐工序，减少原盐和水资源消耗。另外，纯碱生产过程中的蒸氨废液、上清液可用于生产氯化钙和晒盐。在这样高度循环的经济体系下，公司既降低了环保支出费用，又节约了原料成本。

公司自身配套了相应的公用工程，实现资源和能源的梯级利用以节约成本。公司的热电分公司为其他业务板块提供电力和蒸汽，其生产过程产生的除盐水可用于生产烧碱、PVC、粘胶短纤维和有机硅，进一步实现资源的循环利用和能量的梯级利用，从而达到了增产、增效，又可以降成本、降能耗的良好效果。目前，公司的蒸汽热力供应可以实现全部自产自给，此外，公司的电力供应自给率达到 45%，其余部分电力供应通过上网采购。

公司多项产品产能规模行业领先。公司粘胶短纤产能规模位居行业第二，产品工艺技术达到国际先进水平，差别化率全国第一，拥有多品种、差别化的高技术含量、高附加值产品，部分高端产品凭借质量优势出口到美日韩等国家。此外，公司纯碱产能规模居国内第一位，产品散装化率、重质化率以及低盐化率三项指标均位居行业第一位，产品质量处于行业领先水平，“三友”牌纯碱为中国驰名商标。除了粘胶短纤和纯碱之外，公司拥有年产 53 万吨烧碱及 50.5 万吨 PVC 的生产能力，均处于行业第一梯队；公司有机硅单体年产能为 20 万吨，国内产品市场占有率约 12%，行业排名前五。

7.2、粘胶短纤和纯碱行业或迎来拐点，公司业绩弹性较大，有望充分受益

粘胶短纤和纯碱行业或迎来周期拐点，公司作为双龙头有望充分受益。粘胶短纤行业亏损时间已长达 22 个月，导致如今高达 31% 的粘胶短纤行业产能停滞，行业供给进一步减弱。而公司作为粘胶短纤行业 TOP2 企业，仍处于满产或接近满产状态。目前下游纺织业订单有所增长，纺织业有回暖迹象，公司粘胶短纤产品亦开始提价。根据百川盈孚数据，公司粘胶纤维短纤 1.5D*38mm 产品已由历史低点的 8,300 元/吨，提高至 9,000 元/吨。随着下游纺织出口逐渐复苏、秋季“金九银十”行情开启以及棉花-粘胶短纤价差处于历史高位，而公司作为粘胶短纤行业 TOP2 企业，仍处于满产或接近满产状态高位，我们预计公司粘胶短纤价格有望进一步上涨，止亏为盈。另外，随着房地产行业景气有所上行，玻璃需求持续向好，开工高企，行业利润不断增长，这为上游的纯碱价格提供继续上行动力。我们看好未来纯碱价格回

暖，公司作为纯碱龙头有望充分受益。根据我们测算，以粘胶短纤销量 78 万吨计，若粘胶短纤含税价格上涨 1,000 元/吨，将增厚公司归母净利润 5.87 亿元，业绩弹性较大；以纯碱权益 285 万吨计，若含税价格上涨 100 元/吨，则有望增厚公司归母净利润 2.46 亿元，业绩弹性较大。

8、盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测做出如下假设：

(1) 2020 年-2022 年，粘胶短纤价格逐渐上涨，含税年均价格分别为 9,800、11,500、12,500 元/吨；

(2) 纯碱行业景气上行，2020 年含税年均价格为 1,500 元/吨；

(3) PVC 行业需求向好，2020-2022 年 PVC 含税年均价格分别为 6,500、6,600 和 6,800 元/吨。

表10：公司业务拆分

产品	指标(单位)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
粘胶短纤	销售均价(元/吨)	14,685	12,099	9,800	11,500	12,500
	税后均价(元/吨)	12,659	10,613	8,673	10,177	11,062
	毛利率(%)	9.23%	3.99%	3.60%	13.63%	17.52%
	产能(万吨)	75	78	78	78	78
	销量(万吨)	57.90	81.58	78.00	80.50	81.00
有机硅	销售均价(元/吨)	28,347	18,013	17,000	17,000	17,000
	税后均价(元/吨)	24,437	15,801	15,044	15,044	15,044
	毛利率(%)	47.58%	26.43%	30.04%	29.58%	29.51%
	产能(万吨)	10	10	10	10	10
	销量(万吨)	6.70	6.14	6.42	6.28	6.35
纯碱	销售均价(元/吨)	1,774	1,744	1,500	1,750	1,800
	税后均价(元/吨)	1,529	1,530	1,327	1,549	1,593
	毛利率(%)	34.04%	34.66%	22.54%	33.94%	35.80%
	产能(万吨)	340	340	340	340	340
	销量(万吨)	346.28	343.80	344.00	345.00	346.00
烧碱	销售均价(元/吨)	3,168	2,642	1,808	1,900	1,900
	税后均价(元/吨)	2,731	2,318	1,600	1,681	1,681
	毛利率(%)	65.81%	58.46%	39.95%	42.76%	42.81%
	产能(万吨)	53	53	53	53	53
	销量(万吨)	53.26	52.68	53.00	53.00	53.00
PVC	销售均价(元/吨)	6,762	6,888	6,500	6,600	6,800
	税后均价(元/吨)	5,829	6,042	5,752	5,841	6,018
	毛利率(%)	-4.26%	3.52%	2.70%	1.43%	3.77%
	产能(万吨)	50.5	50.5	50.5	50.5	50.5
	销量(万吨)	41.39	42.61	41.50	43.50	44.00
其他	营业收入(亿元)	20.44	18.31	16.50	17.4	17.50
	毛利率(%)	74.80%	63.94%	64.38%	64.15%	65.38%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

32 / 36

随着下游纺织出口逐渐复苏、秋季“金九银十”行情开启以及棉花-粘胶短纤价差处于历史高位，我们预计公司粘胶短纤价格有望进一步上涨，扭亏为盈。纯碱行业方面，由于终端房地产景气上行，下游玻璃需求向好，玻璃日熔量有所提高，带动纯碱行业需求增长，纯碱价格有望继续上行。PVC 行业方面，40 万亿新基建有望催生 PVC 需求不断增长，PVC 糊在手套行业带动下价格也自 2020 年 6 月以来不断上涨，PVC 行业景气上行。受 2020 年新冠疫情影响，公司主营产品行业景气度有所下行，拖累公司业绩，导致公司 2020 年 PE 估值较高。但若未来粘胶短纤、PVC 与纯碱行业景气上行，公司作为粘胶短纤与纯碱双龙头，业绩有望迎来边际改善，我们看好公司作为未来发展。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.40 亿元、13.06 亿元、17.19 亿元，EPS 分别为 0.07、0.63、0.83 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 84.9、9.1、6.9，首次覆盖给予“买入”评级。

表11：可比公司盈利与估值

证券代码	证券简称	2020/8/28 收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）				PB（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002092.SZ	中泰化学	5.03	30.65	12.55	25.89	3.87	24.70	21.94	17.43	16.78	5.72	4.68	3.78	3.16
000822.SZ	山东海化	4.71	-72.20	36.77	45.74	23.08	26.96	18.91	12.97	10.54	1.28	1.21	1.14	1.07
000683.SZ	远兴能源	2.52	-48.22	-73.35	206.41	27.38	13.23	55.14	17.99	14.12	0.88	0.90	0.86	0.81
	平均						25.83	20.43	15.20	13.66	3.50	2.95	2.46	2.12
600409.SH	三友化工	5.75	-56.94	-79.53	834.07	31.61	17.38	84.91	9.09	6.91	1.05	1.07	0.99	0.90

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除三友化工外，其他公司的盈利预测和估值均来自 Wind 的一致预期

9、风险提示

宏观经济复苏不及预期、下游需求大幅下滑、安全环保生产等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7785	7317	7019	7843	7878
现金	3122	2990	1516	2945	2123
应收票据及应收账款	2451	488	1974	842	2126
其他应收款	105	32	83	49	90
预付账款	164	89	123	120	136
存货	1895	1786	1392	1955	1472
其他流动资产	48	1932	1932	1932	1932
非流动资产	17552	17487	13728	14789	14557
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15272	15574	12072	13090	12912
无形资产	863	836	821	801	772
其他非流动资产	1417	1078	835	898	874
资产总计	25337	24804	20747	22631	22435
流动负债	8938	9855	7272	8504	7497
短期借款	3429	3157	3157	3157	3157
应付票据及应付账款	3872	3094	2920	3415	3071
其他流动负债	1637	3604	1196	1932	1270
非流动负债	4620	2908	1627	1290	703
长期借款	4121	2498	1217	881	294
其他非流动负债	498	409	409	409	409
负债合计	13558	12763	8899	9794	8201
少数股东权益	730	781	790	885	1012
股本	2064	2064	2064	2064	2064
资本公积	3545	3545	3545	3545	3545
留存收益	5391	5602	5699	6590	7736
归属母公司股东权益	11049	11261	11058	11953	13221
负债和股东权益	25337	24804	20747	22631	22435

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1804	980	-585	4462	1293
净利润	1702	740	149	1401	1846
折旧摊销	1003	1099	958	1019	1106
财务费用	417	419	283	248	205
投资损失	-1	-0	-1	-1	-0
营运资金变动	-1416	-1404	-1975	1796	-1864
其他经营现金流	100	126	0	0	0
投资活动现金流	-375	-248	2802	-2079	-874
资本支出	378	260	-3759	1061	-232
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	12	-957	-1018	-1106
筹资活动现金流	-981	-791	-3691	-955	-1241
短期借款	-419	-272	0	0	0
长期借款	647	-1623	-1281	-337	-587
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1210	1105	-2409	-618	-655
现金净增加额	459	-56	-1474	1429	-822

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20174	20515	17182	19653	20716
营业成本	14790	16395	14154	14909	15265
营业税金及附加	222	180	178	202	209
营业费用	834	918	945	898	968
管理费用	1582	1513	1460	1532	1632
研发费用	48	54	69	44	59
财务费用	417	419	283	248	205
资产减值损失	78	-176	-146	0	0
其他收益	33	58	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	0
资产处置收益	-2	-1	0	0	0
营业利润	2234	915	239	1820	2379
营业外收入	21	39	33	30	31
营业外支出	146	18	82	84	82
利润总额	2109	936	191	1766	2327
所得税	408	196	41	366	481
净利润	1702	740	149	1401	1846
少数股东损益	115	57	9	95	127
归母净利润	1586	683	140	1306	1719
EBITDA	3498	2302	1334	2944	3569
EPS(元)	0.77	0.33	0.07	0.63	0.83

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-0.1	1.7	-16.2	14.4	5.4
营业利润(%)	-14.3	-59.0	-73.9	661.4	30.7
归属于母公司净利润(%)	-16.0	-56.9	-79.5	834.1	31.6
获利能力					
毛利率(%)	26.7	20.1	17.6	24.1	26.3
净利率(%)	7.9	3.3	0.8	6.6	8.3
ROE(%)	14.4	6.1	1.3	10.9	13.0
ROIC(%)	10.3	4.9	1.8	9.1	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	51.5	42.9	43.3	36.6
净负债比率(%)	45.3	43.8	31.1	15.2	15.4
流动比率	0.9	0.7	1.0	0.9	1.1
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	7.9	14.0	14.0	14.0	14.0
应付账款周转率	4.0	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.33	0.07	0.63	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.47	-0.28	2.16	0.63
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.45	5.36	5.79	6.40
估值比率					
P/E	7.5	17.4	84.9	9.1	6.9
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.1	7.8	12.3	5.0	4.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn