

# 纯碱行业：竣工韧性带动景气上行， 光伏玻璃需求打开天花板

证券分析师：柳强

执业编号：S0600521050001

联系邮箱：[liuq@dwzq.com.cn](mailto:liuq@dwzq.com.cn)

2021年8月30日

## 1. 供需改善，纯碱景气度提升，盈利大增

纯碱可分为轻碱和重碱，下游产品包括平板玻璃、日用玻璃、无机盐和氧化铝等。我国纯碱生产以合成法为主，天然碱法、氨碱法、联碱法产能占比分别为5%、45%、50%，百川盈孚预计2021年总产能3406万吨，位列全球第一。2020年受疫情冲击，纯碱价格一度跌至1200元/吨附近，跌破不少企业成本线。2021年以来，受益供需改善，库存低位，叠加全球流动性泛滥，2021年8月27日，重质纯碱2500元/吨（2020年均价1512元/吨，+65%）、轻质纯碱2300元/吨（2020年均价1324元/吨，+73.67%）。我们测算2021年8月下旬，氨碱法成本约1623元/吨，单吨盈利约409元；联碱法综合成本约1757元/吨，受益于副产品氯化铵价格上涨，单吨联碱综合盈利约1004元；天然碱法单吨盈利达1000元以上。

## 2. 竣工大年平板玻璃需求良好，支撑纯碱需求

根据百川盈孚，2020年我国纯碱消费结构中，47%用于平板玻璃，17%用于日用玻璃，8%用于光伏玻璃。平板玻璃下游约70%用于建筑领域，接近竣工端。经过历史数据拟合，纯碱产量增速与施工面积、竣工面积增速高度正相关。由于2018-2019年房屋新开工增速分别为17.2%、8.5%，同时地产三条红线下持续加快经营周转，加快竣工以实现销售回款，降低负债，我们预计2020-2022年是竣工大年。2021年H1，房屋累计竣工面积同比+25.7%，平板玻璃累计产量增速达10.8%，处于历史同期较高水平。我们认为平板玻璃作为支撑纯碱需求的基石，2021-2022年需求拉动有望超市场预期。

## 3. 碳中和背景下光伏装机高增长，光伏玻璃成为纯碱重要增量市场

根据CPIA，2021年全球光伏市场规模仍将加速扩大，新增装机150-170GW，2025年新增270-330GW，对应十四五CAGR达15.7%-20.5%。其中2021年我国新增装机55-65GW，2025年新增90-110GW，对应十四五CAGR达13.3%-17.9%。我们假设全球光伏新增装机按乐观情形推算，测算2021-2023年光伏玻璃拉动纯碱新增需求76.82万吨、104.12万吨、119.54万吨。由于我国光伏玻璃全球市场占比约90%，预计新增光伏玻璃需求主要由中国提供。2021年8月1日起新版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》的开始实施，为光伏玻璃新增产能准入限制放松，在一定程度上加速了企业扩产进程。根据国家能源局，2021年H1，国内光伏新增装机仅13GW，我们推算21年下半年及2022年有望迎来装机高峰，虽然实际光伏装机增速可能受硅料价格波动影响。

## 4. 投资建议

根据测算，我们认为2021-2022年，我国纯碱行业需求增速高于产能增速，供需紧平衡，纯碱景气持续度有望超市场预期，**建议关注纯碱龙头企业。**

**三友化工：**公司为纯碱、粘胶双龙头，以氯碱为中枢，拥有化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业并配套热电、原盐、碱石、物流、国际贸易等循环经济一体化发展。2020年，公司纯碱产能340万吨/年。

**远兴能源：**公司为天然碱龙头，主要从事天然碱法制纯碱和小苏打，以及煤炭、煤制尿素、天然气制甲醇等产品的生产和销售。2020年，公司具备天然碱产能180万吨/年，权益产能147万吨/年。同时，公司规划分期建设780万吨/年纯碱和80万吨/年小苏打项目，总投资230.27亿元。其中一期规模340万吨/年纯碱，30万吨/年小苏打，计划2022年底陆续投产。

**中盐化工：**公司采用盐电解生产金属钠、氯酸钠、烧碱，氨碱法、联碱法生产纯碱、氯化铵，采用电石法生产PVC及糊树脂，拥有“盐-煤（电）-精细化工产品”、“盐-石灰石-煤（电）-纯碱-氯化铵”、“盐-煤（电）-电石-烧碱-PVC”的循环经济一体化产业链。2020年，公司纯碱产能240万吨/年。2021年7月28日公司披露，拟募资28亿收购发投碱业，收购后纯碱产能380万吨/年，同时拥有二期在建90万吨/年纯碱项目。

**山东海化：**公司主要从事纯碱、溴素、氯化钙等产品的生产和销售。2020年，公司纯碱产能280万吨/年。

## 5. 风险提示

地产竣工端下滑，光伏玻璃新建项目进展不及预期，原材料涨价

代码	公司	工艺	股价（元/股）	市值	总产能	权益产能	市值/吨	吨/万股	价格上涨100元
				亿元	万吨	万吨	万元/吨		EPS增加
600409.SH	三友化工	氨碱法	15.00	309.65	340	286	1.08	13.85	0.09
000822.SZ	山东海化	氨碱法	12.27	109.83	280	280	0.39	31.28	0.21
600328.SH	中盐化工	氨碱法+联碱法	21.87	209.44	240	167	1.25	17.44	0.12
000683.SZ	远兴能源	天然碱	11.59	425.75	180	147	2.90	4.00	0.03
603077.SH	和邦生物	联碱法	3.00	264.94	128	128	2.07	1.45	0.01
002274.SZ	华昌化工	联碱法	14.44	137.52	70	70	1.96	7.35	0.05
002539.SZ	云图控股	联碱法	12.87	130.00	60	60	2.17	5.94	0.04
603299.SH	苏盐井神	氨碱法	8.89	68.84	60	60	1.15	7.75	0.05



1. 纯碱供需改善，景气持续度有望超预期

---

2. 竣工大年支撑玻璃需求

---

3. 碳中和背景下光伏装机高增长，光伏玻璃成为纯碱重要增量市场

---

4. 标的：三友化工，远兴能源，山东海化、中盐化工

---

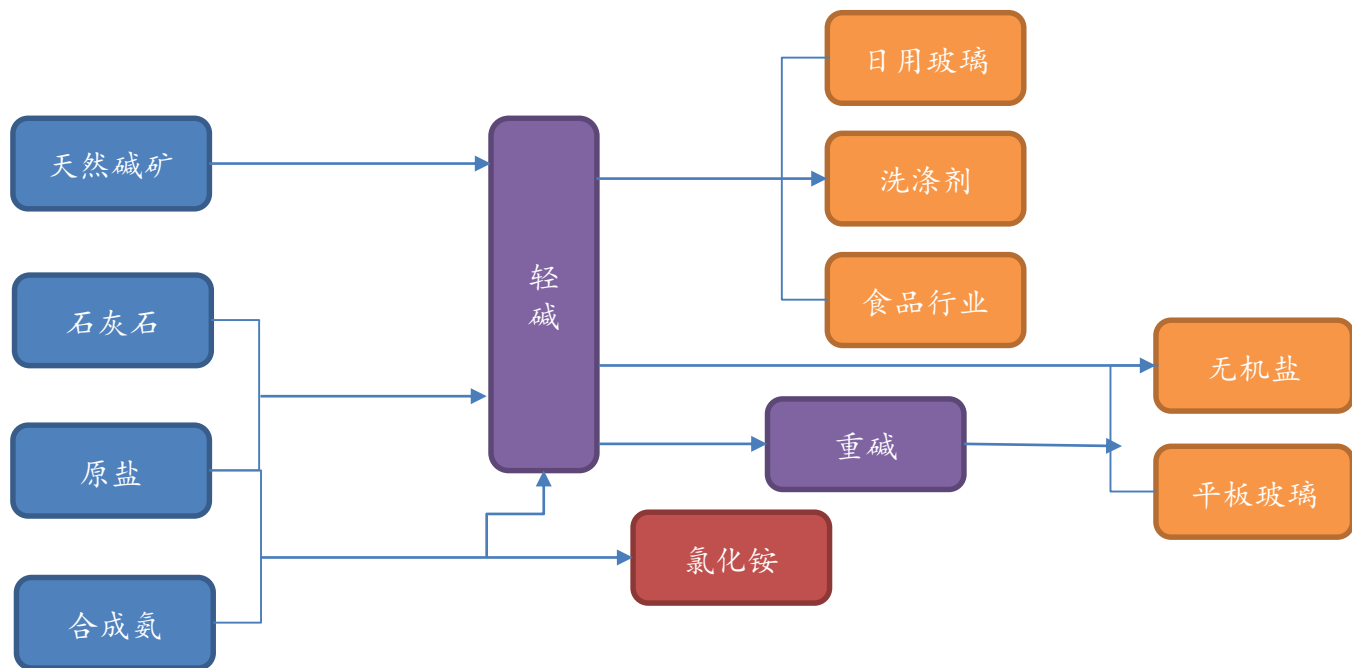
5. 风险提示

---

## ■ 纯碱：产业链概况

纯碱学名碳酸钠，可根据密度不同分为轻碱和重碱，常温下为白色无味粉末或颗粒，下游产品包括平板玻璃、日用玻璃、无机盐和氧化铝等。纯碱根据密度的不同可以分为轻质纯碱和重质纯碱。轻碱密度为  $500-600\text{kg/m}^3$ ，呈白色结晶粉末状；重碱密度为  $1000-1200\text{kg/m}^3$ ，呈白色细小颗粒状。生产工艺上有天然碱、氨碱、联碱法三种路线，涉及天然矿物碱、石灰石、原盐、合成氨等原料。

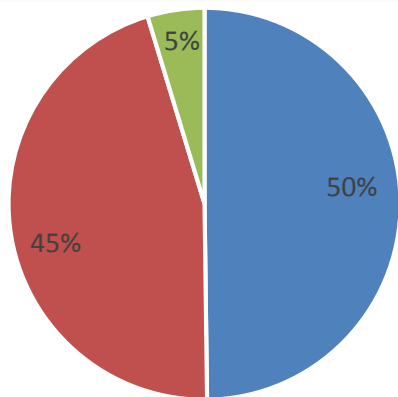
图：纯碱产业链概况



## ■ 纯碱：工艺路线比较

纯碱制造工艺可以分为天然碱和合成碱，合成碱分为氨碱法和联碱法。**天然碱法**以天然矿物碱为原材料，优势在于生产工艺简单、成本低，但受限于资源供应，全球主要资源集中在美国，我国天然碱法集中在河南和内蒙古。**氨碱法**是通过氨盐水吸收二氧化碳得到碳酸氢钠，再煅烧得到轻碱，优点在于原料廉价易得，适合大规模生产，副产品氨可实现循环利用，缺点在于产品单一，废液废渣对环境污染较大。**联碱法**是在氨碱法工艺基础上改进发展而来，利用氨厂的氨气和二氧化碳，同时生产出纯碱和氯化铵，在提高盐的利用率的同时，避免了大量废渣废液的排放，环保压力较小。根据百川盈孚数据，2020年我国纯碱生产仍以合成法为主，天然碱法、氨碱法、联碱法产能分别占总产能的 5%、45%、50%，百川盈孚预计2021年总产能3406万吨。

图：2020年纯碱工艺分布概况(万吨，%)



■ 纯碱--联碱法 ■ 纯碱--氨碱法 ■ 纯碱--天然碱

表：三种纯碱生产工艺比较

项目	氨碱法	联碱法	天然碱法
原料	原盐，石灰石	原盐，合成氨	天然碱矿
NaCl 利用率	28%-30%	96%+	/
二氧化碳来源	石灰石、焦炭	合成氨副产	/
优点	规模大	质量高、能耗低	质量高、成本低
缺点	排放大量废物	投资大，需配套氨厂	受资源分布制约

### ■ 纯碱政策推动新增产能放缓

我国是世界纯碱第一大生产国，产能曾存在过剩压力。2010年工信部出台《纯碱行业准入条件》，要求新建、扩建氨碱厂设计能力不得小于120万吨/年，联碱厂设计能力不得小于60万吨/年，天然碱厂设计能力不得小于40万吨/年。比如联碱法60万吨/年纯碱规模，投资规模在30亿元。投资门槛加大使得纯碱行业趋向规模化、一体化发展，新增产能集中在具备综合优势的大型企业，且产能多以等量或减量置换为主。2016年供给侧改革进一步加速限制和淘汰纯碱落后产能，行业集中度提升。2020年6月，工信部废止了原《纯碱行业准入条件》，我们认为未来产能有增加空间，但受制于环保及竞争压力，落后小产能不具有扩产条件。

表：纯碱行业相关政策

时间	政策法规
2009年10月	《纯碱工业清洁生产标准》实施，提高环保准入门槛
2010年5月	工信部印发《纯碱行业准入条件》，要求中、东部地区和西南地区不再审批新建、扩建氨碱项目，西北地区不再审批新建、扩建联碱项目等
2016年8月	国务院出台《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，明确了氯碱行业和纯碱行业原则上施行等量或减量置换，行业新增产能受到严格控制
2020年6月	废止《纯碱行业准入条件》，鼓励行业自律

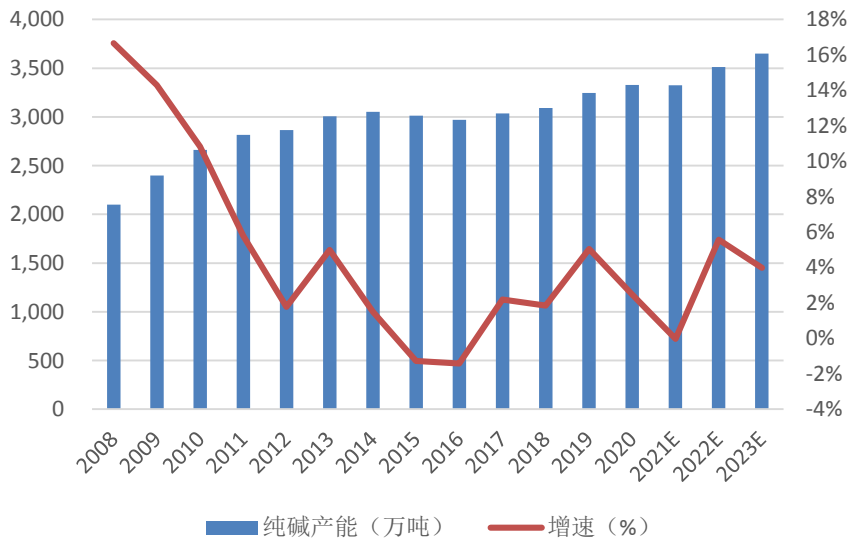
## ■ 纯碱新增产能有限

2008年后受金融危机、政策调控、前期产能扩张等影响，我国纯碱产能利用率下滑，增速放缓，行业进入下行周期。

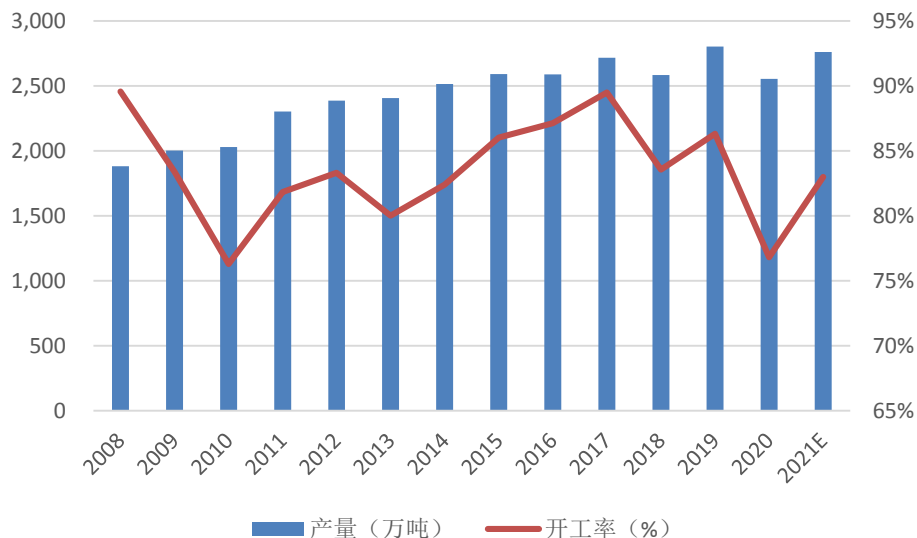
2010年工信部出台《纯碱行业准入条件》，限制产能过快增长，行业供给格局逐渐改善，产能利用率再度上行。2015年由于新环保法的出台和供给侧改革的实施，纯碱产能出现两年负增长，其中联碱法产能由于环保因素大批关停，2016-2018年纯碱行业整体处于景气周期。在前期高盈利的驱动下，2017年以来我国纯碱产能增速开始见底反弹。

2020年我国纯碱名义产能3327万吨，2018-2020年平均增速3%，实际有效产能更低，我们预计2021-2023仍将保持年均近3%低速增长，短期产能扩张有限。

图：纯碱产能及增速（万吨，%）



图：纯碱产量及开工率（万吨，%）





### ■ 纯碱2021-2022年新增产能有限

根据百川盈孚统计，江西晶昊2021年3月新增24万吨纯碱试生产，金昌氯碱源化工新增20万吨/年纯碱装置于2021年4月初出产品。

中盐红四方2022年4月新增25万吨/年纯碱。江苏德邦60万吨/年纯碱计划2022年投产。连云港碱业130万吨承诺2022年前退出。

远兴能源一期预计在2022年底陆续投产，规模340万吨/年。

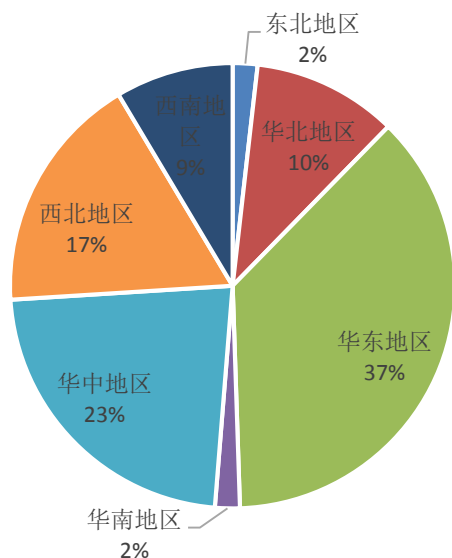
表：2021-2023纯碱预计新增产能

序号	预计投产时间	公司	预计新增产能（万吨）	产能规模（万吨/年）
1	2021-03	江西	江西晶昊盐化有限公司	24
2	2021-04	甘肃	金昌氨碱源化工有限公司	20
3	2021-12	江苏	连云港碱业有限公司	-130
4	2022-04	安徽	中盐安徽红四方股份有限公司	25
5	2022-06	江苏	安徽德邦化工有限公司	60
6	2022-12	内蒙	内蒙古远兴能源股份有限公司	340
7	2023-12	广东	广东南方碱业股份有限公司	-60

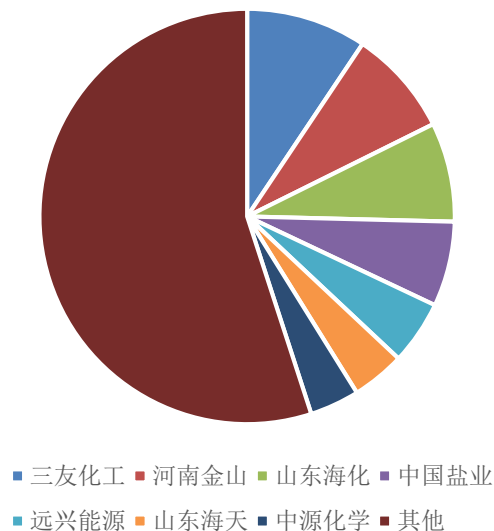
### ■ 纯碱行业集中度有进一步提升空间

我国纯碱产能主要分布在华中、华东、西北地区。从企业分布来看，全国有13家企业年产能在100万吨以上，产能占比62.83%，其中TOP5为三友集团（340万吨）、河南金山（330万吨）、山东海化（280万吨）、中国盐业（240万吨）、远兴能源（180万吨）。

图：2020年我国纯碱产能地区分布（%）



图：2020年我国纯碱产能企业分布（%）



### ■ 纯碱供需平衡表测算

综合考虑，我们认为2021-2022年，我国纯碱行业需求增速高于产能增速，行业开工率有望从中枢提升，供需紧平衡，纯碱景气持续度有望超市场预期。

表：2011-2023E纯碱供需平衡表（单位：万吨，%）

年度	产能	产量	开工率	进口量	出口量	表观消费量	产能增速	表消增速
2010	2660	2,029	76.29%	0	158	1,871		
2011	2814	2,303	81.85%	1	151	2,153	5.8%	15.1%
2012	2864	2,404	83.94%	3	171	2,236	1.8%	3.8%
2013	3007	2,429	80.79%	20	168	2,281	5.0%	2.1%
2014	3052	2,514	82.38%	5	179	2,340	1.5%	2.6%
2015	3013	2,592	86.02%	0	219	2,372	-1.3%	1.4%
2016	2970	2,588	87.15%	13	198	2,404	-1.4%	1.3%
2017	3035	2,677	88.21%	14	152	2,539	2.2%	5.6%
2018	3091	2,621	84.78%	7	36	2,591	1.8%	2.0%
2019	3290	2,888	87.77%	19	144	2,763	6.4%	6.6%
2020	3327	2,812	84.53%	36	138	2,710	1.1%	-1.9%
2021E	3406	3,037	89.18%	17	103	2,951	2.4%	8.9%
2022E	3361	3,212	95.55%	32	100	3,144	-1.3%	6.5%
2023E	3721	3,324	89.32%	40	100	3,264	10.7%	3.8%

## ■ 纯碱价格

2010-2011年，中国经济基本摆脱金融危机影响，浮法玻璃等下游行业产能迅速增长，纯碱需求明显提升，加之限产准入政策的推出，同时成本端煤、气价格上涨，共同带动纯碱价格快速上涨。

2012-2015年，由于纯碱产能平均每年增长了8%，受行业产能严重过剩影响，市场低迷，纯碱价格一路下行，一度低于纯碱企业生产成本。轻碱价格最低跌至1100元/吨，重碱价格最低跌至1200元/吨。

2016-2018年，供给侧改革，导致纯碱价格波动变大，出现两轮周期波动。轻碱最高2250元/吨，最低达到1100元/吨；重碱最高达到2425元/吨，最低1628元/吨。

2020年受疫情冲击，纯碱价格一度跌至1000元/吨附近，跌破不少企业成本线。2021年以来，受益供需改善，库存低位，叠加全球流动性泛滥，2021年8月27日，重质纯碱2500元/吨（2020年均价1512元/吨，+65%）、轻质纯碱2300元/吨（2020年均价1324元/吨，+73.67%）。

图：纯碱价格走势图

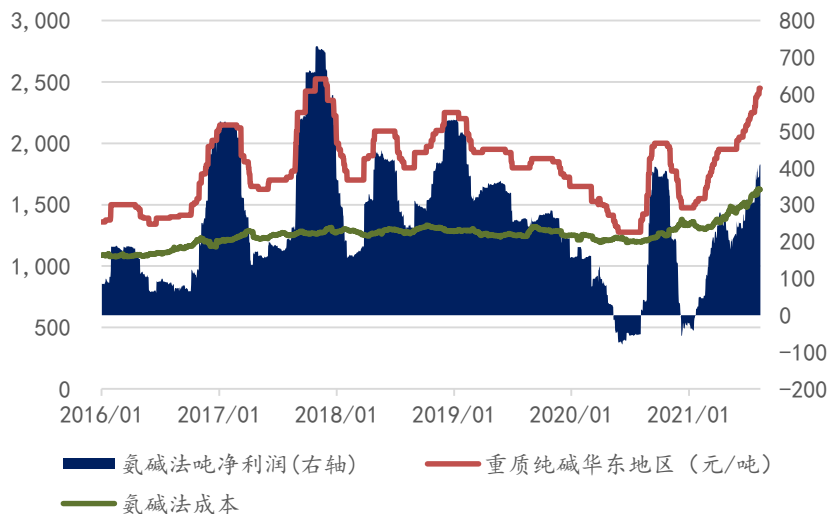


## ■ 纯碱成本价差测算

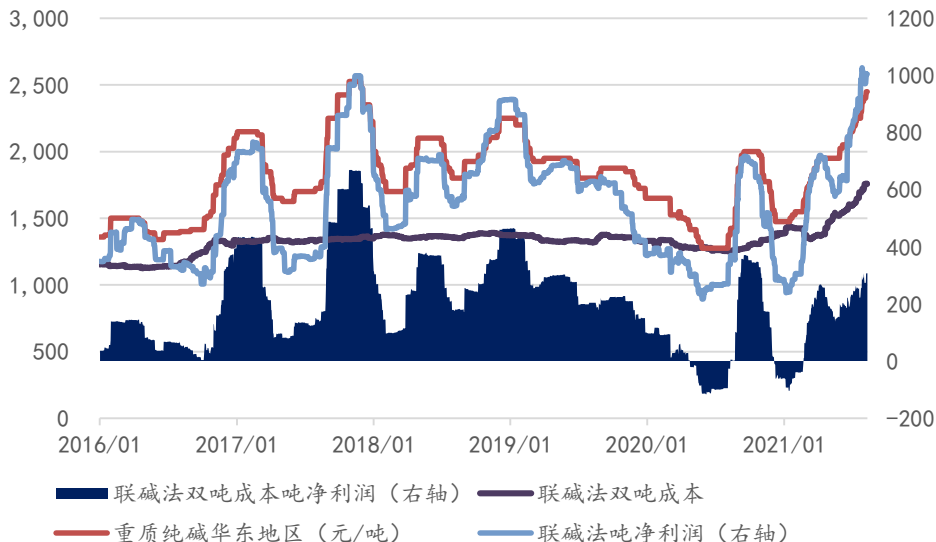
根据百川盈孚的单耗数据，氨碱法：消耗0.4t煤，1.25t原盐，1.5t石灰石；辅助装置石灰石煅烧造价较低、单吨折旧在51元。我们测算2021年8月下旬，氨碱法成本约1623元/吨，单吨盈利约409元。

联碱法：消耗0.25t煤，1.2t原盐，副产1.2t氯化铵；合成氨装置成本较高，单吨折旧在132元。我们测算2021年8月下旬，联碱法综合成本约1757元/吨，受益于氯化铵价格上涨，单吨联碱综合盈利1004元。天然碱法，单吨盈利达1000元以上。

图：纯碱氨碱法盈利走势图



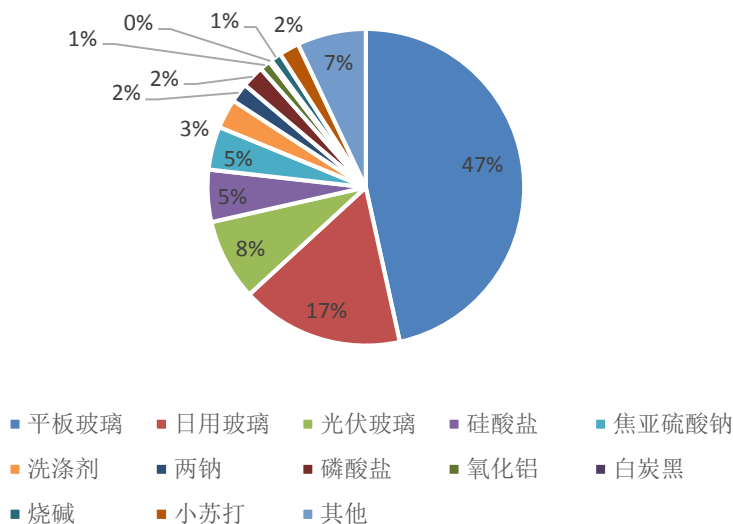
图：纯碱联碱法盈利走势图



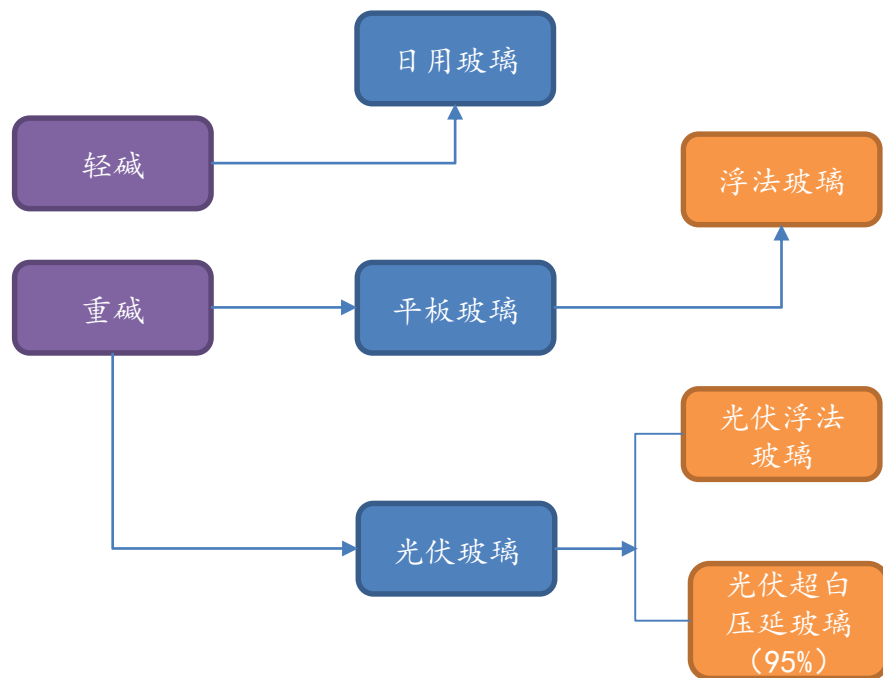
### ■ 纯碱消费量及结构

根据国家统计局统计，2020年我国纯碱表观消费量2710万吨，其中47%用于平板玻璃，17%日用玻璃，8%光伏玻璃。可见纯碱下游72%用于玻璃行业，纯碱需求主要由玻璃决定，从玻璃品类上来看，日用玻璃主要使用轻质纯碱，平板玻璃和光伏玻璃使用重碱，这里的平板玻璃通常指的是浮法玻璃，是平板玻璃的一种，也是使用最广的工艺。光伏玻璃同属平板玻璃，但在生产工艺上有所不同，多使用压延平板玻璃。

图：2020年纯碱消费结构



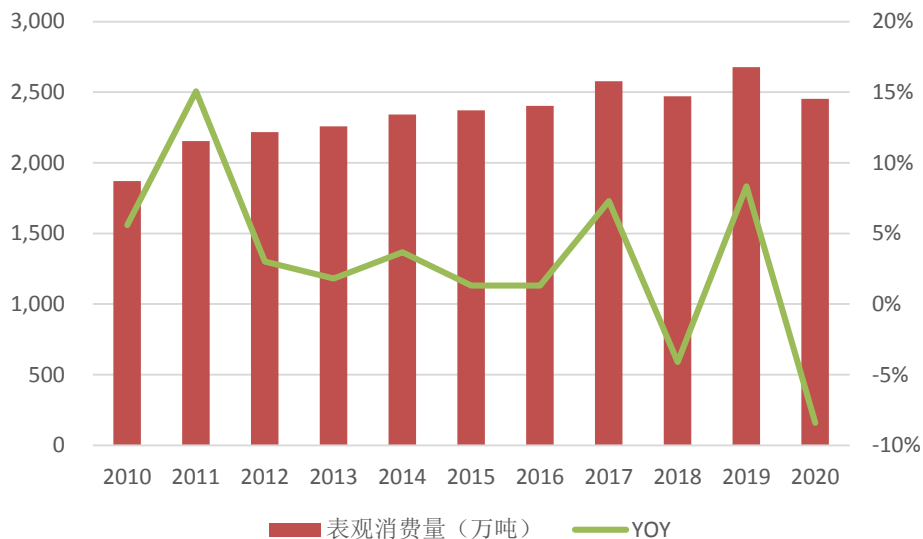
图：玻璃消费结构



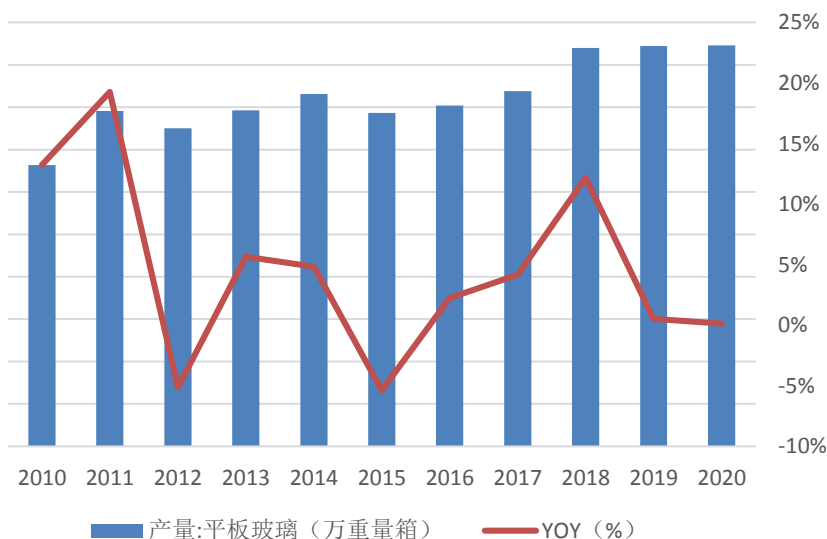
### ■ 纯碱消费量及结构

根据百川盈孚，2018-2020年，我国纯碱表观消费量趋于稳定，基本维持在2500-2800万吨/年的水平。其中最大下游平板玻璃对纯碱的需求较为刚性，产销维持高位支撑重碱需求。平板玻璃一般用于建筑物的门窗幕墙和内部装饰，同时也被广泛应用于汽车行业。由于平板玻璃生产线停产冷修成本高、周期长，一旦点火投产一般会保持8-10年不间断生产，因此对纯碱的需求量大且稳定。生产1吨平板玻璃约需要0.2吨重碱，重碱成本占浮法玻璃生产成本的25%以上，下游对纯碱价格波动较为敏感。2018-2020年我国平板玻璃需求趋于稳定，基本维持在9.4亿重量箱的水平。

图：纯碱表观消费量及增速



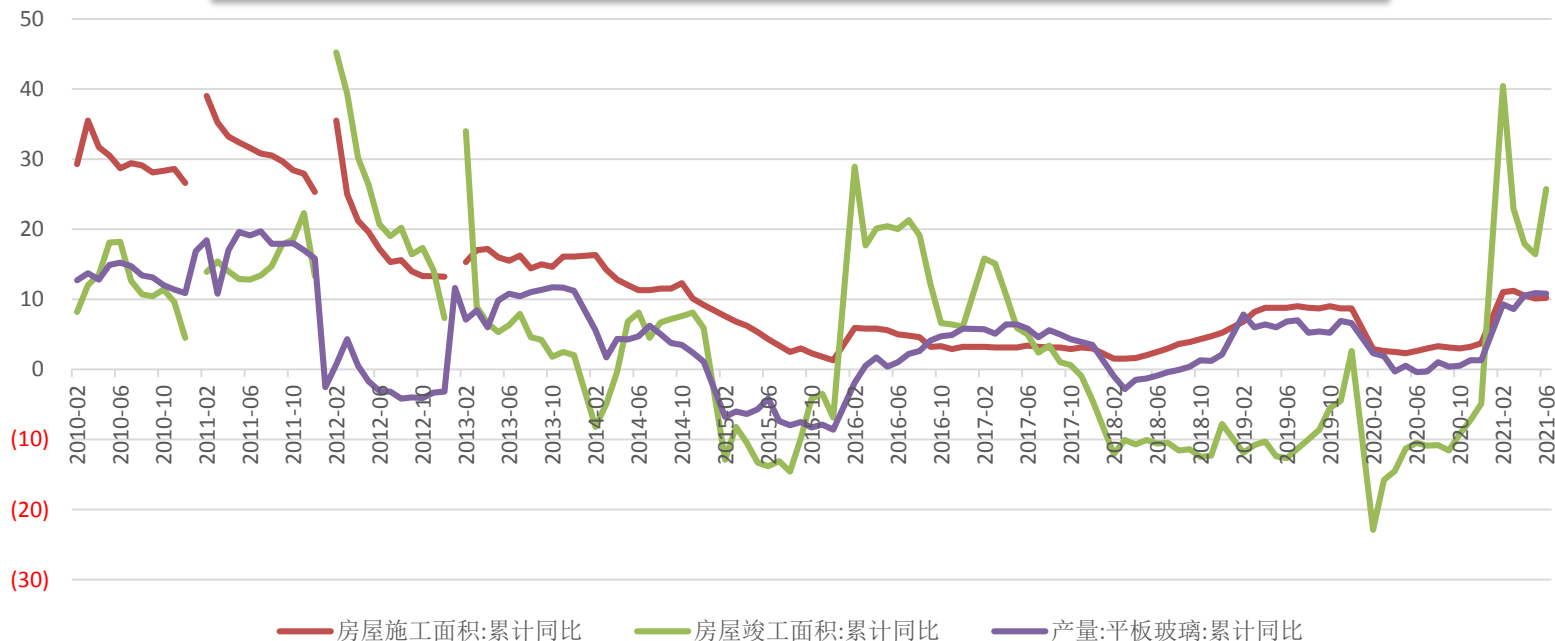
图：平板玻璃产量及增速



### ■ 竣工大年带动平板玻璃需求高速增长

2020年平板玻璃下游约70%应用于建筑领域，因此房地产的景气程度决定了纯碱的长期需求。如图所示，平板玻璃的安装主要在竣工阶段，经过历史数据拟合产量增速与施工面积高度正相关。从2021年数据来看，平板玻璃1-6月累计产量增速达10.8%。从房屋竣工面积来看，2021年H1，房屋累计竣工面积3.6亿立方米，同比+25.7%，处于历史较高水平。我们预计其背后原因在于（1）在2018-2019年新开工增速分别为17.2%、8.5%，2020-2022年是竣工大年。（2）地产三条红线下持续加快经营周转，加快竣工以实现销售回款，降低资产负债比例。我们认为2021年，平板玻璃作为支撑纯碱需求的基石，景气持续度有望超市场预期。

图：平板玻璃产量累计增速、房屋竣工面积增速、施工面积增速



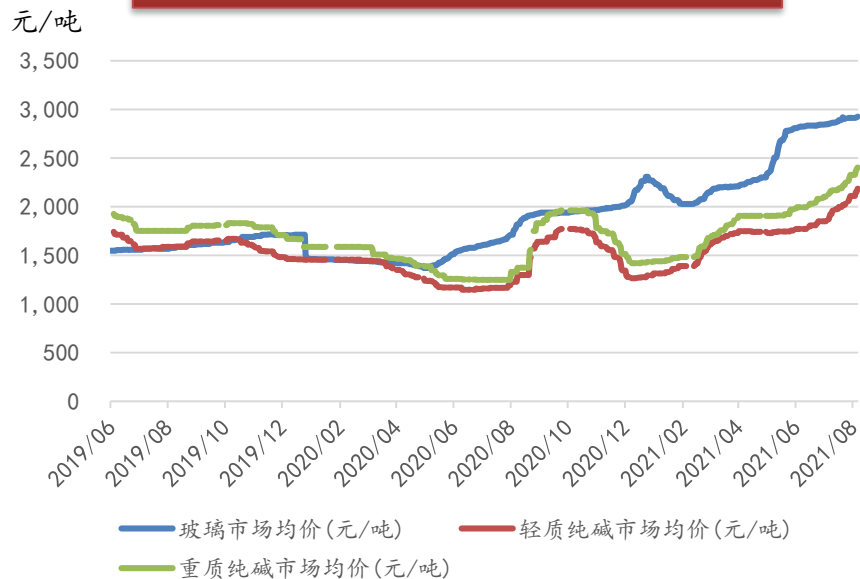


### ■ 玻璃产量大幅增长，带动纯碱库存下滑

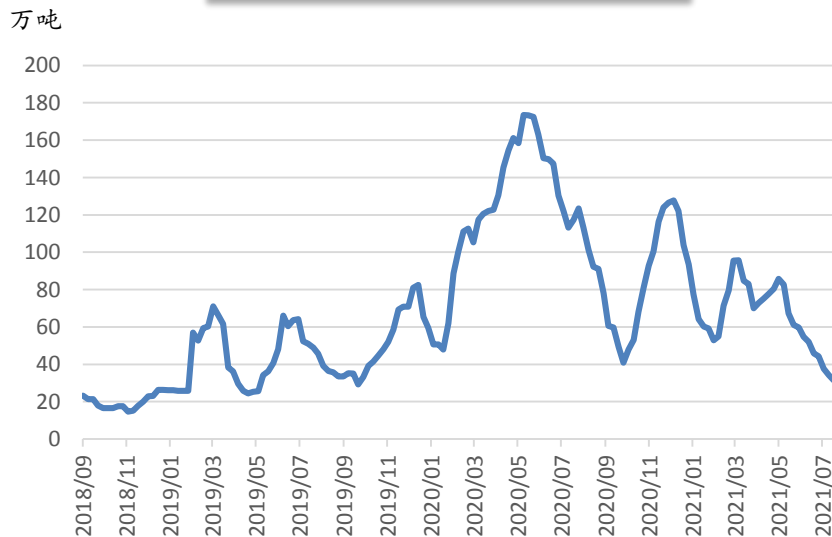
玻璃价格从2020年疫情期间底部1370元/吨上涨至2021年8月13日约为2926元/吨，国内玻璃龙头公司旗滨集团2021年Q1净利率实现30.1%（浮法玻璃均价2134元/吨），现在盈利空间进一步扩大，打开纯碱价格上涨空间。

2020年5月后，纯碱库存中枢持续下滑。2021年8月20日库存仅为30万吨，相比于顶峰时期约180万吨的1/6，接近行业历史底部，在供需紧平衡背景下，叠加部分企业在2021年7-8月检修，纯碱价格有望持续上涨。

图：玻璃价格上涨为纯碱打开空间



图：纯碱库存大幅下滑



### 3. 光伏发展成为纯碱需求重要增量

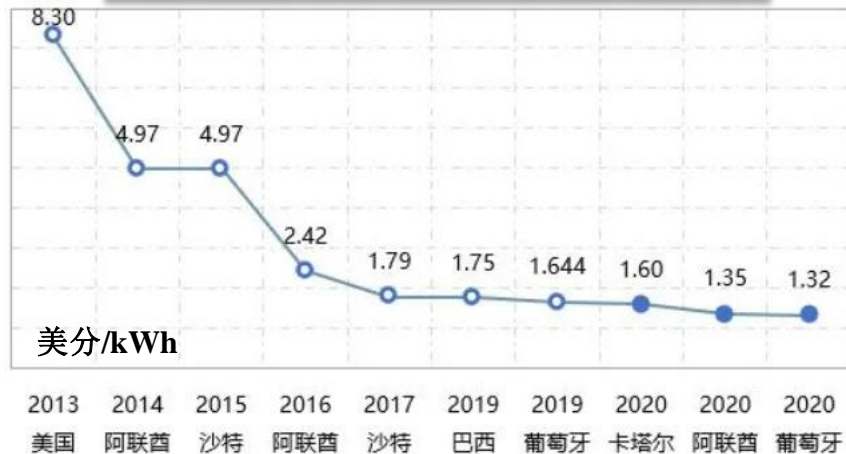
#### ■ 全球光伏新增装机快速发展

2020年我国光伏新增装机48.2GW，连续8年位居全球首位；累计装机量达到253GW，连续6年位居全球首位；多晶硅产量39.2万吨，连续10年位居全球首位；光伏组件产量124.6GW，连续14年位居全球首位。

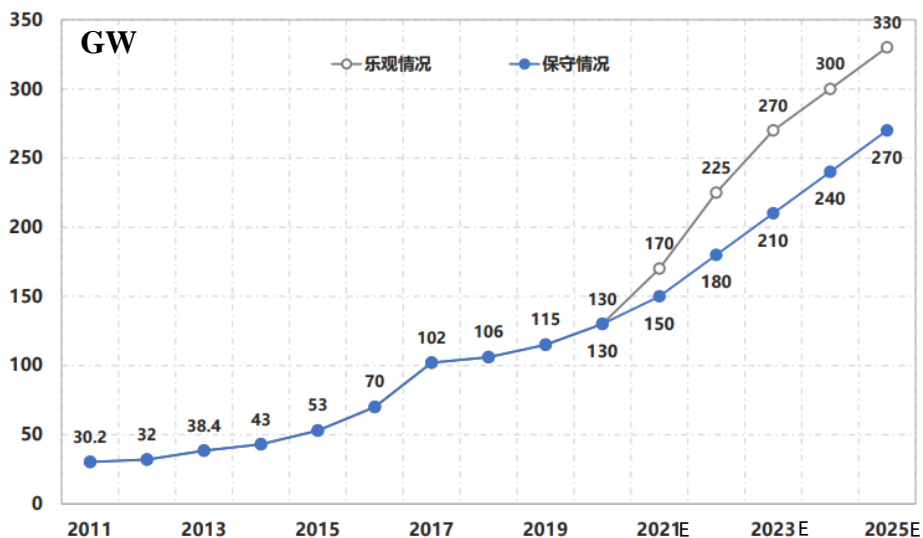
中国光伏行业协会预计2021年全球光伏市场规模仍将加速扩大，新增装机150-170GW，2025年新增270-330GW，对应十四五CAGR达15.7%-20.5%。

其中2021年我国新增装机55-65GW，2025年新增90-110GW，对应十四五CAGR达13.3%-17.9%。

图：2013-2020年光伏发电最低中标价



图：全球新增光伏装机预测



图：我国新增光伏装机预测



### 3. 光伏发展成为纯碱需求重要增量

#### ■ 光伏玻璃需求增长带动纯碱增量需求

光伏玻璃是指用在太阳能光伏组件上的玻璃，起到保护电池片和透光的作用，保护机械强度较差的电池片破裂和易氧化生锈的电极，延长组件使用寿命，同时保证较高的透光率。光伏玻璃可以分为盖板和背板，构成了光伏组件的最外层结构。

我们假设全球光伏新增装机按乐观情形推算，测算2021-2023年光伏玻璃拉动纯碱新增需求76.82万吨、104.12万吨、119.54万吨。

表：光伏玻璃拉动纯碱需求测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
乐观预期	全球光伏新增装机量 (GW)	130	170	225	270	300	330
	增速 (%)		31%	32%	20%	11%	10%
	光伏玻璃 (万吨)	806	1054	1395	1674	1860	2046
	单耗 (wt/GW)	6.20	6.20	6.20	6.20	6.20	6.20
	纯碱 (万吨)	161	211	279	335	372	409
	对玻璃单耗	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
	纯碱需求增量 (万吨)		49.60	68.20	55.80	37.20	37.20
保守预期	全球光伏新增装机量 (GW)	130	150	180	210	240	270
	增速 (%)		15%	20%	17%	14%	13%
	光伏玻璃 (万吨)	806	930	1116	1302	1488	1674
	单耗 (wt/GW)	6.20	6.20	6.20	6.20	6.20	6.20
	纯碱 (万吨)	161	186	223	260	298	335
	对玻璃单耗	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
	纯碱需求增量 (万吨)		24.80	37.20	37.20	37.20	37.20
光伏玻璃产能释放	光伏玻璃产能 (日熔量)	30040	42843	60196	80120	88132	96945
	光伏玻璃年产能 (万吨)	901	1285	1806	2404	2644	2908
	纯碱 (万吨)	180	257	361	481	529	582
	对玻璃单耗	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
	纯碱需求增量 (万吨)		76.82	104.12	119.54	48.07	52.88

### 3. 光伏发展成为纯碱需求重要增量

#### ■ 未来1-2年有望迎来光伏装机/光伏玻璃投产高峰

■ 2021年8月1日起新版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》的开始实施，为光伏玻璃新增产能准入限制放松，在一定程度上加速了企业扩产进程，打开了纯碱行业需求天花板。

■ 根据国家能源局，2021年1-6月，国内光伏新增装机13GW。根据CPIA预计2021年我国光伏应用市场将继续保持快速增长的势头，预计新增装机规模可达55-65GW，推算下半年预计新增42-52GW，迎来装机高峰。

图：光伏电池产量



表：光伏玻璃投产进度

单位：日熔量 (吨/日)

企业名称	2021E	2022E	2023E
安徽福莱特光伏玻璃有限公司	4,800	9,600	9,600
福莱特玻璃有限公司	800	2,400	2,400
信义光能控股有限公司	1,000	2,000	2,000
信义光伏(苏州)有限公司		2,000	4,000
凤阳硅谷智能有限公司	813	975	1,300
广西新福兴硅科技有限公司	400	2,300	2,400
中国建材桐城新能源材料有限公司	200	1,200	1,200
中建材(合肥)新能源有限公司	250	750	750
秦皇岛北方玻璃有限公司(耀华集团)	73	880	880
中建材(宜兴)新能源有限公司	83	1,000	1,000
安徽盛世新能源材料科技有限公司	100	1,200	1,200
中国南玻集团股份有限公司	600	3,600	4,800
陕西拓日新能源科技有限公司	113	300	300
彩虹(合肥)光伏有限公司	188	750	750
凯盛晶华玻璃有限公司	225	900	900
宁夏金晶科技有限公司	250	600	600
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	300	1,200	1,200
江西赣悦光伏玻璃有限公司	300	600	600
河北唐山金信太阳能玻璃有限公司	167	2,000	2,000
湖南巨强再生资源科技发展有限公司	75	300	300
河南安彩高科股份有限公司	267	800	800
江西中电彩虹		1,500	3,000
山西日盛达太阳能科技有限公司	167	2,000	2,000
江西康佳新材料有限公司	433	1,200	1,200
湖北长利玻璃有限公司		625	2,500
荆州亿钧玻璃有限公司	1,200	2,400	2,400
<b>产能合计</b>	<b>12,803</b>	<b>43,080</b>	<b>50,080</b>

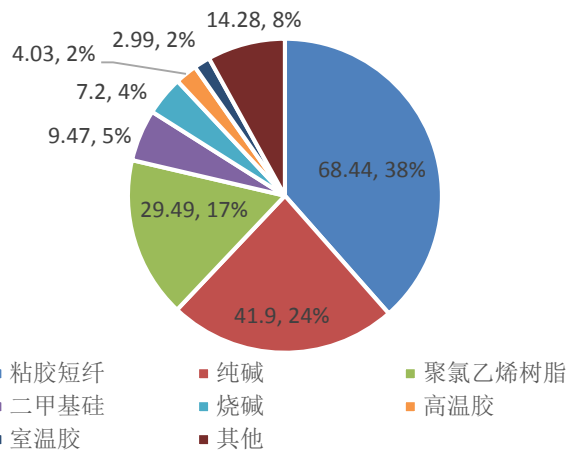
## ■ 三友化工：纯碱、粘胶双龙头

三友化工以氯碱为中枢，拥有化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业并配套热电、原盐、碱石、物流、国际贸易等循环经济一体化发展。公司现有纯碱产能340万吨/年，为我国最大纯碱生产企业，开创了“两碱一化”循环经济体系。

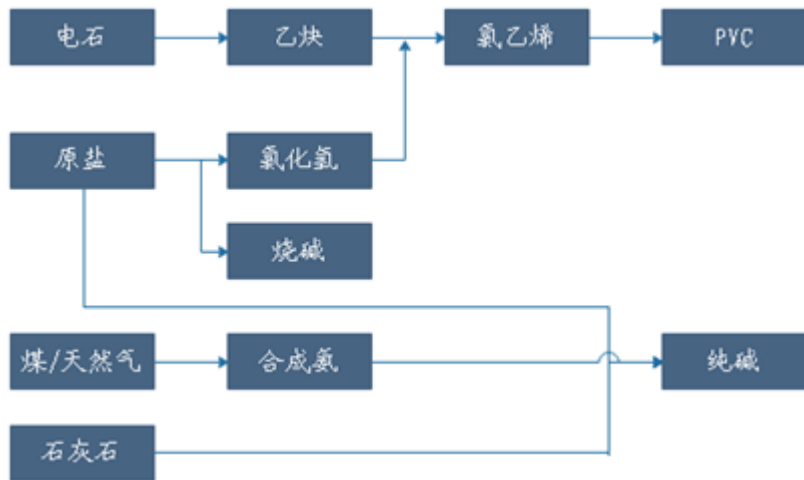
2020年公司实现营收177.8亿元，同比-13%；其中纯碱业务收入41.9亿元，占比24%，毛利率18.53%，为同业领先水平，公司纯碱过往平均毛利率在35%左右。2021年H1，公司实现归母净利润11.67亿元，同比+533.28%。

风险提示：产品景气度大幅回落，意外事故造成停产，在建项目进展缓慢

图：公司2020年营收结构(亿元，%)



图：公司两碱一化生产模式图



表：公司2020年主要产能一览表

主要产品	产能 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	开工率 (%)
纯碱	340	337.83	336.49	99%
粘胶短纤	78	74.96	76.1	96%
聚氯乙烯树脂	50.5	42.37	42.22	84%
烧碱	53	51.37	51.18	97%
室温胶	2	1.89	1.91	95%
高温胶	2.4	2.43	2.47	101%

## ■ 远兴能源：天然碱龙头

远兴能源主要从事天然碱法制纯碱和小苏打，以及煤炭、煤制尿素、天然气制甲醇等产品的生产和销售。

2020年，公司具备天然碱产能180万吨/年，权益产能147万吨/年。2020年远兴能源、三友化工、山东海化、苏盐井神、华昌化工的纯碱业务毛利率分别44.93%、18.53%、1.49%、10.09%和5.77%，公司的天然碱毛利率一般优于其他纯碱上市企业。同时，公司规划分期建设780万吨/年纯碱和80万吨/年小苏打项目，总投资230.27亿元。其中一期规模340万吨/年纯碱，30万吨/年小苏打，计划22年底陆续投产（18-24个月建设期）。

2021年H1，公司实现营收57.4亿元，同比+64.8%；归母净利润12.55亿元，同比扭亏为盈。

风险提示：产品景气度大幅回落，意外事故造成停产，在建项目进展缓慢

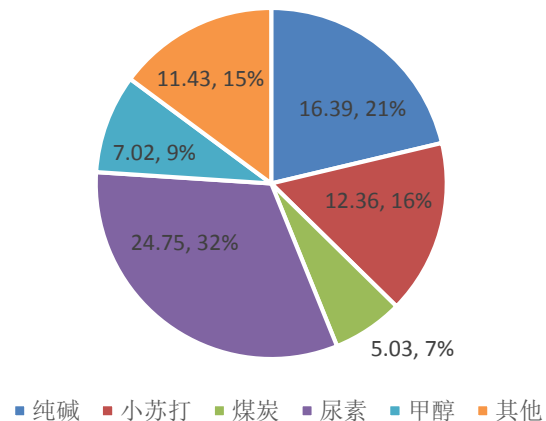
表：公司主要天然碱矿储量情况

矿名	位置	主要矿物	探明/保有储量 (万吨)
安棚天然碱矿	河南南阳桐柏县	苏打石、碳氢钠石	1.5亿吨、7370万吨
吴城天然碱矿	河南南阳桐柏县	晶碱石、苏打石	3267、2206
查干诺尔天然碱矿	内蒙古锡林郭勒	泡碱、晶碱石	1134、232
塔木素苏木天然碱矿 (新)	内蒙古阿拉善	/	储量10.78亿吨，21年6月取得采矿许可证

表：公司2020年主要产能一览表

主要产品	设计产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
纯碱	180	780 (分期)
小苏打	110	80
合成氨/尿素	80/154	
煤炭	450	
甲醇	100	

图：公司2020年营收结构 (亿元, %)



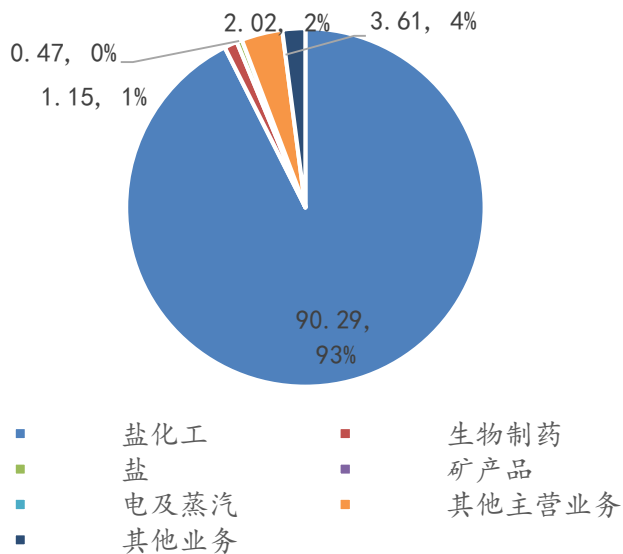
## ■ 中盐化工：金属钠、纯碱双龙头

中盐化工采用盐电解生产金属钠、氯酸钠、烧碱，氨碱法、联碱法生产纯碱、氯化铵，采用电石法生产PVC及糊树脂，拥有“盐-煤（电）-精细化工产品”、“盐-石灰石-煤（电）-纯碱-氯化铵”、“盐-煤（电）-电石-烧碱-PVC”的循环经济一体化产业链。2020年，公司纯碱产能240万吨/年，位居国内第四。2021年7月28日公司披露，拟募资28亿收购发投碱业，收购后实现380万吨纯碱产能，同时拥有二期在建90万吨/年纯碱项目。此次收购完成后，公司将成为国内第一大纯碱生产企业。

2020年，公司实现营收97.53亿元，同比-9.18%；其中盐化工业务收入90.29亿元，占比93%，毛利率17.86%。2021年H1，公司实现营业收入57.22亿元，同比+47.36%；归母净利润7.69亿元，同比+634.76%。

风险提示：产品景气度大幅回落，意外事故造成停产，收购进展不及预期

图：公司2020年营收结构（亿元，%）



表：公司2020年主要产能一览表

公司	主要厂区或项目	设计产能	在建产能	在建产能预计完工时间
兰太钠业	金属钠	6.5		
	氯酸钠	11		
昆仑碱业	纯碱	150		
	小苏打	5		
氯碱化工	树脂	40		
	氯碱	36		
高分子公司	糊树脂	4	二期4万吨/年糊树脂项目	预计2021年2月完工
盐碱分公司	纯碱	32.5		
中盐昆山	纯碱	60		
	氯化铵	65		

## ■ 山东海化：纯碱龙头，业绩弹性大

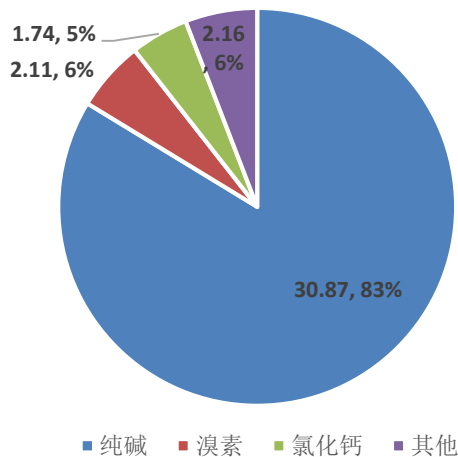
山东海化主要从事纯碱、溴素、氯化钙等产品的生产和销售。

2020年，公司具备纯碱产能280万吨/年，溴素8250吨/年，氯化钙40万吨/年。

2021年H1，公司实现营收25.21亿元，同比+46.39%，实现归母净利2.52亿元，同比扭亏为盈。其中21年Q2单季度，公司实现归母净利1.87亿元，环比21年Q1增长187%，大幅改善。

风险提示：产品景气度大幅回落，意外事故造成停产

图：公司2020年营收结构（亿元，%）



表：公司2020年主要产能一览表

主要产品	设计产能
纯碱	280万吨
溴素	8250吨
氯化钙	40万吨



- **地产竣工端下滑。**2020年11月至今我国地产行业竣工面积呈现高速增长态势，但新开工面积增速从2021年中进入负增长，预计长期地产竣工投资将逐步减弱。短期若地产企业流动性出现风险，竣工可能无力回款。
- **光伏玻璃新建项目进展不及预期。**光伏玻璃项目建设投产是纯碱需求的主要增量。若光伏玻璃项目盈利水平较差，新增产能建设推迟，需求增长不及预期。
- **原材料涨价。**纯碱原材料原盐、石灰石、煤炭价格均呈现大幅上涨态势，若原材料价格超预期提升，纯碱企业盈利有望收窄。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园