

**行业深度**
**化学原料**
**双碳目标改变长期方向，供需错配引领价格上行**

2021年10月12日

**评级 领先大市**

评级变动： 首次

**行业涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
化学原料	0.00	0.00	22.95
沪深300	0.00	0.00	10.32

**周策**

 执业证书编号：S0530519020001  
 zhouce@cfzq.com

**分析师**

0731-84779582

**相关报告**

重点股票	2020A		2021E		2022E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
远兴能源	0.02	452.5	0.95	9.52	0.86	10.52	谨慎推荐
山东海化	-0.30	-33.53	1.41	7.13	1.50	6.70	谨慎推荐

资料来源：财信证券

**投资要点：**

- 2015年以来，纯碱行业经历了一波完整的价格周期。2016年低迷的产品价格迫使高成本的产能逐渐退出，供需格局逐渐改善。中央环保部门的巡视叠加下游地产领域进入景气周期，纯碱价格开启了为期2年时间的上涨行情；2020年新冠疫情的冲击下，纯碱价格再一次探底，价格最低跌至1200元/吨左右。行业的惨淡再次挤出了部分落后产能，而需求端随着经济恢复，地产竣工需求逐渐恢复，并且在光伏玻璃的增量拉动下，纯碱价格重新进入上行通道。我们认为本轮纯碱的价格周期在持续时间以及价格高度上有望超过上一轮周期。
- 看多纯碱价格的因素来自多个方面：1、需求端来看，本轮周期需求有光伏玻璃带来的边际增量拉动，光伏玻璃需求高增长持续性较强，抬升了纯碱长期需求增速的中枢；2、磷酸铁锂有望成为未来动力电池主要正极材料，拉动对纯碱的需求增长；3、地产经济虽然遭遇压力，但是房屋施工面积增长保持韧性，短期快速下滑的风险不大；3、供给端来看，环保门槛的提升限制了近年行业的资本开支，在行业供需错配的情况下供给弹性有限，并且双碳目标成为未来长期行业产能增长的限制。
- 从供需平衡角度来看，在2023年以前供给端鲜有产能释放，而需求端地产领域韧性较强，新能源领域提供重要的边际增量，我们认为行业景气周期有望持续至2022年底。短期来看，年底前连云港产能的退出可能加剧短期供需的紧张，并且下游对纯碱价格接受空间较大，短期价格仍有上行空间。我们看好纯碱行业景气的持续，给予行业“领先大市”评级。看好行业龙头竞争地位的提升，推荐关注行业绝对龙头山东海化（000822.SZ）、优质天然碱龙头远兴能源（000683.SZ）。
- 风险提示：** 房地产韧性不及预期，导致平板玻璃需求超预期下滑；行业新增产能投放超预期，供需关系提前缓和；新能源领域需求不及预期，纯碱边际新增需求不及预期。

## 内容目录

<b>1 纯碱行业迎来 1-2 年周期上升期</b> .....	<b>3</b>
<b>2 需求端：传统地产需求下降风险不大，新能源提供边际增量</b> .....	<b>3</b>
2.1 地产后周期需求保持韧性.....	3
2.2 光伏玻璃抬高行业长期增速.....	5
2.3 磷酸铁锂电池需求贡献重要边际增量.....	7
<b>3 2016 年后行业扩产受限，资本开支下降</b> .....	<b>9</b>
<b>4 能耗和环保限制制约产量增长</b> .....	<b>10</b>
<b>5 下游成本传导顺畅</b> .....	<b>12</b>
<b>6 投资建议</b> .....	<b>12</b>
6.1 远兴能源 (000683.SZ) .....	13
6.2 山东海化 (000822.SZ) .....	13
<b>7 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

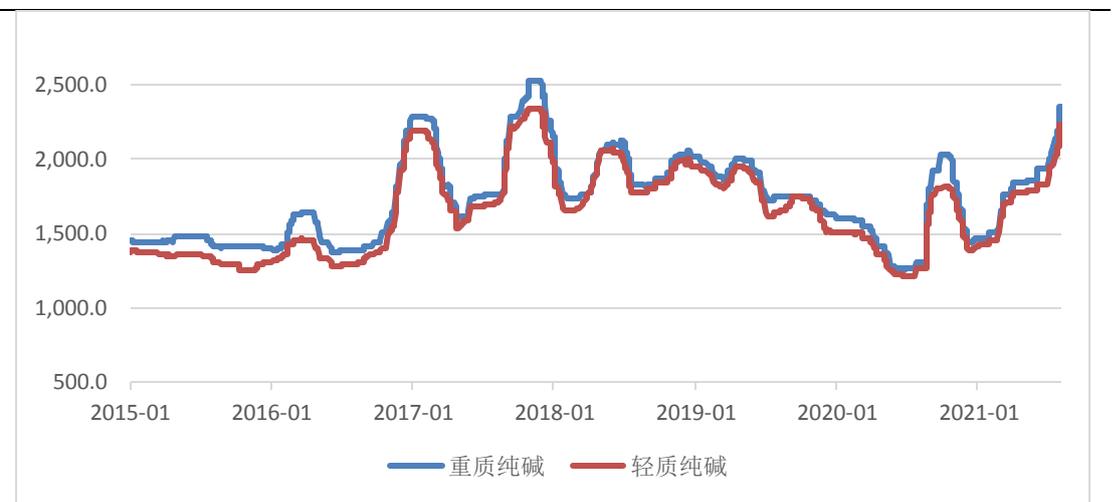
图 1：2015-2021 年纯碱价格走势.....	3
图 2：纯碱下游的需求结构.....	4
图 3：玻璃下游需求结构.....	4
图 4：平板玻璃以及房屋施工面积同比增速.....	5
图 5：我国房屋施工面积情况.....	5
图 6：房屋新开工和竣工面积增速.....	5
图 7：光伏度电成本逐年下降.....	6
图 8：2016-2020 年光伏新增装机量数据.....	6
图 9：光伏玻璃企业产能情况.....	7
图 10：新能源汽车销量数据.....	8
图 11：动力电池产量数据.....	8
图 12：磷酸铁锂正极材料产量逐渐超越三元材料.....	8
图 13：纯碱产能与产能增速情况.....	9
图 14：纯碱 CR5 企业的产能情况.....	10
图 15：三友化工与山东海化的资本开支情况.....	10
图 16：玻璃生产成本结构图.....	12
图 17：玻璃-纯碱价差走势.....	12
表 1：纯碱新增产能计划情况.....	9
表 2：联碱法和氨碱法原材料结构.....	11
表 3：高能耗化工品能耗对比.....	11

## 1 纯碱行业迎来 1-2 年周期上升期

2015 年以来，纯碱行业经历了一波完整的价格周期。2016 年前低迷的产品价格迫使高成本的产能逐渐退出，供需格局逐渐改善。进入 2016 年后，中央环保部门的巡视压制了部分产能开工率，同时下游地产领域进入景气周期，阶段性供需错配促使纯碱价格开启了为期 2 年时间的上涨行情；2018 年开始，随着下游地产需求逐渐减弱，并且环保督察力度下滑，纯碱价格见顶回落，步入两年半左右的下行期。

2020 年新冠疫情的冲击下，纯碱价格再一次探底，价格最低跌至 1200 元/吨左右。行业的惨淡再次挤出了部分落后产能，而需求端随着经济恢复，地产竣工需求逐渐恢复，并且在光伏玻璃的增量拉动下，纯碱价格重新进入上行通道。

图 1：2015-2021 年纯碱价格走势



资料来源：ifind，财信证券

我们认为本轮纯碱的价格周期在持续时间以及价格高度上有望超过上一轮周期。原因来自多个方面：1、需求端来看，本轮周期需求有光伏玻璃带来的边际增量拉动，光伏玻璃需求高增长持续性较强，抬升了纯碱长期需求增速的中枢；2、供给端来看，环保门槛的提升限制了近年行业的资本开支，在行业供需错配的情况下供给弹性有限，并且双碳目标成为未来长期行业产能增长的限制。

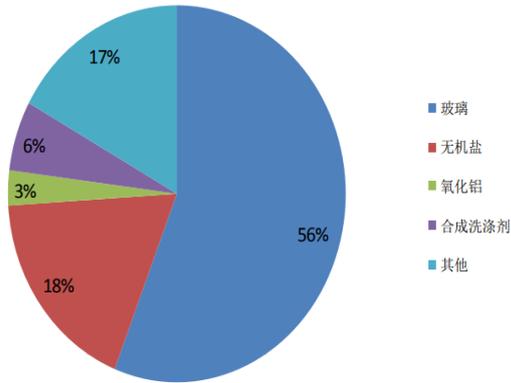
## 2 需求端：传统地产需求下降风险不大，新能源提供边际增量

### 2.1 地产后周期需求保持韧性

我国是纯碱生产大国，玻璃是纯碱的主要应用领域，我国 56% 的纯碱需求来源于玻璃生产，玻璃原材料中有 25% 是来自纯碱制备的氧化钠和氧化钙；其次无机盐的需求占比达到了 18%；洗涤剂和氧化铝的分别占纯碱下游需求的 6% 和 3%。玻璃的需求主要来自房地产和汽车，其中约 75% 的平板玻璃需求来自房地产，主要包含玻璃门窗、玻璃幕墙、室内装潢玻璃等。由于玻璃的安装主要处于房屋建造的收尾阶段，因此地产对玻璃

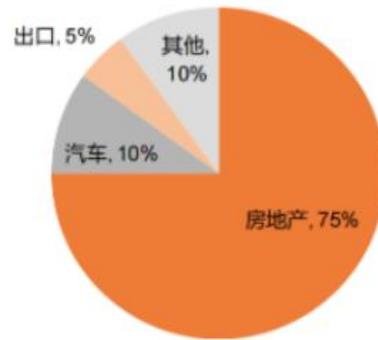
需求的拉动主要体现在房地产竣工数据上。

图 2：纯碱下游的需求结构



资料来源：ifind，财信证券

图 3：玻璃下游需求结构



资料来源：ifind，财信证券

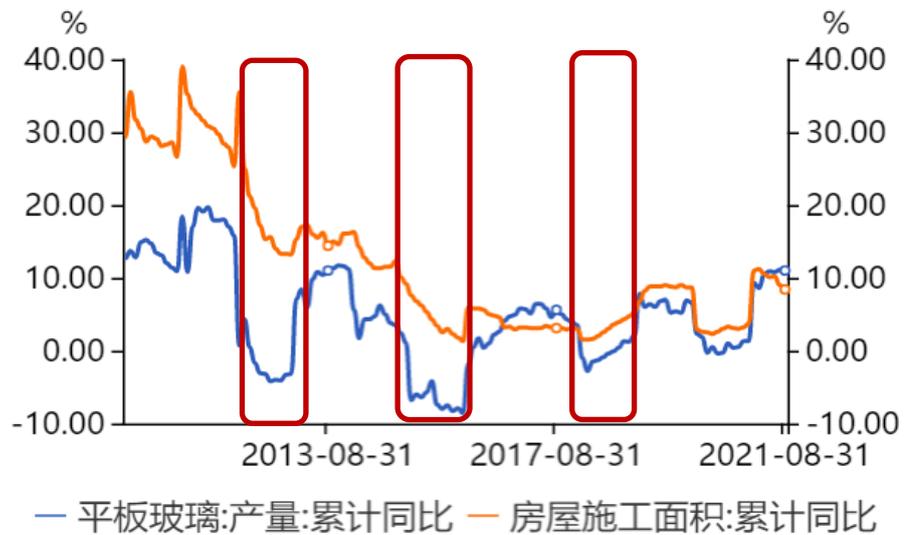
自从十九大报告中提出“房住不炒”以来，政府通过抑制地产融资扩张、调控银行房贷比例、加大老旧小区改造等多种手段打压了房价的快速上涨。2017-2019年由于政策对地产企业的融资手段进行了限制，地产企业的现金流出现紧张。行业普遍通过增加项目开工、延后项目施工来达到缓解资金流压力。从国内房屋开工以及竣工数据对比可以发现 2017-2019 年期间，开工增速与竣工增速形成剪刀差，主要为地产企业改变施工节奏所导致。

2020 年 10 月为限制国内地产企业过度增加财务杠杆，央行和住建部联合出台“三条红线”政策，根据剔除预收款的资产负债率不得大于 70%、净负债率不得大于 100%、现金短债比不得小于 1 倍三个指标将地产企业划分为三档，并根据不同档的情况制定了负责增速限制。面对财务指标的考核，地产企业只有通过加快项目竣工的方式将预收款转化为营业收入，以此来降低公司的财务指标触线率。2021 年以来，地产新开工面积同比快速下降的背景下，竣工增速仍然维持高位。8 月国内房屋新开工增速已经下降至-3.2%，但是房屋竣工增速仍然保持在 26%，环比微涨。

从历史数据来看平板玻璃产量增速与国内施工面积增速保持较高的相关性，过去十年期间两者年度数据的相关性达到 90.33%。2010 年以来平板玻璃产量仅在 3 个阶段出现过产量增速转负的情况，其中 2 次是出现在房屋施工面积急剧下滑的时候，分别是 2012 年与 2015 年期间。第 3 次平板玻璃产量的负增长是在 2018 年期间，主要受到地产周期下行、去产能、环保力度加大等原因，虽然施工面积没有明显下滑，但其实是企业增加开工项目的扰动。近几年，房地产行业经历了一系列的政策打压，周期波动风险较小，因此阶段行业出现明显下行的压力并不大。从国内房屋施工面积来看，8 月施工面积存量达到 90.99 亿平方米，同比增长 8.36%，仍然维持较高水平。

在“三条红线”的政策下房企修复竣工项目的意愿上升，虽然地产的销售与开工情况有恶化的趋势，但 2017-2019 年 3 年期间形成的开工增速与竣工增速的剪刀差是未来竣工增速的支撑。从房屋施工面积数据来看，玻璃需求量在未来一段时间内将保持韧性。

图 4：平板玻璃以及房屋施工面积同比增速



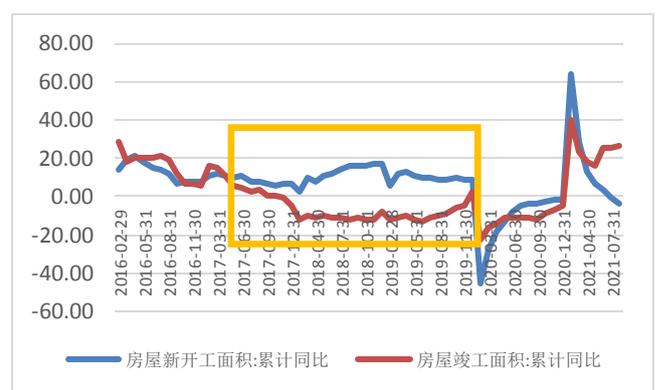
资料来源: ifind, 财信证券

图 5：我国房屋施工面积情况



资料来源: ifind, 财信证券

图 6：房屋新开工和竣工面积增速



资料来源: ifind, 财信证券

## 2.2 光伏玻璃抬高行业长期增速

2017 年之前全球光伏的新装机量在各国大幅补贴的背景下维持高速增长，装机量年均增速超过 20%，尤其是 2017 年在国内光伏扶贫的政策支持下，全球光伏装机量增长 30%。进入 2018 年后，受光伏补贴退坡的影响，国内光伏新增装机量下降 9GW，使得全球光伏装机量仅增长 5.2%，行业增速出现骤降。但随着光伏产业链不断的压缩零部件成本，行业的平准度电成本在不断下降。根据 IRENA 数据，2018 年全球光伏平准度电成本下降 10% 至 0.09 美元/度，2019 年继续下降至 0.068 美元/度。光伏产业在 2020 年迎来平价上网的发展新阶段，实现摆脱补贴的商业化发展，拉动光伏产业需求回归快速增长。

海外光伏市场在 2019 年就进入加速增长期，装机量达到 84.6GW，同比增长 44%。国内光伏装机量在 2020 年也重回了高速增长期，全年新增装机 48.2GW，同比增速回到 59.49%。从全球光伏产业链视角看，我国已经牢牢占据光伏产业链龙头地位，在硅料、硅片、电池片、光伏玻璃的产量上占全球总产量分别达 67%、98%、83%和 90%，国内产业链是主要的供应增量来源，头部企业将充分受益于光伏的长期发展。

图 7：光伏度电成本逐年下降

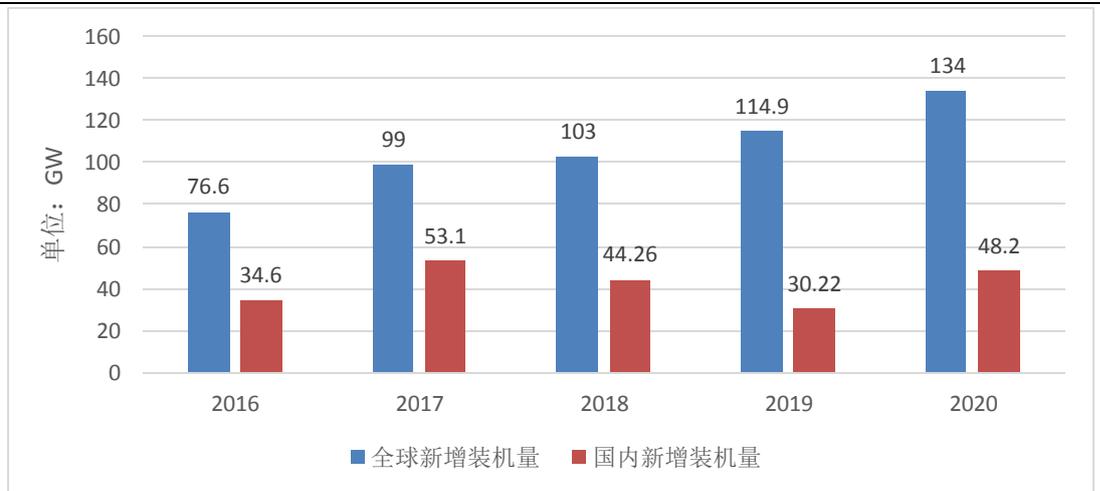


资料来源：IRENA，财信证券

在 2020 年 12 月 CPIA 年度大会上，中国光伏行业协会副理事长兼秘书长王勃华做了光伏行业“十三五”发展回顾与“十四五”形势展望报告。会议上王勃华预测十四五期间新增光伏装机容量将达到有望达到 70-90GW/年的水平，为行业十四五期间的高增长做了乐观的预期。

2021 年上半年国内新增在光伏装机容量 13.01GW，主要受到硅料和组件价格影响，新增装机量有所低于预期。但随着硅料价格的缓解，市场预计全年光伏新增装机将达到 50-60GW 的水平，这意味着下半年光伏产业链的需求将加速。

图 8：2016-2020 年光伏新增装机量数据

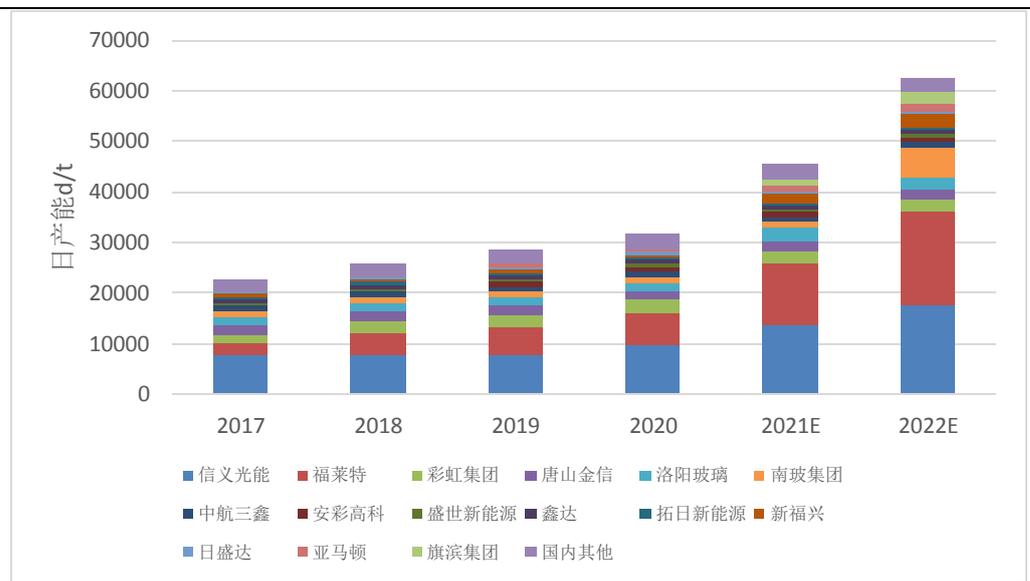


资料来源：IRENA，财信证券

我国对平板玻璃产能的新建进行了明确限制，在新的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》文件中，规定全国平板玻璃的新产能建设只能通过 1.25:1 的比例与老产能进行置换。另一方面为解决光伏玻璃的长期需求，文件提出光伏压延玻璃可不制定产能置换方案，为新能源的长期发展打开了一个口子。

根据各公司产能计划统计，2021 年光伏玻璃行业新增产能 1.37 万吨的日熔量，其中头部企业信义、福莱特、南玻集团在 2022 年分别计划投放 4000、6000、4800 吨/日的新增量。可以预见光伏玻璃未来 1-2 年的产能增长可达到在 40% 左右。考虑到单吨玻璃对纯碱的需求量平均在 0.2 吨左右，意味着光伏玻璃每年的增量将拉动 80-100 万吨的新增纯碱需求，这部分需求增量占到总消费量约 3.2 个百分点左右。

图 9：光伏玻璃企业产能情况



资料来源：百川资讯，财信证券

### 2.3 磷酸铁锂电池需求贡献重要边际增量

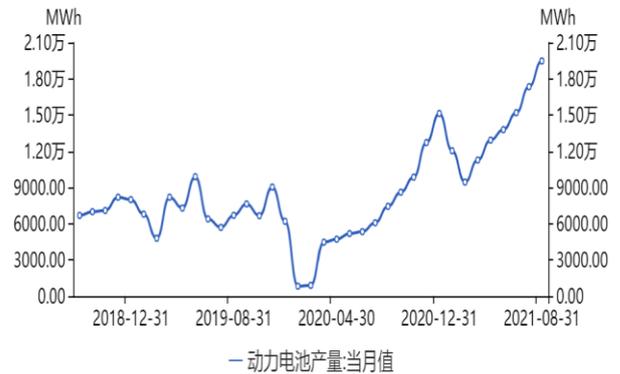
2020 年我国新能源车进入发展快车道，虽然国家对新能源车的补贴政策一直在退坡，但是国内主流的新能源车企业已经靠自身产品力在市场竞争中站住了脚。新能源车销量从 2020 年初 1.29 万辆增长至 2021 年 8 月 31.91 万辆，月度环比复合增速保持 18% 以上，增速惊人。同时，随着单车带电量的提升，动力电池的需求增速要比车辆增速来的更高，对于上游材料端的需求拉动更为明显，这也是今年以来上游原材料供需趋紧的重要原因。

图 10：新能源汽车销量数据



资料来源：ifind，财信证券

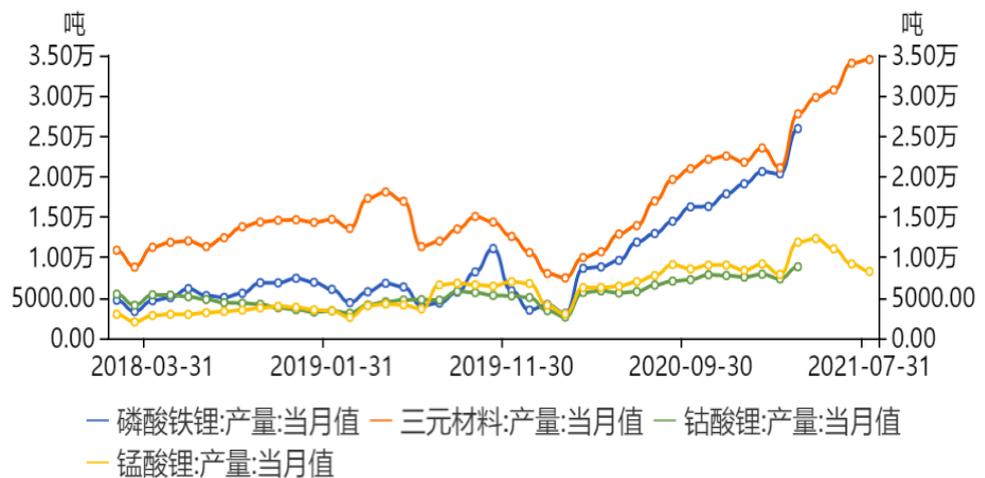
图 11：动力电池产量数据



资料来源：ifind，财信证券

目前新能源车动力电池的正极材料主要有 4 种，包括三元材料、磷酸铁锂、钴酸锂、锰酸锂，2020 年 4 种正极材料出货量占比分别为 46%、25%、16%、13%。随着动力电池工艺的进步，刀片电池、CTP 技术相继出现，提高了电池组整体的能量密度。磷酸铁锂材料则以更高的性价比、更安全的特性逐渐被主流车型认可，出货量逐渐追上三元材料。2021 年 8 月，我国动力电池产量共计 19.5GWh，其中磷酸铁锂电池产量 11.1GWh，占总产量 56.9%，而三元电池产量 8.4GWh，占总产量 42.9%。

图 12：磷酸铁锂正极材料产量逐渐超越三元材料



资料来源：ifind，财信证券

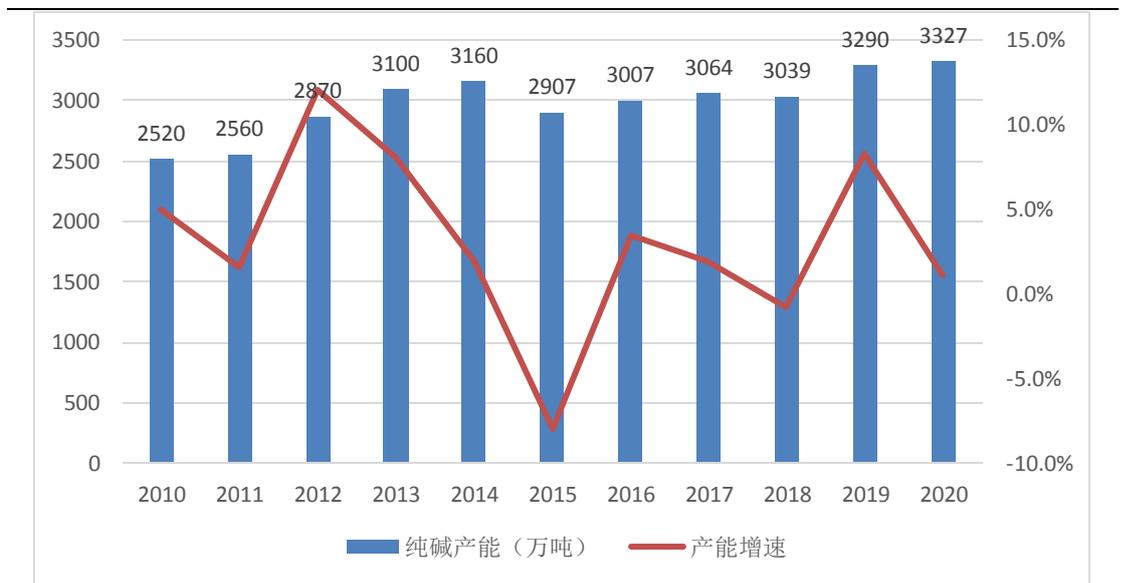
碳酸锂是生产磷酸铁锂的主要原材料，而纯碱是制作工业级碳酸锂不可或缺的原材料，生产过程是在水溶液的环境下，锂单质先与水反应生成氢氧化锂，再与纯碱反应生成碳酸锂，一般生产过程中 1 吨碳酸锂需要消耗 2 吨纯碱。假设 2021 年全年碳酸锂产量达到 24 万吨，2022-2025 年期间行业平均增速达到 30-40%，则碳酸锂未来 2 年拉动对于纯碱的新增需求达到 15-23 万吨，占到纯碱总消费量约个 0.7 个百分点左右。

### 3 2016年后行业扩产受限，资本开支下降

2016年以后，国家对产能过剩严重的行业施行了严监管、紧审批的政策，加强了对落后产能的清理工作。2016年8月国务院发布《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》指出严格控制尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能，相关部门和机构不得违规办理土地（海域）供应、能评、环评和新增授信等业务，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换。未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目一律不得建设。要求各相关部门研究制定产能置换方案，充分利用安全、环保、节能、价格等措施，推动落后和低效产能退出，为先进产能创造更大市场空间。随后各部门出台相关政策通过严控新项目审批来管控产能增长幅度，确保过剩产能的逐渐消化。

2014年行业产能达到阶段性高点后，行业在2015-2018年期间产能维持低增长，2018年行业的高景气促使部分已审批的项目产能在2019年建设释放了出来，2020年行业产能又回归到低增长。根据行业企业未来的建设计划，2021-2022年期间新增计划规模普遍较小，仅德邦化工在2022年6月计划投产的60万吨项目规模较大，其他新增产能均为小产能或者技改增量。并且连云港碱业130万吨的产能因地方政府规划原因，将在2021年底之前退出。

图 13：纯碱产能与产能增速情况



资料来源：百川资讯，财信证券

表 1：纯碱新增产能计划情况

项目名称	企业名称	项目类型	项目产能	计划投产时间
江西晶昊	江西晶昊盐化有限公司	新增产能	14	2021年3月
金昌氨碱源新增纯碱20万吨/年	金昌氨碱源化工有限公司	新增产能	20	2021年4月
江西晶昊盐化有限公司扩产	江西晶昊盐化有限公司	新增产能	10	2021年8月

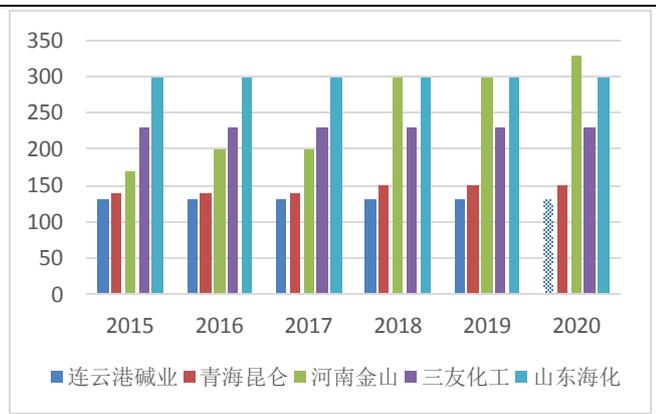
10万吨装置

连云港碱业	连云港碱业有限公司	淘汰产能	130	2021年12月
红四方改造新增20万吨	中盐安徽红四方股份有限公司	新增产能	25	2022年4月
搬迁连云港德邦兴华化工科技有限公司	安徽德邦化工有限公司	新增产能	60	2022年6月
远兴能源	内蒙古远兴能源股份有限公司	新增产能	360	2023年5月
广东南方碱业股份有限公司	广东南方碱业股份有限公司	淘汰产能	60	2023年12月

资料来源：百川资讯，财信证券

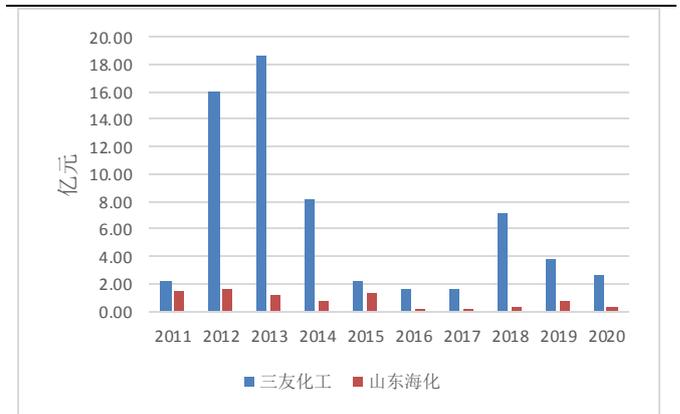
从产能规模最大的企业可以看到，由于行业长期的低迷以及政策限制，头部企业资本开支意愿已经明显下降。2015年以来，行业CR5的企业中仅河南金山、青海昆仑分别扩产了160万吨、10万吨，而其他头部企业没有新的建设计划。其中上市公司中三友化工近几年的资本开支主要集中在氯碱、有机硅业务，而山东海化的资本开支主要用于提升效率和降低能耗上，并没有新增产能计划。

图 14：纯碱 CR5 企业的产能情况



资料来源：ifind，财信证券

图 15：三友化工与山东海化的资本开支情况



资料来源：ifind，财信证券

## 4 能耗和环保限制制约产量增长

近日国家发改委发布了《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，各地也在加码能耗限制政策。但工业制造业发展对能耗的自然增长与能耗限制之间的矛盾成为各地区短期经济发展过程中难以调节的问题，直接导致了能耗较高的工业品供需失衡，价格大幅上涨，侵蚀了中下游产业生存空间。《方案》文件中提出各省份超出最低指标消纳责任权重的可再生能源总量部分不纳入总量考核，进一步促进了地方政府发展可再生能源的意愿。这也成为各省合理解决能耗总量限制与工业产能发展之间的手段之一。

虽然纯碱对电力的单耗在化工品中不算高，但是原材料合成氨对能耗的需求高，因此联碱法的产能也在国家双控范围之内。同时，由于纯碱单吨价值不高，因此GDP单位能耗也处于相对较高的水平，GDP单位能耗0.15kg/元，水平接近烧碱，比合成氨更高。在各地方政府加强对能耗总量以及能耗强度控制的重视，纯碱产能未来的生产可能存在阶段性的干扰，并且未来行业将以低能耗的自然碱产能扩张为主，氨碱法和联碱法产能

的审批难度将进一步提升。

**表 2：联碱法和氨碱法原材料结构**

	氨碱法吨耗	联碱法吨耗
原盐	1.50 吨	1.20 吨
石灰石	1.29 吨	-
燃料煤	0.34 吨	0.25 吨
合成氨	-	0.35 吨
电力	80kwh	200 kwh

资料来源：百川资讯，财信证券

**表 3：高能耗化工品能耗对比**

	电耗 kwh	能耗（折煤 KG）	产品单价	GDP 单位能耗 （能耗/单价）
工业硅	12000	3960.0	11,000	0.36
黄磷	12500	4125.0	20,000	0.21
电石	3200	1056.0	3,500	0.30
烧碱	2300	759.0	3,100	0.24
合成氨	1550	511.5	4,000	0.13
纯碱（联碱法）	200	245.0	1600	0.15

资料来源：ifind，财信证券

自从 2016 年全国开始环保督察后，各地各部门对生态环境保护的思想认识发生了根本性变化。生态文明思想深入人心，绿水青山就是金山银山、绿色发展高质量发展理念得到强有力落实。2019 年开始，中央环保组开始了开展新一轮督察，计划利用 3 年时间完成全国范围覆盖；再利用 2022 年一年的时间，对一些地方和部门开展“回头看”，2022 年实现对所有省份第二轮督察全覆盖，这表明了环保监督的趋严将是长期和不可逆的。

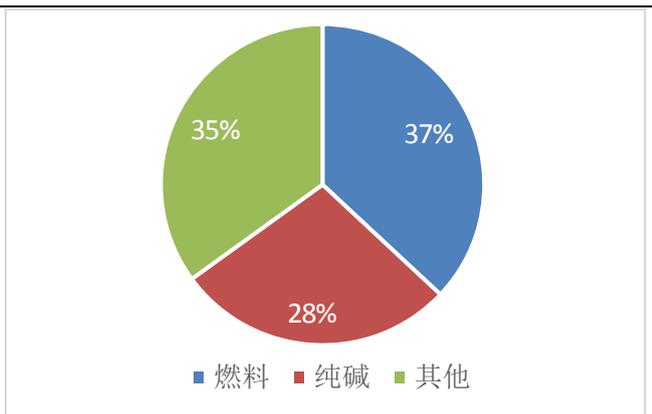
纯碱作为传统的化工产品，生产过程中伴随着大量的固、液、气污染物质。固体废物以碱渣为主，主要成分有碳酸钙、铁铝盐等。氨碱法每生产一吨纯碱要产生 300KG 的固体废渣，废渣的大量堆放不免造成土地资源的浪费。废液的主要成分为 NaCl 及 CaCl<sub>2</sub>，且溶液呈碱性。纯碱生产废液如果直接外排，不仅污染环境，也造成资源浪费，目前企业多对废液中的 NaCl，CaCl<sub>2</sub> 进行回收利用。废气以含氨废气为主，氨气为有毒气体，且有刺激性恶臭气味。氨气易溶于水形成氨水。氨水能灼伤皮肤、眼睛、呼吸器官的粘膜。如果吸入了过多的氨气，能引起肺肿胀，以至死亡。因此，纯碱企业的废气必须应用洗涤等有效措施回收氨，降低氨的排放浓度。2017 年在第一轮环保督察过程中，大量的纯碱企业由于排放不达标被迫停产整改，整个行业的开工水平下降，各大纯碱龙头企业封单不报。我们认为环保督察的常态化将提升排放不达标的落后产能的生产成本，进而实现逐步淘汰行业落后产能的目标。

## 5 下游成本传导顺畅

我们认为在供需持续偏紧的条件下，决定价格上限的是下游需求对于价格的容忍度。纯碱的下游领域中对纯碱价格最为敏感的是玻璃，纯碱约占玻璃总生产成本的 28%，而其他下游领域由于纯碱的成本占比较低，对纯碱价格相对不敏感。那么决定纯碱未来价格上限的就是玻璃企业对于成本的容忍度。

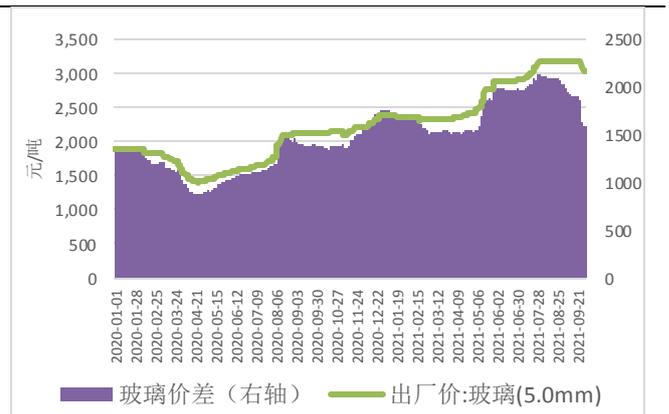
2020 年以来玻璃价格经历了 1 年半时长的上行周期，企业的盈利能力已经大幅改善，2021 年 1、2 季度玻璃生产企业的盈利水平普遍达到了近十年来的历史最好水平。从玻璃-0.2\*纯碱的价差来看，虽然 9 月份由于玻璃价格的下降以及纯碱价格的上升，价差有所收窄。但价差水平仍保持在 1500 元/吨以上，与 1 季度价差保持相同。目前玻璃企业仍有较好的单吨盈利能力，并且单耗 0.2 吨的纯碱价格对玻璃企业造成的成本压力有限，因此纯碱价格的持续上涨还未引起玻璃企业的抵触，继而影响纯碱需求水平。我们认为玻璃和纯碱的价差缩小到 1000 元/吨的时候才可能导致价格压力，目前纯碱的价格上涨空间仍然较大。

图 16：玻璃生产成本结构图



资料来源：百川资讯，财信证券

图 17：玻璃-纯碱价差走势



资料来源：ifind，财信证券

## 6 投资建议

在经历了多次行业周期后，行业的供需格局已经基本平衡，行业产能利用率已达到历史高位。同时在碳中和以及环保监管下，产能无序投放的局面将不会再次出现，未来行业产能将向低能耗的天然碱方向发展。从供需平衡角度来看，在 2023 年以前供给端鲜有产能释放，而需求端地产领域韧性较强，新能源领域提供重要的边际增量，我们认为行业景气周期有望持续至 2022 年底。短期来看，年底前连云港产能的退出可能加剧短期供需的紧张，并且下游对纯碱价格接受空间较大，短期价格仍有上行空间。我们看好纯碱行业景气的持续，给予行业“领先大市”评级。看好行业龙头竞争地位的提升，推荐关注行业绝对龙头山东海化（000822.SZ）、优质天然碱龙头远兴能源（000683.SZ）。

## 6.1 远兴能源 (000683.SZ)

公司前身为内蒙古远兴天然碱股份有限公司,于1997年1月在深交所上市。公司主要从事天然碱法制纯碱和小苏打、煤炭、煤制尿素、天然气制甲醇等产品的生产和销售。纯碱下游主要集中在玻璃、氧化铝、无机盐和洗涤剂等行业;小苏打主要用于食品、饲料、医药卫生等行业;甲醇主要用于烯烃、甲醛、醋酸等领域。公司是国内最大的以天然碱法制纯碱和小苏打的生产企业,纯碱产能居全国第四位;小苏打产能居全国第一位,占全行业60%左右。公司天然碱法制纯碱和小苏打的生产成本在同行业中具有明显的竞争优势,纯碱和小苏打业务整体毛利率水平达到45%。

近年来国内已经停止对氨碱法和联碱法产能的释放,自然碱是行业未来的大趋势。公司参股的银根矿业于2021年6月取得内蒙古自治区阿拉善右旗塔木素苏木天然碱矿的采矿权,银根矿业全资子公司银根化工规划配套建设年产780万吨纯碱和年产80万吨小苏打项目已取得项目备案文件,具备项目建设条件。并且,公司也在筹划对银根矿业剩余股权的收购和增资。

预计公司2021-2023年分别实现净利润34.76、31.47、30.64亿元,EPS分别为0.95、0.86、0.83元。考虑到公司未来行业龙头地位以及工艺发展空间,给予公司2022年12-14倍PE估值,股价合理区间为10.32-12.04元/股,给予公司“谨慎推荐”评级。

## 6.2 山东海化 (000822.SZ)

山东海化(000822.SZ)山东海化作为国内主要的纯碱生产企业之一,立足盐化产业,围绕主导产品纯碱,积极优化资源配置,不断提升核心竞争力。公司地处渤海莱州湾南岸,是国内重要的海盐产区,地下卤水资源丰富,富含钠、钾、镁、溴等多种化学元素,为纯碱、原盐、溴素、氯化镁等产品提供了充足的原料保障。公司目前拥有氨碱法纯碱产能280万吨,各产品相辅相成,互惠互生,实现了资源有效利用。

预计公司2021-2023年分别实现净利润12.65、13.44、4.26亿元,EPS分别为1.41、1.50、0.48元。参考行业整体估值水平,给予公司2022年8-10倍PE估值,股价合理区间为12.0-15.0元/股,给予公司“谨慎推荐”评级。

## 7 风险提示

房地产韧性不及预期,导致平板玻璃需求超预期下滑;

行业新增产能投放超预期,供需关系提前缓和;

新能源领域需求不及预期,纯碱边际新增需求不及预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438