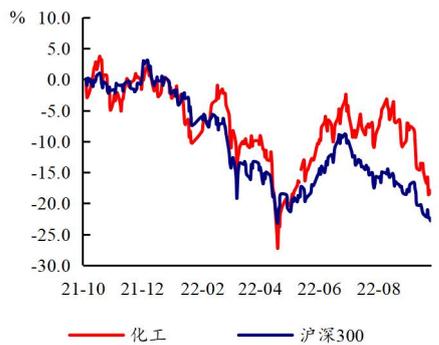


评级 推荐（维持）

## 报告作者

作者姓名	李子卓
资格证书	S1710521020003
电子邮箱	lizz@easec.com.cn
联系人	丁俊波
电子邮箱	dingjb@easec.com.cn

## 股价走势



## 相关研究

《【新材料】锂电行业 2022 年上半年业绩综述：板块增长强劲、景气周期延续\_20220930》2022.09.30

《【化工】炭黑价格上涨、导电炭黑打开增长空间\_20220929》2022.09.29

《【化工】甜味剂需求持续提升，天然人工协同发展\_20220928》2022.09.28

《【新材料】新能源发电+政策驱动、新型储能迎发展机遇\_20220928》2022.09.28

《【新材料】多家企业加码布局、钠电池产业化元年将近\_20220927》2022.09.27

## 烧碱行业 2022 年上半年业绩综述：需求有望修复，业绩前景可期

### 核心观点

上半年化工排名居中，氯碱表现相对较弱。从板块整体来看，上半年 A 股市场整体处于调整状态，上证指数下跌 6.63%，中信化工板块下跌 5.5%，中信氯碱指数跌幅为 7.65%，氯碱板块表现弱于化工板块及上证指数。为了研究烧碱企业市场和业绩的表现情况，我们将 A 股有烧碱生产能力的企业归类为烧碱企业。行业层面，2022 年二季度氯碱行业实现营业收入 519.89 亿元，同比增长 26.82%，环比增长 8.50%，利润增速有所放缓，但仍处于同期高位。个股层面，2022 年上半年 14 家 A 股烧碱企业中有 2 家股价上涨，分别为世龙实业、氯碱化工，涨幅分别为 31.47%、0.73%。

价格仍处历史高位，烧碱企业上半年业绩亮眼。价格方面，2022 年以来烧碱价格稳步上涨，目前仍处于历史相对高位。截至 2022 年 6 月 30 日，液碱（32%离子膜）市场均价报 1335.8 元/吨，较年初上涨 38.34%。上半年液碱均价报 1227.88 元/吨，同比上涨 133.23%；烧碱（99%片碱）市场均价报 4950.00 元/吨，较年初上涨 45.59%。上半年片碱均价报 4304.39 元/吨，同比上涨 103.81%。业绩方面，14 家烧碱企业中 11 家均实现收入增长，其中 7 家实现归母净利润同比增长，分别为北元集团、镇洋发展、世龙实业、天原股份、华塑股份、氯碱化工、亿利洁能。其中，氯碱化工 2022 年上半年归母净利润为 8.86 亿元，同比增长 33.08%。氯碱化工业绩增长得益于主营产品价格大幅增长，公司 2022H1 烧碱、氯产品销售均价分别同比增长 55.80%、20.07%。

供给方面，烧碱行业面临着新增产能受限和产业结构的改革。在“双碳”和“能耗双控”政策下，国家将烧碱列入产能受限行业，并对行业能效水平提出了整改要求。在此背景下，一方面，提高了烧碱行业的准入门槛，增加了淘汰机制，行业集中度有望提升；另一方面，未来低效产能淘汰，新增产能受限，行业供给趋紧。2021 年全国烧碱原计划新增产能 111 万吨，实际新增为 35 万吨，实现率不足三分之一。

需求方面，受益于下游氧化铝产能加速释放，烧碱需求有望增长。2022 年年初以来，氧化铝产能同比增长为 8.36%，创近 5 年新高。另外，目前电解铝和氧化铝价差仍处于历史高位，欧洲能源危机下电解铝厂商关停，或将刺激我国电解铝价格及利润走高，进而对氧化铝投产起到支撑作用，同时带动烧碱需求的提升。截至 2022 年 6 月 30 日，国内液碱库存报 18.27 万吨，较前期有所增长，但较近三年库存高位下降 31.1%。

业绩可持续增强，板块估值有望修复。目前烧碱价格仍处高位，2022 年烧碱企业业绩有望继续有良好表现。供给受限的条件下，周期性减弱，烧碱行业景气周期有望拉长。从估值方面来说，目前烧碱企业平均 PE(TTM)为 15.3 倍，约为近 5 年烧碱企业平均 PE 的 54%分位，板块估值整体处于低位，未来仍有较大修复空间。

### 投资建议

下游需求向好，供给受限下，2022 年烧碱价格或将维持高位，行业景气周期有望拉长。相关烧碱生产企业或将受益，如：氯碱化工、镇洋发展、北元集团等。

### 风险提示

烧碱价格异常波动、国内疫情反复、安全环保政策升级等。

## 正文目录

1. 行情回顾：烧碱企业后市估值有望修复	4
1.1. 化工排名居中，氯碱表现相对较弱	4
1.2. 行业利润增速有所放缓，但仍处于同期高位	5
1.3. 个股多数下跌，估值有望修复	6
2. 业绩综述：行业景气上行，未来业绩可期	8
2.1. 2021年业绩表现优异，盈利能力提升	8
2.2. 2022年价格中枢上行，业绩值得期待	9
3. 后市展望：供需趋紧，烧碱景气周期有望拉长	11
3.1. 能耗双控下，新增产能受限	11
3.2. 下游整体向好，需求拉动作用提升	13
3.3. 库存较三年高位下降较大	18
4. 相关标的	19
4.1. 氯碱化工	19
4.2. 镇洋发展	20
4.3. 北元集团	21
5. 风险提示	22

## 图表目录

图表 1. 基础化工板块 2022 上半年下跌 5.5%	4
图表 2. 中信氯碱板块涨跌幅排名第 28	5
图表 3. 2022 年二季度氯碱行业营收环比增长 8.50%	5
图表 4. 2022 年二季度氯碱行业营业成本环比增长 4.78%	5
图表 5. 2022 年二季度氯碱行业毛利率为 26.02%	6
图表 6. 2022 年二季度氯碱行业期间费用率为 7.43%	6
图表 7. 2022 年二季度氯碱行业实现归母净利润 53.70 亿元	6
图表 8. 2022 年二季度氯碱行业净利率为 10.33%	6
图表 9. 烧碱企业 2022 年上半年涨跌幅排名	7
图表 10. 烧碱企业估值处于低位	7
图表 11. 主要烧碱企业营业收入情况（单位：亿元）	8
图表 12. 主要烧碱企业归母净利润（单位：亿元）	9
图表 13. 2022 年以来液碱价格处于上行通道	9
图表 14. 2022 年以来片碱价格处于上行通道	9
图表 15. 2022 年上半年主要烧碱企业营业收入情况（单位：亿元）	10
图表 16. 2022 年上半年 7 家烧碱企业归母净利润实现同比增长（单位：亿元）	11
图表 17. 2022 年上半年 8 家烧碱企业归母净利润实现环比增长（单位：亿元）	11
图表 18. 2020-2022 年液碱产能年复合增长率为 1.41%	12
图表 19. 2020-2022 年液碱有效产能年复合增长率为 1.88%	12
图表 20. 烧碱行业限制性政策文件	12
图表 21. 2021 年液碱企业新增产能情况	13
图表 22. 2021 年烧碱下游消费结构	13
图表 23. 氧化铝产能加速释放	14
图表 24. 2022 年企业计划新增氧化铝产能	14
图表 25. 氧化铝产量年复合增长率为 1.27%	15
图表 26. 2021 年氧化铝下游消费结构	15
图表 27. 电解铝-氧化铝价差走高	16

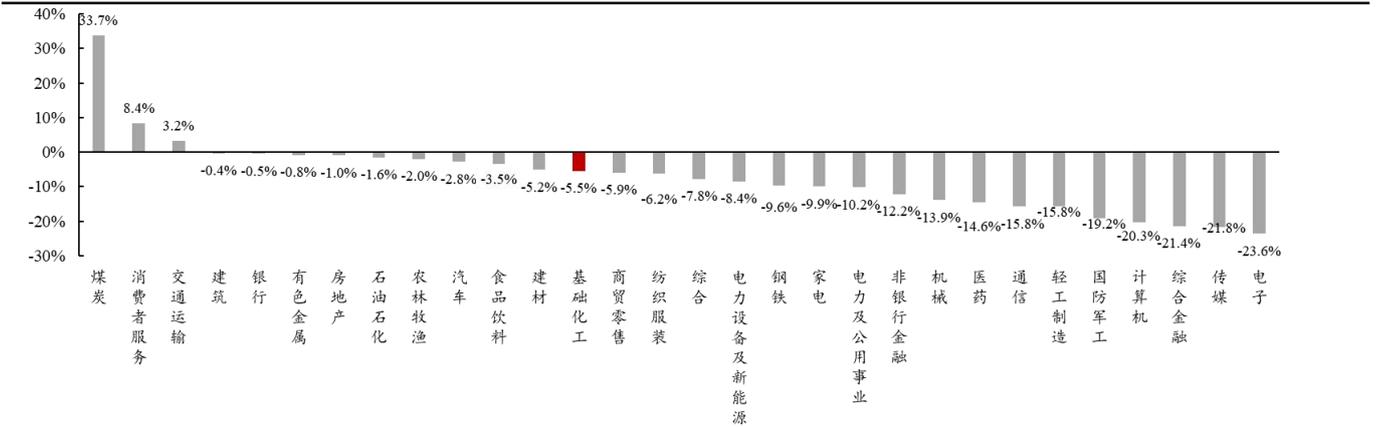
图表 28. 2021 年建筑地产占电解铝下游消费 27% .....	16
图表 29. 2021 年房地产新开工面积同比下降 11.40% .....	17
图表 30. 2021 年房地产施工面积同比增长 5.20% .....	17
图表 31. 2021 年房地产竣工面积同比增长 11.20% .....	17
图表 32. 2021 年房地产开发投资完成额同比增长 4.40% .....	17
图表 33. 2021 年汽车产量同比增长 3.40% .....	18
图表 34. 2021 年汽车销量同比增长 3.81% .....	18
图表 35. 新能源汽车产销高速增长 .....	18
图表 36. 2022 年以来烧碱库存处于低位 .....	19
图表 37. 2021 年公司主营产品产能、产量 .....	19
图表 38. 2021 年烧碱产品营业收入占比 22.27% .....	20
图表 39. 2021 年烧碱产品毛利润占比 27.60% .....	20
图表 40. 2021 年公司主营产品产能及在建情况 .....	20
图表 41. 2021 年氯碱类产品营业收入占比 79.08% .....	21
图表 42. 2021 年氯碱类产品毛利润占比 83.73% .....	21
图表 43. 2021 年公司主营产品产能、产量 .....	21
图表 44. 2021 年烧碱产品营业收入占比 12.47% .....	22
图表 45. 2021 年烧碱产品毛利润占比 29.26% .....	22

## 1. 行情回顾：烧碱企业后市估值有望修复

### 1.1. 化工排名居中，氯碱表现相对较弱

基础化工板块市场表现位于中信一级行业中游位置。过去半年(1/1-6/30)，中信基础化工指数(CI005006)报收7828.58点，半年下跌452.97点，跌幅为5.5%，板块表现优于上证指数(半年跌幅为6.63%)、沪深300(半年跌幅为9.22%)。从行业的排名来看，中信基础化工行业在全部行业中的涨跌幅排名为第13名。

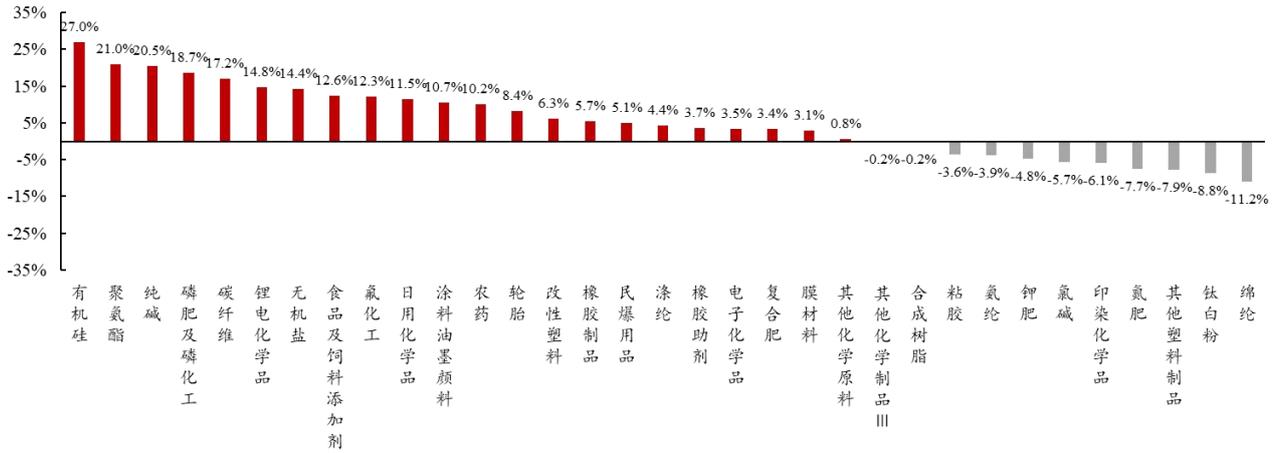
图表 1. 基础化工板块 2022 上半年下跌 5.5%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

氯碱板块整体涨跌幅排名第28。从细分领域来看，过去半年在中信基础化工33个三级行业中，有22个板块上涨，11个板块下跌。涨幅前三的板块分别为：有机硅、聚氨酯和纯碱，涨幅分别为27.0%、21.0%、20.5%；跌幅前三的板块分别为：锦纶、钛白粉和其他塑料制品，跌幅分别为11.2%、8.8%、7.9%。其中，中信氯碱板块跌5.7%，位于基础化工细分板块中第28位。

图表 2. 中信氯碱板块涨跌幅排名第 28



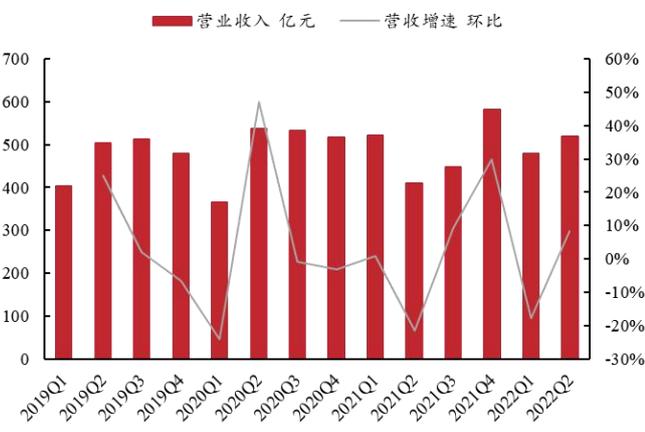
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

**氯碱板块表现弱于化工板块及大盘。**根据 Wind 数据,截至 2022 年 6 月 30 日中信氯碱指数收报 1754.95 点,上半年下跌 145.4 点,跌幅为 7.65%。上半年 A 股市场整体处于调整状态,上证指数下跌 6.63%,中信化工板块下跌 5.5%,氯碱板块的表现弱于化工板块及上证指数的整体表现。

## 1.2. 行业利润增速有所放缓,但仍处于同期高位

二季度氯碱行业营收处于 2019 年来的同期高位,营业成本同比涨幅更高。为了研究烧碱企业市场和业绩表现情况,本报告综合考虑中信化工分类以及公司主营业务,我们选取 A 股有烧碱生产能力的 14 家企业,组成氯碱行业组合进行研究。营业收入方面,2022 年二季度氯碱行业实现营收 519.89 亿元,同比增长 26.82%,环比增长 8.50%;营业成本方面,2022 年二季度氯碱行业营业成本为 412.54 亿元,同比增长 37.09%,环比增长 4.78%。

图表 3. 2022 年二季度氯碱行业营收环比增长 8.50%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

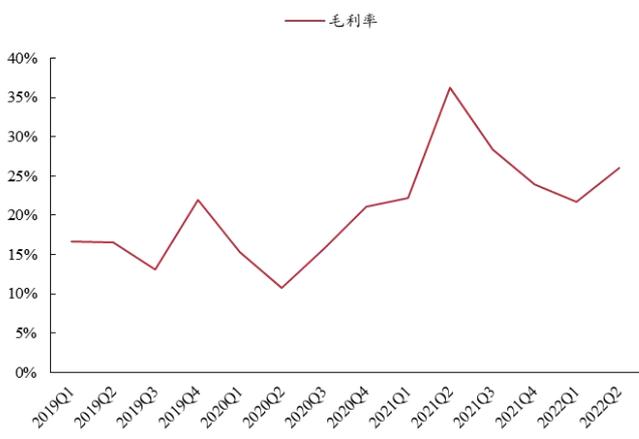
图表 4. 2022 年二季度氯碱行业营业成本环比增长 4.78%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

二季度氯碱行业毛利率处于同期高位，期间费用率平稳。毛利率方面，2022年二季度氯碱行业毛利率26.02%，同比降低10.21pct，但仍处于自2019年来的同期高位，环比增长4.32pct；期间费用率方面，2022年二季度氯碱行业期间费用率为7.43%，同比降低1.88pct，环比增长0.07pct。

图表 5. 2022 年二季度氯碱行业毛利率为 26.02%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

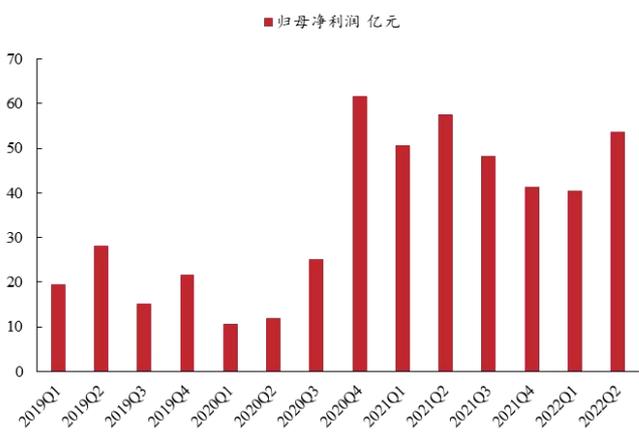
图表 6. 2022 年二季度氯碱行业期间费用率为 7.43%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

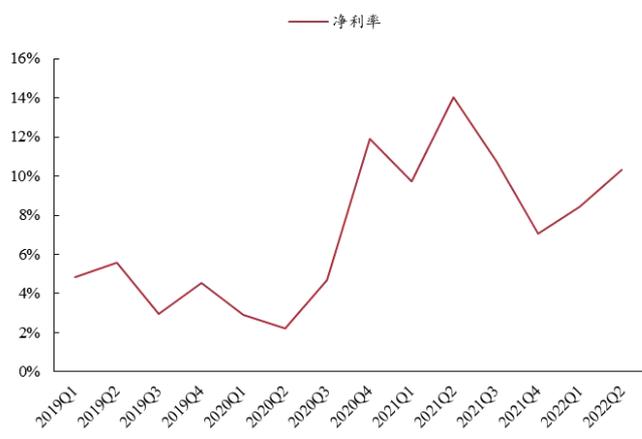
二季度氯碱行业归母净利润及净利率均环比改善。归母净利润方面，2022年二季度氯碱行业实现归母净利润53.70亿元，同比降低6.60%，处于自2019年来的同期高位，环比提升33.02%；净利率方面，2022年二季度氯碱行业净利率为10.33%，同比降低3.69pct，环比增长1.90pct。

图表 7. 2022 年二季度氯碱行业实现归母净利润 53.70 亿元



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 8. 2022 年二季度氯碱行业净利率为 10.33%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 1.3. 个股多数下跌，估值有望修复

A 股烧碱企业涨跌不一、多数烧碱企业仍处于调整阶段。2022 年上半年，14 家 A 股烧碱企业中有 2 家股价上涨，分别为世龙实业、氯碱化工，涨幅分别为 31.47%、0.73%。跌幅排名前三的分别为镇洋发展、华塑股份、

滨化股份，跌幅分别为 35.36%、31.41%、24.84%。

图表 9. 烧碱企业 2022 年上半年涨跌幅排名

序号	股票代码	名称	2022 年 6 月 30 日收盘价 元	2022 年上半年涨跌幅
1	002748.SZ	世龙实业	14.79	31.47%
2	600618.SH	氯碱化工	12.5	0.73%
3	000510.SZ	新金路	5.88	-0.51%
4	600277.SH	亿利洁能	5.00	-5.12%
5	600409.SH	三友化工	8.19	-5.86%
6	601216.SH	君正集团	4.88	-6.69%
7	000818.SZ	航锦科技	33.9	-8.65%
8	002386.SZ	天原股份	11.02	-13.43%
9	002092.SZ	中泰化学	7.76	-18.66%
10	601568.SH	北元集团	6.34	-22.02%
11	600075.SH	新疆天业	6.39	-22.26%
12	601678.SH	滨化股份	5.99	-24.84%
13	600935.SH	华塑股份	5.24	-31.41%
14	603213.SH	镇洋发展	14.97	-35.36%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

目前整体估值较低，未来有望修复。目前烧碱企业平均 PE 为 15.21 倍，而近 5 年烧碱企业平均 PE 为 28.17 倍。目前板块估值整体处于低位，未来仍有较大修复空间。以新疆天业(600075.SH)为例，其近 5 年平均 PE 为 49.12 倍，目前股价对应的 PE 为 8.49 倍，估值显著偏低。

图表 10. 烧碱企业估值处于低位

序号	股票代码	名称	2022 年 6 月 30 日 PE(TTM)	近五年平均 PE (TTM)
1	000510.SZ	新金路	18.96	30.83
2	600277.SH	亿利洁能	19.83	18.95
3	002748.SZ	世龙实业	12.76	24.34
4	000818.SZ	航锦科技	46.38	36.65
5	600618.SH	氯碱化工	7.26	10.78
6	002092.SZ	中泰化学	9.50	21.96
7	600409.SH	三友化工	13.70	51.90
8	601568.SH	北元集团	13.40	16.91
9	600075.SH	新疆天业	8.49	49.12
10	601216.SH	君正集团	9.50	11.46
11	002386.SZ	天原股份	11.54	60.08
12	601678.SH	滨化股份	9.23	16.19
13	600935.SH	华塑股份	21.11	27.99
14	603213.SH	镇洋发展	11.26	17.20

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 2. 业绩综述：行业景气上行，未来业绩可期

### 2.1. 2021 年业绩表现优异，盈利能力提升

烧碱企业中，2021 年多数实现收入增长。目前 A 股主要的 14 家烧碱企业中均已披露 2021 年年报，其中 11 家企业实现营业收入层面的增长。营业收入涨幅最高的企业为镇洋发展。2021 年镇洋发展实现营业收入 20.4 亿元，同比增长 77.3%。

多数氯碱企业营业收入涨幅超 30%。具体来看，滨化股份实现营业收入 92.7 亿元，同比增长 43.5%；氯碱化工实现营业收入 66.6 亿元，同比增长 36.3%；新疆天业实现营业收入 120.2 亿元，同比增长 33.6%；北元集团实现营业收入 131.5 亿元，同比增长 33.5%；华塑股份实现营业收入 67.4 亿元，同比增长 32.6%；君正集团实现营业收入 193.0 亿元，同比增长 30.4%；三友化工实现营业收入 231.8 亿元，同比增长 30.4%。

图表 11. 主要烧碱企业营业收入情况（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2021 年营收增速
氯碱化工	71.7	64.6	48.9	66.6	36.3%
北元集团	96.0	100.5	98.5	131.5	33.5%
华塑股份	43.8	45.7	50.8	67.4	32.6%
君正集团	84.7	98.0	148.0	193.0	30.4%
新疆天业	48.3	45.0	89.9	120.2	33.6%
镇洋发展	11.5	11.4	11.5	20.4	77.3%
中泰化学	702.2	831.2	842.0	624.6	-25.8%
滨化股份	67.5	61.6	64.6	92.7	43.5%
三友化工	201.7	205.2	177.8	231.8	30.4%
航锦科技	38.3	37.7	35.4	48.59	37.4%
天原股份	181.2	231.0	216.5	188.25	-13.0%
新金路	20.7	23.2	22.1	29.78	34.9%
亿利洁能	173.7	123.7	129.2	124.39	-3.7%
世龙实业	14.8	18.5	15.7	21.75	38.4%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2021 年烧碱企业利润增长显著。14 家烧碱企业中，多数企业实现归母净利润层面的增长。其中 8 家企业涨超 100%，分别为氯碱化工、镇洋发展、中泰化学、滨化股份、三友化工、天原股份、航锦科技和新金路。具体来看，氯碱化工 2021 年归母净利润 17.7 亿元，同比增长 192.0%；滨化股份 2021 年归母净利润 16.3 亿元，同比增长 220.6%；中泰化学 2021 年归母净利润 27.0 亿元，同比增长 1751.6%；镇洋发展 2021 年归母净利润 5.0 亿元，同比增长 282.5%；三友化工 2021 年归母净利润 16.7 亿元，同比增长 133.0%。

图表 12. 主要烧碱企业归母净利润 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020	2021	2021 年归母净利润 增速
氯碱化工	10.5	8.1	6.1	17.7	192.0%
北元集团	17.2	16.6	16.8	18.5	9.9%
华塑股份	4.1	5.0	6.1	7.9	28.0%
君正集团	22.8	24.9	48.2	45.4	-5.8%
新疆天业	4.9	0.3	8.9	16.4	84.8%
镇洋发展	1.1	1.3	1.3	5.0	282.5%
中泰化学	24.3	3.4	1.5	27.0	1751.6%
滨化股份	7.0	4.4	5.1	16.3	220.6%
三友化工	15.9	6.8	7.2	16.7	133.0%
航锦科技	5.0	3.1	2.4	7.3	210.0%
天原股份	1.6	0.8	1.2	6.4	453.2%
新金路	1.0	0.6	0.7	3.0	318.7%
亿利洁能	7.7	9.0	5.2	8.0	54.6%
世龙实业	0.6	-0.2	-1.4	2.0	-237.8%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 2.2. 2022 年价格中枢上行, 业绩值得期待

### 2.2.1. 价格稳步上涨, 目前仍处于高位

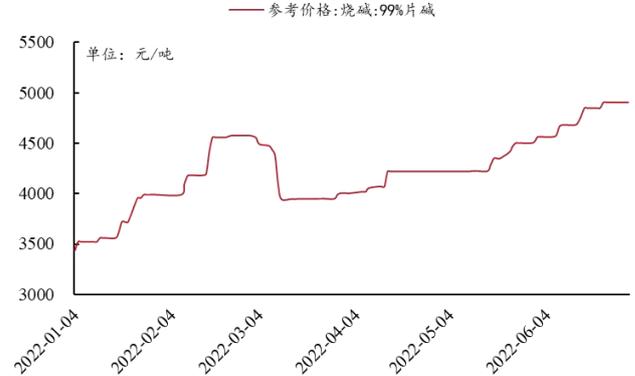
2022 年年初以来烧碱价格稳步上涨, 目前仍处于高位。截至 2022 年 6 月 30 日, 烧碱 (32%液碱) 市场均价报 1335.8 元/吨, 较年初上涨 38.3%。上半年液碱均价报 1227.9 元/吨, 同比上涨 133.2%; 烧碱 (99%片碱) 市场均价报 4911.0 元/吨, 较年初上涨 42.8%。上半年片碱均价报 4241.3 元/吨, 同比上涨 112.7%。

图表 13. 2022 年以来液碱价格处于上行通道



资料来源: 百川盈孚, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2022 年以来片碱价格处于上行通道



资料来源: 百川盈孚, 东亚前海证券研究所

### 2.2.2. 上半年收入增长

烧碱企业上半年集中于2022年8月15日至8月30日披露。目前14家烧碱企业均已披露2022年上半年业绩报告。

11家烧碱企业2022年上半年实现收入增长。具体来看，镇洋发展2022年上半年营业收入为13.67亿元，同比增长70.46%；世龙实业2022年第一季度营业收入为13.63亿元，同比增长66.27%；华塑股份2022年上半年营业收入为37.52亿元，同比增长33.07%；新金路2022年上半年营业收入为18.20亿元，同比增长25.17%；滨化股份2022年上半年营业收入为45.40亿元，同比增长5.11%；君正集团2022年上半年营业收入为104.63亿元，同比增长20.65%。

图表 15. 2022 年上半年主要烧碱企业营业收入情况（单位：亿元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022H1	2021H1	2022H1 同比增速
北元集团	26.15	60.32	95.36	131.54	31.45	67.81	60.32	12.42%
滨化股份	21.19	43.19	65.39	92.68	22.42	45.40	43.19	5.11%
新疆天业	25.10	52.11	83.83	120.15	29.63	63.23	52.11	21.34%
镇洋发展	3.41	8.02	12.95	20.43	6.19	13.67	8.02	70.46%
新金路	7.11	14.54	22.56	29.78	8.30	18.20	14.54	25.17%
世龙实业	4.07	8.20	13.89	21.75	6.22	13.63	8.20	66.27%
航锦科技	11.72	22.93	34.70	48.59	10.48	21.78	22.93	-5.02%
中泰化学	222.09	307.16	422.39	624.63	150.05	293.49	307.16	-4.45%
天原股份	44.05	88.73	126.06	188.25	38.98	92.79	88.73	4.57%
华塑股份	14.22	28.20	45.81	67.39	17.53	37.52	28.20	33.07%
亿利洁能	29.30	68.89	102.78	124.39	31.44	67.69	68.89	-1.75%
氯碱化工	15.47	29.96	46.66	66.64	19.75	36.67	29.96	22.38%
三友化工	56.35	111.96	172.65	231.82	58.72	122.55	111.96	9.46%
君正集团	40.76	86.74	133.88	192.97	48.01	104.63	86.73	20.65%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

烧碱企业中，7家实现归母净利润同比增长。具体来看，北元集团2022年上半年归母净利润为11.97亿元，同比增长2.49%。北元集团归母净利润的增长主要来自上半年烧碱和PVC销售价格的上涨。镇洋发展2022年上半年归母净利润为2.46亿元，同比增长49.30%。镇洋发展上半年利润增长主要在于氯碱产品售价提升，主要产品销量提升，且公司优化管理，提升管理效率。氯碱化工2022年上半年归母净利润为8.86亿元，同比增长33.08%。氯碱化工业绩增长得益于主营产品价格大幅增长，公司2022H1烧碱、氯产品销售均价分别同比增长55.80%、20.07%。

图表 16. 2022 年上半年 7 家烧碱企业归母净利润实现同比增长（单位：亿元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022H1	2021H1 同比增速
北元集团	4.85	11.68	15.21	18.50	5.15	11.97	2.49%
镇洋发展	0.57	1.65	2.55	4.96	1.04	2.46	49.30%
世龙实业	0.14	0.27	0.93	1.96	0.54	1.09	308.40%
天原股份	1.21	3.11	4.90	6.41	1.72	4.17	34.12%
华塑股份	2.31	3.60	5.85	7.85	2.33	4.46	23.68%
氯碱化工	3.46	6.66	11.44	17.72	4.86	8.86	33.08%
亿利洁能	1.41	4.67	6.28	8.02	1.42	5.63	20.64%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

烧碱企业中，8 家归母净利润环比增长。具体来看，北元集团 2022 年上半年归母净利润为 11.97 亿元，环比增长 75.40%；亿利洁能 2022 年上半年归母净利润为 5.63 亿元，环比增长 68.12%；三友化工 2022 年上半年归母净利润为 7.30 亿元，环比增长 44.82%；天原股份 2022 年上半年归母净利润为 4.17 亿元，环比增长 26.40%。其中，北元集团、天原股份、华塑股份、亿利洁能四家企业的归母净利润实现了环比、同比双增长。

图表 17. 2022 年上半年 8 家烧碱企业归母净利润实现环比增长（单位：亿元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022H1	2021H1 环比增速
北元集团	4.85	11.68	15.21	18.50	5.15	11.97	75.40%
滨化股份	4.94	9.78	14.10	16.26	3.70	6.88	6.30%
新疆天业	4.66	9.67	14.40	16.38	2.78	7.23	7.71%
中泰化学	7.32	17.33	26.64	27.03	4.42	11.45	18.09%
天原股份	1.21	3.11	4.90	6.41	1.72	4.17	26.40%
华塑股份	2.31	3.60	5.85	7.85	2.33	4.46	4.87%
亿利洁能	1.41	4.67	6.28	8.02	1.42	5.63	68.12%
三友化工	5.94	11.67	15.22	16.71	2.40	7.30	44.82%

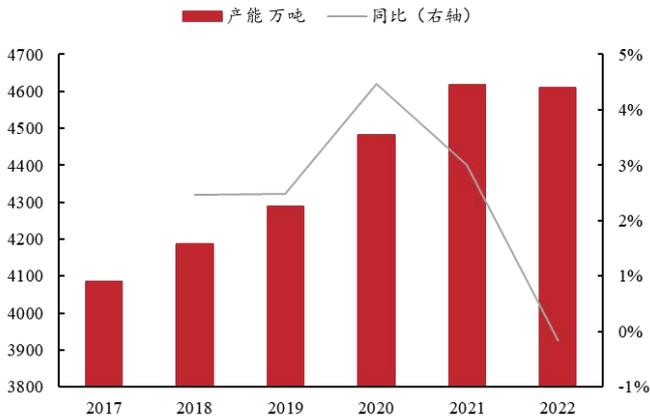
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 3. 后市展望：供需趋紧，烧碱景气周期有望拉长

#### 3.1. 能耗双控下，新增产能受限

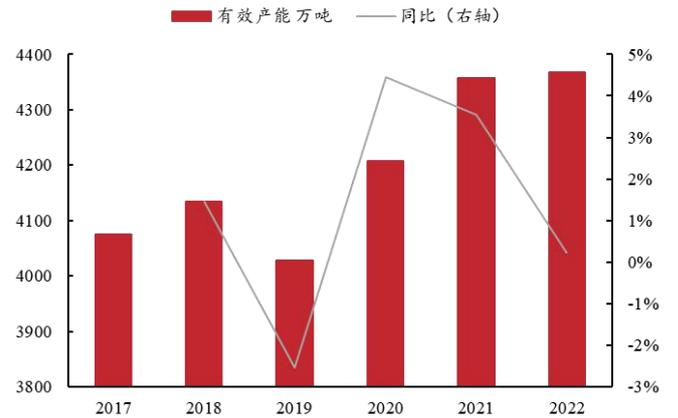
近年来，烧碱行业整体产能释放较缓。以液碱为例，截至 2022 年 9 月 22 日，液碱产能由 2020 年的 4481.9 万吨/年增长至 2021 年的 4609.6 万吨/年，年复合增长率为 1.41%；液碱有效产能由 2020 年的 4207.9 万吨/年增长至 2022 年的 4367.7 万吨/年，年复合增长率为 1.88%。

图表 18. 2020-2022 年液碱产能年复合增长率为 1.41%



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 19. 2020-2022 年液碱有效产能年复合增长率为 1.88%



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2020 年提出碳中和目标以来，国家针对烧碱行业出台了一些列的相关政策。2019 年发布的《产业结构调整指导目录》将烧碱列为限制类产业。2021 年 11 月，发改委发布了《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平》，其中详细规定了离子膜法液碱能效标杆水平、基准水平，并提出拟建和在建项目应力争全面达到标杆水平，存量项目应合理设置政策实施过渡期。2022 年 2 月发改委公布了《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南》。该文件一方面指出，截至 2020 年底我国烧碱行业能效优于标杆水平的产能约占 15%，能效低于基准水平的产能约占 25%；另一方面提出，截至 2025 年烧碱行业能效标杆水平以上产能比例达到 40%，能效基准水平以下产能基本清零。

图表 20. 烧碱行业限制性政策文件

时间	部门	文件	核心内容
2019.10	国家发改委	《产业结构调整指导目录》	烧碱(废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外)被列为限制类
2021.11	国家发改委	《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》	规定了离子膜法液碱能效标杆水平、基准水平
2022.02	国家发改委	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》	截至 2025 年烧碱行业能效标杆水平以上产能比例达到 40%，能效基准水平以下产能基本清零

资料来源：国家发改委，东亚前海证券研究所

“双碳”和“能耗双控”的背景下，烧碱行业面临着产业结构的改革。一方面，政策提高了烧碱行业的准入门槛，增加了淘汰机制，行业集中度有望提升。另一方面，未来低效产能淘汰，新增产能受限，行业供给趋紧。根据百川盈孚数据，2021 年全国烧碱原计划新增产能 111 万吨，实际新增为 35 万吨，实现率不足三分之一。

图表 21. 2021 年液碱企业新增产能情况

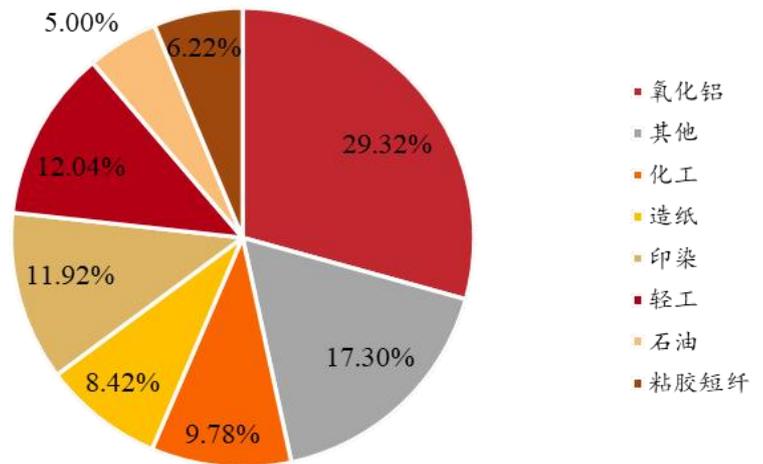
投产月度	省份	企业名称	计划新增产能 (万吨)	实际新增产能 (万吨)
2021.12	四川	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	14	-
2021.12	江西	九江九宏新材料有限公司	15	-
2021.11	宁夏	宁夏华御化工有限公司	9	-
2021.10	福建	福建省东南电化股份有限公司	38	-
2021.05	江西	江西九二盐业有限责任公司	10	10
2021.05	江苏	新浦化学(泰兴)有限公司	15	15
2021.03	河南	河南佰利联新材料有限公司	10	10
	合计		111	35

资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

### 3.2. 下游整体向好，需求拉动作用提升

氧化铝为烧碱下游最大消费领域，占比接近三分之一。烧碱下游应用众多，包括氧化铝、化工行业、轻工行业、印染、造纸、粘胶短纤等。其中氧化铝为占比最大的消费领域。2021 年烧碱下游消费结构中，氧化铝消费占比为 29.32%，共消耗烧碱 1052.19 万吨。

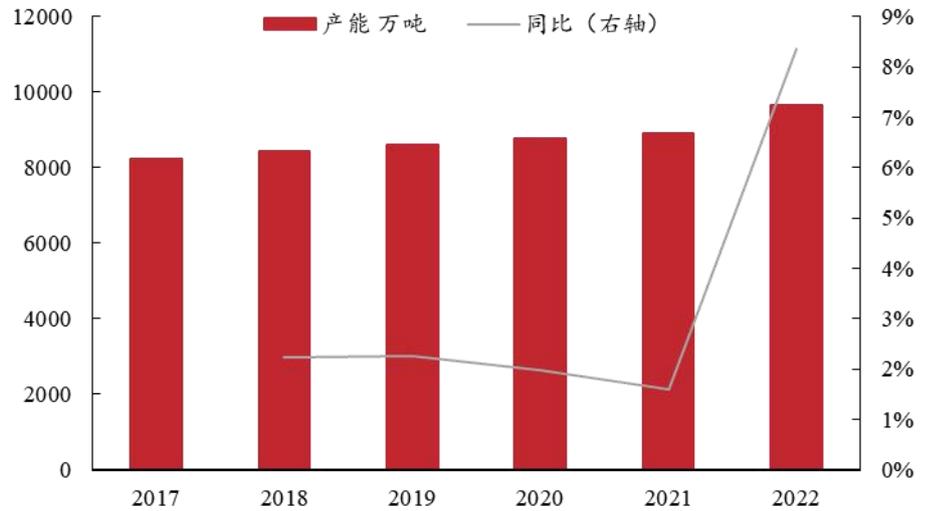
图表 22. 2021 年烧碱下游消费结构



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

下游氧化铝产能加速释放，带动烧碱需求增长。近期，受益于氧化铝产能加速释放，烧碱需求有望大幅增长。根据百川盈孚数据，2020-2022 年国内氧化铝产能分别为 8784 万吨、8924 万吨、9670 万吨，年复合增长率为 4.9%，显著高于目前烧碱的产能增速。尤其 2022 年年初以来，氧化铝产能同比增长 8.36%，达到近 5 年新高。

图表 23. 氧化铝产能加速释放



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

**2022 年氧化铝新增产能较多，行业快速扩张。**根据目前已披露的各企业投产计划，2022 年共有 8 家企业计划扩产，均为较大规模的投产计划。2022 年预计全年新增产能 1190 万吨，占 2021 年总产能的 13.2%。行业扩张速度较快，对烧碱需求将快速提升。

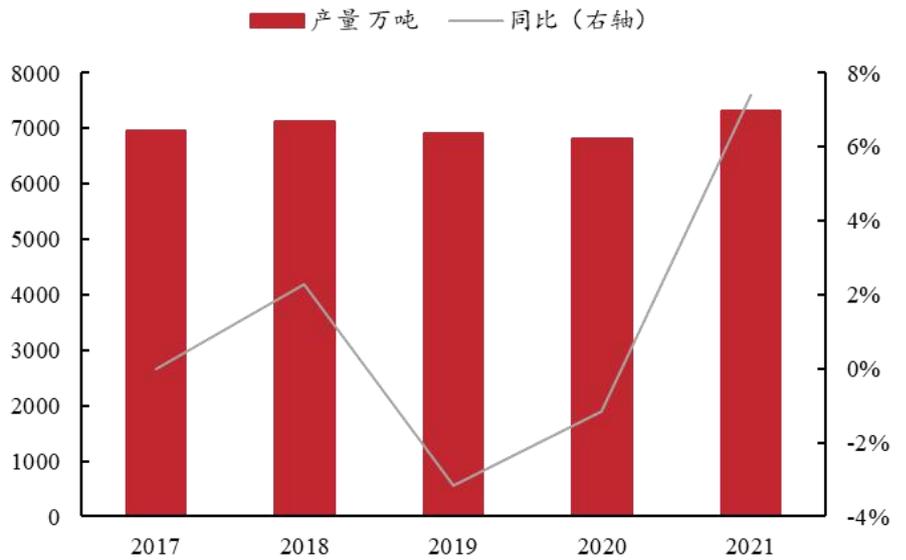
图表 24. 2022 年企业计划新增氧化铝产能

投产月度	省份	企业名称	预计当年新增产能 万吨
2022 年 12 月	广西	广西田东锦鑫化工有限公司	120
2022 年 12 月	山东	山东鲁北化工股份有限公司	100
2022 年 10 月	山东	山东鲁渝博创铝业有限公司	80
2022 年 9 月	山西	山西奥凯达化工有限公司	40
2022 年 3 月	河北	河北文丰新材料有限公司	240
2022 年 3 月	重庆	重庆市九龙万博新材料科技有限公司	400
2022 年 1 月	山西	孝义市田园化工有限公司	40
2022 年 1 月	广西	靖西天桂铝业有限公司	170
合计			1190

资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

**氧化铝产量 2021 年增长幅度较大。**2017 至 2020 年，氧化铝产量在 6820 至 7130 万吨区间内窄幅波动。2018 年产量为 4 年中最高，达 7126.13 万吨，此后 2 年，产量持续下滑，下滑幅度依次为 3.15%、1.15%。2021 年氧化铝产量达 7328.60 万吨，同比增长 7.41%，创近 5 年新高。以 2017 年产量为基准，氧化铝产量年复合增长率为 1.27%，低于产能增长速率。

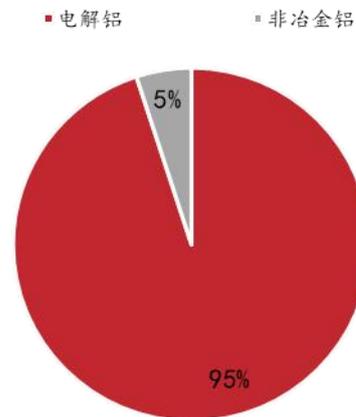
图表 25. 氧化铝产量年复合增长率为 1.27%



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

氧化铝主要应用于电解铝制造，消费结构稳定。氧化铝下游应用领域仅有电解铝与非冶金铝。2021 年电解铝消费占比 95%，非冶金铝消费占比 5%，氧化铝几乎全部应用于电解铝的生产。2018 至 2021 年，电解铝消费量从 6726.31 万吨上涨至 6957.52 万吨，年复合增长率为 1.13%。电解铝消费占比始终保持在 95%，说明氧化铝的消费结构保持稳定。

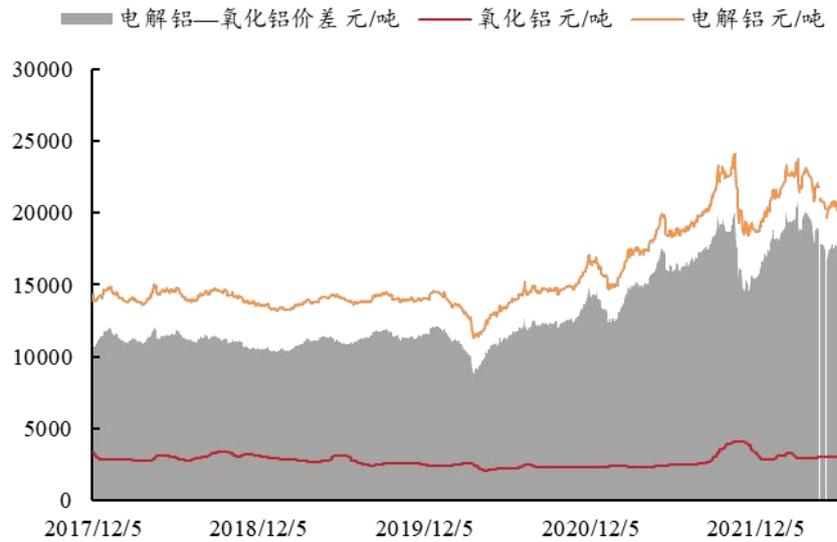
图表 26. 2021 年氧化铝下游消费结构



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

电解铝、氧化铝价差保持高位，氧化铝产能投放有望加速。2020 年以来，电解铝价格持续处于高位，而氧化铝价格增长幅度相对较小，两者价差保持高位，有望刺激氧化铝产能投放有望加速。

图表 27. 电解铝-氧化铝价差走高

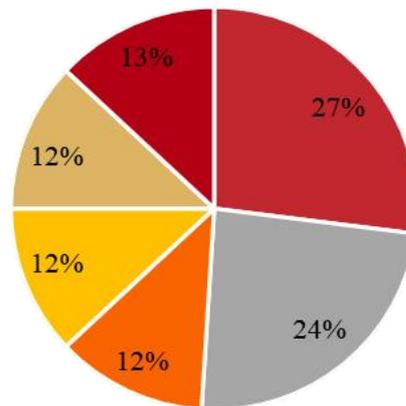


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

**建筑业为电解铝主要消费领域。**电解铝下游应用领域多样，包括建筑地产、交通运输、电力、消费品、机械等。2021年在电解铝表观消费中，建筑业为最大的消费领域，占比为27%；其次为交通运输，占比24%；两者合计占比过半。电力、消费品、机械领域占比均为12%，影响相对较小。

图表 28. 2021 年建筑地产占电解铝下游消费 27%

■ 建筑地产 ■ 交通运输 ■ 电力  
■ 消费品 ■ 机械 ■ 其他

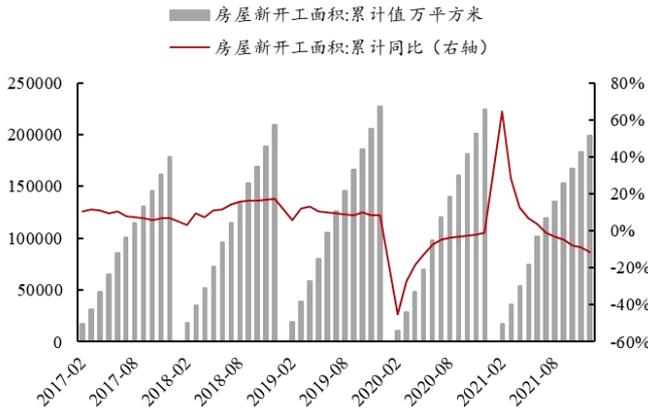


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

**房地产或触底反弹，对电解铝需求回温。**2021年，全国房地产开发投资完成额为14.76万亿元，同比增长4.40%；房地产新开工面积为19.89亿平方米，同比下降11.40%，新开工面积已连续两年发生负增长；施工面积为97.54亿平方米，同比增长5.20%；竣工面积为10.14亿平方米，同比增长11.20%。对比2020年，房地产施工、竣工面积均已由负增长转变为正向

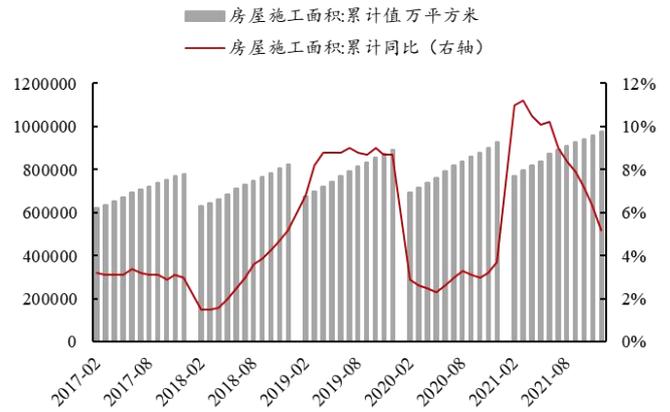
增长，房地产行业回温。预计随着我国疫情形势好转，地产政策推进，地产或触底回升，对铝材的需求量或将继续上涨。

图表 29. 2021 年房地产新开工面积同比下降 11.40%



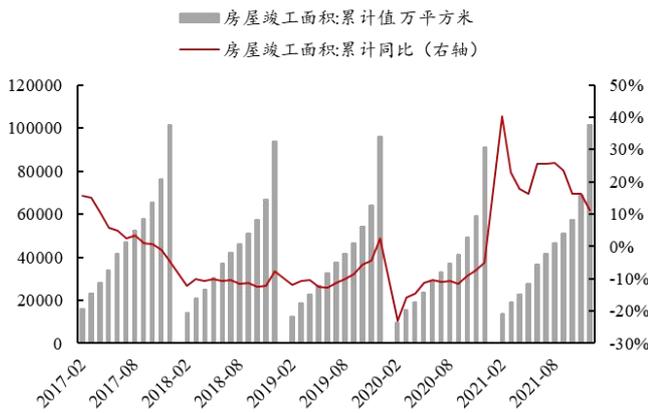
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 30. 2021 年房地产施工面积同比增长 5.20%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 31. 2021 年房地产竣工面积同比增长 11.20%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

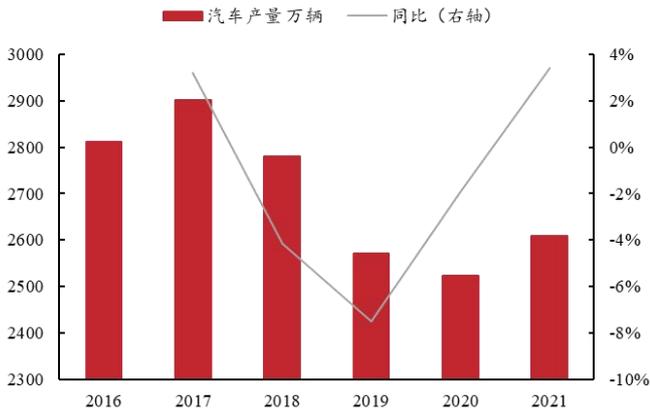
图表 32. 2021 年房地产开发投资完成额同比增长 4.40%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

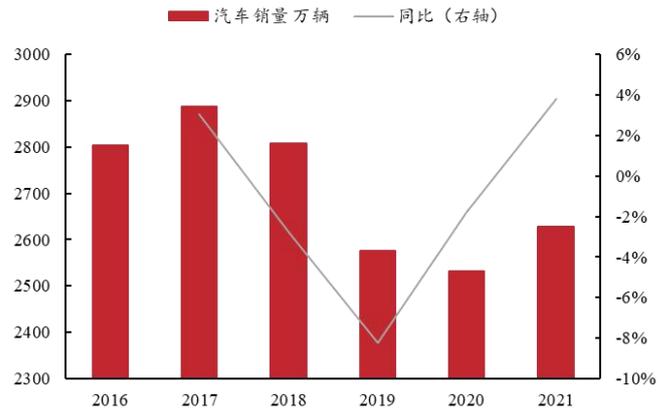
**2021 年我国汽车产销增量转正，产销两旺，拉动电解铝的需求。**交通运输行业为电解铝另一消费占比较高的领域。2021 年，我国汽车产量达 2608.20 万辆，同比增长 3.40%；销量达 2627.50 万辆，同比增长 3.81%，结束连续 3 年的下行。中汽协数据显示，今年上半年我国汽车市场产销量分别达到 1248.20 万辆和 1205.70 万辆，同比微降 2.4%和 6.5%。随着后期经济恢复，我国汽车有望景气度触底回升。

图表 33. 2021 年汽车产量同比增长 3.40%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

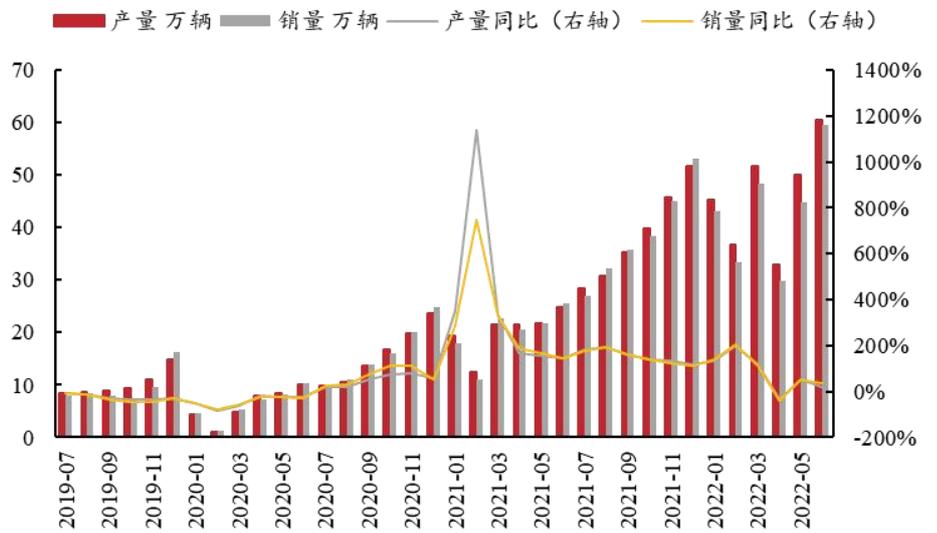
图表 34. 2021 年汽车销量同比增长 3.81%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

**新能源车前景可期，推动电解铝需求。**2021 年新能源汽车产销量高速增长，月产销量同比增长保持在 110% 以上。全年产量合计 353.26 万辆，较 2020 年产量 131 万辆提升 169.67%，销量合计 350.72 万辆，较 2020 年销量 132.29 万辆提升 165.10%。今年以来新能源车继续保持高速发展，上半年累计产销量达到 266.1 万辆和 260.0 万辆，同比增速均超过 115%。行业发展迅速，新能源汽车用铝量有望大幅增加。

图表 35. 新能源汽车产销高速增长

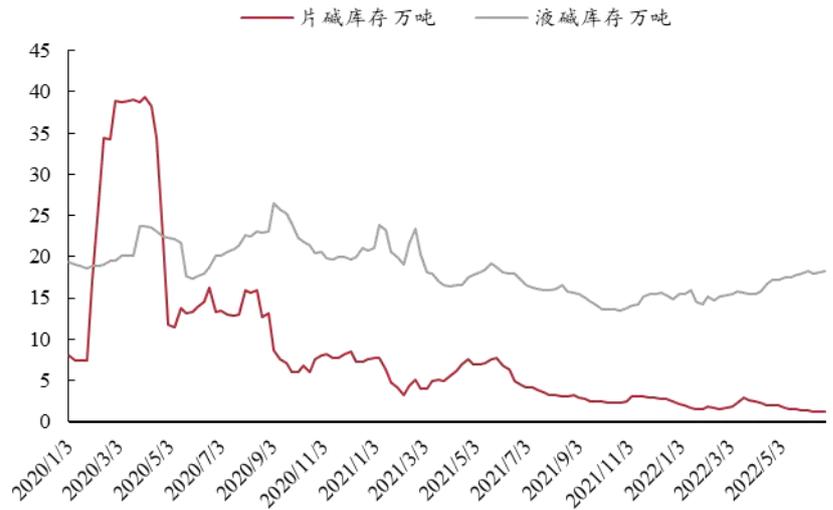


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 3.3. 库存较三年高位下降较大

库存有所上升，但较三年高位有较大下降。截至 2022 年 6 月 30 日，国内液碱库存报 18.27 万吨，较近三年库存高位下降 31.1%。2021 年下半年以来，国内液碱库存一直处于 20 万吨以下的低位。截至 2022 年 6 月 30 日，片碱工厂库存为 1.19 万吨，较 2020 年同期下降 73.6%，处于历史较低水平。

图表 36. 2022 年以来烧碱库存处于低位



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

## 4. 相关标的

### 4.1. 氯碱化工

**聚焦烧碱、氯产品，迎来业绩反转。**公司深耕氯碱化工多年，主营业务为制造和销售烧碱、氯及氯制品，以及聚氯乙烯塑料树脂与制品。现有产品产能：烧碱 72 万吨/年、二氯乙烷 72 万吨/年、液氯 60 万吨/年、特种聚氯乙烯树脂 9 万吨/年、氯乙烯 20 万吨/年。目前公司产业链已从传统氯碱产品延伸至下游聚氯乙烯树脂、MDI 等。2022 年上半年，公司实现营收 67.81 亿元，同比增长 22.38%；归母净利润 8.86 亿元，同比增长 33.08%。

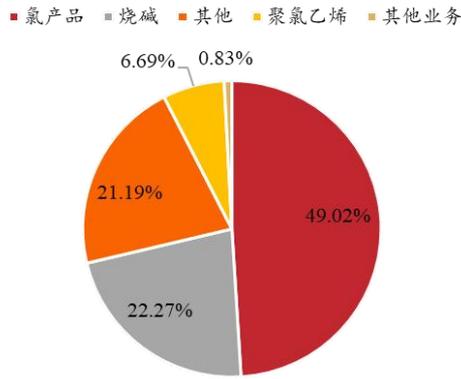
图表 37. 2021 年公司主营产品产能、产量

产品	设计产能 万吨	产量 万吨
烧碱	72	76.4
二氯乙烷	72	
液氯	60	158.3
盐酸	-	
特种聚氯乙烯树脂	9	4.7

资料来源：氯碱化工公司公告，东亚前海证券研究所

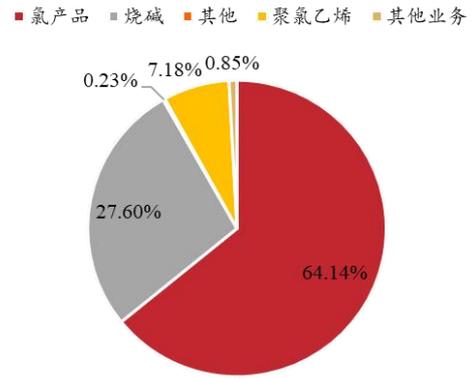
**烧碱、氯产品业务收入比例及毛利润占比高，为公司主要业绩来源。**业务收入方面，2021 年，烧碱、氯产品、聚氯乙烯营业收入占比分别 22.27%、49.02%、6.69%，烧碱、氯产品为公司创造主要营收。毛利润方面，烧碱、氯产品、聚氯乙烯占比分别为 27.60%、64.14%、7.18%，公司超 90% 的毛利润来自于主营业务烧碱和氯产品。

图表 38. 2021 年烧碱产品营业收入占比 22.27%



资料来源：氯碱化工公司公告，东亚前海证券研究所

图表 39. 2021 年烧碱产品毛利润占比 27.60%



资料来源：氯碱化工公司公告，东亚前海证券研究所

## 4.2. 镇洋发展

**专注氯碱产品，积极拓展新业务。**公司主营产品包括烧碱、液氯、氯化石蜡、次氯酸钠、ECH 等氯碱类产品，以及甲基异丁基酮等 MIBK 类产品、高纯氢气等其他产品，业务逐步延伸至有机化工和新材料化工。目前公司产品产能为烧碱 102.57 万吨/年、液氯 109.94 万吨/年、氯化石蜡 95.71 万吨/年、MIBK 98.5 万吨/年、ECH 25.75 万吨/年。公司正在建设 30 万吨/年乙烯基新材料项目，预计 2023 年建设完工。2022 年上半年，公司实现营业收入 13.671 亿元，同比增长 70.46%；归母净利润 2.46 亿元，同比增长 49.3%。

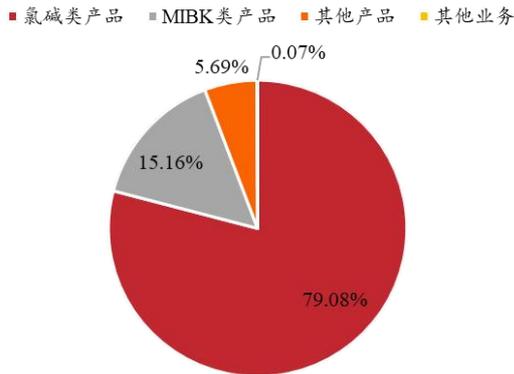
图表 40. 2021 年公司主营产品产能及在建情况

	产能 万吨	在建产能 万吨	预计完工时间
烧碱	102.57	-	
液氯	109.94	-	
氯化石蜡	95.71	-	
MIBK	98.5	-	
ECH	25.75	-	
PVC		30	2023 年

资料来源：镇洋发展公司公告，东亚前海证券研究所

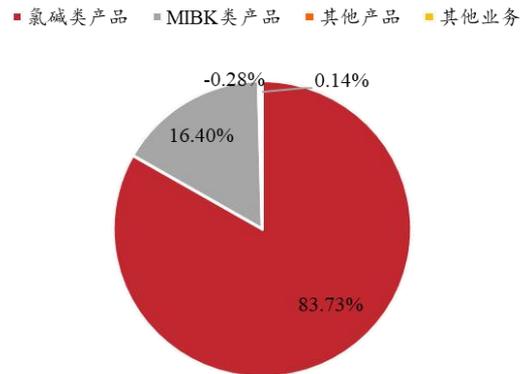
**氯碱产品业务收入比例及毛利润占比高，为公司主要业绩来源。**业务收入方面，2021 年公司氯碱产品收入占总营业收入的比例为 79.08%，为公司创造主要营收。毛利润方面，2021 年公司氯碱产品毛利润占总毛利润的比例为 83.73%，公司毛利润来自于主营业务氯碱产品。

图表 41. 2021 年氯碱类产品营业收入占比 79.08%



资料来源：镇洋发展公司公告，东亚前海证券研究所

图表 42. 2021 年氯碱类产品毛利润占比 83.73%



资料来源：镇洋发展公司公告，东亚前海证券研究所

### 4.3. 北元集团

聚焦氯碱化工，致力于一体化经营。公司主要从事聚氯乙烯、烧碱等产品的生产和销售。公司产品产能为聚氯乙烯 110 万吨/年、离子膜烧碱 80 万吨/年、新型干法工业废渣水泥 220 万吨/年、以及电石 50 万吨/年。公司致力于建设以 PVC 为核心“煤-电-电石-氯碱化工-工业废渣综合利用生产水泥”的一体化循环经济产业链。2022 年上半年公司实现营业收入 67.81 亿元，同比增长 12.42%；归母净利润 11.97 亿元，同比增长 2.49%。

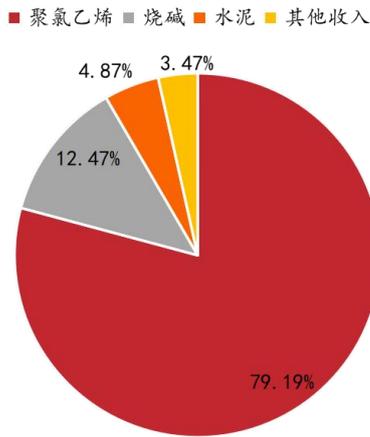
图表 43. 2021 年公司主营产品产能、产量

	产能 万吨	产量 万吨
聚氯乙烯	110	128.99
烧碱	80	86.72
水泥	220	230.72

资料来源：北元集团公司公告，东亚前海证券研究所

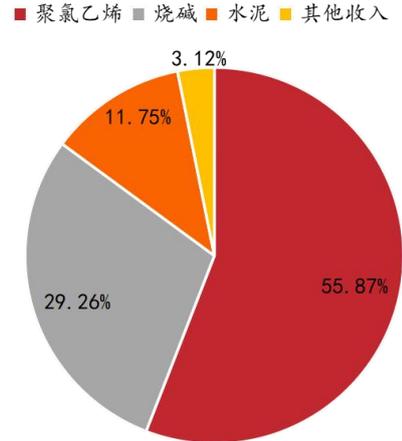
氯碱产品业务收入比例及毛利润占比高，为公司主要业绩来源。业务收入方面，2021 年公司聚氯乙烯、烧碱营收占比分别为 79.19%、12.47%，合计达 91.66%，为公司创造主要营收。毛利润方面，2021 年，公司聚氯乙烯、烧碱毛利润占比分别为 55.87%、29.26%，合计超过 80% 以上，为公司毛利润主要来源。

图表 44. 2021 年烧碱产品营业收入占比 12.47%



资料来源：北元集团公司公告，东亚前海证券研究所

图表 45. 2021 年烧碱产品毛利润占比 29.26%



资料来源：北元集团公司公告，东亚前海证券研究所

## 5. 风险提示

烧碱价格异常波动、国内疫情反复、安全环保政策升级等。

**烧碱价格异常波动：**目前烧碱价格均处于小幅波动中，其中一部分影响因素为贸易商低价接单，市场成交混乱，不排除后续仍有不法厂商扰乱市场，从而导致产品价格异常波动。

**国内疫情反复：**目前国内疫情尚未稳定，仍在反复，受到疫情管控影响，生产正常运行存在一定风险，工厂存在随时因疫情爆发而减产、停产的顾虑。

**安全环保政策升级：**我国环境污染问题日渐严重，国家对于环境保护监管趋严，政府可能会出台限制性更强的环保政策，进而对产品生产造成更大压力。

## 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，东亚前海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。

## 分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**李子卓**，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 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。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>