



基础化工/原材料

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.00

当前价格: 6.25

2014.11.26

三友化工 (600409)

主业景气回升, 银隆电动公交放量在即

公司首次覆盖报告

	洪荣华 (分析师)	周新明 (研究助理)	王永辉 (分析师)
	021-38675854	010-59312750	021-38674743
	hongronghua@gtjas.com	zhouxinming@gtjas.com	wangyonghui@gtjas.com
证书编号	S0880514080002	S0880113090018	S0880514080004

本报告导读:

公司的粘胶短纤盈利有望提高, 拟投资的银隆已布局新能源汽车全产业链, 在纯电动公交和储能领域均有较强发展潜力, 看好公司投资银隆带来的业绩弹性和估值提升。
投资要点:

- **首次覆盖, 增持评级。** 预计 2014-2016 年 EPS 0.29、0.41 和 0.53 元, 考虑主业化工景气回升和投资银隆切入新能源汽车产业预期, 综合分部估值法和 PB 估值法, 给予 10 元目标价, 对应 2014-2016 年 PE 34X、24X 和 19X, PB 3 倍, 增持评级。
- **银隆布局新能源汽车全产业链和储能, 成长潜力巨大。** 银隆成功打造从整车制造到电池、电机、电控和充电设备全产业链, 是全球唯一能同时生产磷酸铁锂和钛酸锂的企业。钛酸锂快充仅 6-10 分钟、循环寿命 2.5 万次以上, 应用于纯电动公交优势明显。产品已投运北京纯电动观光巴士和珠海航展, 并打入北美、西欧和东南亚, 预计 2014 年销量 1800 辆, 2015 年超 5000 辆, 实现 5 亿以上净利润 (+400%)。钛酸锂的高循环特性将使电池更换频率低, 有效降低 LCOE, 在储能领域有发展潜力。银隆拟在 2015 年 9 月前完成上市股份制改造, 公司在 21% 范围内可自主决定股权投资比例, 有望获得大额投资收益。
- **供需改善、成本下降, 粘胶短纤的盈利能力进一步提高。** 由于 2015-2016 年几乎没有新增产能, 而粘胶短纤需求仍有稳步提高, 行业供需条件不断改善。我们预计 2015 年粘胶短纤有望在现价基础上提价 300-600 元/吨。同时粘胶短纤主要原料溶解浆价格仍有较大下降空间, 粘胶短纤成本有望进一步下降, 产品的盈利能力进一步提高。
- **催化剂。** 银隆上市, 新能源汽车政策加码, 京津冀一体化主题发酵。
- **风险提示。** 公司认购银隆股权比例有不确定性; 银隆销量不达预期。

交易数据

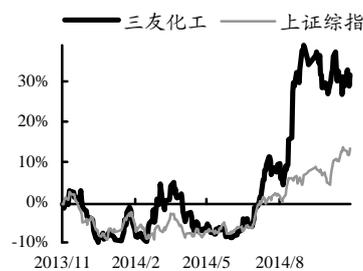
52 周内股价区间 (元)	4.17-7.03
总市值 (百万元)	11,565
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,850/1,670
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	90%
日均成交量 (百万股)	33.61
日均成交值 (百万元)	204.11

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,049
每股净资产	3.27
市净率	1.9
净负债率	141.00%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.01	0.06
Q2	0.09	0.03
Q3	0.08	0.12
Q4	0.06	0.08
全年	0.24	0.29

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	22%	32%
相对指数	-4%	11%	19%

相关报告

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,484	11,787	11,637	12,366	13,004
(+/-)%	2%	12%	-1%	6%	5%
经营利润 (EBIT)	459	913	1,051	1,188	1,285
(+/-)%	-55%	99%	15%	13%	8%
净利润	114	445	541	752	973
(+/-)%	-81%	292%	21%	39%	29%
每股净收益 (元)	0.06	0.24	0.29	0.41	0.53
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	4.4%	7.7%	9.0%	9.6%	9.9%
净资产收益率 (%)	2.2%	7.8%	9.3%	12.1%	14.3%
投入资本回报率 (%)	2.6%	5.4%	6.4%	7.0%	7.6%
EV/EBITDA	18.8	13.0	11.2	10.2	9.1
市盈率	101.8	26.0	21.4	15.4	11.9
股息率 (%)	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2014.11.23

股票研究

原材料
基础化工

三友化工 (600409)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.00

当前价格: 6.25

2014.11.23

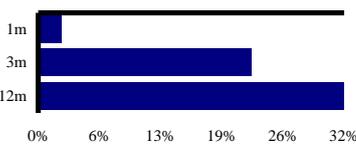
公司网址

www.sanyou-chem.com.cn

公司简介

公司是国内最大的纯碱生产企业之一，是国内纯碱行业唯一一家通过 ISO9002 产品质量和质量体系双认证的企业，主导产品“三友”牌纯碱先后荣获“河北省免检产品”和“中国名牌”等多项荣誉称号，销售市场覆盖全国多个省、市、自治区，并远销亚、非、拉美、澳四大洲 30 多个国家和地区。近年来完成近百项科研成果，其中多项达到国际和国内先进水平，技术中心被国家人事部评为博士后科研工作站。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

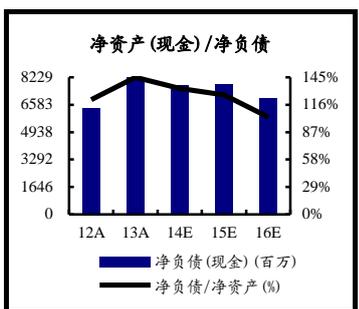
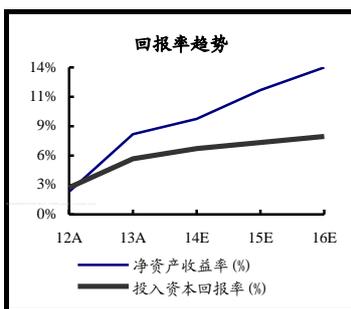
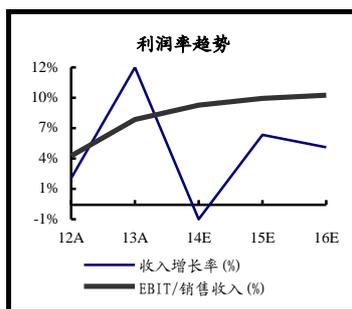
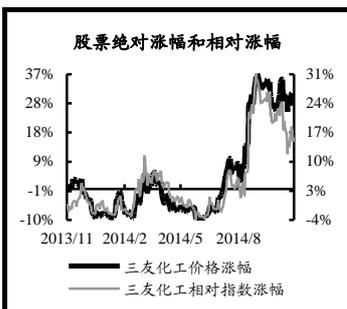
4.17-7.03

市值 (百万)

11,565

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	10,484	11,787	11,637	12,366	13,004
营业成本	8,973	9,662	9,390	9,907	10,383
税金及附加	62	59	58	62	65
销售费用	332	384	379	403	423
管理费用	658	769	759	807	849
EBIT	459	913	1,051	1,188	1,285
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	30	0	0	111	252
财务费用	346	414	437	432	408
营业利润	139	501	614	866	1,130
所得税	50	82	99	138	178
少数股东损益	-4	4	5	6	8
净利润	114	445	541	752	973
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,178	1,404	967	967	967
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	50	60	60	60	60
固定资产合计	11,273	12,911	12,804	13,142	12,848
无形及其他资产	720	796	828	880	933
资产合计	16,286	18,793	17,690	18,783	18,197
流动负债	6,181	7,692	6,686	7,389	6,189
非流动负债	4,357	4,939	4,665	4,667	4,670
股东权益	5,284	5,695	5,820	6,201	6,804
投入资本(IC)	12,088	14,330	13,962	14,427	14,215
现金流量表					
NOPLAT	315	772	889	1,005	1,087
折旧与摊销	497	605	677	713	745
流动资金增量	-427	-505	67	-75	-29
资本支出	-1,869	-809	-572	-1,074	-474
自由现金流	-1,484	64	1,061	570	1,330
经营现金流	-1,070	-428	1,834	1,708	1,843
投资现金流	-1,873	-856	-572	-963	-221
融资现金流	2,978	1,507	-1,699	-745	-1,621
现金流净增加额	35	223	-437	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	2.4%	12.4%	-1.3%	6.3%	5.2%
EBIT 增长率	-55.1%	98.7%	15.1%	13.0%	8.2%
净利润增长率	-80.6%	291.8%	21.4%	39.1%	29.4%
利润率					
毛利率	14.4%	18.0%	19.3%	19.9%	20.2%
EBIT 率	4.4%	7.7%	9.0%	9.6%	9.9%
净利润率	1.1%	3.8%	4.6%	6.1%	7.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.2%	7.8%	9.3%	12.1%	14.3%
总资产收益率(ROA)	0.7%	2.4%	3.1%	4.0%	5.3%
投入资本回报率(ROIC)	2.6%	5.4%	6.4%	7.0%	7.6%
运营能力					
存货周转天数	38	40	40	40	40
应收账款周转天数	9	10	10	10	10
总资产周转天数	514	543	572	538	519
净利润现金含量	-9.41	-0.96	3.39	2.27	1.89
资本支出/收入	18%	7%	5%	9%	4%
偿债能力					
资产负债率	64.7%	67.2%	64.2%	64.2%	59.7%
净负债率	120.9%	144.5%	132.8%	125.9%	102.6%
估值比率					
PE	101.8	26.0	21.4	15.4	11.9
PB	2.2	2.0	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	18.8	13.0	11.2	10.2	9.1
P/S	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
股息率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%



目 录

1. 银隆布局新能源汽车全产业链，成长潜力巨大	4
1.1. 拥有钛酸锂核心技术，适用于电动公交大巴	4
1.2. 国内市场开始放量，并成功打入北美、西欧、东南亚市场	5
1.3. 电动公交车将快速放量，业绩爆发在即	6
1.4. 钛酸锂储能技术提升中长期成长潜力	8
2. 粘胶短纤行业景气度在 2015 年将进一步提升	9
2.1. 粘胶短纤 2015 年-2016 年几乎没有新增产能	9
2.2. 粘胶短纤未来需求增速主要来自差别化率的提高	10
2.3. 供需改善、成本下降，粘胶短纤的盈利能力进一步提高	11
2.4. 公司充分受益于粘胶景气度的上升	13
3. 有机硅业务盈利能力不断提高	13
4. 盈利预测与估值	13
5. 风险提示	14

1. 银隆布局新能源汽车全产业链，成长潜力巨大

公司通过债权+股权方式投资银隆新能源，银隆承诺在 2015 年 9 月前完成拟上市主体的股份制改造，同意公司向拟上市公司主体进行不超过 21% 的股权比例，在 2017 年 9 月前完成 IPO 或借壳上市，公司在 21% 股权比例范围内可以对拟上市主体自主决定股权投资比例。

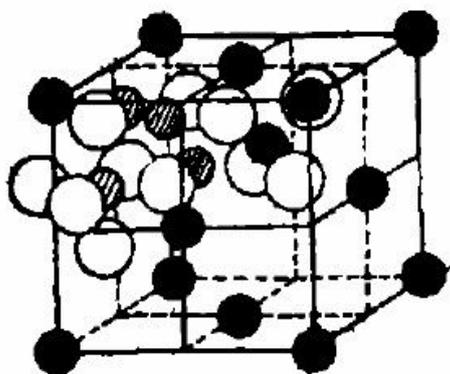
1.1. 拥有钛酸锂核心技术，适用于电动公交大巴

收购奥钛和广通汽车打通全产业链。目前全球生产钛酸锂的主要企业是日本东芝和美国奥钛，奥钛是全球最早掌握钛酸锂负极材料核心技术的公司，银隆 2011 年成功收购奥钛 53% 的控股权。2012 年全资收购珠海市广通汽车有限公司（整车生产资质），成功打造从整车制造到电池、电机、电控等关键零部件和充电设备的闭合性循环产业链，形成各种电动车和智能电网储能系统两大终端产品闭合式新能源产业链，也是全球唯一一家能同时生产磷酸铁锂电池、钛锂电池（负极材料）的企业。

基于钛酸锂在快充、高循环寿命和安全性方面的优势，我们认为钛酸锂技术在纯电动公交领域具有广阔的应用前景。

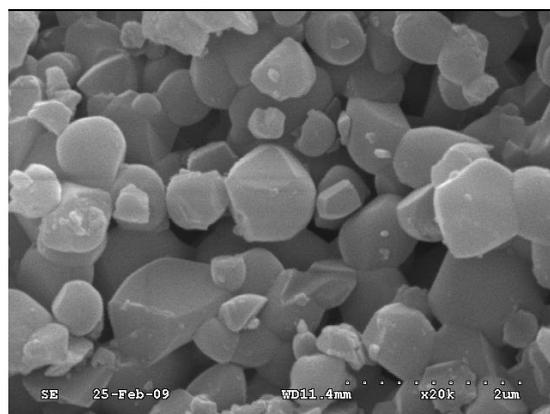
- **快充仅 6-10 分钟。**由于纳米级钛酸锂的比表面积大，电化学反应速度快，具备了快速充放电能力。相比比亚迪 K9 快充 3 小时，慢充 6 小时，钛酸锂电动公交车快充仅 6-10 分钟，慢充约 2 个小时。因此，特别适用于固定线路的纯电动公交车，运行一圈后充电 6-10 分钟即可再次投入使用。
- **循环寿命 2.5 万次以上。**由于钛酸锂材料的三维晶体结构稳定，在充放电过程中可以保持电极结构稳定，晶体在嵌入或脱出锂离子时晶格常数和体积变化都很小（小于 1%），电池循环寿命大幅提高，可达 25000 次以上，远超过磷酸铁锂的 6000 次。

图 1 钛酸锂的尖晶石结构非常稳定



数据来源：百度百科

图 2、钛酸锂电镜图



数据来源：深圳天骄网站

- **安全性高。**钛酸锂与电解液之间的反应活性较低，几乎不生成 SEI 膜，改善了电池的稳定性 and 安全性；同时在很高的温度下，钛酸锂能够吸收正极分解所产生的氧气，降低了热失控的风险，提高了电池的安全性。

钛酸锂的工作电压仅 2.4-3.0V，影响了电池的能量密度，不适用对能量密度敏感的电动乘用车。价格方面，钛酸锂电动公交车的电池成本 60 万左右，容量 3.5 万 Ah，对应 17 元/Ah(普通软包电池 7 元/Ah 左右)。按 2.4-3.0V 的电压平台，电池容量为 84-105kwh，对应 5700-7142 元/kwh 的价格，比普通电池高出一倍。但由于循环寿命长，快充性能能减少对充电桩的需求，全寿命期内的成本并不高。因此我们认为，**快充+高循环寿命能弥补电池容量不足的短板，适用于充电方便、固定线路的电动公交大巴。**

表 1、银隆电动公交车与比亚迪 K9 价格、成本与性能对比

	银隆电动公交车	比亚迪 K9
整车类别		
电池类型	钛酸锂	磷酸铁锂
售价	150 万	200-250 万
销售模式	整车租赁、零价供应	传统模式
补贴	国家 47.5 万+地方 47.7 万	国家 47.5 万+地方 47.7 万
扣除补贴后价格	55 万	105-155 万
电池成本	60 万	90 万
电池成本占比	60%	50%
电池容量	84-105kwh	324kwh
续航里程	1600km	250km

数据来源：比亚迪和银隆新能源网站，国泰君安证券研究

1.2. 国内市场开始放量，并成功打入北美、西欧、东南亚市场

目前国内只有重庆恒通（与微宏动力合作）和银隆新能源使用钛酸锂电池，钛酸锂技术在纯电动车领域并不是主流技术路线，导致部分投资者对钛酸锂电动车实际运行的循环寿命、电池衰减、充放电时间产生担忧。**事实上，钛酸锂纯电动车实测运行效果很好。**据重庆恒通电动客车动力系统副总工程师的介绍，采用了钛酸锂电池的 10 分钟快速充电纯电动客车经过一年多的运行，行驶 5 万多公里，充电 2000 多次，在重庆山地和 44 摄氏度高温的考验下，运行中钛酸锂电池发热情况较磷酸锂电池低 10 摄氏度左右；每车(首批 6 台)拆下一组电池，经测试衰减不到 1%。

从市场开拓和产品认证上，银隆的电动车成功打入国内外多处市场，得到了客户的认可。

银隆电动车成功投运北京首条纯电动观光巴士线路和珠海航展公交车。银隆凭借“整车租赁、零价供车、十年承保、整车替换”的商业模式，成功进入北京市场，与北京北旅时代商务旅游签订 60 辆巴士订

单, 其中 12 辆纯电动仿古观光旅游巴士于 2014 年国庆投运, 并且是 2014 年第 22 届北京雁栖湖 APEC 峰会官方指定用车。同时, 银隆为珠海中国航展投放 15 辆纯电动公交车, 搭载了车辆视频监控、GPS 定位、LED 显示屏等许多先进高新设备, 电池保修年限提升至 10 年。

图 3、投运北京市场的仿古观光旅游巴士



数据来源: 银隆网站

图 4、投运珠海航展的纯电动公交车



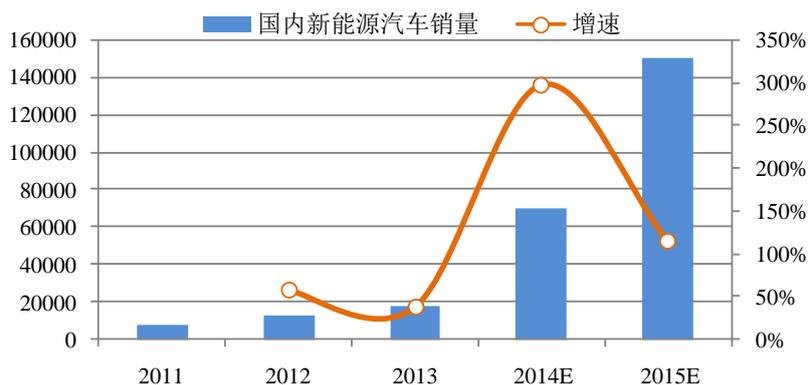
数据来源: 中新网

成功打入北美、西欧和东南亚市场。除了在国内市场取得突破, 银隆还发力开拓海外纯电动车市场。早在奥钛被收购前, 其开发的钛酸锂电池已成功应用到美国电动大巴 Proterra 上。收购奥钛后, 银隆于 2012 年成功取得欧盟纯电动客车认证资格, 与泰国签订 100 台纯电动公交车协议, 并于 2014 年 5 月与马来西亚 EKA 签订不少于 410 台的纯电动车订单。**银隆是国内除比亚迪以外第二家成功打入海外纯电动公交市场的新能源汽车全产业链公司。**

1.3. 电动公交车将快速放量, 业绩爆发在即

已有销量离 2015 年 50 万辆目标的缺口较大, 政策将倒逼 2015 年放量。根据工信部最新发布《新能源汽车推广应用示范城市(群)新能源汽车推广情况公示》, 按照新能源汽车推广应用城市(群)申报计划, 2013 年至 2015 年 39 个推广应用城市(群)将累计推广新能源汽车 33.6 万辆, 数据显示, 从 2013 年 1 月至 2014 年 9 月底, 39 个城市(群)累计推广新能源汽车 3.86 万辆, 仅完成了 11.5%, 其中长春、哈尔滨、晋城、兰州、聊城、海口六个城市进度为 0。示范城市的推广不甚理想, 2015 年加速放量是大概率事件。假设 2014 年新增销量 7 万辆, 保有量 11.3 万辆, 预计 2015 年将加速放量, 新增销量有望增长 100% 以上达 15 万辆。

图 5、国内新能源汽车销量将快速增长



数据来源：中汽协，国泰君安证券研究

加强公交领域采购是完成目标的重要途径。目前北京、上海、天津、武汉、西安等推广城市已出台明确的新能源公交车采购目标，占总目标 15% 比例。假设其他城市也按照这个指标来推广，2015 年国内新能源公交车将达到 2.25 万辆。

公司与各地签订协议，在手订单充足。目前银隆在手 2014 年订单约 2000 辆，包括珠海公交 500 辆、石家庄公交 900 辆、邯郸公交 200 辆等。在手 2015 年订单超过 3000 辆，订单分布于石家庄、湛江、中山、佛山、杭州、北京等地。

表 2、银隆与各地政府签订纯电动公交车采购订单

合作地区	协议内容
河北邯郸	2014 年 10 月首批 20 辆 10.5 米长纯电动公交车在邯郸市投运，未来三年内，银隆将为邯郸市供应 1000 辆纯电动公交车
河北石家庄	双方签订战略合作协议，石家庄在 8 年内按年度分批次采购银隆纯电动巴士 5000 辆(前三年保证 2000 辆)
河北张家口	张家口为申报国家新能源汽车示范城市，计划在三年内分批次采购银隆纯电动巴士 700 辆，纯电动出租车 100 辆，且发纯电动出租车运营牌照

数据来源：广东新闻网，国泰君安证券研究

2014 年销量迎来拐点，2015 年快速爆发。从动力电池配套产能来看，2014-2015 年产能 1 亿 Ah 和 3 亿 Ah，按每辆 3.5 万 Ah 需求来看，动力电池可配套整车达 2857 和 8570 辆；从整车配套产能来看，预计 2014-2015 年整车产能 5000 辆和 10000 辆。考虑到公司在手订单充足，随着银隆配套产能的提升和新能源汽车的快速放量（预计 2015 年国内新能源汽车销量超过 10 万辆），我们认为银隆 2014-2015 年销量 1800-2000 辆、5000 辆以上，2015 年销量增长将超过 150%。

表 3、银隆产能与销售预测

	2014E	2015E
钛酸锂产能	3000 吨	1 万吨
锂电池产能	1 亿 Ah	3 亿 Ah
电池可配套整车	2857 辆	8570 辆
整车产能	5000 辆，包括珠海 3000 辆，	10000 辆，包括珠海 5000

订单	武安 2000 辆 2000 辆左右, 包括珠海 500 辆、石家庄 900 辆、武安 200 辆	辆、武安 2000 辆、 超过 3000 辆, 订单来自 石家庄、中山、佛山、 杭州、湛江、北京等地
销量预测	1800-2000 辆	5000 辆以上
收入预测	将近 30 亿元	75 亿元以上

数据来源: 银隆网站, 国泰君安证券研究

银隆业绩弹性巨大。电动公交车单价按 150 万计算, 预计 2014-2015 年银隆的销售收入达 27 亿元和 75-120 亿元。整车毛利率约 30%, 由于 2014 年的财务费用较高, 预计整体利润在 1 亿元左右。2015 年股改后, 现金流将大幅改善, 财务费用将下降, 有望做到 10% 的净利率, 对应 5 亿以上净利润。如果公司投资银隆 21% 股权, 按权益法计算, 2015 年投资收益将超过 1 亿元。

根据我们的敏感度分析, 2015 年 5000 辆销量和 21% 认购股权假设可增厚 EPS 0.068 元(占 2015 年业绩预期的 15%)。假设认购比例 21% 不变, 银隆销量每提升 1000 辆, EPS 提高 0.013 元。

表 4、2015 年银隆销量和公司认购股权比例对 EPS 增厚的敏感度分析

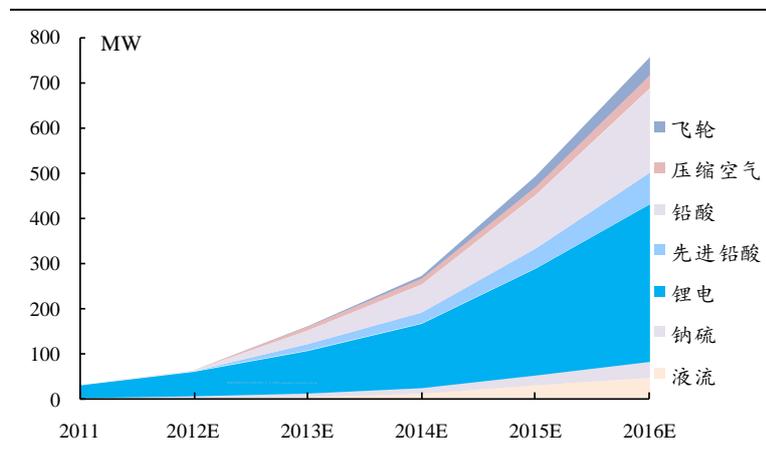
	3000	4000	5000	6000	7000
10%	0.019	0.026	0.032	0.039	0.045
21%	0.041	0.054	0.068	0.082	0.095
30%	0.058	0.078	0.097	0.117	0.136

数据来源: 国泰君安证券研究(横坐标为销量, 纵坐标为公司认购银隆的股权比例)

1.4. 钛酸锂储能技术提升中长期成长潜力

储能市场潜力大, 市场爆发在即。智能电网和新能源并网催生储能需求潜力, 预计化学储能需求在“十三五”期间开始放量, 到 2020 年达到 500 亿市场规模。高成本是最大制约因素, 政策扶持是关键。按照国家的能源战略, 扶持光伏、风电和新能源汽车后, 下一个大的方向可能就是储能, 储能在“十三五”期间有望迎来快速放量。

图 6、国内储能市场预测



数据来源: BTM, 国泰君安证券研究

银隆有先进的钛酸锂储能技术。智能电网储能系统是美国奥钛两大产品之一，2013年银隆中标张家口和深圳2个2MW储能示范项目，同时投资20亿元建设河北武安新能源产业园，设计产能包括储能系统800MW、钛酸锂材料3000吨、锂电池2亿Ah、新能源汽车2000辆。正配合北京申报2022年冬奥会的张家口市承诺，将在辖区内所有新建风力发电、太阳能发电项目、及所有新建商住项目、公共建筑、政府部门等场所的应急电源配置银隆生产的钛酸锂储能系统，5年内实现采购乙方钛酸锂储能系统不少于300MW。

钛酸锂的高循环寿命契合储能需求。纯电动汽车对电池的能量密度、振实密度、功率放电能力和安全性要求较高，而经济性是储能电池最重要的指标。普通锂电循环寿命2000次，20年的设计寿命期内需要更换3-4次电池。钛酸锂虽然初始投资成本高于普通锂电池和铅酸电池，但2.5万次的循环寿命，理论上20年内不需要更换电池，可以大幅降低LCOE，在储能领域有较大的想象空间。

表 5、不同储能技术的经济效益对比

电池类型	循环次数 (次)	电池价格 (元/kwh)	配套投资 (元/kwh)	总固定资产投资 (元/kwh)	寿命期投资 (元/kwh)	收益/投资	经济性
普通铅酸	800	1000	3000	4000	6040	1.24	好
改性铅酸	1500	1000	3000	4000		1.6	好
铅炭电池	2500	1300	3000	4300		2	很好
钠硫	2500	4200	3000	7200	10375	0.72	差
锂电	2000	4000	3000	7000	10104	0.74	差
钒硫	13000	4200	3000	7200	10375	0.75	差
抽水蓄能				3500	5983	2.51	好
压缩空气	30000			4000	6000	1.25	好

数据来源：中国电科院新能源研究，国泰君安证券研究

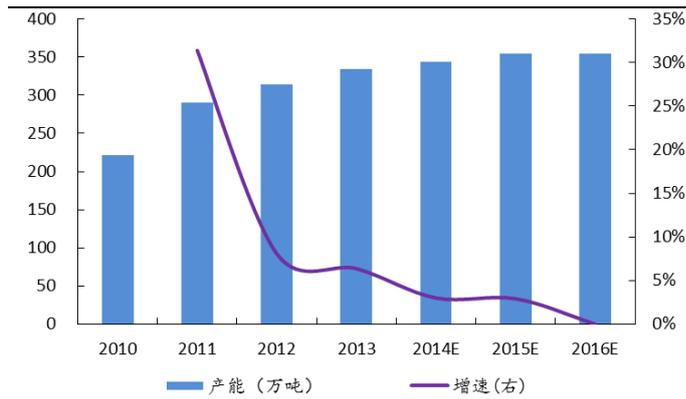
我们认为，储能短期对银隆的业绩拉动有限，但有望在纯电动车业务以外，培育出一个新的利润增长点，提升中长期成长潜力。建议持续关注银隆在储能领域的技术突破和市场开拓。

2. 粘胶短纤行业景气度在 2015 年将进一步提升

2.1. 粘胶短纤 2015 年-2016 年几乎没有新增产能

由于下游纺织服装行业长期低迷以及 2010-2011 年行业疯狂扩张带来的产能过剩，粘胶短纤行业自 2011 年以来，已经连续亏损 3 年。粘胶短纤从项目建设到达产大约需要两年时间，根据中纤网统计，2013 年国内粘胶产能 334.2 万吨（实际部分厂家满负荷产量可以达到产能的近 110%），2014 年仅有浙江翔盛 10 万吨新增产能，2015 年和 2016 年也仅有江西龙达可能扩建 10 万吨，2015-2016 两年产能增速合计不足 3%，行业几乎没有新增产能。

图 7 粘胶短纤 2015 年-2016 年几乎没有新增产能

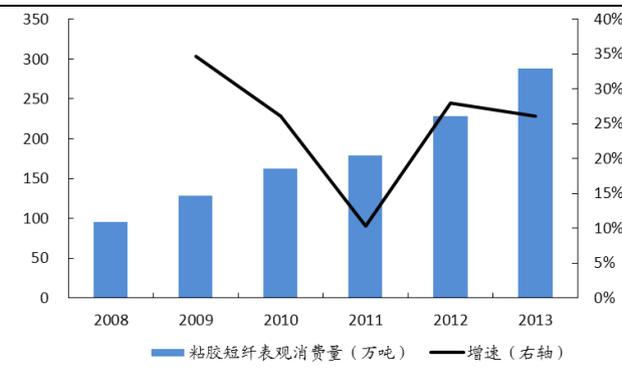


数据来源：中纤网，国泰君安证券研究

2.2. 粘胶短纤未来需求增速主要来自差别化率的提高

粘胶短纤、棉花、涤纶三者作为服装的主面料，三者之间存在着一定的替代关系。2011 年以后，国家对棉花实施收储政策，使棉价长期维持在 20000 元/吨左右的较高位置，受益于对高价棉花的替代，粘胶短纤的表观消费量出现了大幅提高。同时，随着人们环保意识的加强和对舒适度的追求，粘胶短纤又开始部分替代合成纤维的需求。2008-2013 年，我国粘胶短纤表观消费量累计增长了 302%，5 年复合增速高达 24.8%，显著强于涤纶短纤 5.8% 和棉花 -1.6% 的增速，粘胶短纤在三者消费量的占比快速提升。

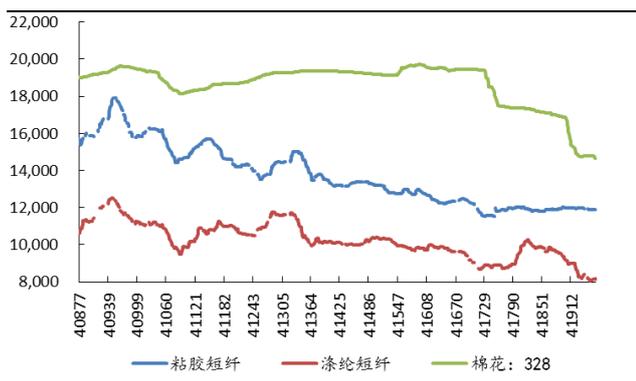
图 8: 粘胶短纤表观消费量 5 年复合增速高达 24.8%



数据来源：wind、国泰君安证券研究。

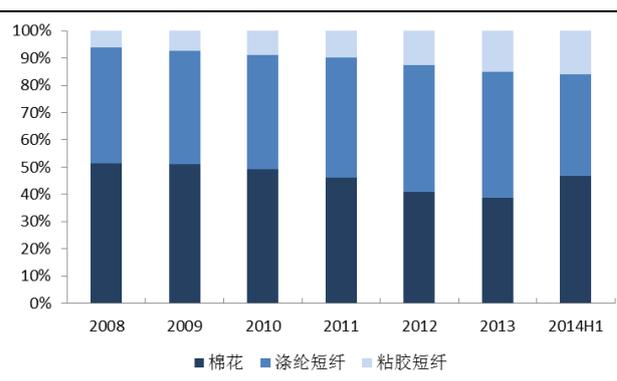
2014 年 9 月，国家对于棉花取消收储、采取直补的政策方向已经落地，棉花价格将由市场主导。由于当前国内外棉花供大于需的态势十分明显，我国有超过 500 万吨的巨量储备棉花，预计棉花在 2014 年底至 2015 年出现一个较大程度的下跌。在这个背景下，粘胶短纤需求主要来自功能性差异性纤维的自身增长，而非对棉花的替代。

图 9: 粘胶价格相对棉花和涤纶较为稳定



数据来源: wind、国泰君安证券研究。

图 10: 粘胶短纤的表观消费量 2014 年继续增长



数据来源: wind、国泰君安证券研究。

以三友化工为例, 公司 45 万吨总产能中功能性差异性纤维占据了近 30%。目前差别化品种包括: 高白纤维 (用于湿巾等无纺布或卫生用品, 国内市场份额达到 60%)、竹纤维、色丝 (符合环保的要求、2013 年来需求增速较快)、阻燃丝、竹代尔 (以竹浆为原料的高湿模量纤维)、莫代尔 (第二代粘胶纤维、预计 2014 年和 2015 年销量分别为 2000 吨和 1 万吨)。除了加强现有差别化纤维的销售以外, 公司还在加大其他新型粘胶纤维的产品研发, 我们预计公司 2015 年差别化率有望达到 35%。

2.3. 供需改善、成本下降, 粘胶短纤的盈利能力进一步提高

由于 2015-2016 年几乎没有新增产能, 而粘胶短纤的需求仍有稳步的提高, 我们预计行业供需条件不断改善。考虑到行业自 2012 年起已经长期处于亏损状况, 我们预计 2015 年粘胶短纤有望在现价基础上提价 300-600 元/吨。

同时, 粘胶最主要的生产成本溶解浆, 由于国外新增产能较多, 已经形成了供给严重大于需求的局面, 而国外溶解浆巨头的生产成本很低, 毛利率较高, 可以忍受较大程度的价格下跌。根据 RISI 资料显示, 2013 年下半年至 2015 年上半年, 大量纸浆转产以及新建、升级产能集中投放, 大约有 247 万吨。根据中纤网统计, 在 2012 年产能大幅扩张达 66 万吨的基础上, 2013 年国际溶解浆新增产能 68 万吨, 2014 年新增 128 万吨, 这些产能大部分将面向中国市场 (我国 2012 年溶解浆进口量 158 万吨)。因此, 我们判断, 未来我国进口溶解浆价格仍有下降空间, 粘胶短纤成本有望进一步下降, 产品的盈利能力进一步提高。

表 6: 国外溶解浆企业 2013-2015 年新增产能

企业	国家	类别	产能/万吨	投产时间	反倾销调查保证金比率
Schweighofer Fiber	奥地利	转产	14	2013Q1	
Domsjö Fabrikker	瑞典	升级	2.5	2013Q1	
Buckeye	美国	升级	4.5	2013Q1	20.2%
Lenzing	奥地利	升级	1.5	2013Q1	
Lenzing	捷克	转产	8.5	2013Q1	
Sappi	美国	转产	33	2013Q2	
Sappi	南非	转产	21	2013Q2	
Rayonier	美国	转产	19	2013Q3	21.7%
Phoenix P&P	泰国	转产	9.5	2013Q3	
Lenzing	捷克	转产	4	2014	
Paper Excellence (被APP收购)	加拿大	转产	25	2014	——
Tembec	加拿大	升级	3	2014	13.0%
Jari Celulose	巴西	转产	30	2014	49.4%
Altri	葡萄牙	转产	10	2015	
Fortress Specialty	加拿大	转产	25	2015	13.0%
Sve Tlogorsk CCP	白尔罗斯	新建	8.5	2015	
AV Terrace Bay	加拿大	转产	28	2015	
合计产能			247		

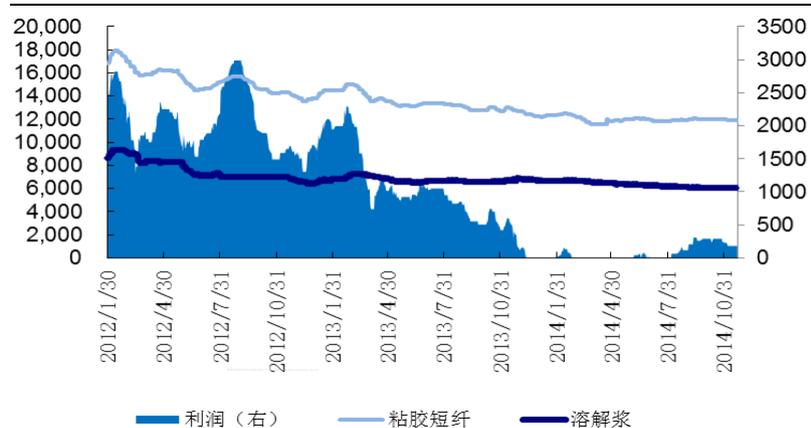
数据来源: RISI, 国泰君安证券研究

表 7: 国际溶解浆成本较低

生产企业	溶解浆生产成本	不同溶解浆价格对应毛利率 美元/吨		
		870	750	650
Bahai	459	47%	40%	31%
Sappi	510	41%	34%	24%
Buckeye	515	41%	33%	23%
Rayonier	530	39%	31%	21%
Lenzing	615	29%	20%	8%
AV Cell	640	26%	17%	4%
Neucel	770	11%	0%	-15%

数据来源: RISI, 国泰君安证券研究

图 11: 2014 年三季度开始粘胶短纤利润出现回升



数据来源: 中纤网, 国泰君安证券研究

2.4. 公司充分受益于粘胶景气度的上升

经过 2012 年扩产, 公司现有 45 万吨粘胶短纤产能, 一直处于满开状况, 实际产量可以达到 50 万吨/年。由于公司着色纤维、莫代尔纤维等高附加值差异化产品所占比例远较同行高, 同时热电联产和相关配套设施有效地降低了成本, 公司粘胶短纤吨利润比同行高近 300 元/吨。公司是粘胶短纤行业内龙头, 充分受益于粘胶短纤景气度的上升。

3. 有机硅业务盈利能力不断提高

公司有机硅目前有 10.5 万吨, 2015 年第一季度将扩充到 20 万吨产能。我们预计公司 2015 年有机硅能力不断提高, 主要来自以下两部分: 第一, 公司 2015 年新增 10 万吨粗单体的生产能力, 产量的提高可以使公司之前建设的公用工程充分发挥作用, 单位成本可降低 1000 元左右, 预计年可实现销售收入 9 亿元。第二, 预计产品的价格会小幅往上涨; 近年来有机硅产品需求每年以 15% 的速度增长, 加上 2014 年以来国内有机硅新增产能已释放完毕, 供需情况改善有利于产品提价。我们测算, 2015 年公司有机硅业务将新增至少 7000 万利润。

4. 盈利预测与估值

我们基于以下几点假设做盈利预测:

- 1、化工业务。粘胶短纤行业景气度上升, 保守预计 2015、2016 年粘胶短纤均价分别提高 300、450 元/吨; 有机硅业务出现景气度小幅回升, 新增产能可以有效消化; 纯碱等其他化工业务保持相对稳定。
- 2、2015 年银隆纯电动公交车销量 5000 辆, 实现 75 亿元收入和 6 亿元净利润。公司认购银隆 21% 股权, 获得投资收益 1.26 亿元。
- 3、公司三项费用率保持稳定

表 8: 相关上市公司估值

代码	公司名称	股价	EPS (元)			PE			PB
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	
002172.SZ	澳洋科技	6.82	-	-	-	-	-	-	6.6
600889.SH	南京化纤	7.58	-	-	-	-	-	-	2.5
000949.SZ	新乡化纤	4.4	0.09	0.29	0.33	48	15	13	1.9
300019.SZ	硅宝科技	17.86	0.51	0.67	0.88	35	27	20	5.1
化工同行可比公司平均						41	21	17	5.0
002594.SZ	比亚迪	42.82	0.44	0.87	1.34	97	49	32	4.2
300073.SZ	当升科技	19.94	0.14	0.41	0.45	142	49	44	3.9
600884.SH	杉杉股份	17.22	0.55	0.69	0.93	31	25	19	2.0
新能源汽车同行可比公司平均						90	41	32	3.4
600409.SH	三友化工	6.25	0.29	0.41	0.53	21	15	12	1.9

数据来源: wind, 国泰君安证券研究 (其中三友化工为国泰君安证券估算, 其余 7 家可比公司均采用 wind 市场一致预期, 股价、PB 及市场预期均为 2014 年 11 月 21 日数据)。

分部估值法。预计公司 2014-2016 年 EPS 0.29、0.41 和 0.53 元, 其中来

自银隆的投资收益对应的 EPS 为 0、0.06 和 0.14 元，化工业务对应的 EPS 为 0.29、0.35 和 0.39 元。参照同行可比化工公司 2015 年平均 PE 21 倍、可比新能源汽车公司 2015 年平均 PE 41 倍，目标价 9.8 元。

PB 估值。公司现有 PB 仅 1.9 倍，显著被低估。同行可比化工公司平均 PB 5 倍，可比新能源汽车公司平均 PB 3.4 倍，给予 2015 年 3 倍 PB，目标价 9.9 元。

首次覆盖，给予增持评级。综合 PE 和 PB 估值法，我们给予公司 10 元目标价，对应 2014-2016 年 PE 34X、24X 和 19X，PB 3 倍。给予“增持”评级，目标价距离现价空间 60%。

5. 风险提示

1. **粘胶短纤需求长期低迷导致产品盈利较差。**粘胶短纤下游纺织服装近年来外贸和内需都比较疲弱，尽管粘胶短纤供给面向好，如果下游需求难以见好甚至继续恶化，产品盈利能力依然难以好转。
2. **公司认购银隆股权比例有不确定性。**如果公司最终认购银隆的股权比例小于 21%，对应的投资收益预期将显著下降。
3. **银隆新能源汽车放量有不确定性。**2015 年银隆的纯电动公交车销量是否能达到 5000 辆以上，取决于各地新能源汽车政策的落实力度、银隆电池和整车的产能爬坡以及订单的确认进度。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告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。在任何情况下，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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		