

跨越凛冬，春暖在望

粘胶纯碱双龙头，业绩估值双重底

历经多年发展，公司目前已成长为拥有粘胶短纤产能 78 万吨、纯碱产能 340 万吨的双行业龙头。当前粘胶短纤产品价格处于历史低位，对公司业绩形成拖累，PB 估值水平也已至历史大底。而当下我们判断粘胶短纤行业即将迎来供需格局反转，伴随行业景气回升，公司业绩有望极大增厚。

粘胶短纤：供需格局反转已近，景气有望冰点回暖

17-19 年由于行业产能的快速扩张以及下游需求不振，粘短价格开始大幅下行。目前不足 11000 元/吨的产品单价已低于业内所有企业成本线。在这一行业景气处于冰点的时刻，供需格局的反转已在酝酿：供给端，2020 年起除技改扩建外行业已难再有新增产能，本轮产能扩张周期基本结束，同时，低位徘徊的产品价格已使行业内超过 70 万吨产能进入长期停车，如低价继续维持，很可能带来行业有效存量产能的大幅收缩；需求端，贸易战和宏观经济下行这两大笼罩在下游纺织行业的利空，当下逐渐有消弭迹象。同时，作为粘短替代品的棉花同样处于价格低位，且面临国储棉库存低位带来的供需缺口，同样存在涨价预期，未来或对粘短价格形成一定拉抬。

作为行业老牌企业，公司在产品端和成本端均具备相当的竞争优势，助力公司跨越行业寒冬。产品端，公司是业内对差异化产品研发能力最强、生产能力最高的企业；成本端，公司两碱一化循环产业链则为公司起到关键的成本节约作用。

其它产品：整体供需较为平稳，可期为公司稳定贡献利润

氯碱行业近年来新增产能有所增多，但我们预计 2020 年产能增速约 5%，总体仍可控；下游需求而言，房地产投资保持增长韧性，对 1 年时间左右 PVC 需求形成较强支撑。供需两端相对平衡。**纯碱**行业产能增长基本停滞，行业开工率接近上限，供应端几无增量；需求端则受益于平板玻璃开工良好。供需同样较为稳定。**有机硅**行业由于未来产能扩张计划庞大，行业辉煌难再，但目前价格已毗邻行业成本线，景气大幅下行空间亦有限。

风险提示

纺织服装行业持续低迷；房地产施工出现大幅回落；粘胶短纤行业新增产能规模超出预期。

我们预测公司 2019、2020、2021 年归母净利分别为 7.52、11.32、16.29 亿元，对应 PE 15X、10X、7X，给予买入评级。

三友化工 (600409)

调高
买入
郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

研究助理：邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期：2019 年 10 月 28 日

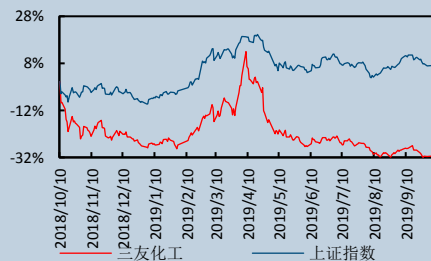
当前股价：5.30 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-4.79/-1.49	-7.68/-7.56	-31.77/-39.26
12 月最高/最低价 (元)			8.88/5.1
总股本 (万股)			206,434.94
流通 A 股 (万股)			203,732.24
总市值 (亿元)			106.73
流通市值 (亿元)			105.33
近 3 月日均成交量 (万)			1,099.73
主要股东			
唐山三友碱业(集团)有限公司			36.2%

股价表现



相关研究报告

- 19.08.28 【中信建投化学制品】三友化工 (600409):粘短、有机硅下跌压缩业绩，一体化龙头静待反转
- 19.04.26 【中信建投化学原料】三友化工 (600409):年报及一季报简评：Q1 业绩基本触底，粘胶有望底部向上，纯碱景气持续

目录

粘胶纯碱双龙头，业绩估值双重底	1
粘胶短纤：供需格局反转已近，景气有望冰点回暖.....	4
供给：行业产能大规模扩张暂告一段落，大量中小产能面临出清.....	4
产能大规模扩张期基本结束，未来增量或仅在龙头企业.....	4
行业长期停工产能已逾 70 万吨，行业供给格局或临较大转折.....	5
需求：短期看宏观经济和贸易战拐点，长期看对天然纤维的优势替代.....	7
纺织服装需求，看宏观经济和贸易战缓和拐点.....	7
长期看化纤继续棉花大势所趋，粘胶占比仍有望继续提升.....	8
棉价同样有提升趋势，作为替代品为粘短提供价格支撑.....	9
棉花和粘短联系密切，价格相关性渐强.....	9
国储棉库存低位，棉花需求缺口显现，棉价具备上行动力.....	10
差异化产品提升效益、氯碱一体化压低成本，公司竞争优势突出.....	11
差异化产品领先全行业，产品竞争力突出.....	11
两碱一化布局及规模效应构筑成本优势.....	13
氯碱：供需两端相对平衡，可期稳定贡献利润	14
实际投产产能或仍然少于计划，预计产能扩张总体有序.....	14
地产投资韧性仍在，对 PVC 需求形成支撑.....	15
氯碱“跷跷板”开始向氯倾斜，对公司形成一定利好	19
纯碱：供需较为稳定，价格中枢趋于稳定	20
产能增长基本停滞，开工率接近上限，供应几无增加余地.....	20
需求：平板玻璃表现良好，整体较为平稳	21
有机硅：产能扩张加速，行业辉煌难再，但价格下行空间亦有限.....	23
风险提示	25
盈利预测和估值	25

图表目录

图 1: 三友化工产业链	1
图 2: 公司营业收入及增速 (百万元)	2
图 3: 公司归母净利润及增速 (百万元)	2
图 4: 公司营业收入构成	2
图 5: 公司毛利构成	2
图 6: 粘胶短纤长周期市场价格 (元/吨)	3
图 7: 公司十年间的 PB-band	3
图 8: 粘胶短纤产业链	4
图 9: 历年粘胶短纤开工率走势 (元/吨)	5
图 10: 纺服行业出口交货值及累计同比 (亿元)	7
图 11: 纺服行业零售额及累计同比 (亿元)	8
图 12: 粘胶短纤与棉花表观消费量比较 (万吨)	9
图 13: 化纤混纺纱及化纤纱产量增速快于棉花	9
图 14: 棉花价格和粘胶短纤价格高度相关, 且相关性渐强 (元/吨)	10
图 15: 我国棉花产量、需求量及需求缺口 (万吨)	11
图 16: 国储棉库存及收储/抛储情况 (万吨)	11
图 17: 18 年来莱赛尔纤维与粘胶短纤价格走势对比 (元/吨)	13
图 18: 全国 PVC 产能及增速 (万吨)	15
图 19: 按月平均的粘胶短纤市场价格 (元/吨)	15
图 20: PVC 下游需求结构	16
图 21: PVC 价格和表观消费量变化关联	16
图 22: PVC 表观消费量和房地产竣工面积变化	16
图 23: PVC 表观消费量和房地产开工面积变化	16
图 24: 房地产开工面积变化领先 PVC 表观消费量 12 个月左右	17
图 25: 烧碱下游需求结构	17
图 26: 电解铝下游需求结构	17
图 27: 烧碱价格和表观消费量变化	18
图 28: 烧碱表观消费量和房地产竣工面积变化	18
图 29: 房地产竣工面积变化落后烧碱消费量变化 1-3 个月	18
图 30: 房地产开工面积变化领先纯碱消费量变化 1-3 个月	18
图 31: PVC 样本企业库存 (万吨)	19
图 32: 烧碱和液氯之间的价格跷跷板 (元/吨)	19
图 33: 纯碱价格及氨碱法价差 (元/吨)	20
图 34: 近年纯碱产能及预测增速 (万吨)	21
图 35: 纯碱开工率情况	21
图 36: 纯碱下游需求结构	22
图 37: 平板玻璃下游需求结构	22
图 38: 纯碱价格和表观消费量变化	22

图 39: 纯碱表观消费量和房地产竣工面积变化	22
图 40: 平板玻璃产量及同比 (万吨)	23
图 41: 有机硅价格及价差	24

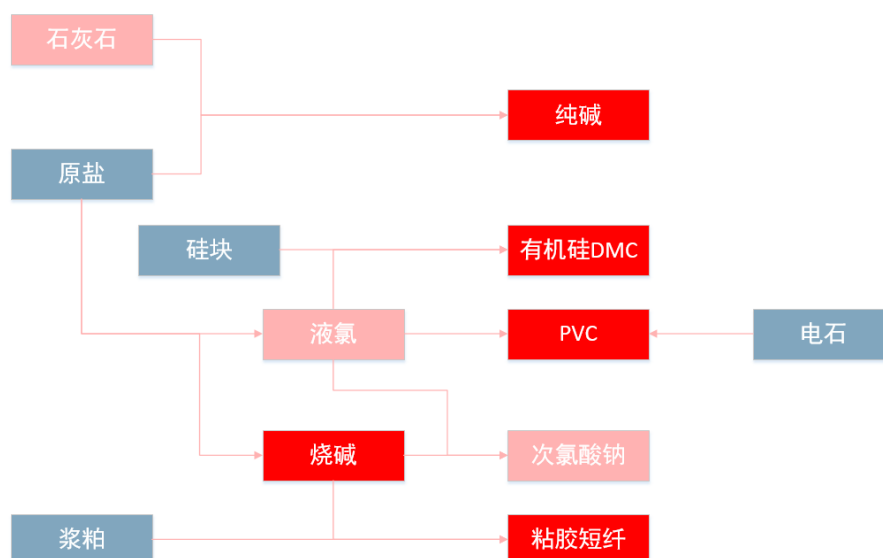
表 1: 公司装置产能情况	1
表 2: 公司各产品对应的业绩弹性	3
表 3: 粘胶短纤名义产能明细 (万吨)	5
表 4: 粘胶短纤停工产能明细 (万吨)	6
表 5: 国内粘胶短纤企业差异化产品布局 (含在建项目)	12
表 6: 公司主要差异化粘胶短纤项目	12
表 7: 2019 年及之后建成/拟建成的氯碱产能 (10 万吨以上装置)	15
表 8: 2019 年及以后投产纯碱产能情况	20
表 9: 有机硅单体产能明细 (万吨)	24

粘胶纯碱双龙头，业绩估值双重底

公司是全国规模领先的粘胶及纯碱生产企业，“两碱一化”构筑循环产业链。公司 2003 年在上交所上市，上市之初公司主业为较为单一的纯碱产品。此后，公司持续扩充纯碱产能，并同时新增烧碱及 PVC、有机硅单体产能；2010 年，公司从集团收购兴达化纤股权，拥有了粘胶短纤生产能力，“两碱一化”布局初见雏形。随后，依靠一步步的技改扩建，公司同时在纯碱、粘胶、氯碱、有机硅四大业务上节节壮大。

截至 2019H1，公司年产能规模已达到 78 万吨粘胶短纤、340 万吨纯碱（权益 286 万吨）、50.5 万吨 PVC、53 万吨烧碱及 20 万吨有机硅单体产能（下游产品包括 DMC、高温胶、室温胶），已成为我国粘胶、纯碱行业双龙头，同时也是全国循环经济的标杆企业之一。

图 1：三友化工产业链



资料来源：中信建投证券研究发展部

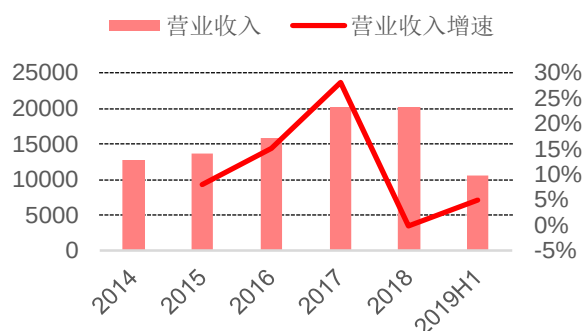
表 1：公司装置产能情况

产品	产能（万吨）	备注
粘胶短纤	78	子公司兴达化纤、孙公司远达纤维
纯碱	340	本部 230 万吨，青海碱业 110 万吨（51%权益）
烧碱	53	子公司三友氯碱（95.07%权益）
PVC	50.5	
有机硅单体	20	
DMC	10	
室温硅胶	2	子公司三友硅业
高温硅胶	2	
硅油及消泡剂	0.5	

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

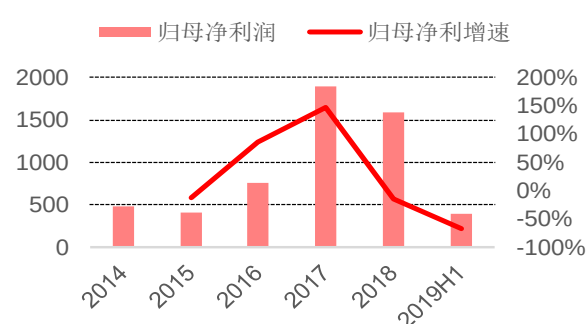
生产经营规模稳步扩大，盈利受行业景气影响波动较大。多年来，公司几乎每年均有新产能投产或已有产能技改，且在产装置始终运行稳定、开工率高位维持，连续多年未曾出现重大环保安全或其它非常规的停工情况，反映在营收上，14 年来公司营收维持逐步提升，在行业景气下行的 18、19 年也依然维持增长。盈利方面，公司作为强周期行业企业不可避免面临盈利大幅波动，17、18 年纯碱价格高位而粘胶短纤产品价格尚可，公司实现年 15 亿以上的盈利，19 年来有机硅价格下行且粘短跌至历史低谷，公司盈利因此明显承压。

图 2：公司营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

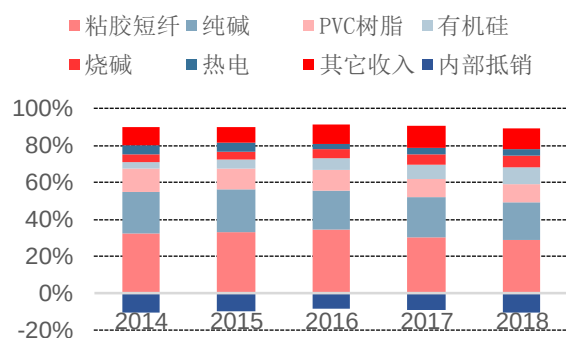
图 3：公司归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

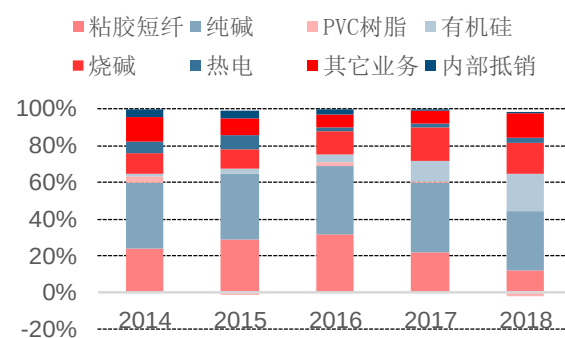
粘短、纯碱板块构成收入和利润支柱，氯碱、有机硅板块作为补充。从收入结构看，公司粘胶、纯碱板块年收入规模分别超过 70 亿、50 亿，合计占公司营收比例约 60%；氯碱板块（PVC 树脂、烧碱）合计营收在 40 亿元左右，其中公司生产的烧碱大部分自供用于粘胶短纤的生产，按照市场价在公司内部结算，在收入确认时同时确认为内部抵销。毛利构成方面，近年来公司各业务板块的毛利贡献随市场行情波动较大，近 5 年内粘胶短纤市场价总体偏弱，而纯碱行业在 2015 年以来就迎来景气复苏，16-18 年价格持续居高，因此在近些年成为对公司毛利贡献最大的板块。

图 4：公司营业收入构成



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 5：公司毛利构成

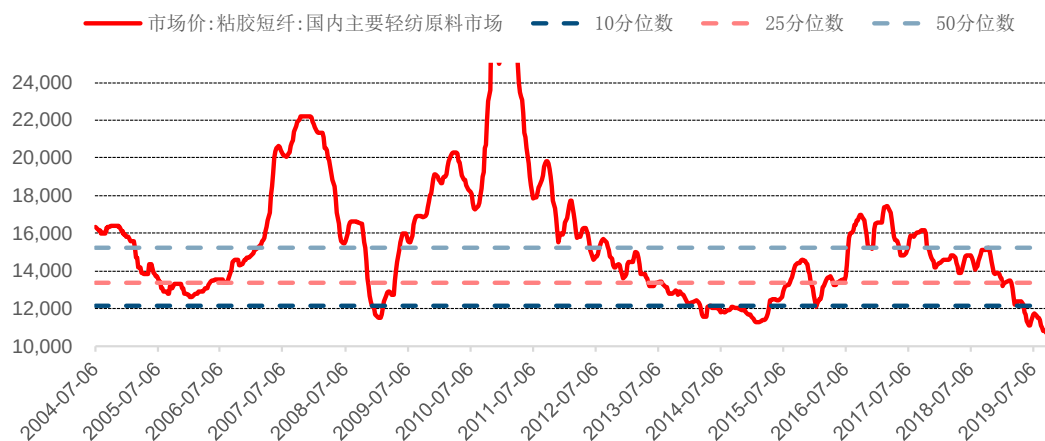


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

于公司而言，目前正处于业绩和估值的双重底部。业绩方面，受行业阶段性的产能过剩和需求不振影响，18 年来公司主营粘胶短纤产品价格持续下挫，目前已跌至约 10800 元/吨。而从最近十年来看，粘胶短纤平均价格为 15444 元/吨。当前粘短价格不仅处于 2004 年以来历史绝对低位，也更远低于历史平均价。作为公司第一大品种，粘胶短纤的低价形成对公司业绩的严重拖累，如图 3，截至 2019H1，公司业绩同样处于多年来的底部

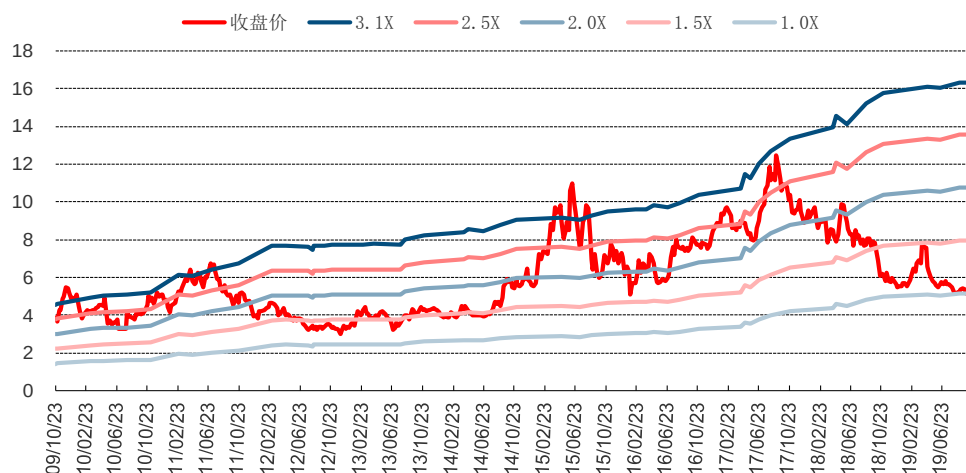
水平。估值方面，公司当前 PB 估值约 1.0 倍 PB，是公司上市以来的最低水平，即使在此前的数次行业低谷也未曾低至这一水平。

图 6：粘胶短纤长周期市场价格（元/吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 7：公司十年间的 PB-band



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

虽然时局困顿，但正是在如今公司具备核心的投资价值。一方面，处于历史低位的业绩和 PB 水平下行空间已非常有限，提供了足够的安全边际。另一方面，一旦行业反转到来，公司业绩和股价均具备极大弹性。目前而言，对于公司而言最值得期待的便是粘短短纤的价格反转。从均值回归的角度而言，粘短价格在未来大幅回升仍是大概率事件。仅以公司 2018 年外销量计算（后续还可能不断技改扩建）计算，如果我们假设粘胶短纤价格能回复到最近十年均价，公司年化净利将增厚 17.84 亿元，与目前 19 年年化净利相加超过 25 亿，对应当前估值 PE 水平仅为 4X-5X。

表 2：公司各产品对应的业绩弹性

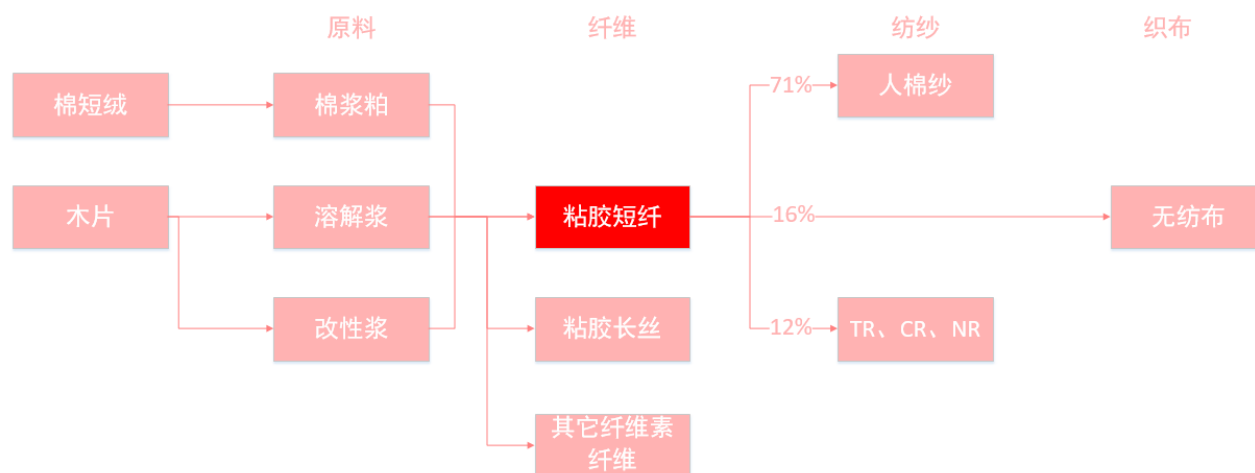
	粘胶短纤	纯碱	PVC	有机硅 DMC
权益产能	78	286	50	10
外销量（按 18 年计算）	57.9	283	42	6.8
产品当前价格	10800	1850	6700	17000
最近十年均价	15444	1630	6291	19668
若产品价格上涨 10%，对公司的业绩贡献	4.15	3.29	2.13	1.11
若产品价格回归至最近十年均价，对公司的业绩贡献	17.84	-4.14	-1.29	1.36

资料来源：百川资讯，卓创资讯，网络新闻，中信建投证券研究发展部

粘胶短纤：供需格局反转已近，景气有望冰点回暖

粘胶短纤与上下游多种产品均有密切的联系。从产业链上的位置来看，粘胶短纤属于人造纤维的一种，在天然原料-纤维-纺纱-织布-服装的整条产业链上位于中游偏上的位置。从原料端看，粘胶短纤可以由富含纤维素的天然植物生产，产业上目前大部分（80%以上）由木片制成溶解浆后生产，部分企业凭借资源优势使用棉浆粕生产，也有少数装置使用改性浆/竹浆生产。从产品端看，粘胶短纤主要用途即纺纱，直接下游既包括纯粘胶纱（即纯人棉纱），也包括混纺纱（一般与棉花、涤纶等混纺），同时也有部分直接制成无纺布。从纤维这一子行业看，粘胶短纤与棉纤维、涤纶纤维大致呈相互替代关系，彼此价格相关性较强。

图 8：粘胶短纤产业链



资料来源：中信建投证券研究发展部

供给：行业产能大规模扩张暂告一段落，大量中小产或能面临出清

产能大规模扩张期基本结束，未来增量或仅在龙头企业

2019 年或成为行业产能大幅扩张的最后一年，2020 年起已无大中型产能投产计划。2016-2017 年的粘胶短纤行业牛市使得行业内企业纷纷上马和加速扩产计划，2017、2018、2019 年（含预计将投产产能），行业新增产能分别为 37 万吨、73 万吨、68 万吨。而原先行业产能合计也只有 340 万吨左右，新增产能对行业供需格局的冲击极大，叠加下游需求不振，行业逐渐陷入低价竞争的泥沼。如今，在不足 11000 元/吨的粘短价格下，行

业企业全部处于亏损状态，企业的投资热情已被极大打压。

从目前各企业公开披露的扩产情况看，近些年规划明确的扩产项目截至 2019 年末基本上已投入运营（或建成但停工），在 2020 年及之后已没有重大在建项目预计投产。另一方面，行业惨烈的亏损现状及环保压制使得新项目实际投产难度很大。如下表，从各公司公开披露消息看，无规划于 2020 年投产的粘胶短纤产能（不排除有现有企业通过技改等方式扩充产能的情形）。

表 3：粘胶短纤名义产能明细（万吨）

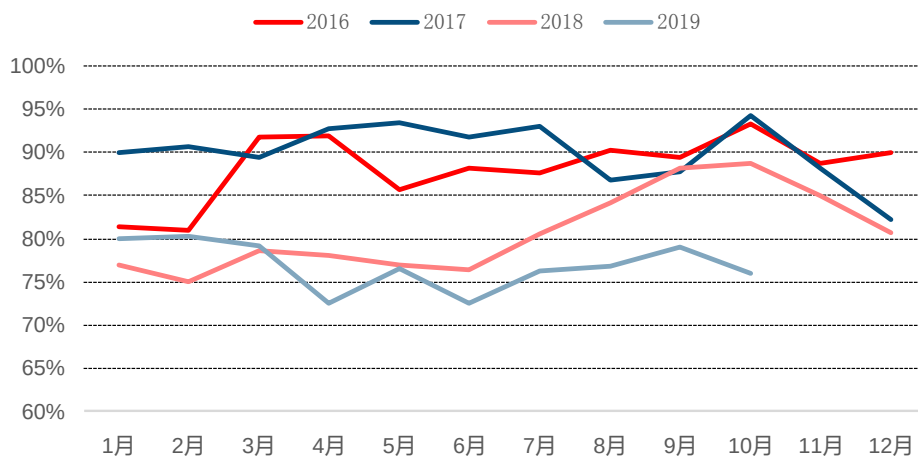
	2020E	2019E	2018	2017	2016	备注
三友化工	78	78	70	50	50	以报表披露为准
中泰化学	74	74	74	49	45	
赛得利	117	117	65	49	49	在江西、福建、九江各有一个厂，另外收购了江苏宿迁翔盛 27 万吨
澳洋健康	47	47	39	39	31	江苏阜宁 26 万吨+8 万吨在建、新疆玛纳斯 13 万吨
山东雅美	32	32	32	26	26	
高密银鹰	26	26	26	20	20	
丝丽雅	30	30	30	30	30	
山东恒天海龙	16	16	16	16	16	16-18 万吨，具体有所出入
南京兰精化纤	16	16	16	16	16	16-18 万吨，具体有所出入
新乡化纤	16	16	16	16	16	
新疆天泰	15	15	15	15	5	
吉林化纤	15	15	15	15	0	
南京化纤	8	8	8	8	8	原拥有兰精 30% 股权，于 18.12 转让
博拉经纬	6	6	6	6	6	
安徽舒美特	6	6	6	6	6	
新疆舜泉	6	6	6	6	6	
襄樊楚天	1	1	1	1	1	
九江恒生	3	3	3	3	3	
丹东化纤	6	6	6	6	6	
合计	518	518	450	377	340	

资料来源：百川资讯，卓创资讯，网络新闻，中信建投证券研究发展部（注：为名义产能，与实际产能可能略有出入；19、20 年预计新增产能仅包含了各公司已经公布的扩产计划）

行业长期停工产能已逾 70 万吨，行业供给格局或临较大转折

行业开工约 76%，对应停工产能约 120 万吨，停工产能中大多数均已停车超过半年。与产品低价相伴，近期全国粘胶短纤行业开工率约为 76%，在近几年来为最低水平。10-12 月为粘胶短纤传统旺季，但由于粘短价格暂未见起色，开工率也并未出现上行。

图 9：历年粘胶短纤开工率走势（元/吨）



资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

行业停车在半年或以上的产能已超过 70 万吨。而值得注意的是，在超过 100 万吨的停工产能中，有相当多数均为行业长期停工产能。据百川资讯显示，当前短期检修产能仅有成都丝丽雅 20 万吨，其余停工产能均非短期检修。我们综合百川资讯和中纤网比较可信的数据条目，汇总当前停车产能的已停工时间如下表。可以看到，除成都丝丽雅外，其余包括吉林化纤、新乡化纤、浙江富丽达等等产能已停车时间均超过半年，部分装置停车已超过一年以上。

表 4：粘胶短纤停工产能明细（万吨）

企业	涉及产能	已停工持续时间	备注
吉林化纤	15	7 个月	
丹东化纤	6	2 年	
九江恒生	3	2 年	
山东恒天海龙	5	6 个月	降负荷运行
浙江（萧山）富丽达	18	6 个月	
新乡化纤	16	15 个月	偶尔复产
博拉经纬	6	>18 个月	
新疆舜泉	6	7 个月	
长期停车合计	75		
成都丝丽雅	20	约 1 个月	短期检修

资料来源：百川资讯，中纤网，中信建投证券研究发展部（注：仅包含较为确定的行业停产，未包含信息来源不清的统计，也有部分停产可能未反映在统计中；不包含短期停工）

如粘胶短纤继续维持低价，中小劣后出清将难以避免，行业供给格局可能出现重大转折。粘胶短纤装置的中短期停车不会对复工造成致命影响，如阜宁澳洋 26 万吨此前停车达到约 6 个月，而其装置已于近日重启。但粘胶生产过程中用到强酸强碱，如果生产装置长期停车，将可能永久丧失复产机会。经营者也可能在此期间将丧失创收能力的产线处置（如江苏翔盛将其全部 26 万吨产能出售给赛得利）。我们判断如果粘短价格长期低位徘徊，因为经济性迟迟不能复工的中小劣后产能将很可能遭遇出清，届时可能伴随行业产能的较大程度缩减及行业集中度提升。

需求：短期看宏观经济和贸易战拐点，长期看对天然纤维的优势替代

纺织服装需求，看宏观经济和贸易战缓和拐点

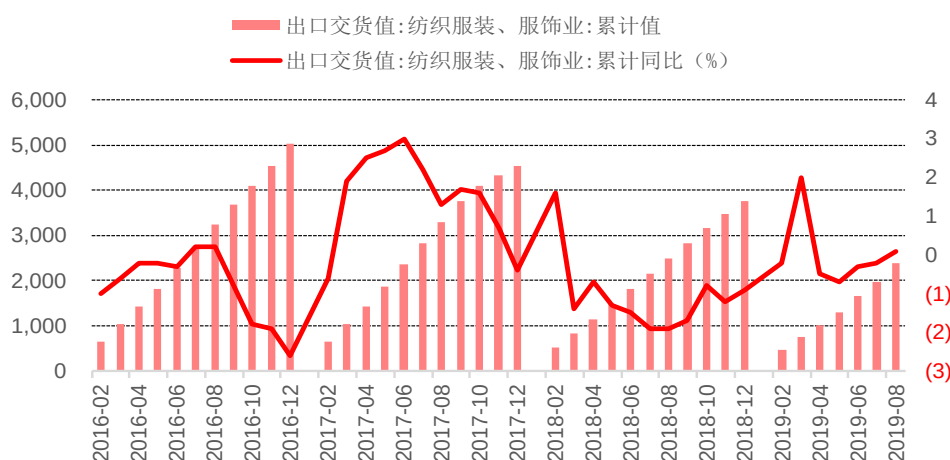
本轮粘胶短纤价格大幅下跌，一方面固然是因为行业产能扩张过剩，一方面更和需求端的萎靡密切相关。事实上，不光是粘胶短纤，2018 年来在纺织行业占据主导的棉花价格也大幅下跌至行业成本线附近、涤纶短纤价格同样大幅回落，实际上反映出下游需求滑坡对整个纤维行业的沉重打击。

2018 年来，下游纺织服装行业从零售额和出口额可以看出，有两方面因素均对需求产生较大幅度影响：

1) 18 年遭遇贸易战冲击，纺服行业出口下滑严重。下游服装行业历来属于出口占比较大的行业，18 年来，中美贸易摩擦总体上愈演愈烈，纺织服装相关产品逐步被纳入关税清单当中。19 年 8 月，特朗普宣布自 9 月起对剩余 3000 亿美元进口商品施加关税，至此，几乎全部纺织服装产品均被纳入关税清单。中美贸易摩擦严重影响了实际出口需求和业界心态，排除短暂的“抢出口”窗口，纺织服装行业出口交货值因此大幅下降。

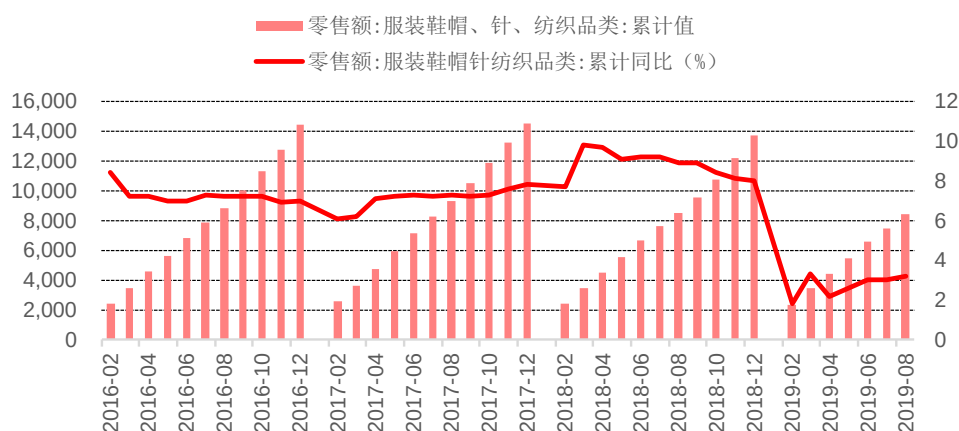
2) 宏观经济下行影响日常服装消费，服装零售增速同样大幅下挫。即使排除出口影响，国内来看，19 年来国内纺织服装业零售额增速同样出现较大程度下降，主要或归结于宏观经济放缓影响日常服装消费，减少服装购买或者偏向性价比品牌，部分品牌服饰作为可选消费品受影响较大。

图 10：纺服行业出口交货值及累计同比（亿元）



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

图 11：纺服行业零售额及累计同比（亿元）



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

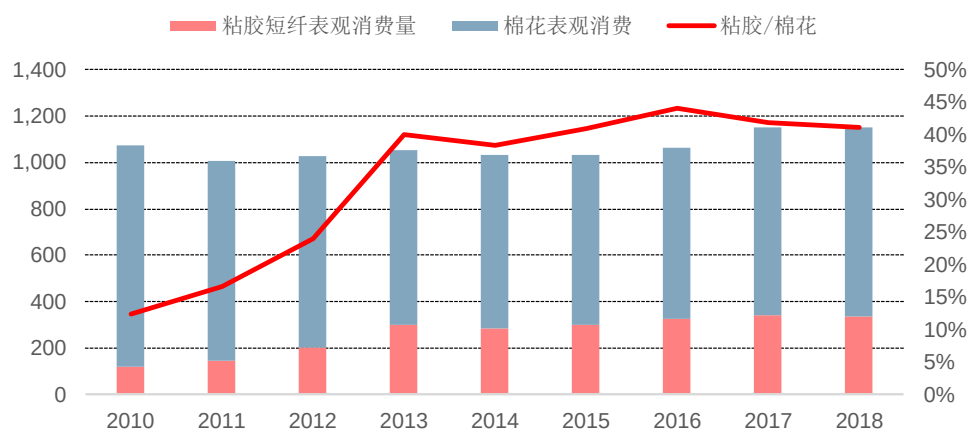
而目前来看，需求侧两大利空均有望逐渐消弭。贸易战方面，原先美国宣布的 2500+3000 亿美元关税分别涵盖了纺织、服装行业的几乎所有出口产品，国内纺服厂商对市场信心极差，采购与补库行为均弱。而目前总的来说贸易摩擦继续恶化的可能性较小，而逐渐显露出积极信号。10 月 13 日，在新一轮贸易谈判中特朗普称中美两国已“非常接近”结束贸易战，并达成阶段性口头协议，美方同意停止原本预定在 10 月 15 日开始增加的 2500 亿美元商品关税。如果贸易摩擦能够走向和解，对于恢复下游纺织服装企业的信心将有关键的作用，有利于纺织企业补库存，带来粘胶短纤需求的脉冲式提升。宏观经济方面，Q3/Q4 目前被认为是经济阶段性底部，短期内存在相当的经济复苏可能性，利好作为消费品的下游服装行业。

长期看化纤继续棉花大势所趋，粘胶占比仍有望继续提升

长期看化纤继续棉花大势所趋，粘胶份额仍有望继续提升，带来额外需求增量。前文提到，棉花和以粘胶、涤纶为主的化纤产品大体上互为替代品。而从总体趋势看，化纤产品相对于棉花的替代仍是大势所趋。其中的原因是自然的：千百年来棉纺织所使用的棉花没有太大区别，同时棉花种植，尤其在我国，受到耕地数量的严格限制；而化纤工业制造技术则在飞快迭代，在原料、性能、品控、环保、多样性方面每年都在快速进步。

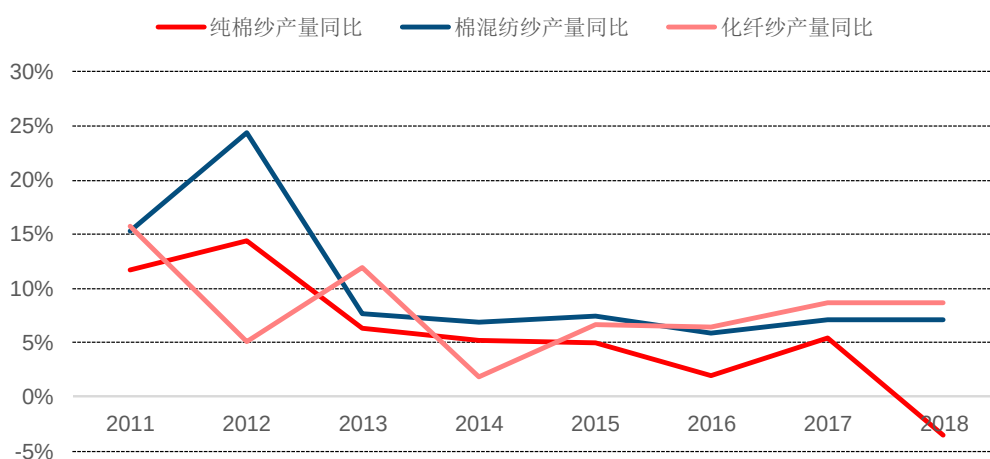
无论是单纯比较近年来粘胶短纤和棉花的消费量，还是根据近年来统计局数据，每年化纤纱、化纤混纺纱的产量增速，都可以看出以粘胶短纤为代表的化纤产品在纤维市场中的地位越来越强。在整条纤维-纺织产业链中，粘胶短纤的地位渐强仍是大势所趋。

图 12：粘胶短纤与棉花表观消费量比较（万吨）



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

图 13：化纤混纺纱及化纤纱产量增速快于棉花



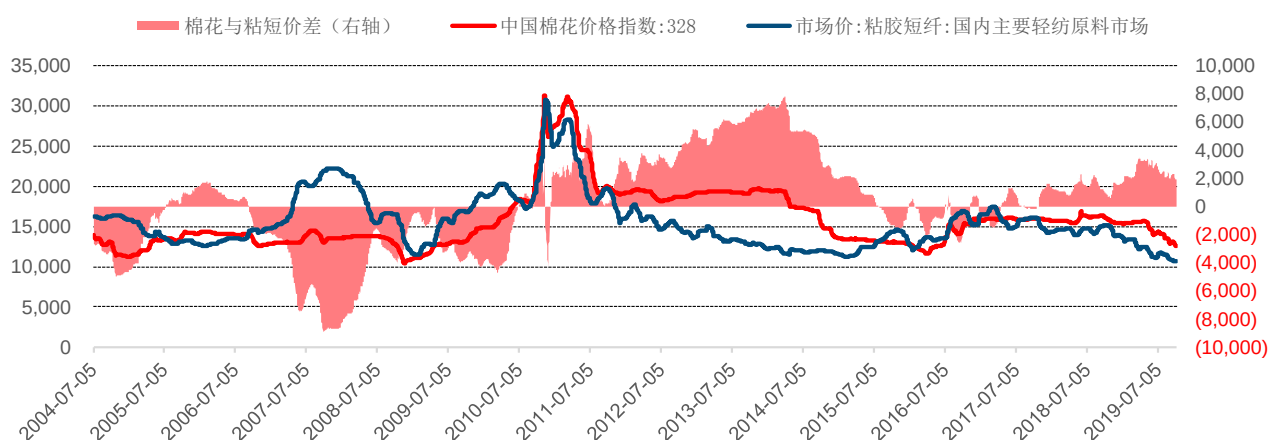
资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

棉价同样有提升趋势，作为替代品为粘短提供价格支撑

棉花和粘短联系密切，价格相关性渐强

棉花和粘胶短纤两种产品之间也存在千丝万缕的关联。首先，最直接的，棉花与粘短均为纺织原料，生产出的布料性能也较为相似，彼此之间属于典型的替代品；另外，在前文中有提到，棉花（棉短绒-棉浆粕）同时也可以作为生产粘胶短纤的原料。这使得棉花同时为粘短提供替代效应和成本支撑，二者价格天然地存在正向相关。从历史价格走势上看，我国棉花内盘价（皮棉，328 价格指数）与粘胶短纤价格总体而言同步性较强。且单吨价差一般不大。

图 14：棉花价格和粘胶短纤价格高度相关，且相关性渐强（元/吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部（注：假设 2019 年内不再有轮入或轮出计划）

而与此同时，可以观察到皮棉价格与粘短价格同步性正在越来越强。自有历史数据以来，皮棉价格与粘短价格的相关系数为 0.47，而最近 5 年以来已达到约 0.59，且单吨价差也有逐步收窄趋势，其主要原因包括：

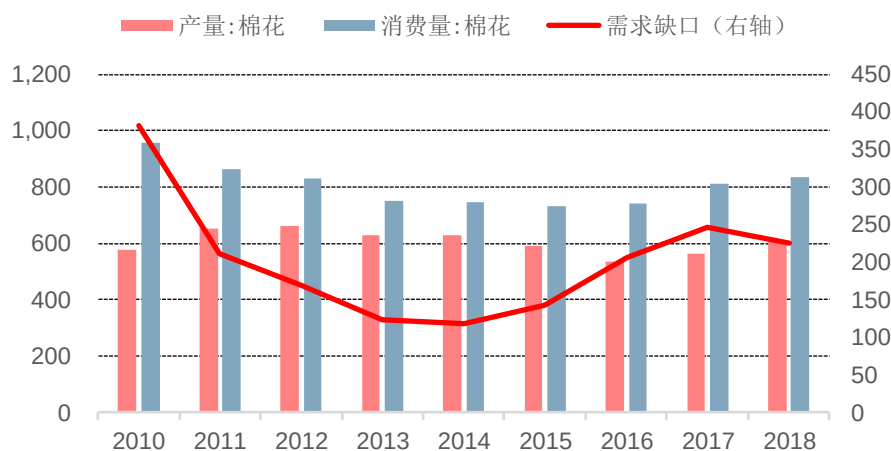
1) 混纺纱占比提升是大势所趋，使得下游厂商更自由地调节不同原料的用量：对于下游纱线企业而言，虽然很多采购单一的棉/粘胶/涤纶纤维原料生产纯棉纱/人棉纱/涤纶纱，但也有相当比例的是采用混纺模式，即纺纱时同时使用两种以上的纤维，最后的服装布料也同时含有两种以上的成分。通常而言，纯棉纱纺纱机难以切换为生产人棉纱，但混纺则可以在一定程度上自由调节不同原料的用量，比如原先按棉花：粘短=7：3 混纺生产的根据原料价格变化调整为棉花：粘短=3：7 等。而近年来随着化纤产品和纺织技术的技术进步，尽管不同数据统计口径差异明显，但混纺纱比例正在逐渐提升是不争的事实。在这一背景下，棉花与粘短价差很难再有大幅扩大。

2) 棉价市场化继续推进，棉价会更真实地反映市场供需：我国实行储备棉和棉花进口配额制度。储备棉即国家会根据市场供需情况集中收储或抛储大量棉花，以冲抵棉花市场的供需不匹配；同时政府每年设置一定的棉花进口配额限制，禁止超过配额限制的棉花进口，以保护国内棉农的利益。以上政策在稳定国内棉花市场方面起到很大作用，但同时也造成弊端。如有限的进口配额造成了内外棉价差居高，国内下游纺织企业不得不长期承受比进口价更高得多的棉价。总体来看，我国棉花产业的市场化仍是大势所趋。尤其是随着 19 年来国储棉库存达到新的低位、进口棉花配额增加，棉价正更真实地反映市场上的供需结构，同时越发成为判断粘短价格的重要参考。

国储棉库存低位，棉花需求缺口显现，棉价具备上行动力

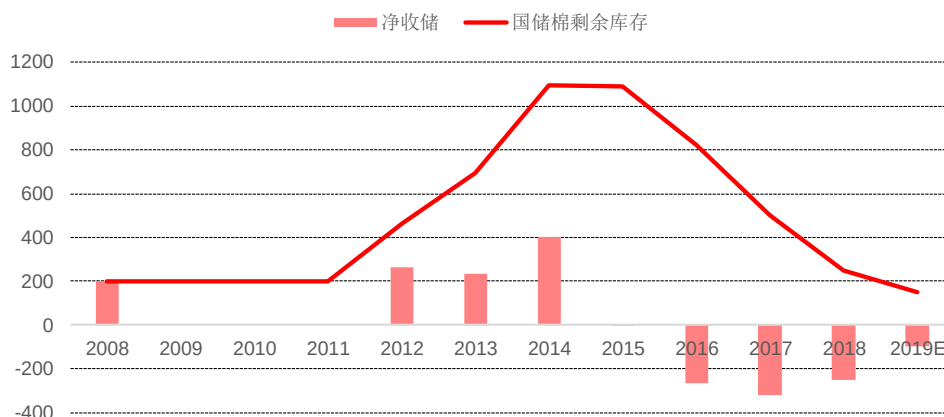
我国棉花历来存在供需不匹配的情况，表现为棉花消费量（年 800 万吨左右）超过内地棉花产量 200 万吨以上。这部分需求缺口一方面依靠进口配额满足，一方面则有赖于国储棉抛储。2016-2018 年，国储棉每年的抛储均达到 200 万吨以上，以满足下游棉纺织企业的需求。而今年 4 月，国家粮食和物资储备局发布公告称将继续轮出 100 万吨储备棉以满足市场需求，同时未公布轮入计划。依次计算，在本轮抛储结束后国储棉中库存仅余约 150 万吨。为保障安全的库存规模，2020 年起将难以依靠国储棉抛储满足需求缺口。而如果一次性放开进口配额，则又会严重伤害本已面临棉价低迷的棉农的利益。总体而言，可以判断自 2020 年起国内棉花供需将趋于紧张，对棉价有较大的提振作用。

图 15：我国棉花产量、需求量及需求缺口（万吨）



资料来源：统计局，中信建投证券研究发展部（注：假设 2019 年内不再有轮入或轮出计划）

图 16：国储棉库存及收储/抛储情况（万吨）



资料来源：统计局，中信建投证券研究发展部（注：假设 2019 年内不再有轮入或轮出计划）

另一方面，当前棉价与粘胶短纤一样均处于历史底部范围，对部分棉农来说种植棉花已经是亏本生意。这可能使得各地棉农植棉热情下降，使得来年起供需格局进一步紧张。与粘胶短纤一致，棉价持续长期维持如此低位的可能性同样很小。

差异化产品提升效益、氯碱一体化压低成本，公司竞争优势突出

差异化产品领先全行业，产品竞争力突出

从上市公司层面看，公司作为行业龙头，无论是在产品端还是成本来看都相比大部分同行而言均具备优势。尤其是从产品端来看，公司在差异化纤维素纤维产品的研发、生产领域领先全行业。

如前所述，粘胶短纤是再生纤维素纤维的一种，也是最主要的产品。而与粘胶短纤在工艺或原料成分相区

别的其它纤维素纤维，一般可称为差异化的纤维素纤维产品。当前主要的差异化产品主要可分为两大类。**第一类是工艺，原料或产品特性与传统粘胶短纤有显著区别，往往作为单独的产品类型与粘胶短纤相区分的产品，主要包括 1) 莱赛尔（Lyocell）纤维：**原为奥地利兰精公司开发的新型绿色纤维素纤维，品牌名为 Tencel，在国内也音译为天丝，是以桉木为原料，采用溶剂法生产的纤维素纤维；**2) 莫代尔（Modal）：**即常湿模量粘胶纤维，对生产工艺有多方面改良，产品在手感、色泽方面优于传统粘胶短纤，常用于内衣裤；**3) 竹代尔：**以竹为原料、莫代尔纤维的生产工艺生产的纤维素纤维，由三友化工通过自主研发首创，命名为“竹代尔”。

另一类则是在生产过程中通过改良工序、增加添加剂生产的功能性粘胶短纤维，主要包括 1) 高白：即洁净高白度粘胶短纤，比常规粘胶短纤工艺加入一道切断后的后处理工序，产品特点是白度高、残留量低、表面活性物少、水溶物含量低等，主要应用领域为水刺非织造布；2) 有色：原液着色粘胶纤维，通过纺前加入着色剂使粘胶纤维上色，交货给纺织企业的产品即已染色；3) 阻燃：阻燃粘胶纤维，在纺前加入阻燃的纳米级粉剂或溶剂生产的永久功能粘胶纤维，常应用于部队作战服或装饰面料。

公司深耕差异化产品多年，技术、品类、规模均在全国居首，在红海市场中凸显竞争力优势。公司历来重视研发差异化粘胶纤维产品研发，目前为止，公司在差异化产品领域相较同行已形成显著优势：从产品种类看，公司在各类主要差异化粘胶产品中均已实现量产（如下表），产品种类位居行业第一；从产能规模看，目前子公司兴达化纤及远达纤维（兴达化纤子公司）的粘胶纤维产品绝大多数产能均为差异化产品；从技术实力看，公司竹代尔产品为全球首创，且早于十余年前就通过自主研发成功有色、阻燃等产品，同时是高白、有色产品行业标准的第一起草者，技术能力业内公认。

表 5：国内粘胶短纤企业差异化产品布局（含在建项目）

	高白	竹纤维	有色	阻燃	莱赛尔	莫代尔
三友化工	✓	✓	✓	✓	✓	✓
银鹰化纤	✓	✓	✓	✓		
新乡白鹭		✓	✓	✓		
恒天海龙			✓	✓		✓
吉林化纤		✓	✓	✓		
澳洋科技			✓	✓		
丝丽雅		✓	✓			
赛得利	✓					
京汉股份					✓	✓

资料来源：CNKI《中国粘胶短纤产业安全现状及策略探讨》，三友化工公告，中信建投证券研究发展部

表 6：公司主要差异化粘胶短纤项目

实施主体	项目	产能	投产时间	差异化产品类型
兴达化纤	差异化纤维一线	3.2	1998	经过多次技改，差异化产品包括竹纤维、5 万吨莫代尔等
	差异化纤维二线	3.2	2006	
	差异化纤维三线	3.2	2006	
	差异化纤维四线	3.2	2009	
	差异化纤维五线	3.2	2009	

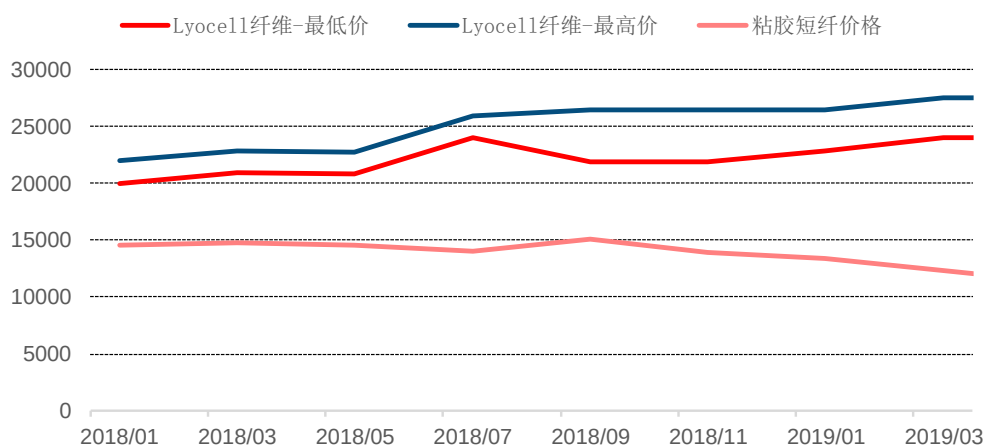
	差异化粘胶短纤技改项目	2	2017	高白 1 万吨、着色 0.5 万吨、细旦 0.5 万吨
	Lyocell 纤维中试线	0.5	2019	
远达纤维	差异化粘胶短纤扩建项目	16	2013	8 万吨高白细旦、8 万吨水刺无纺布用粘胶短纤
	功能性、差异化粘胶短纤项目	20	2018	包含可冲散纤维、超细旦、阻燃、着色、竹纤维等

资料来源：公司环评公告、投资公告，中信建投证券研究发展部（注：公司多年来技改不断，目前实际产能与

上述公告可能已有差别）

莱赛尔纤维是目前最受关注的差异化纤维素纤维产品。在上述差异化纤维素纤维产品中，特别值得一提的即莱赛尔纤维。莱赛尔纤维相比于粘胶短纤具有一些显著优势。首先，不同于使用强酸强碱的传统粘胶短纤工艺，莱赛尔纤维采用溶剂法工艺，即使用特殊有机溶剂直接溶解木片中的纤维素以制成产品，生产过程基本上是物理变化，流程更加绿色环保，这使得这种产品在我国环保政策趋严的当下备受关注；同时，莱赛尔纤维制成的面料在舒适度、韧性等方面也好于一般粘胶纤维。同时莱赛尔纤维的缺点也很明显，就是生产成本高昂（据部分企业反馈，原料成本可能超过传统粘胶一倍左右），并直接导致售价昂贵。18 年来，莱赛尔纤维市场价始终高于 20000 元/吨，与粘短价差在最低时也超过 5000 元/吨；目前更超过 10000 元/吨。这使得对于大部分平价品牌服装，莱赛尔纤维目前对粘短和其它纤维的替代作用仍较小。

图 17：18 年来莱赛尔纤维与粘胶短纤价格走势对比（元/吨）



资料来源：CNKI《我国 Lyocell 产业的竞争与发展》，wind，中信建投证券研究发展部

国内莱赛尔纤维产业迎来快速发展期，公司 5000 吨中试线已建成，具备择机扩产能力。目前我国莱赛尔纤维产业正在从技术导入期进入到快速成长期。当前的格局看，目前在莱赛尔在高端面料的应用愈发得到重视，而当前具备工业量产能力的企业仅有中纺院等极少数几家。市场供不应求所产生的超额利润正在吸引很多国内企业通过购买技术包或自主研发切入，据我们统计，当前有明确投资 Lyocell 生产项目的企业超过 10 家，预计仅在建产能就超 20 万吨，远超国内行业当前产能规模，同时也占据全球产能的相当比例。

在供需两增局面下，难以准确判断莱赛尔纤维产品未来的盈利能力。而对于三友化工而言，19 年上半年，公司已建成 0.5 万吨莱赛尔纤维中试线，目前运行良好。公司因此具备择机扩大产能、适应莱赛尔纤维行业格局变化的能力。

两碱一化布局及规模效应构筑成本优势

得益于公司“两碱一化”的一体化布局，公司粘胶短纤所使用的烧碱基本上完全自供，有助于压低公司整体的粘胶短纤生产成本。公司的烧碱采用市场价内部结算，也即粘胶短纤板块的毛利率反映了市场上粘胶短纤产品毛利率，而烧碱产品所获取的毛利则可视作氯碱一体化为粘胶短纤产品带来的成本节约。以 18 年年报为参照，公司烧碱产品毛利率接近 66%（19 年来烧碱价格有所回调，毛利率相对有所下降），折合单吨毛利率约 1792 元/吨，以单吨粘胶短纤产品消耗 0.55 吨计算，为粘胶短纤单吨节约的营业成本就达到约 985 元/吨。

此外，公司现有粘胶短纤产能和实际开工规模位居行业第二，且区别于总产能规模第一的赛得利厂区分布在江西、福建、江苏（收购翔盛）等地，公司产能全部集中河北当地，规模效应明显，同样构筑起公司的成本优势。

氯碱：供需两端相对平衡，可期稳定贡献利润

实际投产产能或仍然少于计划，预计产能扩张总体有序

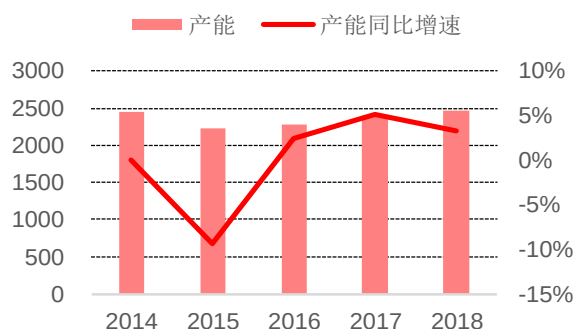
产能方面，在建产能投产进度或将继续小于预期，全国氯碱产能或维持 5% 左右增速。近几年来，我国氯碱产能规模增速明显放缓。而 18 年来由于行业企业报表修复，叠加环保高压相对有所放松，部分行业老牌企业陆续公布新增产能或产能改扩建计划，未来行业新增产能再次成为影响行业景气的关键因素。

从第三方资讯网址和各公司公开披露情况来看，如下表，自 2020 年至 2021 年初行业预计投产的在建产能合计约 238 万吨 PVC、138 万吨烧碱，绝对数量较大。但从我们跟踪情况和行业企业反馈来看，2020 年内实际落地投产的产能规模或将比规划少很多。原因为全国氯碱企业众多，部分中等规模企业扩产计划实际上已经搁置，但在产能数据统计中未及时更新；部分电石法 PVC 企业产能难以解决电石供应问题而不能开工；且部分产能可能由于土地、环保审批等原因不能成功落地。

作为比照，根据 2018 年统计，原先预计在 2019 年内投产的 PVC 产能约为 216 万吨。但根据 2019 年实际投产进度来看：河北盛华 20 万吨装置投产时间无限期延后；聚隆化工 40 万吨装置预计投产时间自 2018 年 8 月推迟至 2019 年末，至今仍未投产；安徽华塑 18 万吨装置预计投产时间自 2018 年推迟至 2019 年内，至今仍未投产；新疆中泰 20 万吨装置原定 4 月投产，现推迟至 10 月下旬。截至 10 月上旬，行业实际已投产产能仅约 82 万吨。

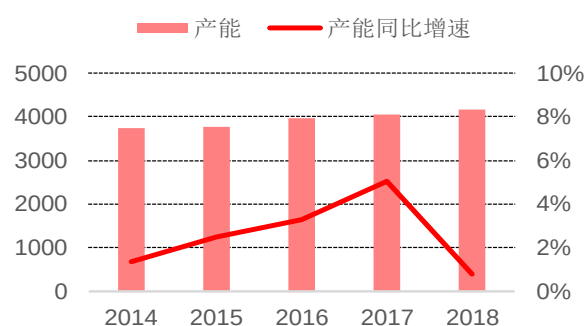
在 2020 年，诸如万华化学 PVC 产能项目大概率如期投产，但也有部分产能实际投产可能存在困难。结合各公司工程实际进展和历史经验，以 PVC 衡量，2020 年行业比较新增 150 万吨产能或以内应是比较大概率事件，对应年产能增速约在 6%，对供应格局有一定冲击，但总体在可控范围内。

图 18: 全国 PVC 产能及增速 (万吨)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 19: 按月平均的粘胶短纤市场价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

表 7: 2019 年及之后建成/拟建成的氯碱产能 (10 万吨以上装置)

企业	PVC/烧碱工艺	投产/预计投产时间	增加 PVC 产能 (万吨)	增加烧碱产能 (万吨)
山东鲁泰化学	电石法	2019.01	12	
陕西北元	电石法	2019Q2	15	
宁夏金昱元	电石法/离子膜	2019.04	20	16
山西瑞恒	电石法	2019Q2	20	20
泰州联成	乙烯法	2019.07	15	
新疆中泰	电石法	2019.10 (未投)	20	18
沧州聚隆化工	电石法/离子膜	2019H2 (未投)	40	12
德州实华	姜钟法	2019 年底 (未投)	20	20
2019 年新增产能合计			82	36
鄂尔多斯氯碱化工	电石法	2020 年底	40	30
中泰-金晖	电石法/离子膜	2020.6 (一期项目)	50	40
安徽华塑	电石法/离子膜	2020H1	18	16
万华化学	乙烯法	2020H2	40	
乌海中联	电石法	2020	50	40
青岛海晶	乙烯法	2020	40	
九二盐业	离子膜	2020		12
2020 年计划新增产能合计			238	138

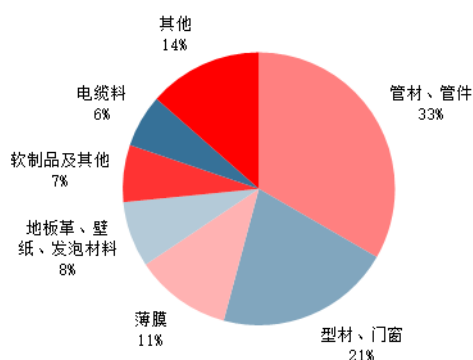
资料来源: 百川资讯, 卓创资讯, 网络新闻, 中信建投证券研究发展部

地产投资韧性仍在, 对 PVC 需求形成支撑

PVC 是一种成本低廉、性能良好的通用塑料, 能够应用于各种形态、用途的塑料产品, 是全球第二大通用型合成树脂材料, 与聚乙烯 (PE)、聚丙烯 (PP)、聚苯乙烯 (PS) 和 ABS 树脂统称为五大通用树脂。PVC 超过半数 (约 55%) 的下游需求由 PVC 管材、型材、板材等硬质品构成, 其余需求分布在鞋及鞋底材料、人造革、电缆料等软制品和薄膜产品。在应用 PVC 的产品中, 大部分硬质品, 如 PVC 胶管、PVC 门窗、PVC 家具, 及 PVC 地板革等均直接应用于建筑建材领域, 使得房地产行业的需求变动对 PVC 的表观消费量产生较大的影

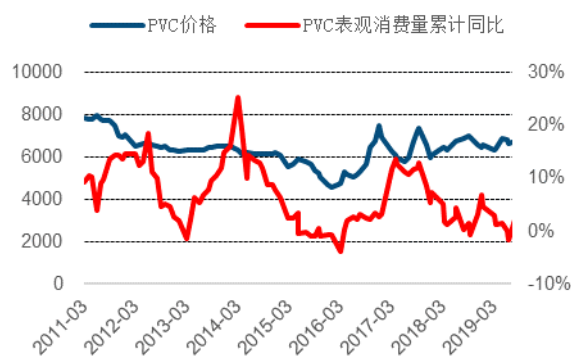
响。此外，房地产需求在传导到 PVC 的消费量需要一定的时间——PVC 管材、型材（及门窗）等需要在房屋建设中安装使用，这使得 PVC 表观消费量的变化落后于房屋开工面积同比的变化；而一些应用 PVC 的家电产品要在房地产建设后布置，令 PVC 表观消费量的变化迟于房屋竣工面积同比和房屋开工面积同比的变化。

图 20：PVC 下游需求结构



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部整理

图 21：PVC 价格和表观消费量变化关联



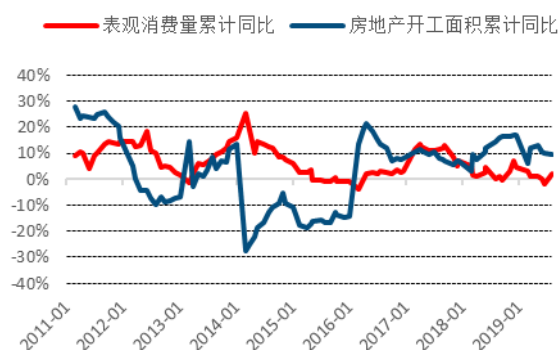
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部整理

图 22：PVC 表观消费量和房地产竣工面积变化



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部整理

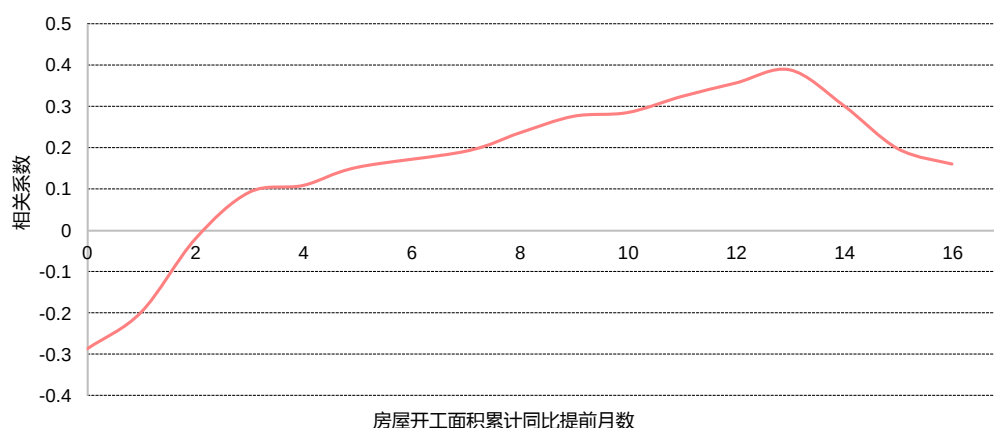
图 23：PVC 表观消费量和房地产开工面积变化



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部整理

PVC 需求侧的变化能够引起其价格及其表观消费量同增同减的趋势，而这一趋势在 2016 至 2018 年尤为明显。2016 年初，房地产竣工面积大幅增加，对 PVC 的需求量大幅增长，需求端的变化带来了 PVC 价格和表观消费量的同步增长，直至 2018 年初，房地产竣工面积累计同比回落，PVC 的表观消费量也随之下跌。另外，房地产竣工面积的变化稍领先于 PVC 表观消费量的变化半年至一年：2012 年末房地产竣工面积累计同比大幅增长，但在 2013 年初才体现出 PVC 表观消费量的触底反弹；类似地，2016 年初房地产竣工面积急速增长迟滞了 10 个月后才带来 PVC 表观消费量的增加。根据领先的房地产竣工面积累计同比和 PVC 消费量之间的相关系数，房地产竣工面积大约领先于 PVC 消费量的变化 5-8 个月；同样地，房地产开工面积累计同比大致提前于 PVC 消费量的变化 1 年左右。

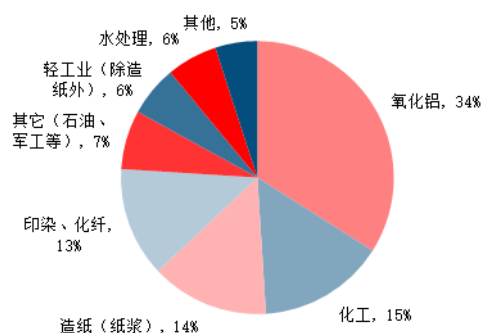
图 24：房地产开工面积变化领先 PVC 表观消费量 12 个月左右



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

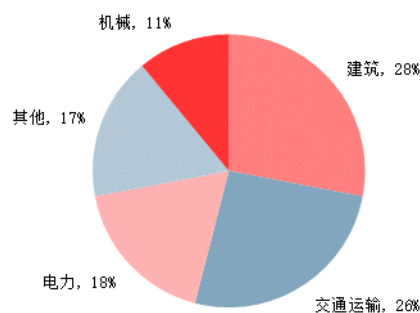
烧碱方面，作为化工行业“三酸两碱”之一的重要化工原料，其终端需求相对更加广泛，包括氧化铝、化工、纺织化纤、轻工造纸等。其中除氧化铝之外的板块较为分散、整体需求较为稳健，而占到烧碱需求约 35% 的氧化铝（95% 以上应用于电解铝）对烧碱的边际需求增量有较大的影响。由于氧化铝/电解铝大量应用在下游的房地产行业，因此和 PVC、烧碱同属房地产后周期的产品。铝制门窗框架、铝塑复合板是房地产竣工前后需要的建材，而用于生产氧化铝/电解铝的烧碱则要领先于氧化铝/电解铝，因此虽然烧碱的下游产业主要是是房地产后周期的产品，但烧碱表观消费量的变化并不一定落后于房地产的变化。

图 25：烧碱下游需求结构



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部整理

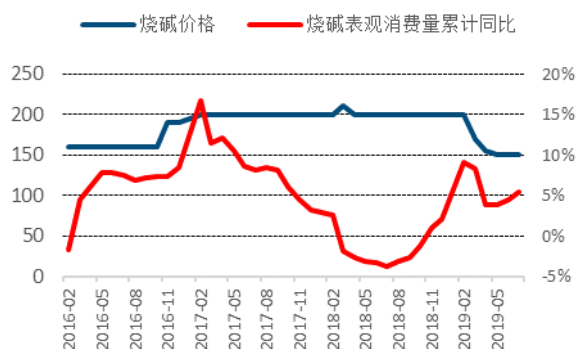
图 26：电解铝下游需求结构



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部整理

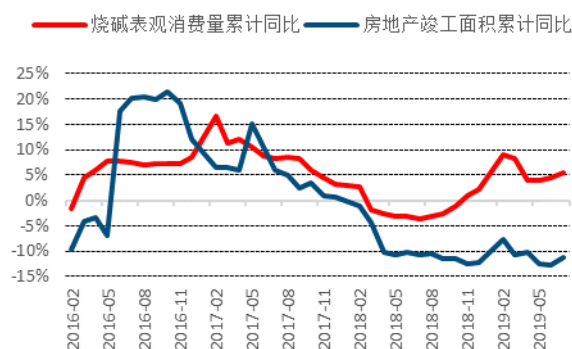
从需求端来看，房地产是烧碱终端需求的主要驱动力，其竣工面积的累计同比和烧碱表观消费量累计同比有较强的相关性。可以明显看出，房地产竣工面积累计同比在 2016 年年中的激增间隔半年才带来了烧碱表观消费量的明显上涨，并且还带动了烧碱价格的增长。在相关性的分析数据中，当房地产竣工面积累计同比的时间序列落后于烧碱表观消费量 1-3 个月时，相关系数较高；房地产开工面积累计同比领先于烧碱表观消费量 1-3 个月时，二者有较好的相关性。由此可见，烧碱对房地产需求的响应较 PVC 和纯碱更快。

图 27：烧碱价格和表观消费量变化



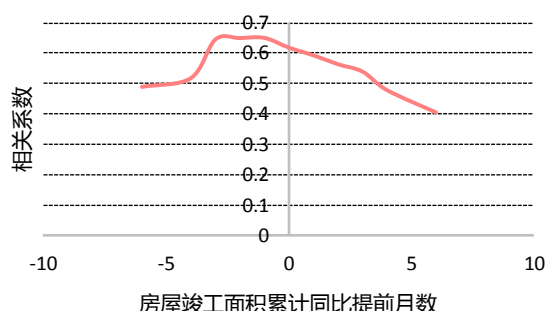
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部整理

图 28：烧碱表观消费量和房地产竣工面积变化



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部整理

图 29：房地产竣工面积变化落后烧碱消费量变化 1-3 个月



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部整理

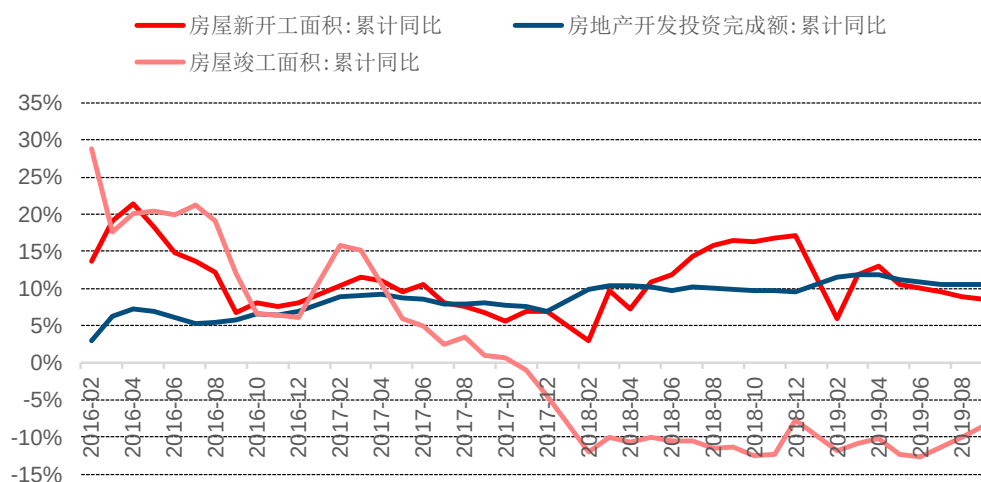
图 30：房地产开工面积变化领先纯碱消费量变化 1-3 个月



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部整理

房地产投资韧性仍在，需求端来看短期不悲观。如上文，对于氯碱产品（尤其是 PVC）而言，房地产开工情况一定程度上领先需求。而从当下数据来看，18 年来全国房地产新开工及房地产开发投资完成额均保持了 10% 的稳健增长，表现出了相当的韧性。纵然从终端需求看全国商品房成交较为清淡、房屋竣工面积维持 -10% 左右的负增长，造成了房地产开工竣工背离，但开工数据仍预示至少在 1 年左右 PVC 等产品的直接下游需求相对有所保证。

图 31: PVC 样本企业库存 (万吨)



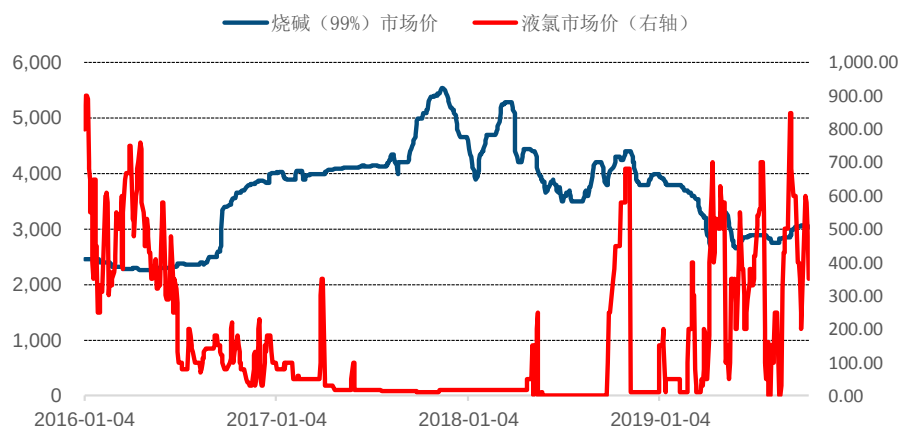
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部整理

氯碱“跷跷板”开始向氯倾斜，对公司形成一定利好

全国大多数的氯碱装置都是氯碱一体化，供应同增同减，而氯和碱的下游需求则有所不同，这使得氯碱产品之间有明显的跷跷板效应，近几年来烧碱与液氯（及下游 PVC 等耗氯产品）的价格呈现明显的负相关。17 年来，全国烧碱价格持续高位，价格上涨的力度和持续时间均可观，全国氯碱跷跷板因此明显向烧碱倾斜，部分没有下游耗氯装置的企业，甚至要每吨倒贴数百元以销售液氯/盐酸，解决其胀库问题。而 18H2 以来，下游需求疲弱使得烧碱价格下行，跷跷板重启开始从氯产品一端倾斜，对 PVC 产品价格也形成一定支撑。

对于三友化工而言，公司氯碱装置在氯一端的终端产品为 PVC，而同时生产的烧碱则多半作为生产粘胶短纤的原材料，即 PVC 为公司直接贡献利润而烧碱则不然。也因此氯碱跷跷板的倾斜整体上正在公司带来一定的利好。

图 32: 烧碱和液氯之间的价格跷跷板 (元/吨)

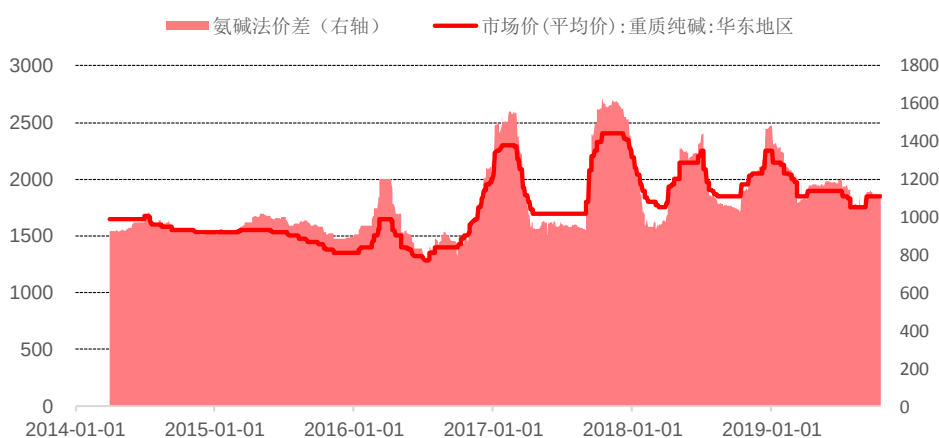


资料来源：百川资讯，wind，中信建投证券研究发展部

纯碱：供需较为稳定，价格中枢趋于稳定

对于纯碱而言，由于行业供给侧改革和自发产能出清，行业自 16 年起连续 3 年出现旺季价格飙涨。19 年，1 月起，随着行业进入淡季，全国纯碱市场价开始回调，但回调 300-400 元/吨后趋于稳定，到目前为止窄幅波动为主，未出现大幅波动。总体而言经历了上一轮周期，纯碱行业供需已趋于稳定且较为匹配，价格中枢在合理水平维持。

图 33：纯碱价格及氨碱法价差（元/吨）



资料来源：百川资讯，wind，中信建投证券研究发展部

产能增长基本停滞，开工率接近上限，供应几无增加余地

19 年纯碱产能有所增长，但增速仍在 5% 以内，2020 年预计产能增速仅 2%，对供应冲击极为有限。13 年起，纯碱行业进入持续的自发去产能，并在供给侧的推动下在 16-18 年迎来了约 3 年的行业景气。19 年来由于环保放松和需求不振，纯碱价格有所回落，但近年来纯碱产能扩张速度始终不快，从供给侧为纯碱产品的盈利能力提供了坚强支撑：17-18 年行业新增产能均不足 100 万吨以下。2019 年，河南金山集团旗下金大地在 4 月起陆续完成了 100 万吨产能扩建，对市场供需格局造成一定冲击。但一方面，19 年行业总新增产能约 140 万吨，占现有产能不足 5%，仍在可控范围内；另一方面，19 年扩产计划均已完成，20 年新增产能计划目前来看仅有 72 万吨，后续可预期的行业产能扩张非常有限。

表 8：2019 年及以后投产纯碱产能情况

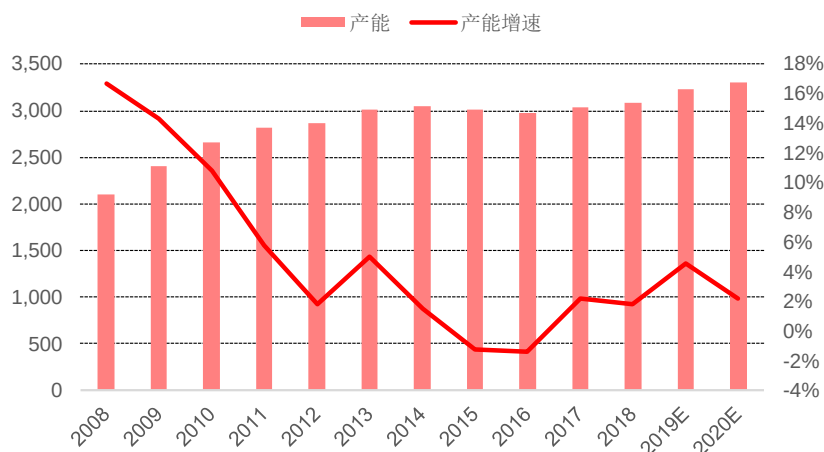
企业	工艺	投产/预计投产时间	新增烧碱产能（万吨）
河南骏化	联碱法	2019.06	20
河南金山（金大地）	联碱法	2019.06	100
青海发投	氨碱法	2019.06	20
江苏德邦	联碱法	2020.05	60
九二盐业	离子膜	2020	12
2019 年合计新增产能			140

2020 年合计新增产能

72

资料来源：百川资讯，卓创资讯，网络新闻，中信建投证券研究发展部

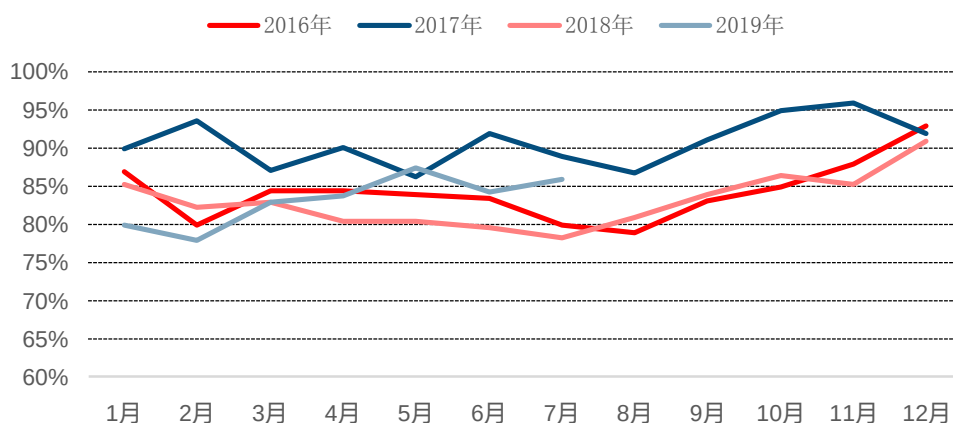
图 34：近年纯碱产能及预测增速（万吨）



资料来源：百川资讯，卓创资讯，网络新闻，中信建投证券研究发展部

纯碱开工维持高负荷，绝对水平仍处 85% 以上，整体仅次于 17 年水平，产量提升空间很小。现有纯碱产能开工方面，卓创数据显示随春季检修告一段落，5-7 月以来全国纯碱开工率基本维持在 85% 以上，也有部分资料显示目前实际开工符合在 90% 以上。纵向比较而言，当前开工率水平近低于纯碱价格屡攀新高的 2017 年。总体而言纯碱企业目前接单出货顺畅，虽有部分厂家反映下游日化品需求一般，10-11 月的传统价格旺季难以出现价格大幅度上升，但也并未出现需求大幅下挫导致厂家不得不大幅下调报价的征兆。

图 35：纯碱开工率情况



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

需求：平板玻璃表现良好，整体较为平稳

纯碱通常分为轻质纯碱和重质纯碱，重质纯碱应用于平板玻璃、氧化铝等对纯碱等级有特殊需求的下游领

域，轻质纯碱用于无机盐、日用玻璃、合成洗涤剂附加值较低的产品。平板玻璃在纯碱的下游所占比例达到 46%，对纯碱的需求影响较大。平板玻璃主要应用于房地产和汽车行业，其中房地产占平板玻璃需求端的比例高达 70%。从需求来看，一方面，与氯碱类似，房地产行业的波动对纯碱有较大的影响；另一方面，纯碱需求相对更为稳定，原因在于无机盐、合成洗涤剂等产品需求增长较为平稳，而平板玻璃产线一旦开启就难以关停，开工率及月度产量一般较为稳定。

图 36：纯碱下游需求结构

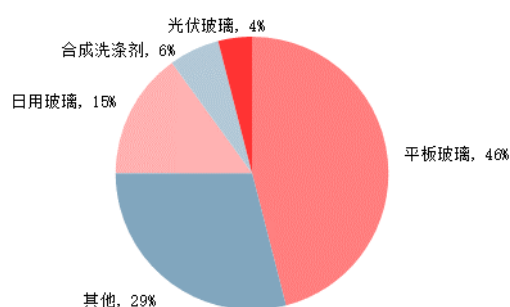
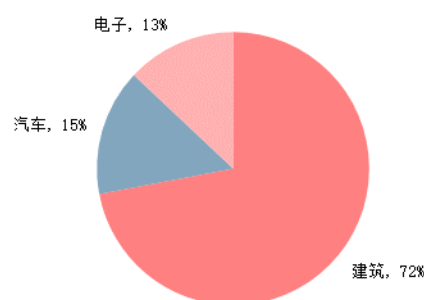


图 37：平板玻璃下游需求结构



资料来源:卓创资讯，中信建投证券研究发展部整理

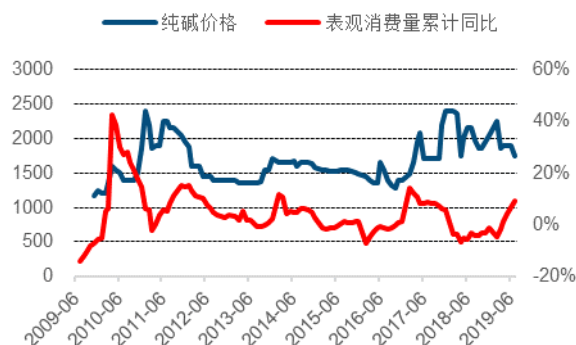
资料来源:卓创资讯，中信建投证券研究发展部整理

从下游房地产行业对纯碱的需求传导来看，一般认为房地产开工数据领先于纯碱需求半年左右，因为从项目工程进度来看，房地产开工后通常在半年后形成对纯碱需求；但也有认为纯碱需求与房地产竣工关系密切，而与开工无直接关系，即根据开工和竣工的时滞，地产新开工数据的变化大概 18-24 个月后会反映纯碱需求的变化。

从历史数据看，房地产竣工与纯碱需求的相关性较为明显。2015 年中房地产竣工面积累计同比大幅下跌，而纯碱的表观消费量的滑坡在次年 1 月前后开始显现；同样的，2016 年中房地产的强势崛起在间隔 8 个月后传导到纯碱市场。这种迟滞性在于房地产所应用的平板玻璃在其竣工一段时间后会才会安装，总体而言最近几年的市场表现出房地产竣工率略微领先于纯碱需求。通过对近十年房地产市场与纯碱价格、需求的时间序列的相关性分析，可以看出房地产竣工面积累计同比领先于纯碱表观消费量 4 至 6 个月的时候二者相关性最好，而房地产开工面积累计同比领先于纯碱表观消费量 9 至 15 个月左右时相关性较好。

图 38：纯碱价格和表观消费量变化

图 39：纯碱表观消费量和房地产竣工面积变化



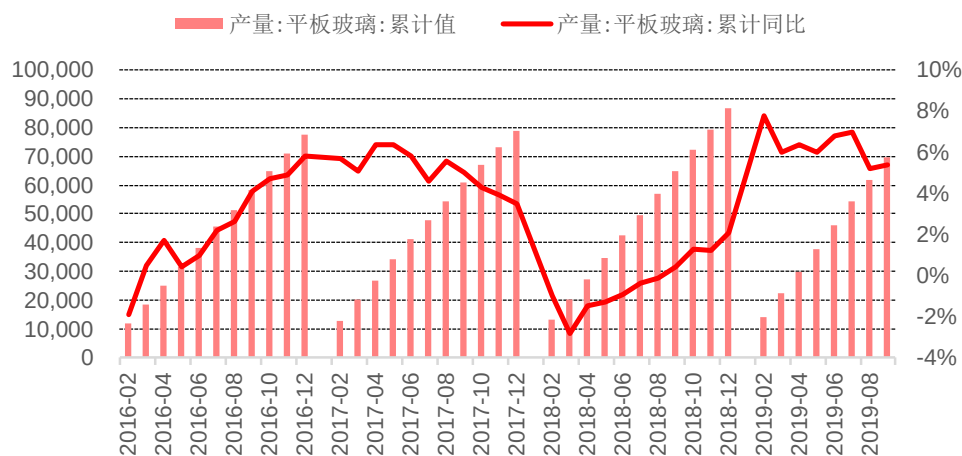
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部整理



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部整理

基于当前房地产开工竣工背离的现状以及较为模糊的房地产需求传导逻辑, 目前较难以准确判断房地产对纯碱需求的短期影响。但从纯碱的直接下游平板玻璃来看, 19 年来平板玻璃同比增速相比 18 年有较大跃升, 其中原因包括环保压制的放松和地产投资保持强劲等因素。短期来看, 如果外部环境不发生较大变化, 平板玻璃的月度产品有望继续维持。另外, 纯碱的其它需求无机盐、合成洗涤剂等产品增速趋缓, 但整体较为平稳, 同样为纯碱提供一定的下游刚需支撑。

图 40: 平板玻璃产量及同比 (万吨)



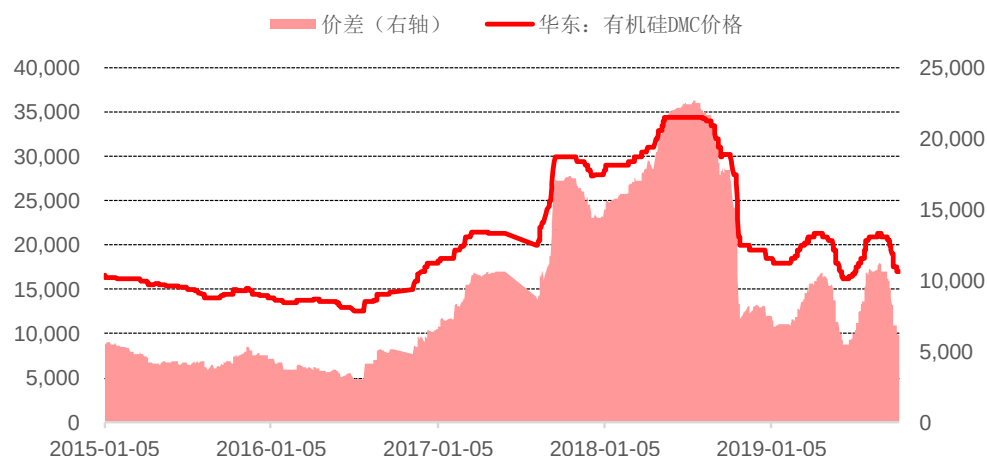
资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

有机硅：产能扩张加速，行业辉煌难再，但价格下行空间亦有限

行业重新进入产能快速扩张阶段，有机硅景气难再现。近数年来，有机硅行业景气程度经历了从低谷至景气高位再掉头向下的过程：2014 年起，由于前期的持续亏损，行业开启自发去产能，江苏弘博、山西三佳长时间停产，行业产能增速从 2014 年的 10% 下降到 2017 年的 5%。同时，由于有机硅单体生产过程产生废渣浆及含酸废水，且历来属于安全及环境事故高发行业，在 16-18 年受到较为严厉的供给压制。自发去产能叠加政策去产能，行业供需格局不断改善并在 17 年起迎来行业景气大幅好转。

而在 17 年后，虽然中小企业产能出清明显，但有机硅龙头企业在行业景气上行中集中受益，资产负债率及现金流修复明显，并在产品高盈利的激励下带领行业开启新一轮产能扩张。17 年来，新安股份、合盛硅业相继通过技改扩产，新增产能对行业供需冲击明显；叠加 18 年下半年以来下游房地产、汽车需求均偏弱，行业景气开始掉头向下。

站在当前时点，下游需求难言好转，而有机硅龙头企业的扩产之势仍未停歇。就各公司公布的情况而言，新安股份、合盛硅业、东岳集团、兴发集团四家企业在 19Q4-2021 的合计扩产计划就达到约 171 万吨，占到行业现有产能的近一半。新产能的陆续投放或将在短期内对产品盈利持续构成压制。

图 41：有机硅价格及价差


资料来源：wind，百川资讯，中信建投证券研究发展部

表 9：有机硅单体产能明细（万吨）

企业	现有产能	在建/规划产能	预计投产时间	备注
新安股份	34	45	2019Q4；不详	15 万吨预计于 2019Q4 投产，另有 30 万吨环评已过
新疆合盛	20	40	2020	8 月已建成 20 万吨；另有 40 万吨为 20 万吨硅氧烷配套
蓝星星火	45			
浙江合盛	18			
唐山三友	20			
山东东岳	25	30	2021	
江苏弘博	10			
浙江中天	10			
张江港基地	40			

恒业成	25				
山东金岭	15				
四川硅峰（四川合盛）	18				
山西三佳	8				
佳辉硅化工	10				
鲁西化工	7				
湖北兴发	20	56	2020; 2021	16 万吨技改项目，预计 2020.06 建成；与乌海协议建设 40 万吨产能，目前已开工	
合计	325	171			

资料来源：百川资讯，卓创资讯，网络新闻，中信建投证券研究发展部

有机硅价继续下行空间有限，公司产品弹性亦相对较小，公司业绩所受负面影响有限。有机硅行业景气虽然不容乐观，但从绝对价格水平来看继续下行空间亦有限。原因在于目前 DMC 约 17000-18000 元/吨的价格已接近一般生产企业成本线——合盛硅业等具备从工业硅到下游深加工垂直一体化的少数企业固然可以拥有显著的成本优势，但据我们了解，对于大多数其余仅有单体、DMC 及配套氯碱的企业而言，其完全成本即在 17000-18000 元/吨附近，如有机硅价格继续下行则很多产能将面临亏损。另一方面，三友化工有机硅产能折 DMC 约 10 万吨，占营收比例不到 10%，受有机硅行业景气下行影响相对有限。

风险提示

纺织服装、房地产等下游需求低迷；粘胶行业限制政策放松、新增产能规模超出预期。

盈利预测和估值

我们预测公司 2019、2020、2021 年归母净利分别为 7.52、11.32、16.29 亿元，对应 PE 15X、10X、7X，给予买入评级。

表 2：预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	20,195.73	20,173.74	20,975.97	22,736.36	23,951.32
主营收入增长率	28.17%	-0.11%	3.98%	8.39%	5.34%
EBITDA（百万元）	3,925.18	3,653.53	2,657.34	3,159.30	3,777.08
EBITDA 增长率	53.81%	-6.92%	-27.27%	18.89%	19.55%
净利润（百万元）	1,889.08	1,586.08	752.27	1,131.91	1,628.80
净利润增长率	147.63%	-16.04%	-52.57%	50.47%	43.90%
ROE	18.87%	14.35%	6.33%	8.70%	11.12%
EPS（元）	0.965	0.768	0.364	0.548	0.789
P/E	5.49	6.90	14.54	9.67	6.72
P/B	1.09	0.99	0.92	0.84	0.75
EV/EBITDA	4.21	4.33	1.16	3.67	2.36

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 邓天泽：人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
 郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
 郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
 张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
 高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
 张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
 任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
 黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
 杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
 杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
 杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
 李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
 黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
 王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
 诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
 黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
 戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
 沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
 翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
 李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
 范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
 李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
 薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
 王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
 张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
 XU SHUFENG 0755-23953843
 xushufeng@csc.com.cn
 程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
 廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
 陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859