

# 纯碱、糊树脂价格大涨，规模优势释放业绩弹性

## 核心观点：

### ● 公司粘胶、纯碱双龙头，打造赛道优质企业

公司在粘胶短纤及纯碱行业龙头地位稳固，目前拥有粘胶短纤 78 万吨/年、纯碱 340 万吨/年、PVC 50.5 万吨/年（含糊树脂 7 万吨/年）、烧碱 53 万吨/年、有机硅单体 20 万吨/年。规模优势奠定了公司发展基石，在主营产品景气向上时拥有较大的业绩弹性。

### ● 粘胶短纤处在周期底部，价格拐点有望显现

2020-2022 年粘短行业几乎无新增产能，考虑到当前价格处在历史谷底以及下游需求存在改善预期，价格有望底部回升。公司作为龙头企业之一，市占率 15%，规模效益显著。

### ● 纯碱价格底部大幅回升，行业龙头效益显著

未来两年我国几乎无纯碱新增产能，影响行业的关键在于需求。下游玻璃需求回暖带动纯碱价格底部大幅回升。房地产竣工持续回暖背景下，纯碱价格维有望持高位。公司纯碱产能行业第一，将充分受益。

### ● PVC 价格底部回升，糊树脂成行业亮点

房地产竣工回暖带动 PVC 需求增加，价格底部回升，预计仍将保持相对高位。手套需求激增带动 PVC 糊树脂价格大幅上涨，预计年内仍将维持高位。公司拥有 7 万吨/年糊树脂产能，将成为业绩重要增长点。

### ● 有机硅供需格局仍将宽松，公司经营稳健为主

目前 DMC 价格处在历史底部区域，未来新增产能大幅增加将加剧行业竞争，对价格上涨形成压制。预计公司生产经营稳健为主。

### ● 盈利预测及投资建议：

考虑到公司糊树脂、纯碱价格大幅上涨，PVC 价格底部回升，以及粘胶短纤、烧碱等存在涨价预期，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.91、13.12、13.35 亿元，EPS 分别为 0.09、0.64、0.65 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 主要财务指标

|           | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 20,515.13 | 17,106.63 | 20,098.37 | 21,113.36 |
| YOY       | 1.69%     | -16.61%   | 17.49%    | 5.05%     |
| 净利润(百万元)  | 682.92    | 191.45    | 1,311.63  | 1,334.75  |
| YOY       | -56.94%   | -71.97%   | 585.12%   | 1.76%     |
| EPS(元)    | 0.33      | 0.09      | 0.64      | 0.65      |
| P/E       | 19.92     | 71.06     | 10.37     | 10.19     |
| P/B       | 1.21      | 1.20      | 1.12      | 1.05      |
| P/S       | 0.66      | 0.80      | 0.68      | 0.64      |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**风险提示：**原材料价格大幅上涨风险，主营产品价格下降风险，汇率大幅波动风险，纺织服装、房地产、玻璃等下游需求不急预期风险等。

## 三友化工(600409.SH)

### 推荐 (首次评级)

#### 分析师

##### 任文波

☎：8610-83574570

✉：renwenpo\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520080001

##### 林相宜

☎：8610-66568843

✉：linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050007

#### 单季度业绩

| 单季度业绩   | 元/股    |
|---------|--------|
| 2Q/2020 | -0.13  |
| 1Q/2020 | -0.10  |
| 4Q/2019 | 0.33   |
| 3Q/2019 | 0.26   |
| 市盈率     | 587.27 |
| 总市值(亿元) | 136.04 |

#### 市场表现

2020.9.25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河化工】2020 年四季度投资策略报告\_化工行业：量价角度探寻高成长标的，优质细分龙头业绩可期\_20200923

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

1. **粘胶短纤:** 考虑到未来几年行业无新增产能投放, 行业供需格局有望改善。假设公司平均售价(不含税)分别为 8126、10078、10997 元/吨; 毛利率分别为-6.45%、6.23%、5.88%。

2. **纯碱:** 考虑到未来纯碱几乎无新增产能, 且下游需求有望支撑纯碱价格高位运行。假设 2020-2022 年公司平均售价(不含税)分别为 1338、1603、1603 元/吨; 毛利率分别为 27.53%、37.62%、37.62%。

3. **PVC:** 考虑到 PVC 粉料价格逐渐修复, 假设 2020-2022 年公司 PVC 粉料平均售价(不含税)分别为 5697、6039、6039 元/吨; PVC 糊树脂平均售价(不含税)分别为 13705、9593、7195 元/吨; PVC 业务毛利率分别为 27.48%、24.29%、20.42%。

4. **烧碱:** 考虑到烧碱价格处在历史底部, 且未来供需格局有望改善, 假设 2020-2022 年公司平均售价(不含税)分别为 1601、2315、2731 元/吨; 毛利率分别为 39.84%、58.40%、64.74%。

5. **有机硅系列:** 考虑到行业供需格局仍将宽松, 假设 2020-2022 年公司 DMC 平均售价(不含税)分别为 13860、14500、14500 元/吨; DMC 与室温胶、高温胶之间的价差维持不变。

### 我们与市场不同的观点:

目前公司 PB 为 1.28 倍, 低于行业平均水平, 且处于公司历史较低水平, 作为粘胶短纤及纯碱行业龙头, 公司目前股价处于被低估状态。随着涨价品种价格继续维持高位甚至进一步上涨及潜在涨价品种后续价格回升, 公司具备较大的业绩弹性。

### 估值与投资建议:

我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 171.07、200.98、211.13 亿元; 归母净利润分别为 1.91、13.12、13.35 亿元; EPS 分别为 0.09、0.64、0.65 元; PE 分别为 71.06、10.37、10.19 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂:

纯碱、PVC(含糊树脂)受下游需求强力支撑, 价格进一步上涨;

粘胶短纤、烧碱等价格受供需改善影响底部回升。

### 主要风险因素:

原材料价格大幅上涨风险, 主营产品价格下降风险, 汇率大幅波动风险, 纺织服装、房地产、玻璃等下游需求不急预期风险等。

## 目录

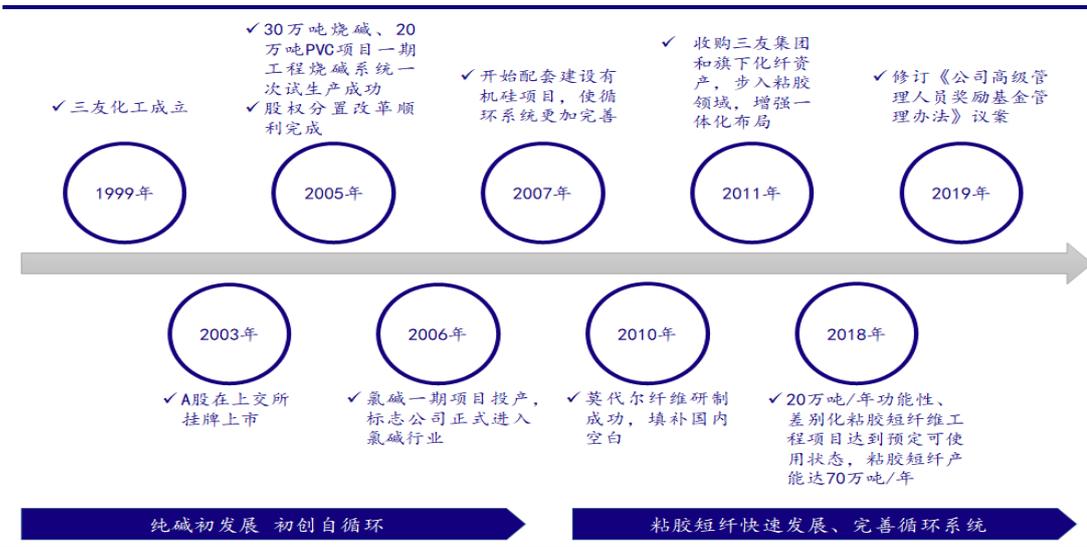
|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>一、公司粘胶、纯碱双龙头，打造赛道优质企业</b>  | <b>1</b>  |
| (一) 公司产品结构丰富，规模优势奠定发展基石       | 1         |
| (二) 两碱贡献 60%以上盈利，粘胶短纤增收不增利    | 2         |
| (三) 加大研发投入，加快技术创新步伐           | 3         |
| (四) 首创“两碱一化”循环经济，凸显行业竞争优势     | 3         |
| <b>二、粘胶短纤处在周期底部，价格拐点有望显现</b>  | <b>4</b>  |
| (一) 行业供给趋于稳定，需求有望逐步回暖         | 4         |
| (二) 粘短价格处在周期底部，存在价格/价差上涨预期    | 6         |
| (三) 公司是国内粘短龙头，规模效益显著          | 7         |
| <b>三、纯碱价格底部大幅回升，行业龙头效益显著</b>  | <b>8</b>  |
| (一) 未来两年纯碱基本无新增产能，需求将成为行业主导   | 8         |
| (二) 下游玻璃需求回暖，带动纯碱价格底部回升       | 9         |
| (三) 公司是国内纯碱龙头，规模效益十分显著        | 10        |
| <b>四、PVC 价格底部回升，糊树脂成行业亮点</b>  | <b>11</b> |
| (一) 地产拉动 PVC 需求上涨，价格有望高位运行    | 11        |
| (二) 下游手套需求激增，糊树脂价格大幅上涨        | 13        |
| (三) 烧碱新增产能有限，价格有望底部回升         | 14        |
| (四) 公司烧碱自用为主，PVC 价涨将大幅拉动公司业绩  | 15        |
| <b>五、有机硅供需格局仍将宽松，公司经营稳健为主</b> | <b>17</b> |
| (一) DMC 供给将大幅增加，行业难言景气回升      | 17        |
| (二) 行业供需格局宽松背景下，公司整体经营将稳健为主   | 18        |
| <b>六、公司估值及投资建议</b>            | <b>19</b> |
| (一) 主营产品业绩弹性测算                | 19        |
| (二) 盈利预测                      | 19        |
| (三) 公司估值与投资建议                 | 20        |
| <b>七、风险提示</b>                 | <b>21</b> |
| <b>插图目录</b>                   | <b>23</b> |
| <b>表格目录</b>                   | <b>24</b> |

## 一、公司粘胶、纯碱双龙头，打造赛道优质企业

### (一) 公司产品结构丰富，规模优势奠定发展基石

公司成立于1999年12月，于2003年6月在上交所上市。公司秉承“产品链接、工艺衔接、资源集约、产业集群”的循环经济发展理念，经过多年产业布局，现已由成立之初单一纯碱业务发展成为具有“两碱一化”（纯碱、氯碱、化纤）特色循环经济模式的多元化业务，实现了从无机化工向有机化工、从基础化工向精细化工的转型升级。

图 1：公司发展历程回顾



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司现有粘胶短纤 78 万吨/年、纯碱 340 万吨/年、烧碱 53 万吨/年（自用+外销）、PVC 50.5 万吨/年（含糊树脂 7 万吨/年）和有机硅单体 20 万吨/年。其中，纯碱产能位居国内首位、粘胶短纤产能位居国内第二、有机硅处在行业中间位置。

表 1：公司主要产品情况

| 产品     | 主要上游原材料 | 产能                                   | 主要下游应用领域                                       | 价格主要影响因素                             |
|--------|---------|--------------------------------------|--|--------------------------------------|
| 纯碱     | 原盐、石灰石  | 340 万吨<br>(本部 230、青海 110)            | 平板玻璃、日用玻璃、化学品、氧化铝、洗涤剂等行业                       | 原料价格、产品供求关系、成本支撑以及环保政策等对供求关系形成的影响等因素 |
| 粘胶短纤   | 浆粕、烧碱   | 78 万吨                                | 医疗卫材、纺织、服饰、装饰等行业                               | 原料价格、产品供求关系以及环保政策等对供求关系形成的影响等因素      |
| PVC、烧碱 | 电石、原盐   | 烧碱：53 万吨<br>PVC：50.5 万吨（含糊树脂 7 万吨/年） | 烧碱的下游行业主要为化工、轻工和纺织行业；PVC 的下游行业主要为型材、管材、人造革、农膜等 | 原料价格、产品供求关系以及环保政策等对供求关系形成的影响等因素      |
| 有机硅单体  | 硅块、甲醇   | 20 万吨                                | 有机硅下游产品硅橡胶主要用于房地产、汽车、电力、医疗设备等行业；硅油，主要用于印染、日化行业 | 原料价格、产品供求关系、成本支撑以及环保政策等对供求关系形成的影响等因素 |

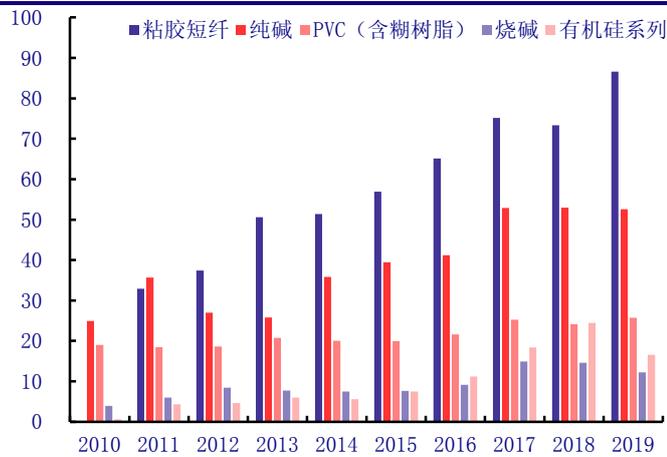
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

## (二) 两碱贡献 60%以上盈利，粘胶短纤增收不增利

从主营产品来看，粘胶短纤和纯碱贡献了主要收入。2012 年以来，两个产品营业收入一直占到公司收入的 60%以上。粘胶短纤为公司主要经营业务，因此近年来粘胶短纤价格波动对公司营业收入影响较大。

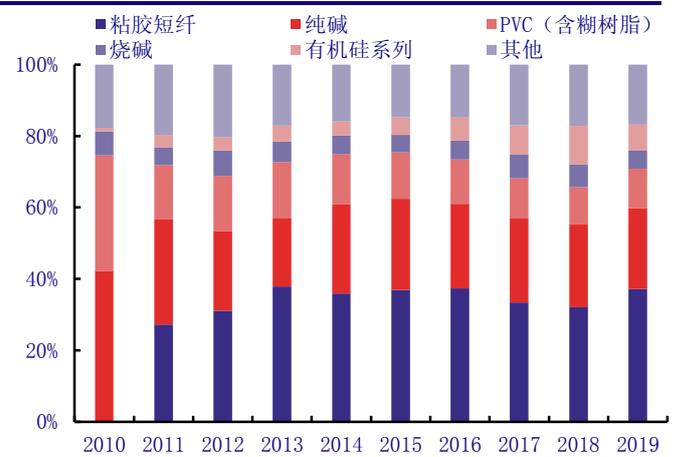
2019 年两碱毛利占到公司毛利的 60%以上。由于粘胶短纤价格持续下降，导致 2019 年毛利占比仅为 8.37%，且近几年占比逐年降低。20H2 预计糊树脂价格整体高位，将成为下半年毛利贡献的主要来源。

图 2：公司主营业务收入规模（亿元）



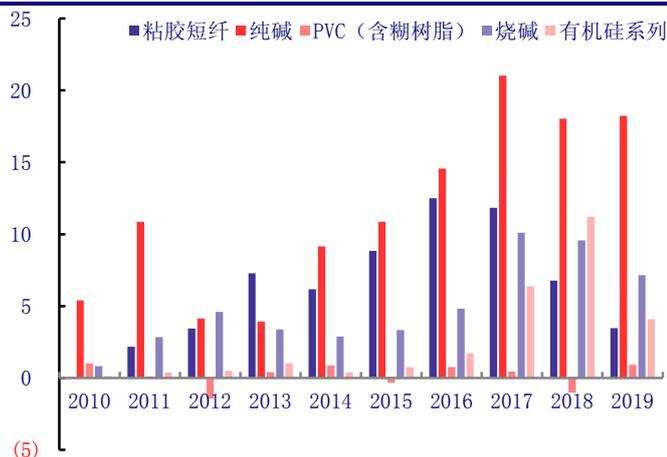
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 3：公司各业务收入占比（不含内部抵消）



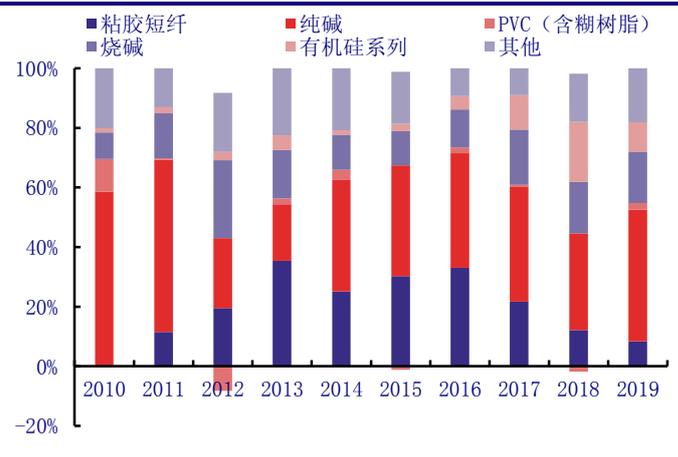
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 4：公司主营业务毛利规模（亿元）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

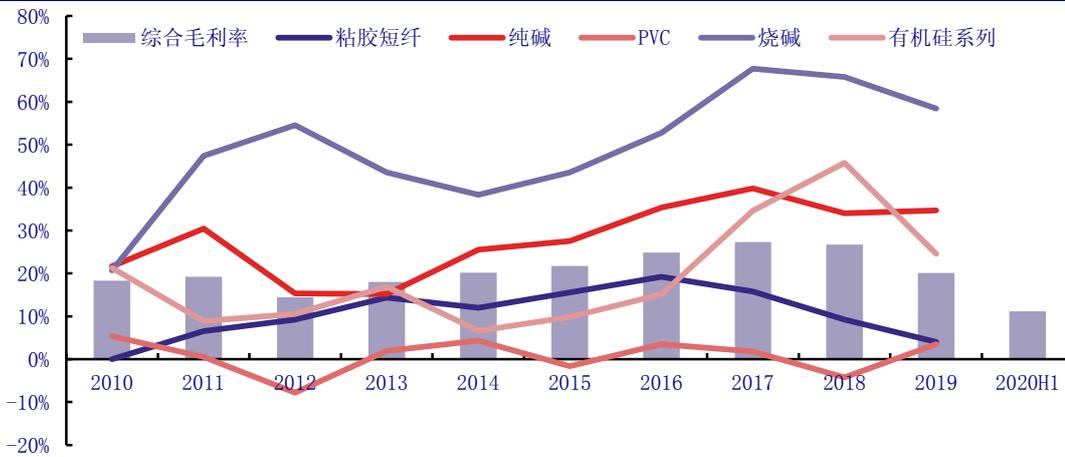
图 5：公司各业务毛利占比（不含内部抵消）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

2019 年粘胶短纤/纯碱/PVC/烧碱/有机硅主营业务毛利率分别 3.99%/ 34.65%/ 3.51%/ 58.46%/26.44%，其中粘胶短纤毛利率随粘胶短纤价格下降而下降；纯碱业务自 2016 年起毛利率维持在 34-40%之间；PVC 业务毛利率常年维持在较低水平，但随着下半年 PVC 糊树脂价格大幅上涨，预计将显著提高 PVC 业务 2020 年毛利率水平；烧碱、有机硅毛利率自 2016 年起在一定范围内随着产品价格而波动。

图 6: 公司各主营业务毛利率

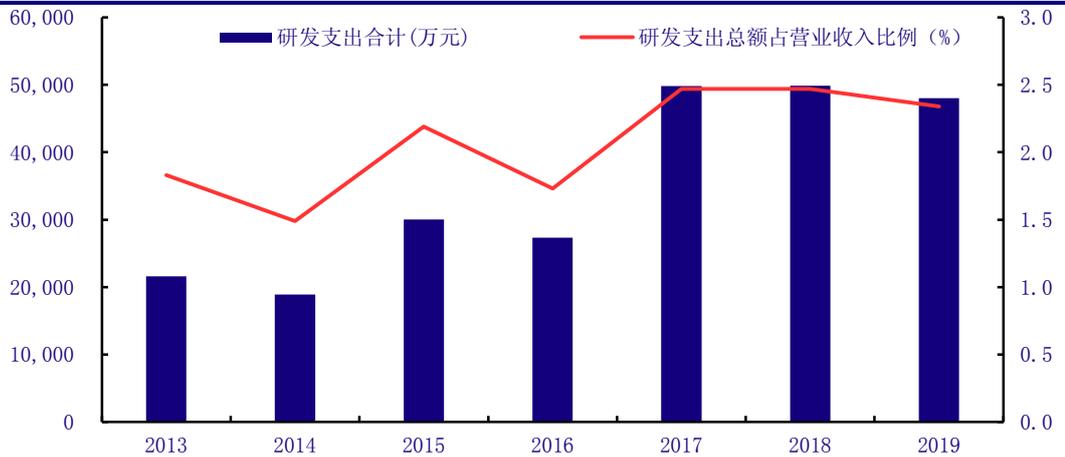


资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

### (三) 加大研发投入, 加快技术创新步伐

公司建立了以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的科技研发和自主创新体系, 掌握了主导产品生产中具有自主知识产权的关键核心工艺和技术, 先后参与了纯碱、化纤环保标准, 粘胶短纤维、工业碳酸钠、碳酸钠生产技术规范等 14 项国家标准、12 项行业标准的制定。截至 2019 年, 荣获省部级以上科技奖励 13 项, 获得发明专利 6 项、实用新型专利 59 项, 累计获得专利授权 383 项。

图 7: 2013 年以来公司研发投入总额与其占营收比例



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

### (四) 首创“两碱一化”循环经济, 凸显行业竞争优势

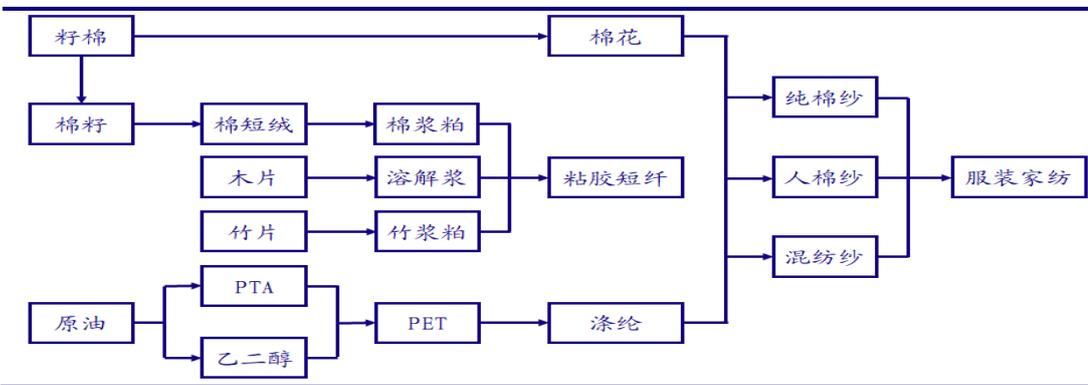
公司在国内首创“两碱一化”的循环经济发展模式, 即以资源的循环利用和高效利用为核心, 以“减量化、再利用、资源化”为原则, 形成了“纯碱、化纤、氯碱、有机硅”四大主业和“碱石、热电、原盐”三大辅业共生的协同发展格局。以氯碱为中枢, 纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联, 实现资源的循环利用和能量的梯级利用, 达到了增产、增效, 降成本、降能耗, 节水、节电、节汽的良好效果。

循环产业链的起点来自于其他企业海水淡化的“废料”——浓海水，是国内首创的浓海水直接用于纯碱生产的新工艺。氯碱生产产生的废电石渣浆，又成为纯碱生产的原料；液体烧碱通过管道直供粘胶纤维生产，而粘胶纤维的副产品——芒硝，又可用于纯碱生产。此外还有“粘胶纤维生产——废气回收二氧化硫——粘胶纤维生产”、“粘胶纤维生产——压榨液膜回用烧碱——粘胶纤维生产”、“粘胶纤维酸浴多级闪蒸嫁接一步提硝技术”等一系列“体内循环”模式。13家子公司结成了一张完整的生态网，使企业成功实现了由无机化工向有机化工，由基础化工向精细化工、精细纺织材料等大跨度延伸转轨，减少部分原料的采购，大大降低了生产成本。

## 二、粘胶短纤处在周期底部，价格拐点有望显现

粘胶纤维（Viscose Fibre），简称粘纤，又名黏胶丝，是人造纤维的主要品种，是我国产量第二大的化纤品种。其主要原料是化学浆粕，包括棉浆粕和木浆粕两种，通过化学反应将天然纤维素分离出来再生而成。

图 8：粘胶短纤产业链

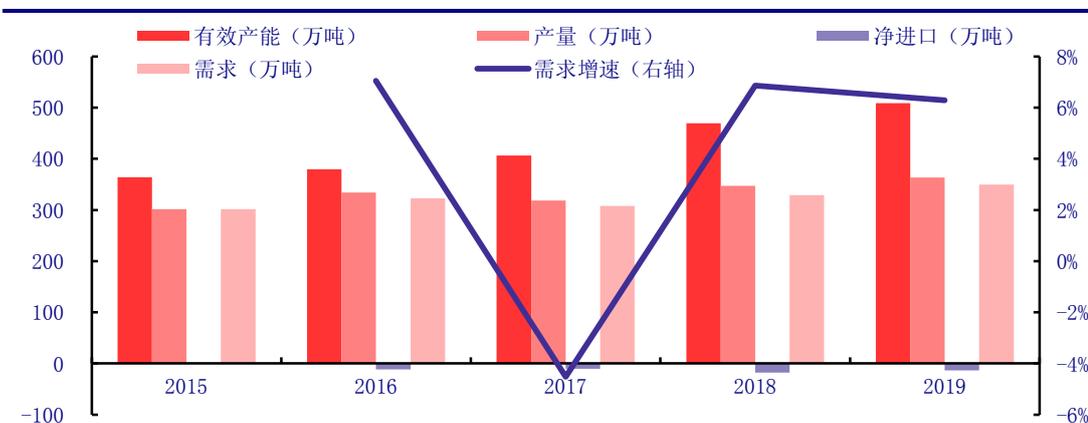


资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

### （一）行业供给趋于稳定，需求有望逐步回暖

前几年规划明确的扩产项目至 2019 年底已基本投入运营（或建成但停工），未来基本无新增产能。2019 年我国粘胶短纤有效产能 509 万吨，表观需求量为 350 万吨，2016-2019 年需求年均复合增长率 2.74%。目前行业基本处于亏损状态，企业的投资热情被极大打压，2020 年及以后两年基本没有重大项目投产。

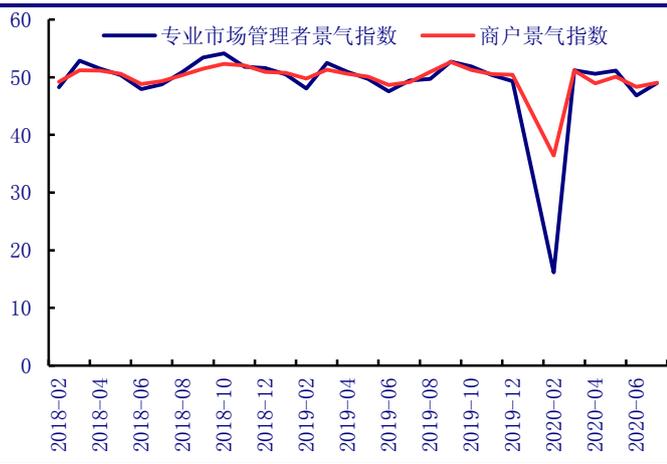
图 9：2015-2019 年我国粘胶短纤供需情况（万吨/年）



资料来源：Bainfo，中国银河证券研究院

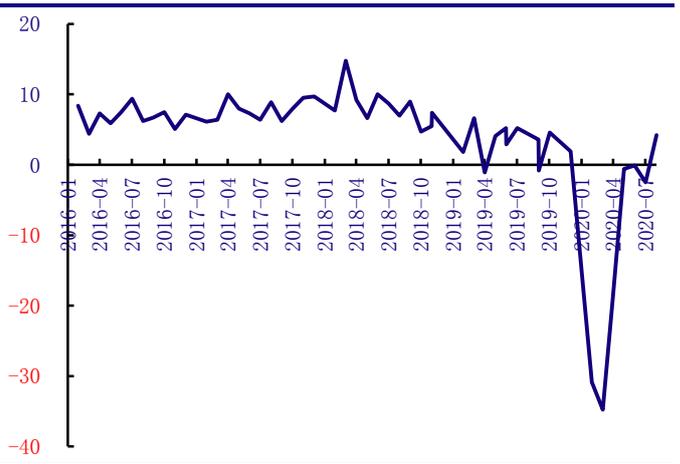
10-12月为粘胶短纤传统旺季，需求有望逐步回暖。2020年H1，受暖冬+春节提前+疫情影响，纺织服装行业景气度持续下行。7、8月虽然仍是服装消费市场的标准淡季，但是与6月相比，市场行情实现了一定提升，各项重要指数也呈现出整体回暖的趋势。服装鞋帽针织品类限额以上企业消费品零售总额同样逐步回暖，服装消费数据首次回正。我们预计20Q3、Q4伴随着传统秋冬销售旺季服装消费将缓慢恢复，粘胶短纤需求有望回升；伴随国内疫情平稳及新冠疫苗的推出，预计2021年国内外服装需求将高于2020年。

图 10: 纺织服装行业市场专业景气指数



资料来源: 中国纺织工业联合会流通分会, 中国银河证券研究院

图 11: 服装鞋帽针织品类限额以上零售额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

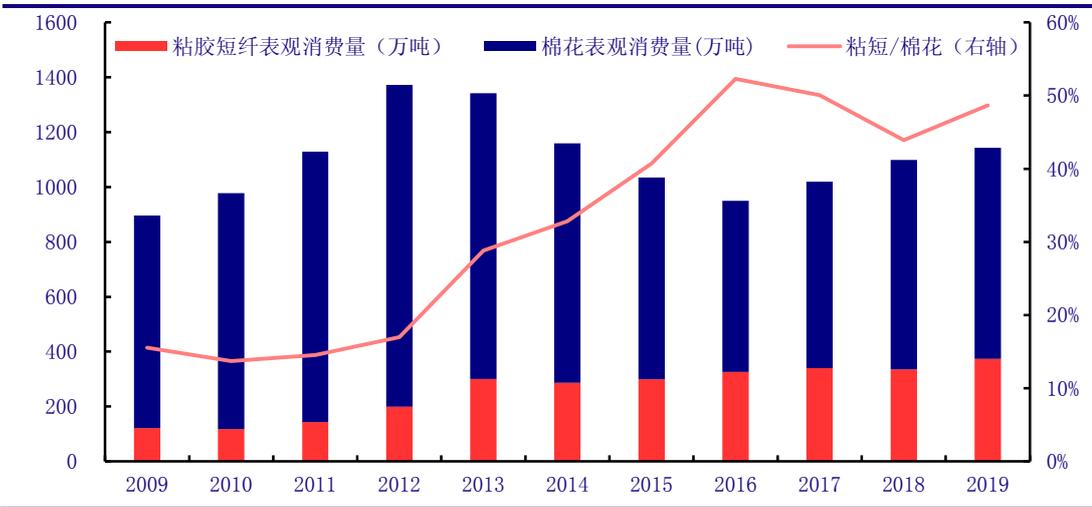
棉花替代将进一步带动粘短需求提升。纺织市场的主要原材料以粘胶短纤、棉纤维、涤纶纤维为主。2013年以来粘胶短纤在纺织原料中所占比例大幅增加，粘胶短纤对棉花替代性逐渐增强。棉花价格自20Q2以来呈上升趋势，上半年最低价11091元/吨，目前基本稳定在12500元/吨左右。而粘胶短纤价格持续下滑，使得粘胶短纤与棉花的价差逐渐扩大，由-1851元/吨扩大至-4396元/吨，价差扩大使得粘短替代性更高，未来有望提升市场占比，增加粘胶短纤的市场需求。

表 2: 粘胶短纤、棉花、涤纶短纤区别

|      | 粘胶短纤                                  | 棉花                               | 涤纶短纤                     |
|------|---------------------------------------|----------------------------------|--------------------------|
| 性质   | 人造天然纤维                                | 天然纤维                             | 化学合成纤维                   |
| 吸湿性  | 非常好 (12%-14%) 含湿率最符合人体皮肤的生理要求, 光滑凉爽   | 较好 (4%-8.5%)                     | 差 (0.4%-0.5%)            |
| 透气性  | 非常好                                   | 非常好                              | 较差                       |
| 悬垂性  | 好 (比重大 1.5-1.52)                      | 较差 (易变形起皱)                       | 好 (耐皱性好、弹性好、尺寸稳定性好)      |
| 染色难度 | 非常好, 可使用直接、还原、碱性、色酚、媒染、硫化、反应性及颜料等染料染色 | 较好, 可使用直接、还原、碱性、硫化、活性、偶氮、媒染等染料染色 | 一般, 可使用分散、色酚、还原、可溶性等染料染色 |
| 舒适性  | 与棉花非常接近, 亲肤性好, 抗静电                    | 非常好                              | 一般                       |
| 强度   | 较强                                    | 一般                               | 非常强, 是棉花的两倍              |

资料来源: CNKI, 中国银河证券研究院

图 12: 粘胶短纤与棉花表观消费量对比



资料来源: USDA、Bainfo, 中国银河证券研究院

长期来看, 粘胶短纤行业集中度将进一步提升。2017年9月1日实施的《粘胶纤维行业规范条件(2017版)》指出, 国家严格控制新建粘胶短纤项目, 鼓励和支持现有粘胶纤维企业通过技术改造淘汰落后产能, 优势企业并购重组, 提升产业集中度和整体竞争能力。随着“供给侧”改革不断推进, 国内粘胶短纤市场将加速向少数技术装备先进、具有成本优势的大型粘胶短纤企业集中, 产能 20 万吨/年以下规模企业或因产品低端、成本、环保等原因被淘汰、兼并重组。

表 3: 粘胶纤维行业主要政策

| 时间   | 名称                | 主要内容   |
|------|-------------------|--|
| 2017 | 粘胶纤维行业规范条件(2017版) | 1. 严格控制新建粘胶短纤项目, 新建项目必须具备通过自主开发替代传统棉浆、木浆等新型原料, 并实现浆粕、纤维一体化, 或拥有与新建生产能力相配套的原料基地等条件。<br>2. 改扩建粘胶纤维项目总生产能力要达到: 粘胶短纤年产 80000 吨及以上, 产品差别化率高于 30%。 |
| 2019 | 产业结构指导目录          | 淘汰类: 4 万吨/年及以下粘胶常规短纤维生产线   |

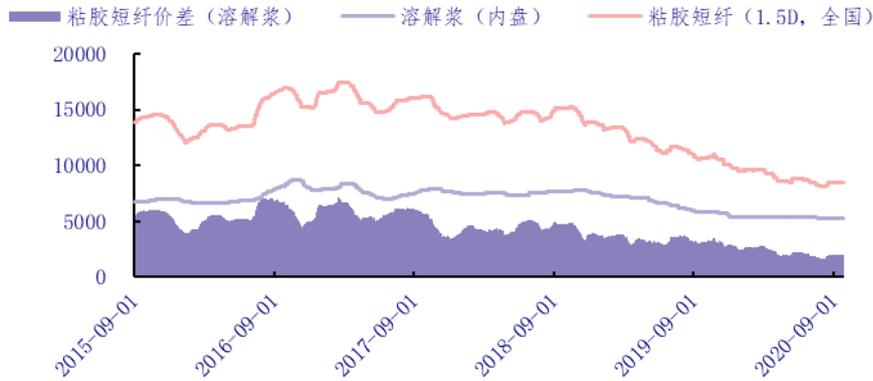
资料来源: 百度百科, 中国银河证券研究院

## (二) 粘短价格处在周期底部, 存在价格/价差上涨预期

2020 年以来, 粘胶短纤价格不断下移, 行业整体亏损明显。从历年市场走势分析看, 经历 2014-2017 年上涨周期后, 2018-2019 年随着新产能和产量的集中投放, 供给大幅增加使得价格逐渐走低。2020 年 H1 由于需求收缩, 供需矛盾明显, 粘短价格进一步下探至历史谷底。我们预计, 粘胶短纤价格基本见底, 随着未来供需改善, 价格有望底部回升。

预计随着粘胶短纤价格上涨, 价差有扩大趋势。成本端, 2020H1 由于木浆粕供给市场较充裕, 同时下游纺织服装行业不景气导致木浆粕价格有所下降。随着国内外疫情的逐渐缓解, 纺织服装出口及国内消费降逐渐回暖, 预计木浆粕价格将恢复至疫情前水平。但由于粘胶短纤供需改善, 预计价差有所扩大。

图 13: 粘胶短纤价格/价差走势 (元/吨)

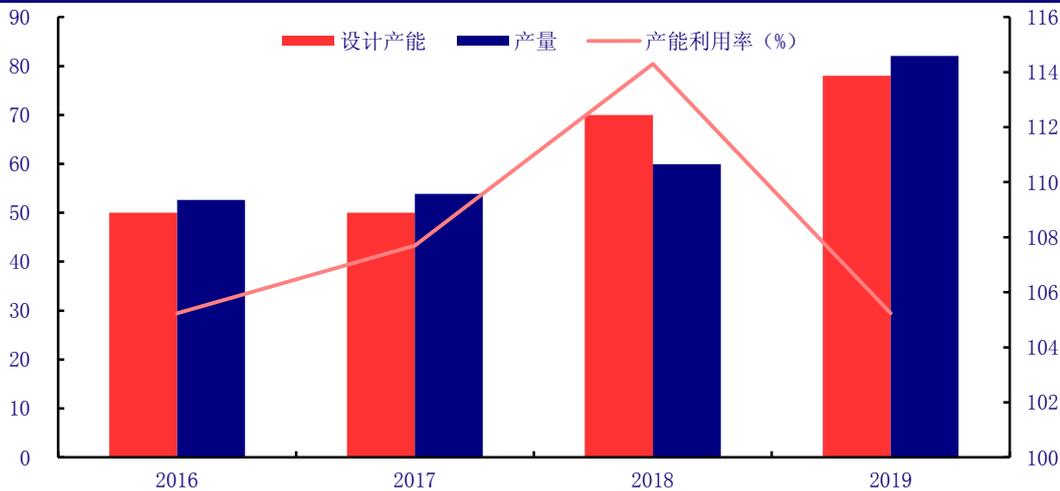


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 公司是国内粘短龙头, 规模效益显著

公司粘胶短纤产能 78 万吨/年, 市场占有率约 15%, 在行业中具有一定的话语权和影响力。公司粘胶短纤维始终坚持高端化、差别化发展路线, 差别化产品百余种, 能够满足不同客户的个性化需求; 粘胶短纤年出口量 15 万吨以上, 占全国出口总量的 40%左右。2016-2019 年一直维持满产状态, 开工率始终维持在 100%以上。2020H1, 受疫情影响, 下游需求大幅减少, 粘胶短纤销售量为 34.74 万吨, 同比减少 12.12%; 预计下半年销量将恢复至往年水平。

图 14: 公司粘胶短纤产能及开工情况 (万吨/年)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

**产品差别化率行业第一。**公司具有上百种产品, 拥有莫代尔纤维、竹代尔纤维、高白纤维、着色纤维、无机阻燃纤维等一系列高技术含量、高附加值的产品, 其中无机阻燃纤维占国际市场的 70%, 是国内唯一拥有三代纤维产品的公司。

**公司粘短规模大, 业绩弹性高。**公司粘短产能 78 万吨/年, 价格每上涨 1000 元, 将增厚净利润 5.18 亿元, 年化 EPS 增厚 0.25 元。

### 三、纯碱价格底部大幅回升，行业龙头效益显著

#### (一) 未来两年纯碱基本无新增产能，需求将成为行业主导

纯碱的生产方法分为天然碱法、氨碱法和联碱法。据 Baiinfo 统计，目前我国拥有有效产能的氨碱企业 12 家，主要分布在东部沿海和西北地区；联碱企业 23 家，主要分布在中东部和西南部地区；天然碱企业受碱矿资源的限制，仅分布在河南和内蒙古两个地区。

表 4: 我国主要纯碱企业 (100 万吨/年以上)

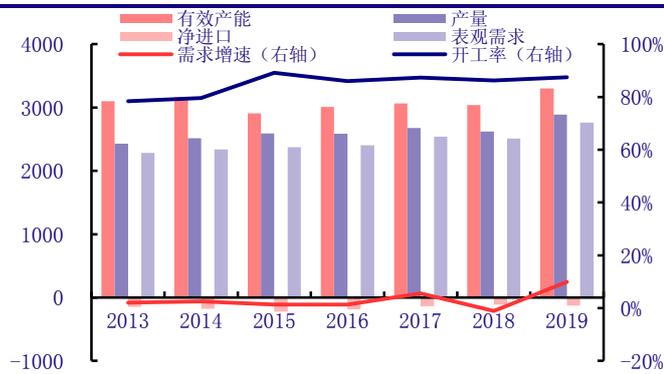
| 序号 | 公司名称  | 工艺名称 | 产能 (万吨/年) |
|----|-------|------|-----------|
| 1  | 河南金山  | 联碱法  | 300       |
| 2  | 山东海化  | 氨碱法  | 300       |
| 3  | 三友化工  | 氨碱法  | 230       |
| 4  | 青海昆仑  | 氨碱法  | 150       |
| 5  | 山东海天  | 氨碱法  | 150       |
| 6  | 中源化学  | 天然碱  | 140       |
| 7  | 青海发投  | 氨碱法  | 140       |
| 8  | 连云港碱业 | 氨碱法  | 130       |
| 9  | 四川和邦  | 联碱法  | 120       |
| 10 | 青海盐湖  | 氨碱法  | 120       |
| 11 | 湖北双环  | 联碱法  | 110       |
| 12 | 实联化工  | 联碱法  | 110       |
| 13 | 青海五彩  | 氨碱法  | 110       |

资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

未来两年，我国几乎无纯碱新增产能，故影响行业的关键在于需求。2019 年我国纯碱有效产能净增加 261 万吨/年，达到 3300 万吨/年；产量增加 267 万吨，但实际需求仅增加约 169 万吨，市场表现供过于求。2016-2019 年我国纯碱需求年均复合增长 7.8%。目前我国纯碱产能为 3307 万吨/年，较 2019 年变化不大；预计 2020-2022 年行业新增产能约为 50 万吨/年，对供给端影响不大，影响行业的关键将更多集中在需求端。

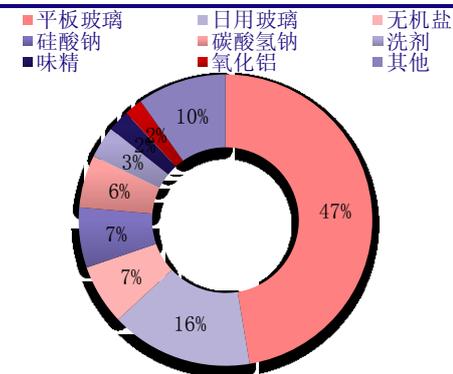
我国纯碱下游主要用于玻璃、无机盐、洗涤剂等领域，其中约 47%用于生产平板玻璃、16%用于日用玻璃。房地产占据平板玻璃需求的 75%左右，其次是汽车工业约占 10%，还有一部分用于出口。因此，下游房地产、汽车工业的发展将会通过玻璃传导至纯碱行业。

图 15: 2013-2019 年我国纯碱供需情况 (万吨/年)



资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中国银河证券研究院

图 16: 2019 年我国纯碱消费结构



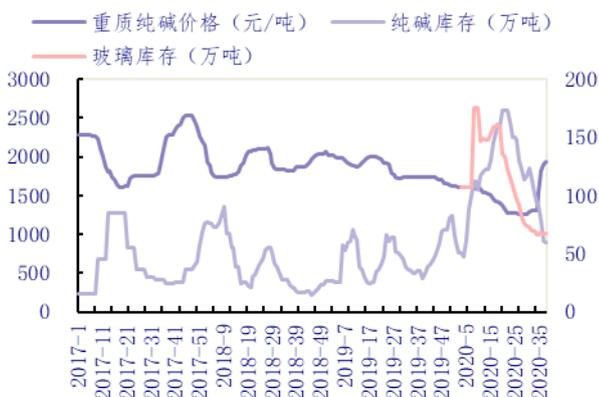
资料来源: 中国石化市场预警报告 (2020), 中国银河证券研究院

## (二) 下游玻璃需求回暖, 带动纯碱价格底部回升

从历史周期性来看, 纯碱价格经历两次大涨, 均是由供给侧驱动。从历史来看, 2014 年以来纯碱经历两次价格大涨, 一是从 2016 年 6 月低点至 2017 年 1 月高点, 历经近 7 个月时间; 二是从 2017 年 5 月至 2017 年 12 月高点, 同样是近 7 个月时间。两次价格大幅上涨的驱动力均在于供给有效收缩造成供需紧平衡: 2016 年 7 月开始的第一轮环保督察, 以及 2017 年 8 月开始的第四轮环保督察。在周期低点, 纯碱企业达到成本线, 面临亏损, 企业涨价意愿强烈, 逐步开始检修限产, 整体供给缩减, 价格开始反弹进入上行周期; 价格处在高位时, 纯碱企业扩能或者提升开工率, 供过于求, 价格便再次进入下行周期。

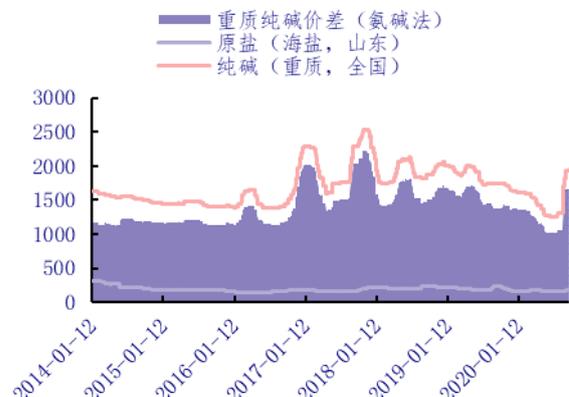
下游玻璃需求回暖, 带动纯碱价格自底部大幅回升, 主要由需求侧驱动。2020 年一季度, 受疫情影响房地产基本处于停滞状态、汽车行业产销也大幅下滑, 纯碱行业遭遇寒冬, 库存创历史新高, 达到 170 多万吨, 价格逐渐下探; 二季度随着复工复产, 房地产、汽车行业开始复苏, 但由于纯碱高库存导致其价格跌至历史低谷。进入下半年, 随着平板玻璃需求上涨 (库存下降), 以及光伏玻璃线持续增线, 纯碱库存自 5 月份高点下降至当前的 35% 左右, 纯碱价格大幅反弹。截至 9 月 25 日, 全国重质纯碱价格涨至 1950 元/吨, 已超过 2019 年均价 1827 元/吨, 较 2020 年 6 月底的低点 (1257 元/吨) 上涨了 693 元/吨。

图 17: 我国纯碱价格及库存走势



资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

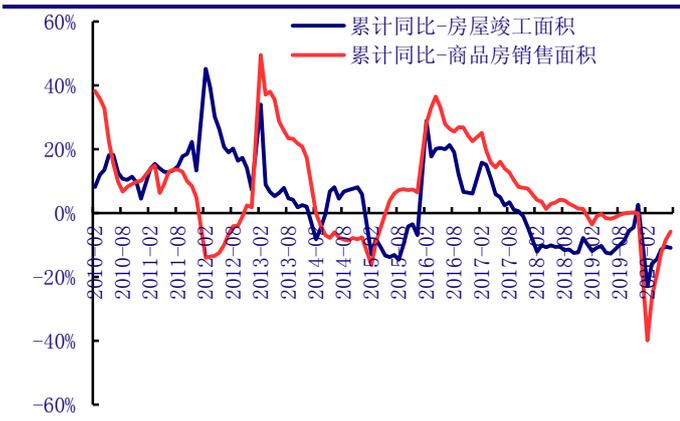
图 18: 我国重质纯碱价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

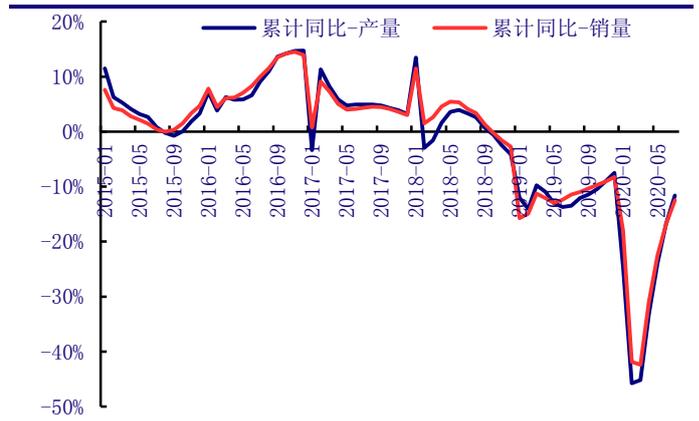
虽然玻璃行业除置换老旧产能外不能新投、新建新产能，产量最大也是恢复到往年水平，后期对重质纯碱需求增量有限。但由于未来1-2年房地产行业预期仍然处在竣工回暖周期，汽车行业也有望持续回暖，对纯碱的需求将维持在高位水平，纯碱价格有望高位运行较长时间甚至需求推动下不排除进一步上涨。

图 19: 我国房地产销售和竣工面积累计同比变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 20: 我国汽车产销量累计同比变化



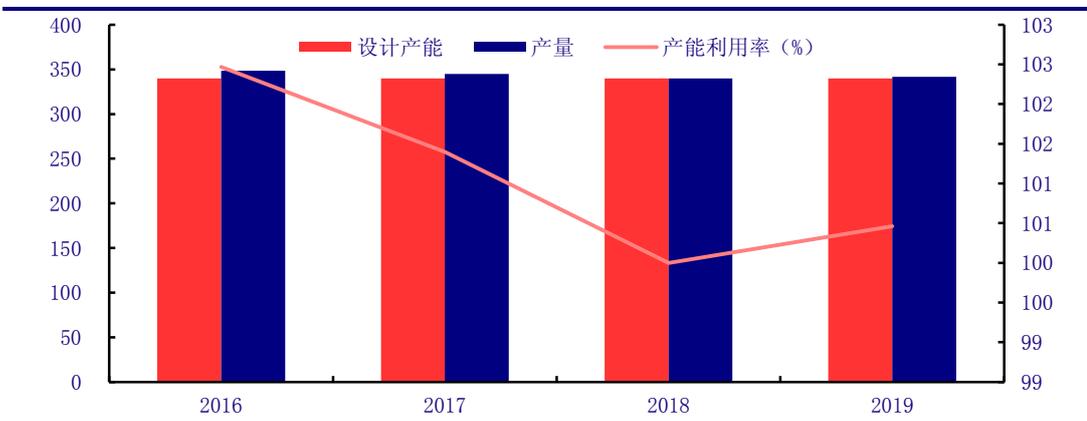
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

未来集中度有望进一步提高，龙头企业将充分受益。我国纯碱企业集中度较低，两级分化严重，在37家有效产能企业中，最大产能达到300万吨/年、最小产能仅在16万吨/年；产能在100万吨/年以上的企业只有13家。未来随着供给侧改革和环保治理常态化，不符合节能减排和环保要求的中小纯碱企业将逐渐被淘汰，而具备规模、技术优势以及资源优势的大型纯碱企业充分受益于行业集中度的提升。

### (三) 公司是国内纯碱龙头，规模效益十分显著

公司纯碱产能国内第一，且保持高于行业水平的开工率。公司采用氨碱法生产纯碱，产能340万吨/年（本部230、青海110），占到全国总产能的10.3%。公司始终保持高开工率，高于同行业水平，可以最大限度降低单吨成本。2016-2019年一直维持满产状态，产量维持在340万吨/年左右。公司纯碱产品分为轻质碱和重质碱两种，其中重质碱占比70%左右。2020H1，受疫情影响，下游需求减少，纯碱销售量为161.76万吨，同比减少5.54%；预计下半年销量恢复至往年水平。

图 21: 公司纯碱产能及开工情况 (万吨/年)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

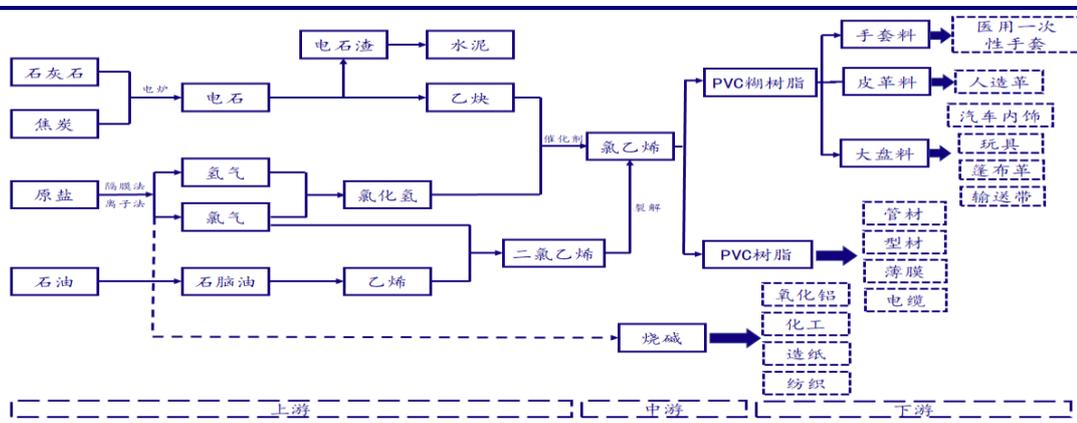
**公司多项指标领先。**公司纯碱低盐化率、重质化率、散装化率行业第一，产品质量处于行业领先水平，“三友”牌纯碱为中国驰名商标；公司纯碱吨碱氨耗达到业内领先水平。此外，公司依托“两碱一化”循环经济模式及浓海水综合利用等优势，氯碱产生的废电石渣浆用于纯碱生产，行业成本优势明显。

**公司纯碱规模大，业绩弹性高。**公司纯碱权益产能达到 285 万吨，纯碱价格每上涨 100 元，将增厚净利润 1.90 亿元，年化 EPS 增厚 0.09 元。

## 四、PVC 价格底部回升，糊树脂成行业亮点

聚氯乙烯树脂（PVC）和烧碱作为基础原材料，在国民经济中具有不可替代的作用。目前我国是世界最大的聚氯乙烯和烧碱消费国。

图 22：氯碱产业链

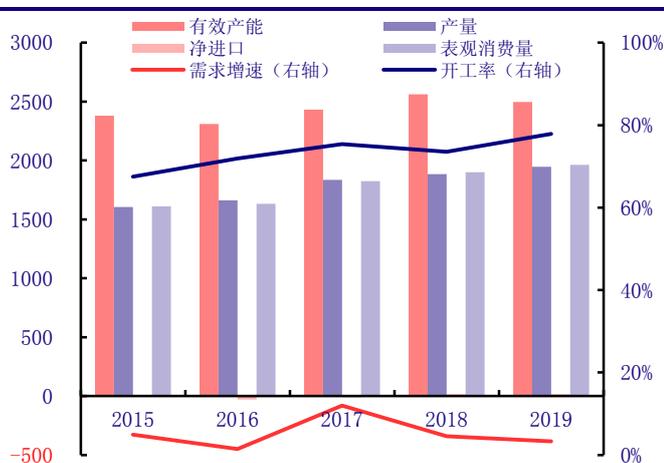


资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

### （一）地产拉动 PVC 需求上涨，价格有望高位运行

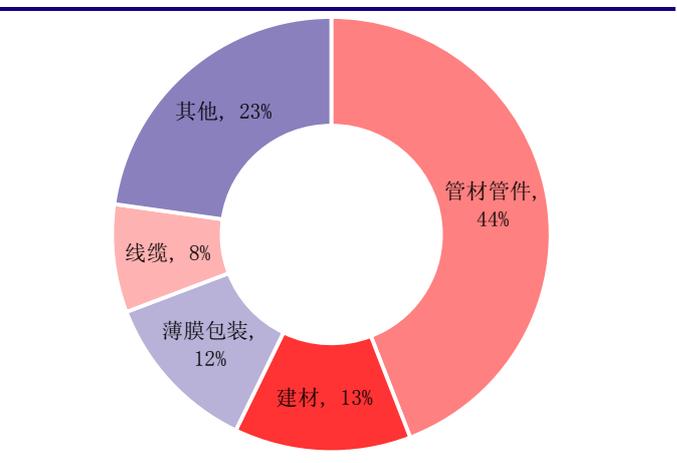
**未来 PVC 产能仍将持续增长。**2019 年我国 PVC 有效产能为 2500 万吨，产量 1946 万吨，开工率 78%，表观需求 1962 万吨；2016-2019 年需求年均复合增长 5.1%。预计 2020-2022 年，我国 PVC 新增产能 611 万吨/年，年均复合增长 7.6%。

图 23：2015-2019 年我国 PVC 供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 24：2019 年我国 PVC 消费结构



资料来源：中国氯碱网，中国银河证券研究院

表 5: 未来 PVC/烧碱企业投产产能情况 (10 万吨/年以上装置)

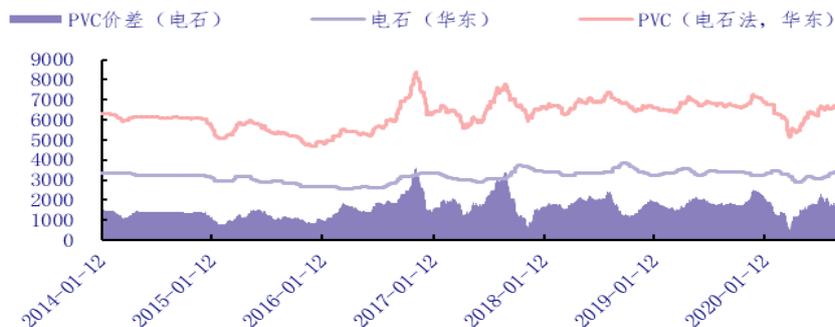
| 公司名称                | 投产/预计投产时间 | 新增 PVC 产能(万吨/年) | 新增烧碱产能(万吨/年) | 备注  |
|---------------------|-----------|-----------------|--------------|---|
| 中泰金晖                | 2020.6    | 50              | 40           |   |
| 鄂尔多斯氯碱              | 2020      | 40              | 30           |   |
| 安徽华塑                | 2020Q2    | 18              | 16           |   |
| 九二盐业                | 2020      |                 | 12           |   |
| 万华化学                | 2020Q3    | 40              |              |   |
| 青岛海湾                | 2020Q3    | 40              |              |   |
| 河北聚隆                | 2020      | 63              |              | 其中 23 吨 2020 年正式投产, 另 40 万吨计划 2020 年, 待官方宣布 |
| 河北盛华                | 2020Q2    | 20              |              | 停车装置 2020Q2 恢复, 新增装置推迟中                     |
| 乌海中联                | 2020      |                 | 40           |   |
| 德州实华                | 2020      | 20              |              |   |
| 甘肃新川                | 2020      | 20              |              |   |
| 新疆金晖兆丰              | 2020      | 50              |              |   |
| <b>2020 年新增产能合计</b> |           | <b>361</b>      | <b>138</b>   |   |
| 乌海中联                | 2021      | 50              | 40           | 计划 2020 年建设, 2021 年底试车, 待官方宣布               |
| 陕西金泰                | 2020-2021 | 60              |              | 计划 2025 年关停                                 |
| 浙江嘉化                | 2021      | 30              |              |   |
| <b>2021 年新增产能合计</b> |           | <b>140</b>      |              |   |
| 在平信发                | 2022      | 40              |              | 计划 2022 年一期新增 40 万吨, 待官方宣布, 总计划 80 万吨       |
| 内蒙古中谷               | 2021-2022 | 30              |              |   |
| 广西华谊                | 2022      | 40              |              |   |
| <b>2022 年新增产能合计</b> |           | <b>110</b>      |              |   |

资料来源: Bainfo, 中国银河证券研究院

房地产竣工周期将带动 PVC 需求上涨。PVC 的下游行业主要为型材、管材、农膜等, 房地产行业占据消费的绝大部分。随着房地产竣工回暖, PVC 下游需求将得到有效支撑。

PVC 价格企稳回升, 预计未来仍将维持相对高位。今年 1-4 月, 疫情影响下, 行业整体库存不断攀高, PVC 价格一度降至近年来的历史低点 5150 元/吨。随后在行业检修产能增多、需求逐步恢复等因素带动下, 价格重心不断走高, 目前已然接近 2018-2019 年均价水平。在需求提振下, 预计 PVC 价格有望高位运行较长一段时间甚至进一步小幅上涨。

图 25: PVC 价格/价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 下游手套需求激增，糊树脂价格大幅上涨

PVC 糊树脂属于 PVC 的一个产品分支，以其高分散性的粉料用于糊料加工而得名。PVC 糊树脂主要分为皮革料、手套料、大盘料等，可用于生产皮革、手套等。据 Baiinfo 统计，目前国内正常在产的 PVC 糊树脂企业产能为 110 万吨/年，其中约 9 家 PVC 糊树脂企业供应手套料，合计产能为 79.5 万吨/年。

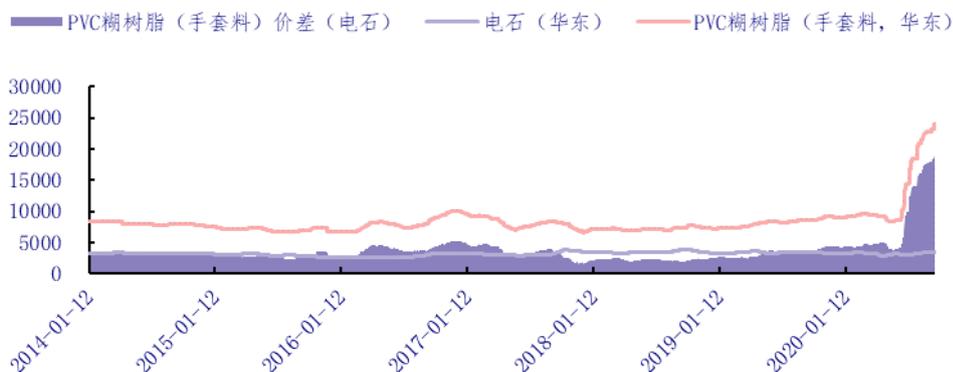
表 6: 我国 PVC 糊树脂企业 (万吨/年)

| 序号 | 公司名称             | 产能    |
|----|------------------|-------|
| 1  | 沈阳化工股份有限公司       | 20    |
| 2  | 安徽天辰化工股份有限公司     | 13    |
| 3  | 新疆天业(集团)有限公司     | 10    |
| 4  | 内蒙古君正天原化工有限责任公司  | 10    |
| 5  | 江苏康宁化学有限公司       | 10    |
| 6  | 唐山三友氯碱有限责任公司     | 8     |
| 7  | 内蒙古晨宏力化工集团有限责任公司 | 7.5   |
| 8  | 台塑工业(宁波)有限公司     | 7     |
| 9  | 新疆中泰化学股份有限公司     | 6     |
| 10 | 山东朗晖石油化学股份有限公司   | 6     |
| 11 | 济宁中银电化有限公司       | 4     |
| 12 | 宁夏英力特化工股份有限公司    | 4     |
| 13 | 中盐吉兰泰盐化集团有限公司    | 4     |
| 合计 |                  | 109.5 |

资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

今年 6 月份以来，在全球疫情影响下，手套需求持续上涨推动糊树脂价格不断创历史新高。目前糊树脂（手套料）价格在 22750 元/吨，较今年 8350 元/吨低点，大幅上涨 172%；厂家转产手套料，也带动皮革料价格上涨。考虑到目前下游部分手套厂家仍处于赶制订单中，且部分手套制品企业订单已经接到年底。预计 2020 年下半年糊树脂（手套料）价格依旧处在高位，未来随着新冠疫情的逐步有效控制，价格将有所回落。

图 26: 国内糊树脂（手套料）价格/价差走势 (元/吨)

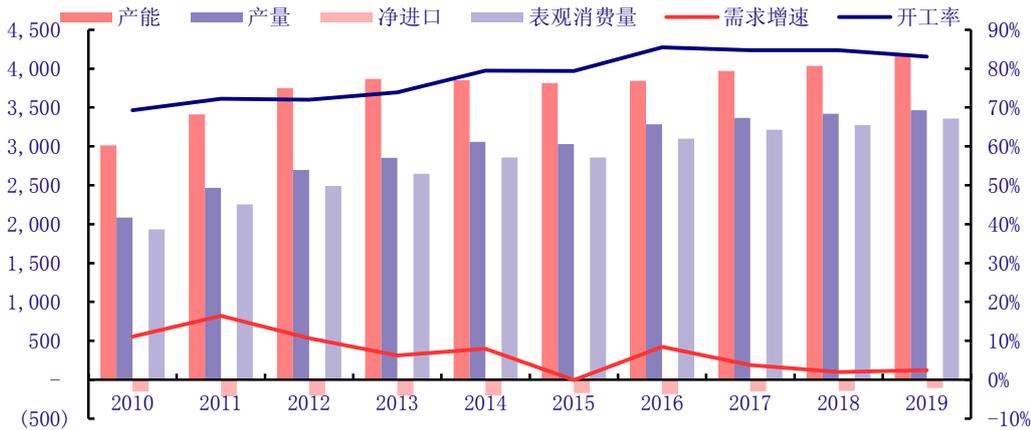


资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

### （三）烧碱新增产能有限，价格有望底部回升

未来烧碱新增产能有限。2019年我国烧碱有效产能为4168万吨，产量3464万吨，开工率83%，表观需求3357万吨；2016-2019年需求年均复合增长2.7%。预计2020-2022年，我国烧碱新增产能178万吨/年，年均复合增长1.4%。

图 27：我国烧碱供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯、Wind，中国银河证券研究院

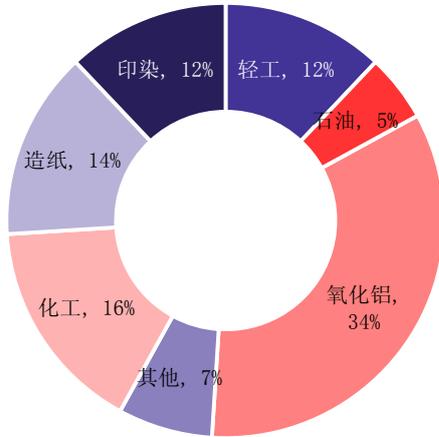
表 7：我国主要烧碱企业（70万吨/年以上）

| 序号 | 公司名称           | 产能（万吨/年） |
|----|----------------|----------|
| 1  | 新疆中泰化学股份有限公司   | 135      |
| 2  | 聊城信源集团有限公司     | 113      |
| 3  | 新疆天业(集团)有限公司   | 110      |
| 4  | 山东昊邦化学有限公司     | 105      |
| 5  | 陕西北元化工集团股份有限公司 | 90       |
| 6  | 东营华泰化工集团有限公司   | 75       |
| 7  | 上海氯碱化工股份有限公司   | 72       |

资料来源：Bainfo，中国银河证券研究院

下游带动烧碱需求上涨，供需格局有望改善。受疫情影响，2020H1烧碱下游氧化铝、粘胶、印染等行业需求持续萎缩，烧碱供过于求，市场持续走低。未来随着下游需求逐步修复，烧碱需求将有所改善。氧化铝是烧碱最大下游需求产品，占比高达34%，未来氧化铝产能投放也将带动烧碱需求上涨（每生产一吨氧化铝大约需要0.15-0.17吨烧碱）。超过90%的氧化铝用于制备电解铝，电解铝下游主要为建筑（30%）和交通运输（27%）。随着2020、2021年房地产竣工高峰期到来以及疫情缓解带动交通运输复苏，有望带动烧碱下游消费的稳定提升，从而提升烧碱需求。

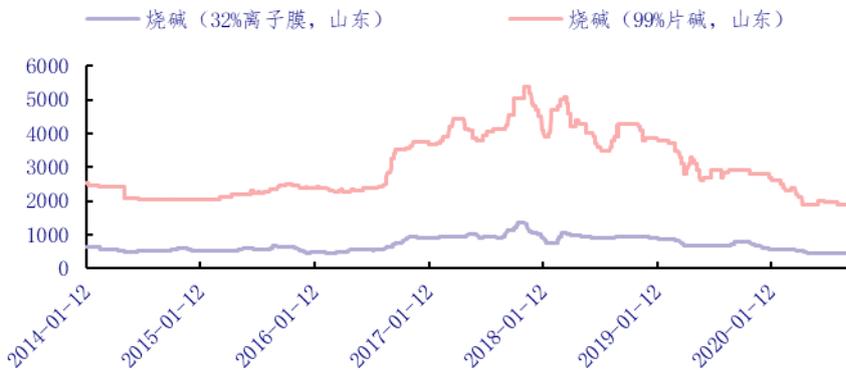
图 28: 2019 年我国烧碱消费结构



资料来源: Bainfo, 中国银河证券研究院

目前烧碱价格处在历史底部, 存在价格向上修复预期。受安全环保督察等因素影响, 烧碱价格在 2016-2017 年大幅上涨。随后步入下跌通道, 当前已下跌至 2012 年以来的历史低点。随着供需改善, 价格存在向上修复的预期。

图 29: 烧碱价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 8: 氧化铝拟在建产能统计 (万吨/年)

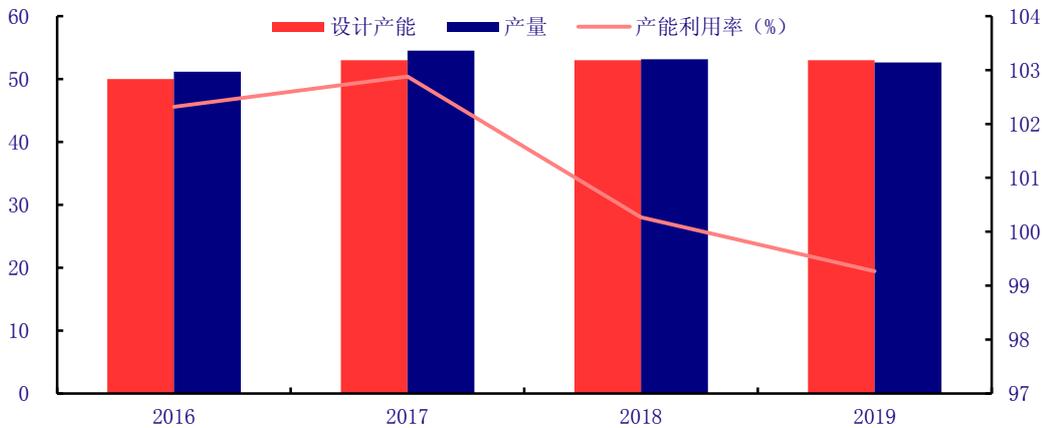
| 企业     | 规划产能 | 备注                          |
|--------|------|-----------------------------|
| 广西龙州新翔 | 100  | 2021.2                      |
| 国家电投务川 | 100  | 投产持续推迟, 预计 2020 年投产         |
| 广西华昇   | 200  | 预计 2020.9, 已投产 100, 待投产 100 |
| 广铝贵州   | 60   | 预计 2020 年投产                 |
| 合计     | 460  |                             |

资料来源: 《中国石化市场预警报告 (2020)》, 中国银河证券研究院

#### (四) 公司烧碱自用为主, PVC 价涨将大幅拉动公司业绩

公司烧碱产能 53 万吨/年, 生产的烧碱主要用于粘胶短纤的生产以及部分有机硅系列产品的生产, 目前公司烧碱自用率达到 85%以上, 剩余部分烧碱主要销售给公司周边烧碱消费厂家如日化、化工、冶金等行业企业。2020H1, 受疫情影响, 下游需求减少, 烧碱销售量为 23.45 万吨, 同比减少 14.10%, 预计下半年销量恢复至往年水平。

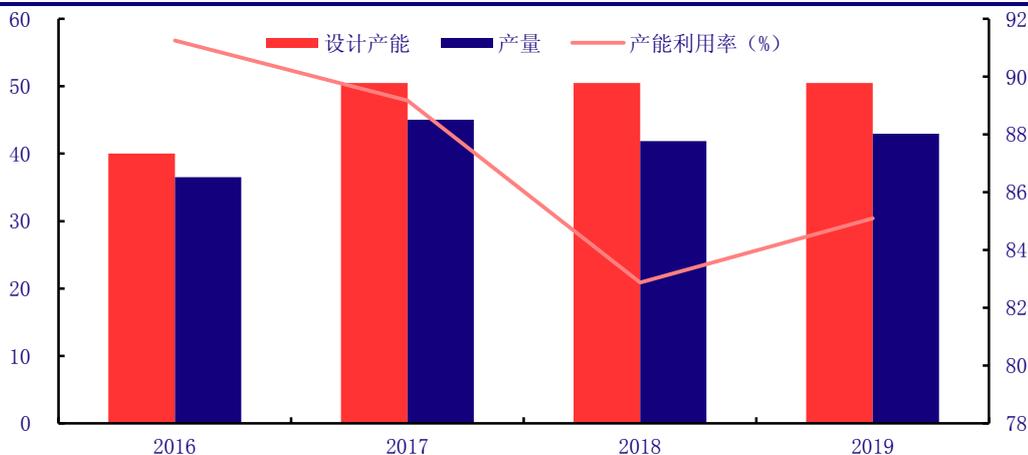
图 30: 公司烧碱产能及开工情况 (万吨/年)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

公司 PVC 产能 50.5 万吨/年, 其中专用树脂 (糊树脂) 产能 7 万吨/年。公司糊树脂主要产品型号有 SY-Z170、SY-Z140 等, SY-Z170 作为医用手套原料, 各型号之间可根据市场需求适时调整。2020H1, 受疫情影响, 下游需求减少, PVC 销售量为 19.85 万吨, 同比减少 8.82%, 预计下半年销量将恢复至往年正常水平。

图 31: 公司 PVC 产能及开工情况 (万吨/年)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

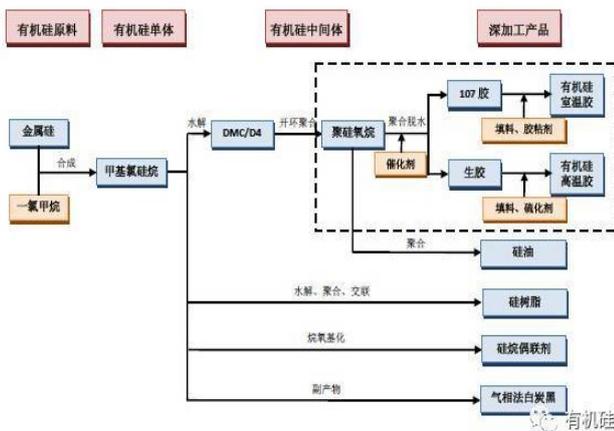
PVC 价格特别是糊树脂 (手套料) 大幅上涨将显著增加公司业绩弹性。PVC 价格每上涨 1000 元, 将增厚净利润 3.35 亿元, 年化 EPS 增厚 0.16; 烧碱价格每上涨 100 元, 将增厚净利润 3518 万元, 年化 EPS 增厚 0.017。

## 五、有机硅供需格局仍将宽松，公司经营稳健为主

### (一) DMC 供给将大幅增加，行业难言景气回升

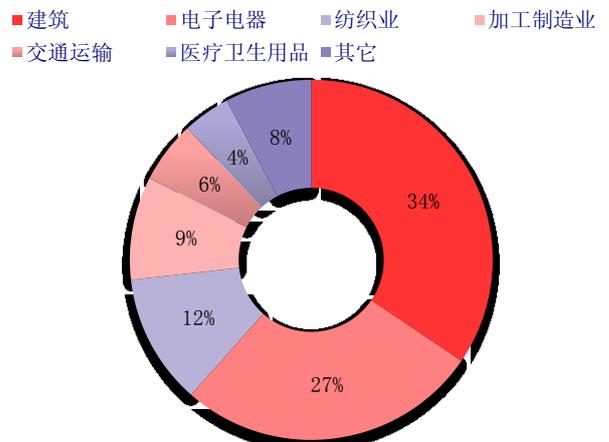
目前，我国 DMC 生产企业共有 13 家，合计产能 155 万吨/年，其中有效产能 148 万吨/年。2019 年我国 DMC 产量 115 万吨，表观需求 106 万吨，同比增长 1.9%；2016-2019 年我国 DMC 需求年均复合增长 8.3%。DMC 下游产品硅橡胶主要用于建筑、交通运输、医疗等行业；而硅油主要用于印染、日化等行业。

图 32：有机硅行业上下游产业链



资料来源：有机硅，中国银河证券研究院

图 33：2019 年我国 DMC 消费结构



资料来源：Baiinfo，中国银河证券研究院

表 9：我国主要 DMC 生产企业（万吨/年）

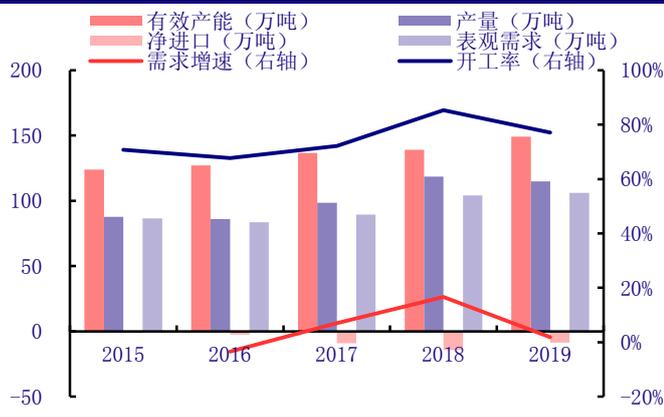
| 序号 | 公司名称       | 产能<br>(万吨/年) | 有效产能<br>(万吨/年) | 新增产能 (万吨/年) |        | 所属上市公司 |
|----|------------|--------------|----------------|-------------|--------|--------|
|    |            |              |                | 2020 年      | 2021 年 |        |
| 1  | 合盛硅业(四川)   | 9            | 9              |             |        | 合盛硅业   |
| 2  | 内蒙恒业成      | 12.5         | 10             |             |        |        |
| 3  | 江西蓝星星火     | 22.5         | 22.5           |             |        |        |
| 4  | 鲁西硅化工      | 4            | 3.25           |             |        | 鲁西化工   |
| 5  | 东岳有机硅      | 12.5         | 10             |             | 7.5    | 东岳硅材   |
| 6  | 金岭化学       | 7.5          | 6              |             |        |        |
| 7  | 三友硅业       | 10           | 10             |             |        | 三友化工   |
| 8  | 新安有机硅      | 17           | 17             | 7.5         |        | 新安股份   |
| 9  | 湖北兴瑞       | 16           | 16             | 6           |        |        |
| 10 | 陶氏有机硅(张家港) | 20           | 20             |             |        |        |
| 11 | 合盛硅业(浙江)   | 9            | 9              |             |        | 合盛硅业   |
| 12 | 中天东方       | 5            | 5              |             |        |        |
| 13 | 合盛硅业(鄞善)   | 10           | 10             |             |        |        |
| 合计 |            | 155          | 147.75         | 13.5        | 7.5    |        |

资料来源：Baiinfo，中国银河证券研究院

目前 DMC 价格处在历史底部区域。2009-2016 年，我国 DMC 产能持续增长，产品供过于求，DMC 价格持续走低并一度跌至历史谷底；期间生产企业亏损严重，落后产能持续出清。

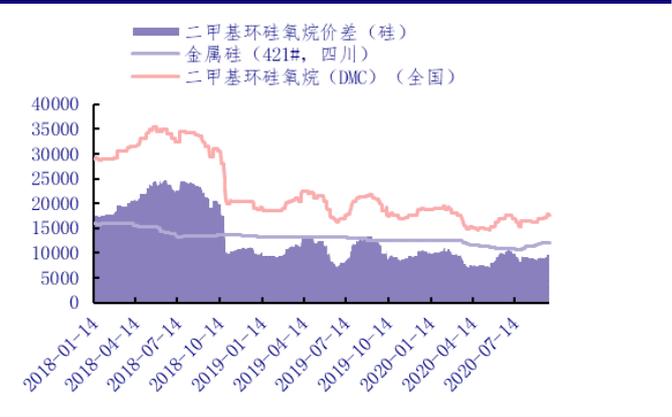
2017-2018H1, 由于下游需求增加, 而供给变化不大, DMC 价格一路上涨, 一度创下 35500 元/吨新高, 行业盈利扩大。2018 年 8 月以来, 受中美贸易战严峻形势导致海外需求减少等因素影响, DMC 价格断崖式下跌, 并持续震荡走低。

图 34: 2015-2019 年我国 DMC 供需情况



资料来源: Bainfo, 中国银河证券研究院  
注: 净进口数据采用初级形状的聚硅氧烷

图 35: 2018 年以来我国 DMC 价格/价差走势



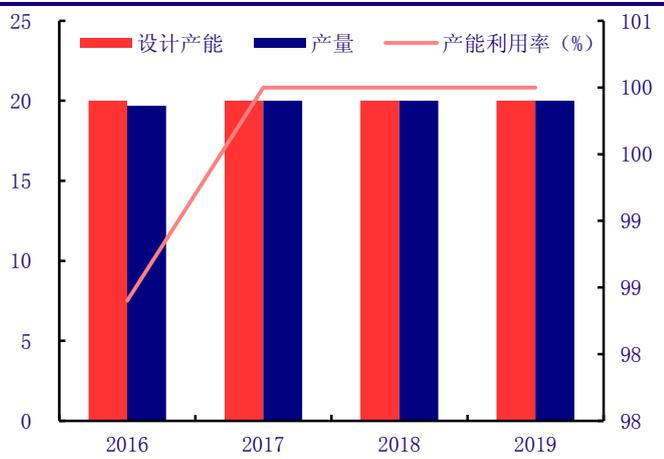
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

未来新增产能将加剧行业竞争, 对价格上涨空间形成一定压制。从供给来看, 预计 2020-2021 年, DMC 将新增产能 21 万吨/年, 将进一步加剧产能过剩局面。尽管房地产、5G 等下游产业有望持续拉动 DMC 需求, 但中长期来看由于产能大幅增加, 加剧过剩局面, 市场供需仍将呈现宽松格局, 或将压制价格上行空间。

## (二) 行业供需格局宽松背景下, 公司整体经营将稳健为主

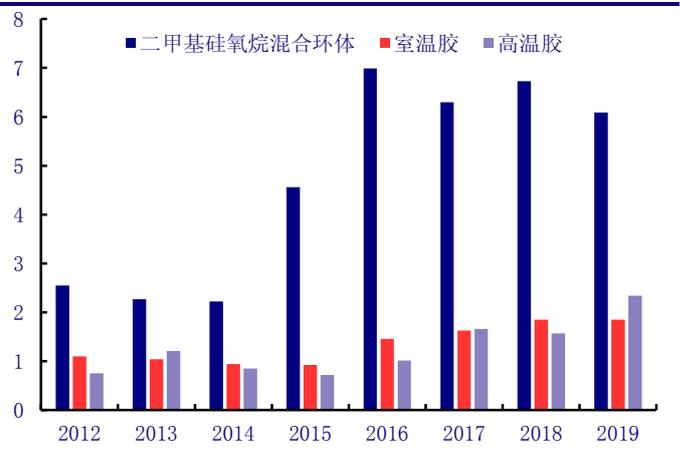
公司有机硅单体产能 20 万吨/年 (折合 DMC 约 10 万吨/年), 市场占有率 9% 左右, 位居行业中间位置。公司有机硅产品分为 D4 (八甲基环四硅氧烷)、DMC 和硅树脂、硅橡胶等, 具备环体下游加工项目包括室温胶 2 万吨/年以上、高温胶 1 万吨/年以上、硅油及消泡剂等 1500 吨/年以上的生产能力。2020H1 公司销售 DMC 3.10 万吨、室温胶 0.97 万吨、高温胶 1.10 万吨, 同比变化 4.38%/3.19%/-5.98%, 预计下半年整体变化不大。

图 36: 公司有机硅单体产能及开工情况 (万吨/年)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

图 37: 公司有机硅业务各产品产量 (万吨/年)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

公司有机硅保持较高的开工率，在行业供需格局预期依旧宽松的背景下，预计未来生产经营稳健为主。公司 DMC 产能达到 10 万吨/年，价格每上涨 1000 元，将增厚净利润 6637 万元，年化 EPS 增厚 0.032。

## 六、公司估值及投资建议

### (一) 主营产品业绩弹性测算

公司上半年业绩承压，目前正是提前布局的时机。一方面，处于历史低位的业绩和 PB 水平，下行空间有限，具有较厚的安全边际；另一方面，产品价格上涨导致行业反转时，公司业绩和股价均具备较大弹性。

表 10: 各业务对应的业绩弹性

|             | 粘胶短纤 | 纯碱   | PVC  | 烧碱    | DMC   |
|-------------|------|------|------|-------|-------|
| 产能/产量(万吨/年) | 78   | 285  | 50.5 | 53    | 10    |
| 价格上涨(元/吨)   | 1000 | 100  | 1000 | 100   | 1000  |
| 增厚净利润(亿元)   | 5.18 | 1.90 | 3.35 | 0.35  | 0.66  |
| 增厚 EPS(元)   | 0.25 | 0.09 | 0.16 | 0.017 | 0.032 |

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

### (二) 盈利预测

基本假设如下：

**1.粘胶短纤：**考虑到未来几年行业无新增产能投放，行业供需格局有望改善。假设公司平均售价（不含税）分别为 8126、10078、10997 元/吨；毛利率分别为 -6.45%、6.23%、5.88%。

**2.纯碱：**考虑到未来纯碱几乎无新增产能，且下游需求有望支撑纯碱价格高位运行。假设 2020-2022 年公司平均售价（不含税）分别为 1338、1603、1603 元/吨；毛利率分别为 27.53%、37.62%、37.62%。

**3.PVC：**考虑到 PVC 粉料价格逐渐修复，假设 2020-2022 年公司 PVC 粉料平均售价（不含税）分别为 5697、6039、6039 元/吨；PVC 糊树脂平均售价（不含税）分别为 13705、9593、7195 元/吨；PVC 业务毛利率分别为 27.48%、24.29%、20.42%。

**4.烧碱：**考虑到烧碱价格处在历史底部、且未来供需格局有望改善，假设 2020-2022 年公司平均售价（不含税）分别为 1601、2315、2731 元/吨；毛利率分别为 39.84%、58.40%、64.74%。

**5.有机硅系列：**考虑到行业供需格局仍将宽松，假设 2020-2022 年公司 DMC 平均售价（不含税）分别为 13860、14500、14500 元/吨；DMC 与室温胶、高温胶之间的价差维持不变。

表 11: 各业务收入毛利预测（百万元）

|             | 2017A    | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>粘胶短纤</b> |          |          |          |          |          |          |
| 收入          | 7,515.88 | 7,329.79 | 8,658.10 | 5,704.28 | 7,468.07 | 8,405.92 |
| YOY         | 15.43%   | -2.48%   | 18.12%   | -34.12%  | 30.92%   | 12.56%   |
| 毛利率         | 15.76%   | 9.23%    | 3.99%    | -6.45%   | 6.23%    | 5.88%    |
| <b>纯碱</b>   |          |          |          |          |          |          |
| 收入          | 5,284.58 | 5,295.28 | 5,260.42 | 4,550.48 | 5,449.50 | 5,449.50 |
| YOY         | 28.22%   | 0.20%    | -0.66%   | -13.50%  | 19.76%   | 0.00%    |

|              |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 毛利率          | 39.78%           | 34.04%           | 34.65%           | 27.53%           | 37.62%           | 37.62%           |
| <b>PVC</b>   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| 收入           | 2,524.04         | 2,412.58         | 2,574.35         | 3,437.68         | 3,298.62         | 3,130.73         |
| YOY          | 16.67%           | -4.42%           | 6.71%            | 33.54%           | -4.05%           | -5.09%           |
| 毛利率          | 1.78%            | -4.26%           | 3.51%            | 27.48%           | 24.29%           | 20.42%           |
| <b>烧碱</b>    |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| 收入           | 1,490.03         | 1,454.71         | 1,221.01         | 805.99           | 1,202.41         | 1,447.43         |
| YOY          | 63.46%           | -2.37%           | -16.07%          | -33.99%          | 49.18%           | 20.38%           |
| 毛利率          | 67.73%           | 65.81%           | 58.46%           | 39.84%           | 58.40%           | 64.74%           |
| <b>有机硅系列</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| 收入           | 1,841.41         | 2,448.71         | 1,658.84         | 1,465.78         | 1,537.36         | 1,537.36         |
| YOY          | 64.19%           | 32.98%           | -32.26%          | -11.64%          | 4.88%            | 0.00%            |
| 毛利率          | 34.57%           | 45.75%           | 24.57%           | 14.15%           | 18.15%           | 18.15%           |
| 总收入          | <b>20,195.73</b> | <b>20,173.74</b> | <b>20,515.13</b> | <b>17,106.63</b> | <b>20,098.37</b> | <b>21,113.36</b> |
| YOY          | <b>28.17%</b>    | <b>-0.11%</b>    | <b>1.69%</b>     | <b>-16.61%</b>   | <b>17.49%</b>    | <b>5.05%</b>     |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 171.07、200.98、211.13 亿元，同比变化-16.61%、17.49%、5.05%；归母净利润分别为 1.91、13.12、13.35 亿元，同比变化-71.97%、585.12%、1.76%；每股收益（EPS）分别为 0.09、0.64、0.65 元。

表 12：主要财务指标（9 月 25 日）

| 指标         | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）  | 20,515.13 | 17,106.63 | 20,098.37 | 21,113.36 |
| 增长率（%）     | 1.69%     | -16.61%   | 17.49%    | 5.05%     |
| 归母净利润（百万元） | 682.92    | 191.45    | 1,311.63  | 1,334.75  |
| 增长率（%）     | -56.94%   | -71.97%   | 585.12%   | 1.76%     |
| EPS（元）     | 0.33      | 0.09      | 0.64      | 0.65      |
| PE         | 19.92     | 71.06     | 10.37     | 10.19     |
| PB         | 1.21      | 1.20      | 1.12      | 1.05      |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）公司估值与投资建议

我们观察公司近 5 年来的历史 PB，可以看出，目前公司 PB 1.28 倍（2020.9.25）低于 5 年来平均水平 1.75 倍，股价被低估。我们选取公司近 3 年历史 PB 平均值 1.37 倍作为参考，对应内在价值为 7.57 元。预计 2020-2022 年公司 PE 分别为 71.06、10.37、10.19 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图 38：近五年公司 PB 趋势图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 七、风险提示

原材料价格大幅上涨风险，主营产品价格下降风险，汇率大幅波动风险，纺织服装、房地产、玻璃等下游需求不急预期风险等。

## 八、附录

**附表 1: 公司财务报表 (单位: 百万元)**

| 资产负债表          | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表           | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    |              |              |              |              | 营业收入          | 20,515.13    | 17,106.63    | 20,098.37    | 21,113.36    |
| 现金             | 2,749.16     | 171.07       | 2,997.55     | 3,140.68     | 营业成本          | 16,395.43    | 14,022.30    | 15,018.44    | 15,964.52    |
| 应收账款           | 187,986.82   | 180,389.43   | 265,306.99   | 245,122.42   | 营业税金及附加       | 179.52       | 162.51       | 200.98       | 232.25       |
| 其它应收款          | 1,628.25     | 1,312.54     | 6,233.99     | 10,501.30    | 营业费用          | 918.01       | 598.73       | 856.40       | 899.65       |
| 预付账款           | 17,311.36    | 16,158.45    | 15,776.03    | 16,441.05    | 管理费用          | 1,513.18     | 1,454.06     | 1,607.87     | 1,689.07     |
| 存货             | 115,904.74   | 142,424.25   | 190,967.81   | 189,477.80   | 财务费用          | 418.51       | 258.93       | 176.81       | 106.48       |
| 其他             | 1,880.82     | 3,476.39     | 9,403.70     | 4,788.94     | 资产减值损失        | -175.92      | -127.00      | -100.00      | -50.00       |
| <b>非流动资产</b>   |              |              |              |              | 公允价值变动收益      | -            | -            | -            | -            |
| 长期投资           | -            | -            | -            | -            | 投资净收益         | 0.02         | -            | -            | -            |
| 固定资产           | 1,301,569.95 | 1,355,803.71 | 1,353,019.05 | 1,527,214.94 | 营业利润          | 91,534.61    | 333.08       | 1,957.86     | 1,991.39     |
| 无形资产           | 83,645.20    | 88,355.17    | 85,655.38    | 85,644.66    | 营业外收入         | 3,900.98     | -            | -            | -            |
| 其他             | 129,042.71   | 93,409.23    | 225,780.44   | 114,287.25   | 营业外支出         | 1,799.05     | -            | -            | -            |
| <b>资产总计</b>    | 1,991,245.51 | 2,049,641.09 | 2,319,006.15 | 2,448,126.97 | 利润总额          | 93,636.54    | 277.68       | 1,902.46     | 1,935.99     |
| <b>流动负债</b>    |              |              |              |              | 所得税           | 19,636.92    | 69.42        | 475.62       | 484.00       |
| 短期借款           | 370,959.77   | 428,513.97   | 384,737.70   | 342,881.61   | 净利润           | 73,999.61    | 208.26       | 1,426.85     | 1,452.00     |
| 应付账款           | 251,797.08   | 290,120.72   | 357,217.64   | 387,225.15   | 少数股东损益        | 117.25       | 16.82        | 115.21       | 117.25       |
| 其他             | 222,206.35   | 293,402.64   | 128,051.23   | 98,843.87    | 归属母公司净利润      | 68,291.57    | 191.45       | 1,311.63     | 1,334.75     |
| <b>非流动负债</b>   |              |              |              |              | EBITDA        | 2,341.53     | 1,731.55     | 3,269.73     | 3,230.83     |
| 长期借款           | 432,518.83   | 245,130.70   | 347,415.93   | 412,148.16   | EPS (元)       | 0.33         | 0.09         | 0.64         | 0.65         |
| 其他             | 400.00       | -            | -            | -            |               |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1,299,887.87 | 1,293,370.52 | 1,244,968.87 | 1,257,185.68 | <b>主要财务比率</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 少数股东权益         | 46,164.86    | 49,670.77    | 62,258.48    | 73,010.44    | 营业收入          | 20,515.13    | 17,106.63    | 20,098.37    | 21,113.36    |
| 归属母公司股东        | 634,972.38   | 695,926.83   | 1,001,079.82 | 1,104,923.75 | 营业利润          | 91,534.61    | 333.08       | 1,957.86     | 1,991.39     |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,981,025.11 | 2,038,968.12 | 2,308,307.18 | 2,435,119.87 | 归属母公司净利润      | 68,291.57    | 191.45       | 1,311.63     | 1,334.75     |
|                |              |              |              |              | 毛利率           | 20.08%       | 18.03%       | 25.28%       | 24.39%       |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              | 净利率           | 3.45%        | 1.22%        | 7.10%        | 6.88%        |
| <b>经营活动现金流</b> |              |              |              |              | ROE           | 5.77%        | 1.68%        | 10.79%       | 10.31%       |
| 净利润            | 74,689.92    | 24,981.30    | 146,839.66   | 149,354.57   | ROIC          | 5.67%        | 2.80%        | 9.79%        | 12.14%       |
| 折旧摊销           | 109,896.90   | 122,055.68   | 122,055.68   | 121,998.46   | 资产负债率         | 53.88%       | 49.42%       | 45.48%       | 42.95%       |
| 财务费用           | 40,059.87    | 23,330.90    | 14,670.71    | 7,485.14     | 净负债比率         | 99.97%       | 83.75%       | 72.31%       | 65.93%       |
| 投资损失           | 17,770.10    | 12,700.00    | 10,000.00    | 5,000.00     | 流动比率          | 0.55         | 0.63         | 0.92         | 1.24         |
| 营运资金变动         | -140,354.45  | -234,763.88  | 206,022.14   | -203,642.45  | 速动比率          | 0.35         | 0.43         | 0.61         | 0.97         |
| 其它             | -4,104.67    | -            | -            | -            | 总资产周转率        | 0.92         | 0.83         | 0.97         | 0.98         |
| <b>投资活动现金流</b> |              |              |              |              | 应收帐款周转率       | 42.03        | 6.04         | 18.81        | 6.97         |
| 资本支出           |              |              |              |              | 应付帐款周转率       |              |              |              |              |
| 长期投资           | 1,187.31     | -            | -            | -            | 每股收益          | 0.31         | 0.09         | 0.64         | 0.65         |
| 其他             | 3.78         | -4,155.03    | -4,155.03    | -4,155.03    | 每股经营现金        | 0.50         | -0.25        | 2.42         | 0.39         |
| <b>筹资活动现金流</b> |              |              |              |              | 每股净资产         | 5.83         | 5.90         | 6.33         | 6.77         |
| 短期借款           | -            | -170,847.62  | -144,811.74  | -0.00        | P/E           | 20.94        | 71.06        | 10.37        | 10.19        |
| 长期借款           | -            | -            | -            | -            | P/B           | 1.21         | 1.20         | 1.12         | 1.05         |
| 其他             | 175.27       | -            | -            | -            | P/S           | 0.66         | 0.80         | 0.68         | 0.64         |
| <b>现金净增加额</b>  | -111.59      | -257,809.59  | 282,648.22   | 14,313.57    |               |              |              |              |              |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程回顾 .....                       | 1  |
| 图 2: 公司主营业务收入规模 (亿元) .....                | 2  |
| 图 3: 公司各业务收入占比 (不含内部抵消) .....             | 2  |
| 图 4: 公司主营业务毛利规模 (亿元) .....                | 2  |
| 图 5: 公司各业务毛利占比 (不含内部抵消) .....             | 2  |
| 图 6: 公司各主营业务毛利率 .....                     | 3  |
| 图 7: 2013 年以来公司研发投入总额与其占营收比例 .....        | 3  |
| 图 8: 粘胶短纤产业链 .....                        | 4  |
| 图 9: 2015-2019 年我国粘胶短纤供需情况 (万吨/年) .....   | 4  |
| 图 10: 纺织服装行业市场专业景气指数 .....                | 5  |
| 图 11: 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额当月同比 (%) .....      | 5  |
| 图 12: 粘胶短纤与棉花表观消费量对比 .....                | 6  |
| 图 13: 粘胶短纤价格/价差走势 (元/吨) .....             | 7  |
| 图 14: 公司粘胶短纤产能及开工情况 (万吨/年) .....          | 7  |
| 图 15: 2013-2019 年我国纯碱供需情况 (万吨/年) .....    | 9  |
| 图 16: 2019 年我国纯碱消费结构 .....                | 9  |
| 图 17: 我国纯碱价格及库存走势 .....                   | 9  |
| 图 18: 我国重质纯碱价格/价差走势 (元/吨) .....           | 9  |
| 图 19: 我国房地产销售和竣工面积累计同比变化 .....            | 10 |
| 图 20: 我国汽车产销量累计同比变化 .....                 | 10 |
| 图 21: 公司纯碱产能及开工情况 (万吨/年) .....            | 10 |
| 图 22: 氯碱产业链 .....                         | 11 |
| 图 23: 2015-2019 年我国 PVC 供需情况 (万吨/年) ..... | 11 |
| 图 24: 2019 年我国 PVC 消费结构 .....             | 11 |
| 图 25: PVC 价格/价差 (元/吨) .....               | 12 |
| 图 26: 国内糊树脂 (手套料) 价格/价差走势 (元/吨) .....     | 13 |
| 图 27: 我国烧碱供需情况 (万吨/年) .....               | 14 |
| 图 28: 2019 年我国烧碱消费结构 .....                | 15 |
| 图 29: 烧碱价格走势 (元/吨) .....                  | 15 |
| 图 30: 公司烧碱产能及开工情况 (万吨/年) .....            | 16 |
| 图 31: 公司 PVC 产能及开工情况 (万吨/年) .....         | 16 |
| 图 32: 有机硅行业上下游产业链 .....                   | 17 |
| 图 33: 2019 年我国 DMC 消费结构 .....             | 17 |
| 图 34: 2015-2019 年我国 DMC 供需情况 .....        | 18 |
| 图 35: 2018 年以来我国 DMC 价格/价差走势 .....        | 18 |
| 图 36: 公司有机硅单体产能及开工情况 (万吨/年) .....         | 18 |
| 图 37: 公司有机硅业务各产品产量 (万吨/年) .....           | 18 |
| 图 38: 近五年公司 PB 趋势图 .....                  | 20 |



## 表格目录

|  |    |
|--|----|
| 表 1: 公司主要产品情况.....                       | 1  |
| 表 2: 粘胶短纤、棉花、涤纶短纤区别.....                 | 5  |
| 表 3: 粘胶纤维行业主要政策.....                     | 6  |
| 表 4: 我国主要纯碱企业（100 万吨/年以上）.....           | 8  |
| 表 5: 未来 PVC/烧碱企业投产产能情况（10 万吨/年以上装置）..... | 12 |
| 表 6: 我国 PVC 糊树脂企业（万吨/年）.....             | 13 |
| 表 7: 我国主要烧碱企业（70 万吨/年以上）.....            | 14 |
| 表 8: 氧化铝拟在建产能统计（万吨/年）.....               | 15 |
| 表 9: 我国主要 DMC 生产企业（万吨/年）.....            | 17 |
| 表 10: 各业务对应的业绩弹性.....                    | 19 |
| 表 11: 各业务收入毛利预测（百万元）.....                | 19 |
| 表 12: 主要财务指标（9 月 25 日）.....              | 20 |

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

分析师：林相宜，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业和纺织服装行业研究。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn