



三友化工(600409)

报告日期: 2018 年 11 月 12 日

# “两碱一化”循环经济体系，打造核心竞争力

## ——三友化工深度报告

✍ : 曹承安 执业证书编号: S1230518070003  
☎ : 021-80108120  
✉ : caochengan@stocke.com.cn

### 报告导读

粘胶短纤和纯碱行业龙头企业，具有较强市场竞争力；依托“两碱一化”循环经济产业链，铸就成本优势，不断做大做强。

### 投资要点

#### □ 依托“两碱一化”布局，打造循环经济产业链

公司积极围绕“两碱一化”（纯碱、氯碱、化纤）进行产业布局，打造循环经济产业链，其中氯碱项目生产的烧碱主要供应旗下化纤公司使用，副产物生成的氯化氢主要用于制备 PVC 树脂，而氯碱产生的废电石渣浆可用于纯碱生产，此外公司配套的有机硅项目使得氯化氢基本完全自己消化，有助于公司实现氯平衡。目前公司已经成为具有“两碱一化”特色循环经济模式的集团型化工企业，并依托“两碱一化”循环产业链不断发展壮大。

#### □ 粘胶短纤行业龙头，有望逐步迎来上行期

公司是国内粘胶短纤龙头企业，现有产能 70 万吨/年，极具行业话语权和影响力，多年来，公司始终坚持高端化、差别化发展路线，同时拥有烧碱、热电等配套优势，行业竞争力不断增强。国内粘胶短纤行业自 2017 年初开始向下调整，2018 年新增产能投放压力较大，市场持续震荡筑底，反弹力度较弱，但作为优异的棉纺织材料，粘胶短纤与棉花替代性强，随着国储棉抛压降低，预计 2019 年棉价有望逐步走强，并带动粘胶短纤价格上行。

#### □ 纯碱行业领军企业，受益于行业高景气度

公司是国内最大的纯碱生产企业，现有产能 340 万吨/年，产品质量处于行业领先水平，同时依托“两碱一化”循环经济模式及浓海水综合利用等优势，成本控制能力全行业领先。国内纯碱行业经过多年的洗牌调整，2016 年下半年开启新一轮景气周期，近几年由于环保监管趋严，国内纯碱新增产能扩充受限，而下游需求小幅增长，纯碱行业供需关系稳步向好，阶段性供需错配情况下会出现大幅上涨行情，未来几年公司仍有望受益于纯碱行业高景气。

#### □ 有机硅景气度下滑，公司成本控制力强

在行业供给侧改革、环保监管趋严背景下，有机硅产业链持续调整，同时受海外出口及国内需求拉动，有机硅行业 2016 年下半年开始进入景气上行周期，并持续到 2018 年上半年，有机硅生产企业盈利丰厚。近期以来，有机硅行业景气度大幅下滑，公司现有有机硅单体产能 20 万吨/年，依托循环经济模式及自备电厂等优势，利用上游工序副产品作为生产原料，具有较强的成本控制优势，同时向产业链下游延伸，不断提升竞争力。

#### □ 盈利预测及估值

公司是国内粘胶短纤和纯碱双龙头企业，同时配套有机硅和氯碱产业，看好公司在循环经济体系下不断做大做强。我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 17.26 亿、13.56 亿、15.52 亿元，同比分别增长-8.6%、-21.5%、14.5%，当前股价对应 PE 为 7.6、9.7 和 8.5 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 评级

### 增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 6.26

### 单季度业绩

元/股

3Q/2018

0.19

2Q/2018

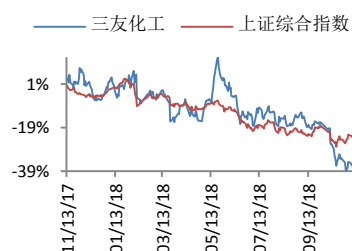
0.38

1Q/2018

0.22

4Q/2017

0.22



### 公司简介

公司是河北省重点化工骨干企业，国内纯碱和粘胶短纤行业双龙头。成立近二十年来，公司始终秉承循环经济发展理念，在国内首创了以“两碱一化”为主，热电供应、精细化工为辅的较为完善的循环经济体系，核心是以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤、有机硅等产品有机串联，实现资源循环利用和能量梯级利用，产品广泛用于纺织、玻璃、有色金属冶炼、合成洗涤剂、建筑建材等行业。

### 相关报告

报告撰写人：曹承安

数据撰写人：范飞

**财务摘要**

(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	20195.73	20670.59	22553.49	24266.68
(+/-)	28.17%	2.35%	9.11%	7.60%
净利润	1889.08	1726.44	1355.77	1552.31
(+/-)	147.63%	-8.61%	-21.47%	14.50%
每股收益(元)	0.92	0.84	0.66	0.75
P/E	6.97	7.63	9.71	8.48

## 正文目录

<b>1. 公司总体概况</b>	<b>6</b>
1.1. 依托“两碱一化”，打造循环经济产业链	6
1.2. 经营规模稳步增长，盈利水平大幅提升	7
1.3. 公司股权结构及子公司状况	8
<b>2. 粘胶短纤行业龙头，扩产巩固行业地位</b>	<b>9</b>
2.1. 原料价格高位回落，进口依赖度较高	10
2.2. 粘胶短纤行业持续调整，有望逐步进入上升期	12
2.3. 粘胶短纤业务稳步增长，行业竞争优势明显	15
<b>3. 纯碱供需关系良好，有望维持较高景气度</b>	<b>16</b>
3.1. 供给受限需求提升，纯碱市场震荡上行	17
3.2. 纯碱业务快速增长，盈利能力持续提升	20
<b>4. 有机硅景气度下滑，公司成本控制力较强</b>	<b>21</b>
4.1. 有机硅市场大幅调整，龙头企业扩产明显	22
4.2. 有机硅业务迅速壮大，持续向下游延伸	25
<b>5. 氯碱配套优势明显，奠定循环经济基础</b>	<b>26</b>
<b>6. 关键假设及盈利预测</b>	<b>28</b>
6.1. 关键假设	28
6.2. 盈利预测	29
<b>7. 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 公司产业链结构图	6
图 2: 2017 年公司各主营业务收入占比	7
图 3: 公司各主营业务毛利率变化	7
图 4: 公司营业收入及同比增速	8
图 5: 公司归母净利润及同比增速	8
图 6: 2017 年公司不同区域业务收入占比	8
图 7: 公司不同区域业务毛利率变化	8
图 8: 公司股权结构图及主要子公司	8
图 9: 三大棉纺织纤维上下游产业链图	9
图 10: 2017 年我国不同浆粕的供应量占比	10
图 11: 近年来我国不同浆粕的供应量变化	10
图 12: 近几年溶解浆价格变化	11
图 13: 全球溶解浆主要应用占比	11
图 14: 国内粘胶短纤产能产量及产能利用率	12

图 15: 国内粘胶短纤表观消费量及增速 .....	12
图 16: 国内粘胶短纤产能区域分布 .....	13
图 17: 中国粘胶短纤进出口情况 .....	13
图 18: 粘胶短纤价格及价差变化 .....	14
图 19: 国内棉花与粘胶短纤价格变化 .....	14
图 20: 全球及中国棉花消费量变化 .....	14
图 21: 我国棉花供给量变化 .....	14
图 22: 近十年国内外棉花价格走势 .....	15
图 23: 国储棉期末库存及历年抛储量 .....	15
图 24: 公司粘胶短纤生产工艺流程图 .....	15
图 25: 公司粘胶短纤业务收入及毛利 .....	16
图 26: 公司粘胶短纤业务产销量及增速 .....	16
图 27: 纯碱主要生产工艺流程图 .....	16
图 28: 不同工艺纯碱产能占比 .....	17
图 29: 纯碱下游需求分布 .....	17
图 30: 国内纯碱产能产量及产能利用率 .....	17
图 31: 国内纯碱表观消费量及增速 .....	17
图 32: 国内纯碱产能区域分布 .....	18
图 33: 国内纯碱出口量及变化 .....	18
图 34: 国内纯碱单月产量比较 .....	19
图 35: 国内纯碱单月开工率比较 .....	19
图 36: 轻质纯碱价格及价差变化 .....	19
图 37: 重质纯碱价格及价差变化 .....	19
图 38: 我国平板玻璃产量及增速 .....	20
图 39: 我国房屋施工及新开工面积 .....	20
图 40: 平板玻璃产量与房屋新开工面积关联 .....	20
图 41: 公司纯碱业务收入及毛利 .....	21
图 42: 公司纯碱业务产销量及库存 .....	21
图 43: 有机硅主要产品合成工艺流程图 .....	21
图 44: 有机硅产业链下游主要产品分布 .....	22
图 45: 有机硅下游应用领域分布 .....	22
图 46: 我国有机硅产能产量及产能利用率 .....	22
图 47: 我国有机硅产能区域分布 .....	22
图 48: 我国有机硅表观消费量及增速 .....	23
图 49: 我国有机硅进出口量 .....	23
图 50: 国内有机硅环体单月产量(万吨) .....	24
图 51: 近几年国内有机硅月度开工率 .....	24
图 52: 金属硅及甲醇价格走势 .....	25
图 53: 有机硅 DMC 价格及价差走势 .....	25
图 54: 公司二甲基硅氧烷环体业务收入及毛利 .....	26
图 55: 公司高温胶业务收入及毛利 .....	26
图 56: 公司室温胶业务收入及毛利 .....	26
图 57: 公司有机硅环体及下游产品销量 .....	26
图 58: 我国 PVC 产能产量及产能利用率 .....	27

图 59: 我国烧碱产能产量及产能利用率 .....	27
图 60: 华北地区 PVC 价格及价差走势 .....	27
图 61: 华北地区烧碱价格及价差走势 .....	27
图 62: 公司 PVC 业务收入及毛利 .....	28
图 63: 公司 PVC 业务产销量 .....	28
图 64: 公司烧碱业务收入及毛利 .....	28
图 65: 公司烧碱业务产销量 .....	28
表 1: 公司现有主要产品的产能状况 .....	7
表 2: 三大棉纺织纤维的性能对比 .....	10
表 3: 2017 年全球溶解浆产能及分布 .....	11
表 4: 2017 年国内溶解浆生产企业及产能 .....	11
表 5: 国内粘胶短纤生产企业 (2018.08) .....	13
表 6: 2018~2019 年国内新增粘胶短纤产能 .....	13
表 7: 国内产能 100 万吨/年以上纯碱企业 .....	18
表 8: 2018 年国内纯碱新增产能计划 .....	19
表 9: 近期国内有机硅企业产能及开工情况 .....	23
表 10: 国外有机硅产能及分布情况 .....	24
表 11: 国内有机硅新增产能计划 .....	24
表 12: 公司主要核心产品价格和销量假设 .....	29
表 13: 公司各项业务收入及盈利预测 .....	29
表附录: 三大报表预测值 .....	31

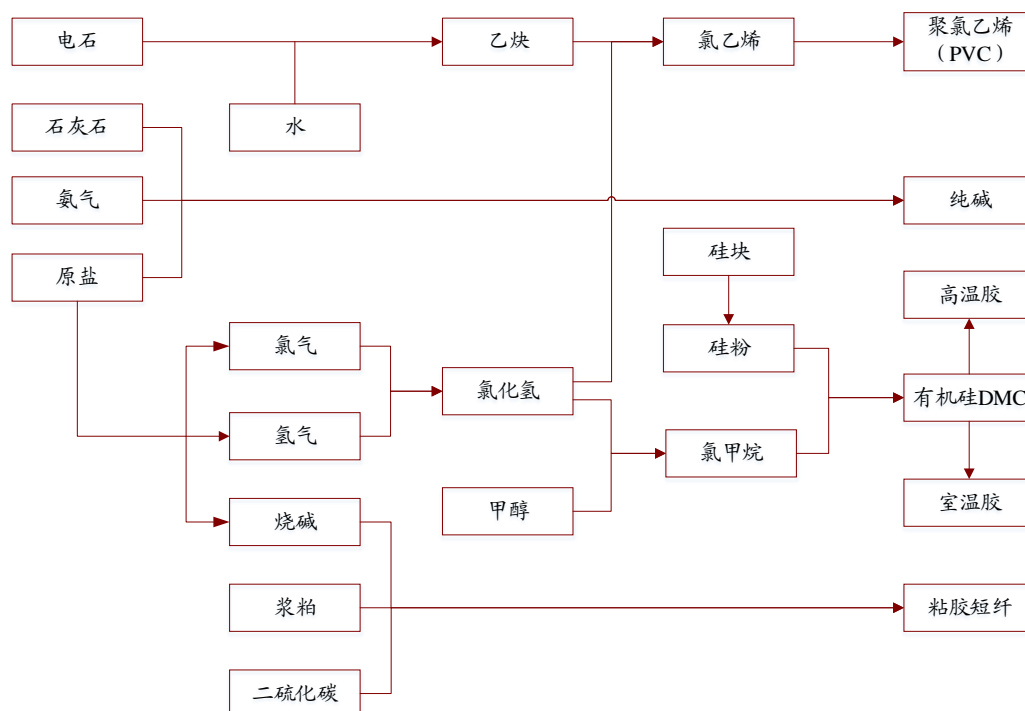
## 1. 公司总体概况

唐山三友化工股份有限公司是由唐山三友碱业(集团)有限公司作为主发起人于1999年12月发起成立,并于2003年6月在上交所上市,是河北省重点化工骨干企业,国内纯碱和粘胶短纤行业的双龙头。公司成立近二十年来,始终秉承循环经济发展理念,在国内首创了以“两碱一化”为主,热电供应、精细化工为辅的较为完善的循环经济体系,核心是以氯碱为中枢,纯碱、粘胶短纤、有机硅等产品有机串联,实现资源循环利用和能量梯级利用,公司产品广泛应用于纺织、玻璃、有色金属冶炼、合成洗涤剂、建筑建材等行业。

### 1.1. 依托“两碱一化”,打造循环经济产业链

公司最初主要经营单一的纯碱业务,上市后加快了多元化发展速度,积极围绕“两碱一化”(纯碱、氯碱、化纤)进行产业布局,打造循环经济产业链。2006年4月公司氯碱一期项目投产,标志着公司正式进入氯碱行业,所生产的烧碱主要供应三友集团旗下化纤公司使用,剩余部分烧碱外售,副产的氯气和氢气生成氯化氢,主要用于制备聚氯乙烯树脂(PVC树脂),而氯碱产生的废电石渣浆可用于纯碱生产,大大降低了污染物的排放。氯、碱平衡对氯碱企业十分重要,2007年底公司开始配套建设有机硅项目,主要消耗用富余氯气合成的氯化氢,不仅有助于公司实现氯平衡,也使公司循环经济体系更加完善,同时增加了氯气附加值。2011年公司收购了唐山三友集团和三友(碱业)集团旗下化纤资产,正式进入粘胶短纤领域,粘胶短纤生产过程中需要消耗大量烧碱,收购完成后,可充分发挥公司自产烧碱的优势,进一步增强了公司产业链一体化布局。目前公司已经成为具有“两碱一化”特色循环经济模式的集团型化工企业,并依托现有循环经济产业链不断发展壮大。

图 1: 公司产业链结构图



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

公司是国内粘胶短纤和纯碱双龙头企业,产能规模均位居国内领先地位,行业竞争力强。公司现有粘胶短纤产能70万吨/年,差别化率全行业第一,单线产能全国最大,具有较强的技术和成本优势,其中新建的20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤产能已于2018年中期建成投产,进一步巩固了公司在粘胶短纤行业的龙头地位。公司现有纯碱总产能340万吨/年(权益286万吨/年),位居国内第一,其中本部纯碱产能230万吨/年,控股子公司青海五彩碱业产能110万吨/年,成本行业最低,产品质量处于行业领先水平。氯碱业务是公司循环经济的中枢,主要产品为烧碱和PVC树



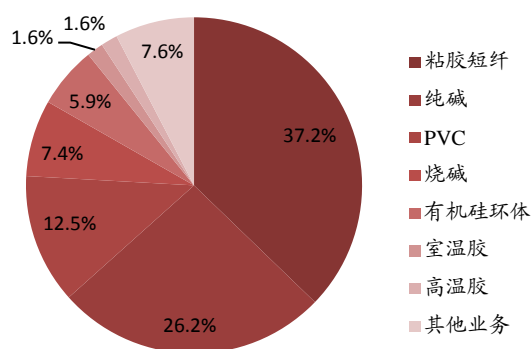
脂, 现有产能分别为 53 万吨和 50.5 万吨/年, 均处于行业领先地位, 其中超过 60% 的烧碱用于自身粘胶短纤生产, PVC 树脂则全部外销。公司有机硅单体产能 20 万吨/年 (折 DMC 约 10 万吨/年), 位居行业前五, 同时不断向产业链下游延伸, 目前已经拥有室温胶和高温胶产能均为 2 万吨/年。

**表 1: 公司现有主要产品的产能状况**

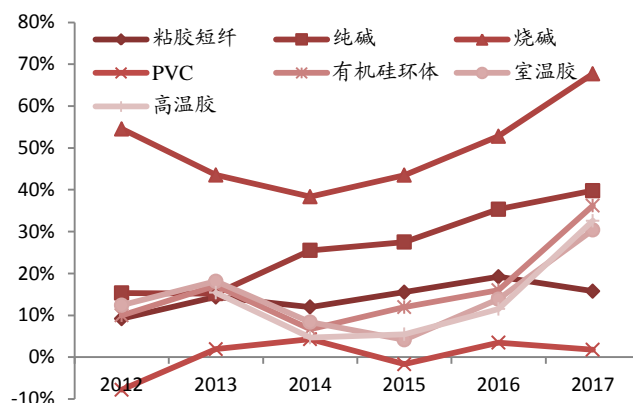
主要产品	现有产能	备注
粘胶短纤	70 万吨/年	其中 20 万吨/年产能为新建, 后续可进一步技改至 80 万吨/年
纯碱	340 万吨/年	青海五彩碱业 110 万吨/年产能, 公司持股 51%
烧碱	53 万吨/年	2016 年 10 月技改新增 3 万吨/年产能正式投产
聚氯乙烯 (PVC)	50.5 万吨/年	2017 年 7 万吨/年专用树脂生产线达产
有机硅单体	20 万吨/年	2015 年 7 月有机硅二期扩建 10 万吨/年产能正式投产
室温胶	2 万吨/年	有机硅单体下游配套, 主要用于建筑领域等
高温胶	2 万吨/年	有机硅单体下游配套, 主要用于汽车领域等

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

在公司各项业务中, 粘胶短纤和纯碱对收入贡献度显著, 2017 年两项业务收入分别占公司总营收的 37% 和 26%, 其次是氯碱、有机硅业务。从盈利能力看, 公司烧碱和纯碱业务的盈利能力较强, 2017 年毛利率分别达到 67.7% 和 39.8%, 近年来受益于生产成本降低及产品价格上涨, 公司烧碱和纯碱业务毛利率持续提升。公司粘胶短纤毛利率近几年维持在 10%~20%, 2017 年由于生产成本大幅增加, 毛利率同比下滑 3.4 个百分点至 15.8%。受益于有机硅二期扩建项目产能释放, 公司有机硅产品产销量增幅较大, 单位生产成本降低, 毛利率逐年提升, 同时受益于有机硅行业景气度上升, 2017 年公司有机硅业务盈利能力大幅增强, 其中有机硅环体毛利率达到 36.2%, 同比大幅增加 20 个百分点。

**图 2: 2017 年公司各主营业务收入占比**


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

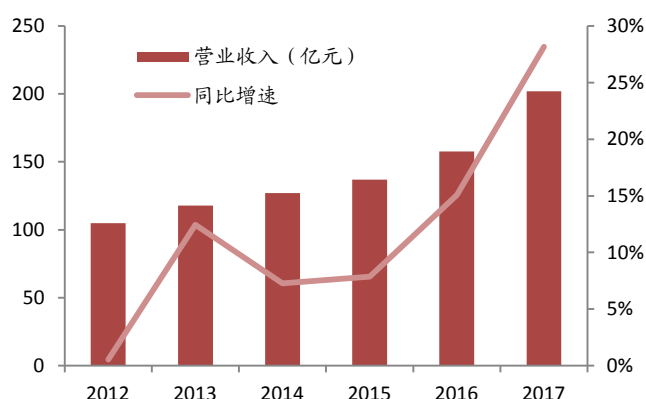
**图 3: 公司各主营业务毛利率变化**


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 1.2. 经营规模稳步增长, 盈利水平大幅提升

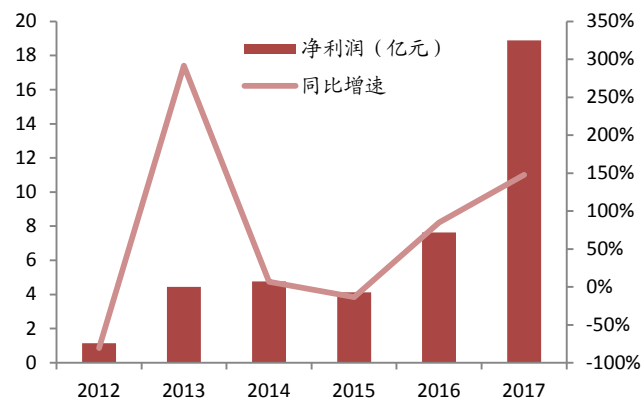
近几年公司经营规模稳步增长, 2017 年实现营业收入 202 亿元, 同比增长 28.2%, 归母净利润 18.9 亿元, 同比增长 147.6%, 自 2012 年以来公司收入年均复合增长 14%, 盈利水平近两年大幅提升。2013 年公司受益于 16 万吨/年差异化粘胶短纤产能投产及其原材料价格下跌, 整体盈利水平大幅增长, 2016-2017 年公司净利润持续大幅增长, 主要受益于行业景气度回升, 公司粘胶短纤、纯碱、烧碱、PVC 等产品价格不同程度上涨, 同时 2016 年公司热电联产项目投产使用, 电力设备装机容量较上年大幅增加, 电力自给率达到 60% 以上, 蒸汽供应能力 2112 万吨/年, 实现完全自给, 产业链一体化优势更加凸显。2018 年前三季度, 受益于上半年有机硅行业景气度超预期, 公司实现归母净利润 15.44 亿元, 同比增长 5.5%。

图 4：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

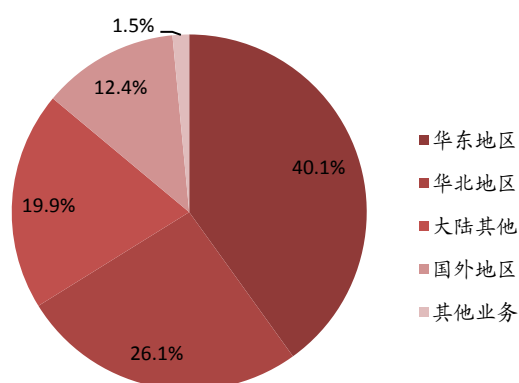
图 5：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

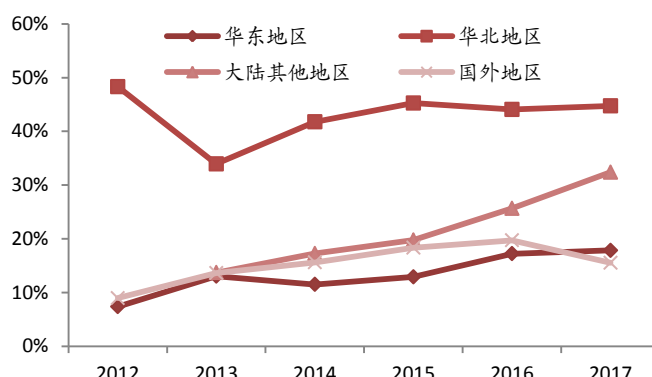
从销售区域看，公司主营业务收入主要集中在华东、华北等区域，2017 年公司在华东和华北收入分别为 80.9 亿和 52.7 亿元，分别占公司总营收的 40.1% 和 26.1%，国外业务收入占比 12.4%，主要是粘胶短纤的出口，公司是国内最大的粘胶短纤出口企业，2017 年出口量 12 万吨，约占全国粘胶短纤出口总量的 40% 左右，稳居行业第一。从盈利能力看，公司华北地区业务的盈利能力明显高于其他各区域，2017 年毛利率达到 44.7%，主要原因是公司高附加值的重质纯碱和烧碱大部分销往华北地区，而华东地区是全国印染及纺织服装集中区域，公司内销的粘胶短纤主要销往这一区域，有机硅产品则主要销往华东、华南等地区。

图 6：2017 年公司不同区域业务收入占比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：公司不同区域业务毛利率变化



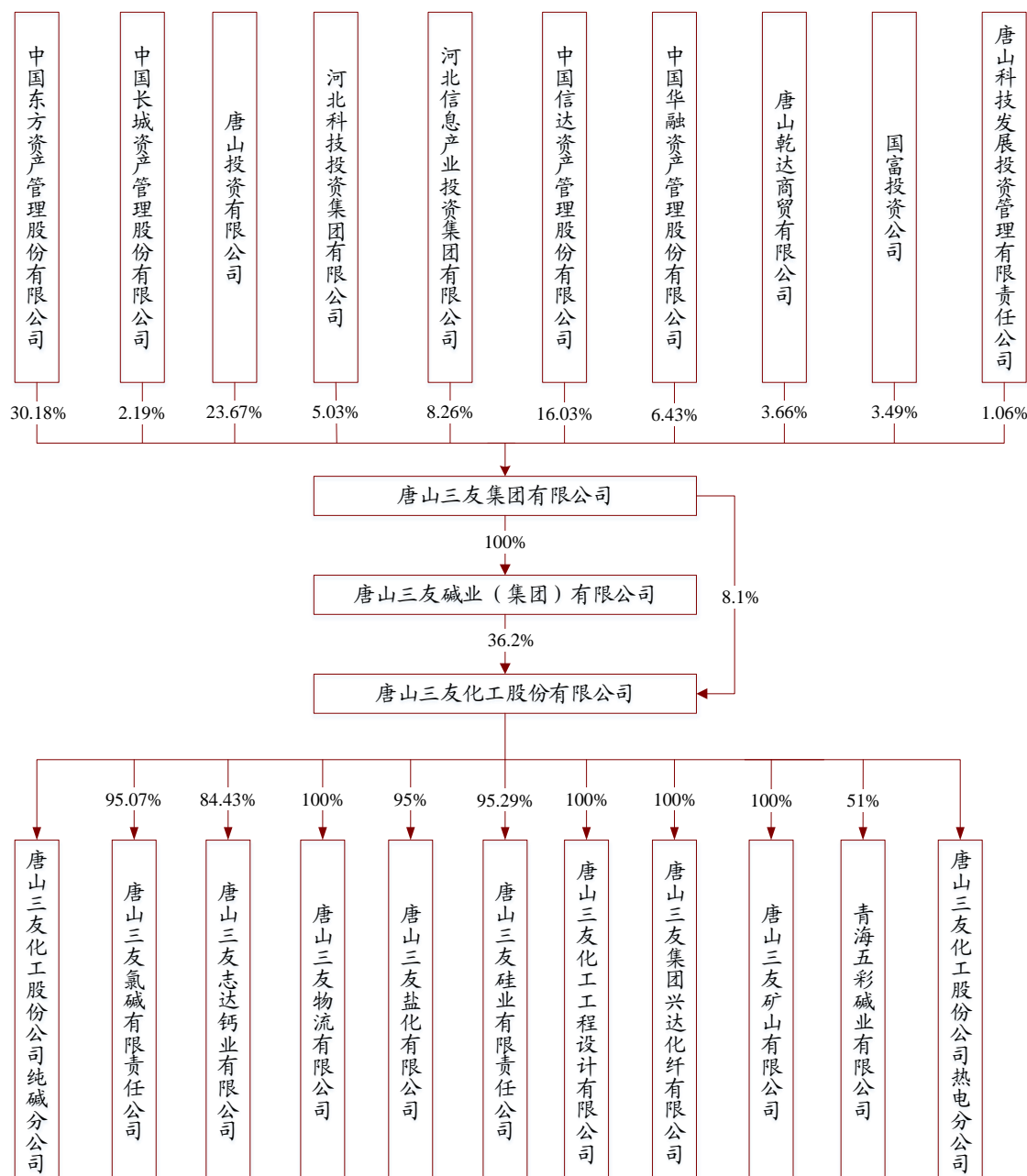
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 1.3. 公司股权结构及子公司状况

目前唐山三友(碱业)集团有限公司直接持有公司股权比例为 36.2%，而唐山三友集团则直接或间接持有公司 44.3% 的股权。兴达化纤和远达纤维有限公司是公司粘胶短纤业务的主体，于 2011 年由三友集团和三友(碱业)集团注入上市公司，成为全资子公司，2017 年实现合并收入 75.5 亿元，净利润 3.85 亿元。控股子公司三友氯碱公司主营 PVC 树脂、烧碱的生产与销售，2017 年实现营业收入 40.3 亿元，净利润 4.3 亿元；控股子公司三友硅业公司主营有机硅单体及其下游产品的生产与销售，2017 年实现营业收入 22.4 亿元，净利润 4.5 亿元。青海五彩碱业公司为三友化工和青海五彩矿业公司共同组建，其中三友化工持股 51%，青海五彩碱业现有纯碱产能 110 万吨/年，2017 年实现营业收入 15.2 亿元，净利润 2.27 亿元，为进一步提升对青海五彩碱业的控股权，公司近期公告拟参与司法拍卖，竞拍五彩矿业所持有的青海五彩碱业价值约 2.6 亿元的股权。

图 8：公司股权结构图及主要子公司



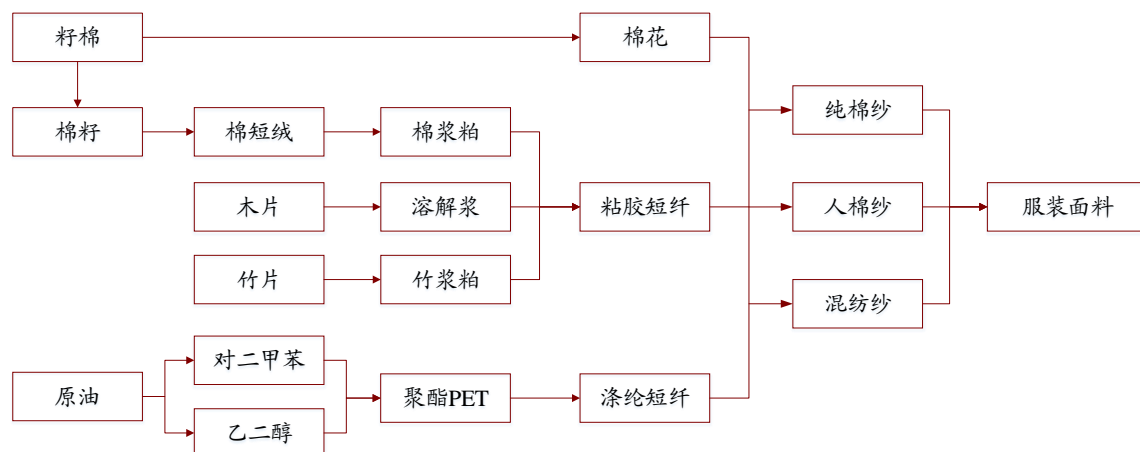


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 2. 粘胶短纤行业龙头，扩产巩固行业地位

粘胶短纤俗称人造棉，是以天然纤维（棉、麻、竹、木等）为基础原料生产的再生纤维素纤维，它与棉花、涤纶短纤一起被称为我国三大棉纺织原料，广泛运用于各类内衣、纺织、服装、无纺等领域。粘胶短纤的化学组成与棉花相似，产品性能也较为接近，下游及终端产品应用领域具有一定的重叠性，但粘胶短纤的吸湿性最符合人体皮肤的生理要求，是所有化学纤维中吸湿性和透气性最好的一种，同时其悬垂性和染色性也优于棉花。涤纶短纤属于化纤中的合成纤维，上游为原油，其性能与棉花及粘胶短纤有明显差异，多与棉花及粘胶短纤混纺，性能互补。因此，三大棉纺织原料中，粘胶短纤是最具替代性的品种，特别是与棉花的互相替代性较强。

图 9：三大棉纺织纤维上下游产业链图



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

表 2：三大棉纺织纤维的性能对比

	粘胶短纤	棉花	涤纶短纤
吸湿性	非常好（12~14%）	较好（4~8.5%）	非常差（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（洗后容易起皱变形）	好
染色性	非常好（可使用直接、还原、碱性、硫磺、偶氮、媒染等染料）	较好（可使用直接、还原、碱性、硫磺、偶氮、媒染等染料）	一般（可使用分散、色酚、还原、可溶性等染料）
耐磨性	较差	有一定耐磨性	非常好（仅次于锦纶）
耐碱性	一般	极强（一般情况下无任何损伤）	较强（耐稀碱）
弹性	较差，缩水率较高，易变形	有一定弹性	好
强度	较强	一般	非常强（是棉花两倍）
舒适性	与棉花最为接近，亲肤	非常好	一般

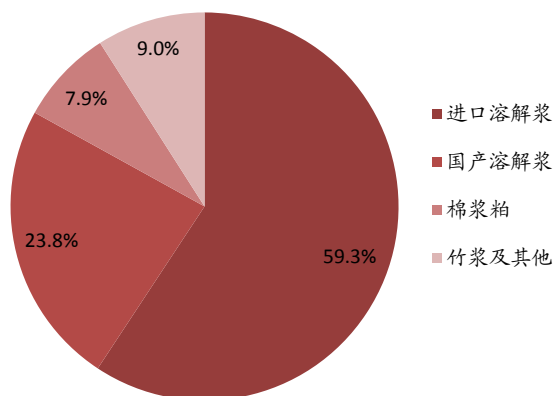
资料来源：产业信息网、浙商证券研究所

## 2.1. 原料价格高位回落，进口依赖度较高

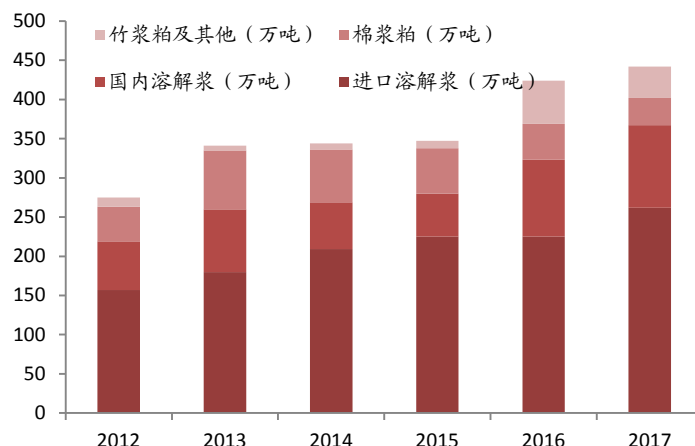
粘胶短纤上游原材料有棉浆粕、溶解浆和竹浆粕等，其中以前两种为主。棉浆粕是以棉短绒为原料，经碱法蒸煮、漂洗精制而成的高纯度纤维素，溶解浆是以木材为原料，在木浆的基础上除去半纤维素，最终只保留纤维素的高纯度化学浆。2017 年我国浆粕总供应量为 442 万吨，其中进口溶解浆、国产溶解浆、棉浆粕占比分别为 59.3%、23.8%、7.9%，竹浆粕及其他浆粕占比 9%，目前溶解浆供应量占浆粕总供应量的 83%，达到 367 万吨，近五年年均复合增长 8.85%。中国是全球溶解浆最大的消费国，但由于我国森林资源相对匮乏，国产溶解浆供应不足，近年来溶解浆进口量逐年提升，2017 年达到 262 万吨，自 2012 年以来年均复合增长 10.8%，同期国产溶解浆产量年均复合增长 11.1%，2017 年产量为 105 万吨，溶解浆整体的进口依赖度达到近 60%。

图 10：2017 年我国不同浆粕的供应量占比

图 11：近年来我国不同浆粕的供应量变化



资料来源: 中国纸业网、浙商证券研究所



资料来源: 中国纸业网、浙商证券研究所

2017 年全球溶解浆产能合计 843.6 万吨/年, 主要分布在美洲、亚洲等区域, 产能占比分别为 43.8% 和 28.3%, 美国是全球第一大溶解浆生产国, 拥有产能 200 万吨/年, 2017 我国自美国进口的溶解浆约占进口总量 12%。中国溶解浆产能 130.1 万吨/年, 约占全球总产能 15.4%, 主要生产企业有太阳纸业、骏泰纸业、亚太博森等。由于美国贸然对中国商品加征关税, 我国决定对原产于美国的约 600 亿美元商品加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税, 其中对溶解浆加征 5% 关税, 可能会增强国内溶解浆生产企业的信心。

表 3: 2017 年全球溶解浆产能及分布

主要产区	国家	产能 (万吨/年)
美洲	美国	200
	加拿大	91
	巴西	78.5
非洲	南非	105
欧洲	瑞典、法国等	130
亚洲	印尼、印度	69
	日本、泰国	40
	中国	130.1
全球合计		843.6

资料来源: 中国纸业网、浙商证券研究所

表 4: 2017 年国内溶解浆生产企业及产能

生产企业	所在地	产能 (万吨/年)
太阳纸业 (旧)	山东兖州	30
骏泰纸业	湖南怀化	30
亚太博森	山东日照	20.5
太阳纸业 (新)	山东邹城	20
石岷纸业	吉林延边	10
安徽华泰	安徽安庆	10
青山纸业	福建三明	9.6
中国合计		130.1

资料来源: 中国纸业网、浙商证券研究所

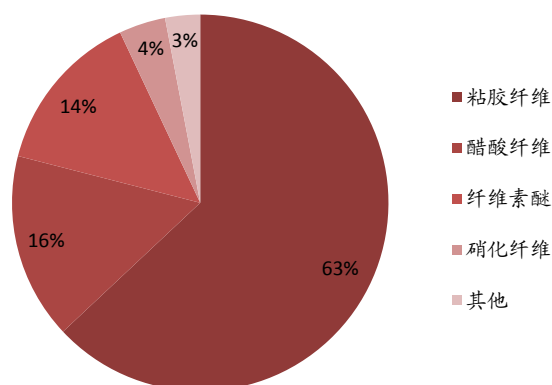
由于我国溶解浆的生产成本较国外高出许多, 导致国内生产企业缺少国际定价权, 而国产溶解浆的产品结构单一, 也制约了我国溶解浆走向国际市场。2009-2011 年主要产棉国因灾害天气出现全球性减产, 作为替代品的粘胶短纤行业迎来高速增长期, 带动了溶解浆价格大幅上涨, 但国内溶解浆产能在 2010-2012 年翻倍增长, 同时由于全球纺织行业需求逐步下降, 国外低价溶解浆大量进入, 导致我国溶解浆价格快速下跌, 国内溶解浆生产企业受到巨大冲击, 进入低迷调整期。2015 年初开始, 随着落后产能的退出以及下游需求的回暖, 溶解浆价格进入上涨通道, 近期国内溶解浆价格 7650 元/吨, 较前期高点回落 11.6%, 但较 2015 年初仍上涨 27.5%。全球溶解浆下游应用主要来自粘胶纤维, 应用占比达到 63%, 其次为醋酸纤维、纤维素醚等, 应用占比分别为 16% 和 14%。

图 12: 近几年溶解浆价格变化

图 13: 全球溶解浆主要应用占比



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

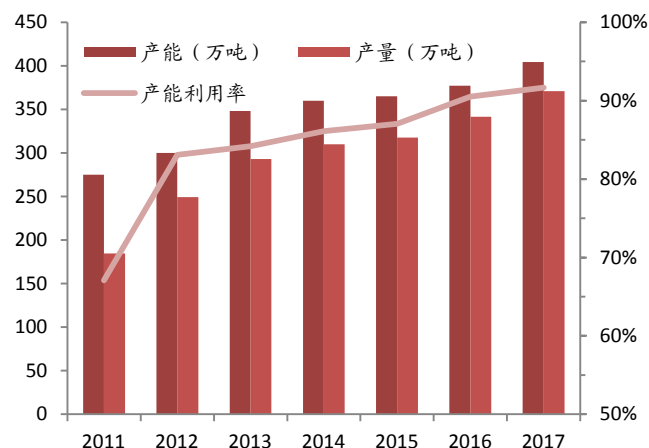


资料来源: 产业信息网、浙商证券研究所

## 2.2. 粘胶短纤行业持续调整, 有望逐步进入上升期

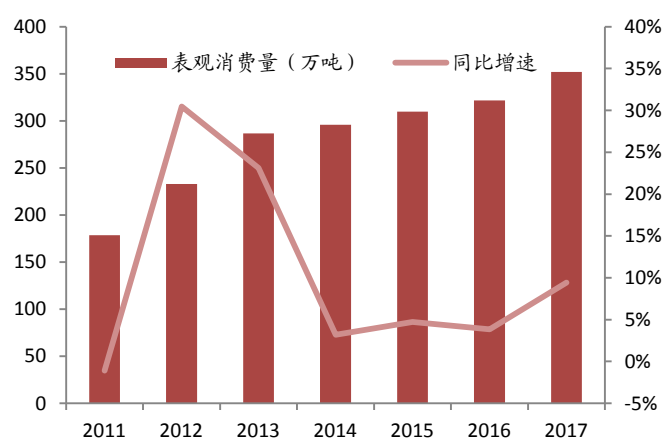
我国是全球最大的粘胶短纤生产国和消费国, 约占全球产能 70%。2017 年我国粘胶短纤产能 405 万吨/年, 产量 371 万吨, 同比分别增长 7.3% 和 8.6%, 产能利用率 91.7%, 处于近年最高水平。由于 2008 年 4 万亿经济刺激计划以及粘胶短纤行业盈利较好, 2009-2011 年我国粘胶短纤产能大规模投产, 导致行业产能严重过剩, 2011 年以后产能增速逐步放缓, 根据统计, 2011 年以来我国粘胶短纤产能年均复合增速为 6.6%, 而产量年均增速达到 12.3%, 行业过剩产能逐步被消化。需求方面, 2017 年我国粘胶短纤表观消费量 352 万吨, 自 2011 年以来年均复合增长 12%, 其中 2012、2013 年的表观消费量同比增速分别达到 30.5% 和 20.1%, 一方面是粘胶短纤产能 2011 年大规模扩产后集中放量, 另一方面是粘胶短纤对棉花的替代性增强, 随着供需关系逐步平衡, 2014-2016 年我国粘胶短纤表观消费量增速基本维持在 3%~5%, 2017 年受益于下游需求旺盛, 增速回升至约 9.4%。

图 14: 国内粘胶短纤产能产量及产能利用率



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 15: 国内粘胶短纤表观消费量及增速

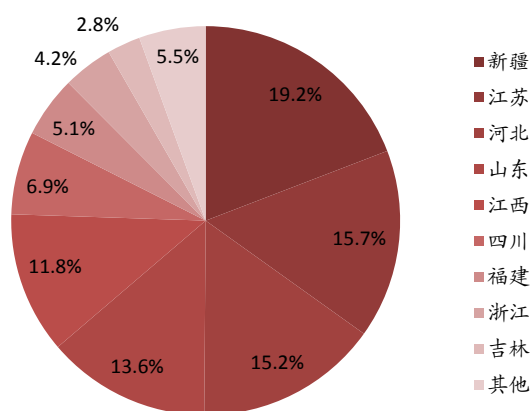


资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

我国粘胶短纤产能的区域集中度较高, 其中新疆、江苏、河北、山东、江西等省区产能合计占比达到 75% 左右, 主要是靠近原材料供应地或下游市场消费地。当前国内粘胶短纤生产企业共 25 家, 以三友化工为代表的前五大企业产能合计占比约 50%, 受环保政策趋严等因素影响, 当前国内粘胶短纤行业进入门槛提高, 小企业以及环保压力较大的区域扩产受到限制, 利好龙头企业持续发展壮大。根据百川资讯统计, 2018-2019 年我国新建粘胶短纤产约 85 万吨/年, 其中 2018 年新建产能 72 万吨/年, 短期供给端仍有一定压力, 但龙头企业市场占有率将提升, 对市场的掌控力有

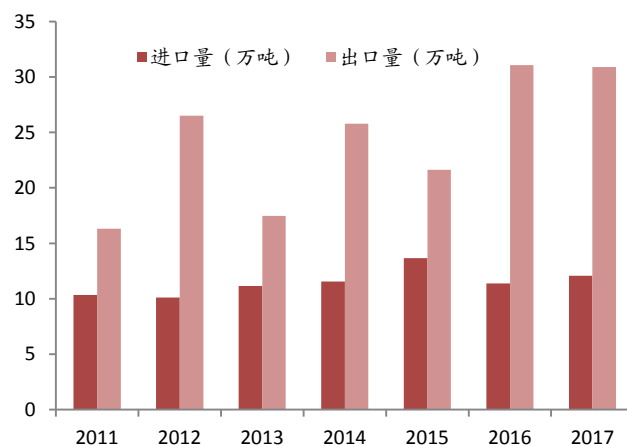
望进一步增强。近几年我国粘胶短纤进口量基本平稳,出口量总体提升,其中2017年进口量12万吨,出口量31万吨,年均复合增速分别为2.6%和11.2%,出口量的快速增长表明我国粘胶短纤的全球市场竞争力明显提升。

图 16: 国内粘胶短纤产能区域分布



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 17: 中国粘胶短纤进出口情况



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

表 5: 国内粘胶短纤生产企业 (2018.08)

生产企业	产能 (万吨/年)	备注	生产企业	产能 (万吨/年)	备注
唐山三友	70	正产生产	浙江富丽达	18	正产生产
新疆富丽达	40	正产生产	山东海龙	17	开工九成
山东雅美	34	开工九成	兰精化纤	16	正产生产
九江赛得利	28	正产生产	新疆天泰	15	10 万吨新线停产
江苏翔盛	26	暂时停产	吉林化纤	12	正产生产
福建赛得利	22	正产生产	玛纳斯澳洋	12	正产生产
江西赛得利	20	正产生产	新乡化纤	10	开工五成
宜宾丝丽雅	20	正产生产	成都丝丽雅	10	正产生产
阿拉尔富丽达	20	正产生产	其他	42.5	7 家企业, 规模较小
阜宁澳洋	18	正产生产			

资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

表 6: 2018~2019 年国内新增粘胶短纤产能

生产企业	产能 (万吨/年)	备注
唐山三友	20	两条线分别在 2018 年 6 月和 8 月投产
阜宁澳洋	16	预计 2018 年第四季度投产
中泰化学 (阿拉尔富丽达)	20	两条线分别在 2018 年 8 月和 9 月投产
江西赛得利 (九江)	16	2018 年初已经投产
吉林化纤	12.5	预计 2019 年投产

资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

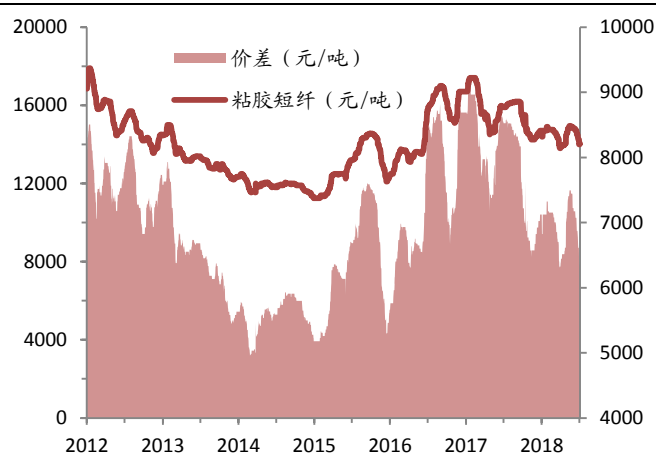
由于 2009-2011 年灾害天气导致棉花全球性减产, 棉花价格暴涨, 带动粘胶短纤价格大幅上涨, 2011 年粘胶短纤价格一度超过 20000 元/吨, 随后因新增产能大规模投产, 粘胶短纤价格开始一路下跌, 行业亏面持续扩大。随着环保政策趋严及原油价格上涨, 落后化纤产能面临关停, 低价涤纶短纤供应减少, 同时粘胶短纤行业经过多年的优化调整,



供需关系逐步得到改善, 2015 年初开始粘胶短纤价格触底反弹, 2017 年初上涨至 17400 元/年, 累计涨幅达到近 50%, 价差扩大超过 4000 元/吨。由于盈利状况较好, 行业开工率攀升至高位, 同时 2018 年新增产能较多, 粘胶短纤市场逐步进入低迷期, 盈利水平大幅下降, 但龙头企业拥有一定的成本及价格优势。

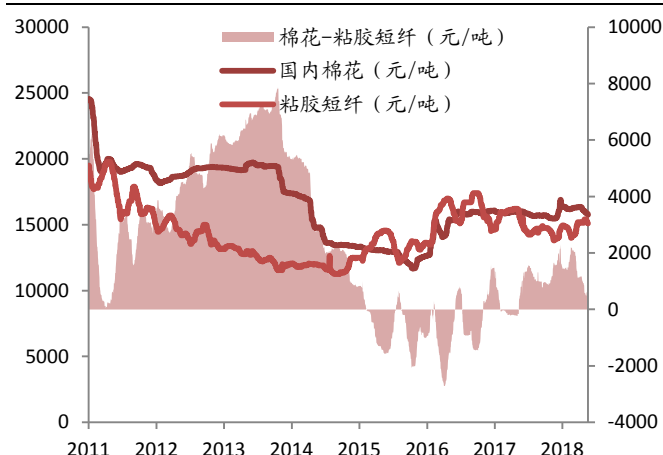
由于粘胶短纤与棉花的替代性较强, 其价格走势受棉价影响较大。2011-2013 年我国启动了棉花临时收储政策, 国内棉价持续高位, 而粘胶短纤价格优势明显, 下游企业纷纷提高粘胶短纤使用比例以替代棉花, 随着粘胶短纤供需改善, 以及国家棉花收储政策取消, 近几年粘胶短纤和棉花的价格相关性逐步增强。2017 年 10 月以来, 棉花价格持续高于粘胶短纤, 价差一度扩大到 2000 元/吨以上, 由于粘胶短纤性能优于棉花, 价格一般高于棉花 1500 元~2000 元/吨, 我们认为随着 2018 年新增产能释放完毕, 粘胶短纤与棉花的价差有望重回合理区间。

图 18: 粘胶短纤价格及价差变化



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

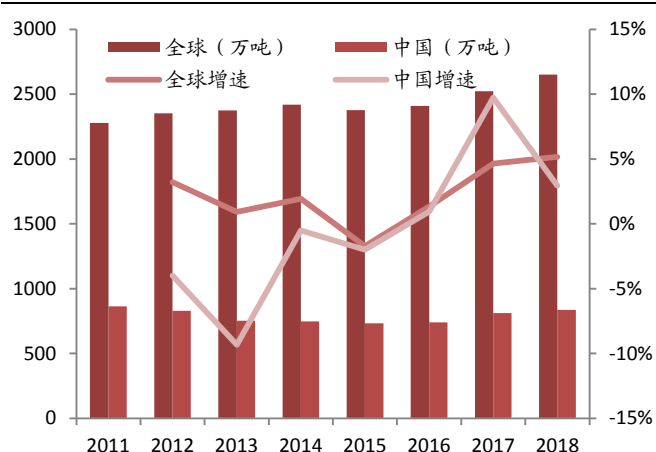
图 19: 国内棉花与粘胶短纤价格变化



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

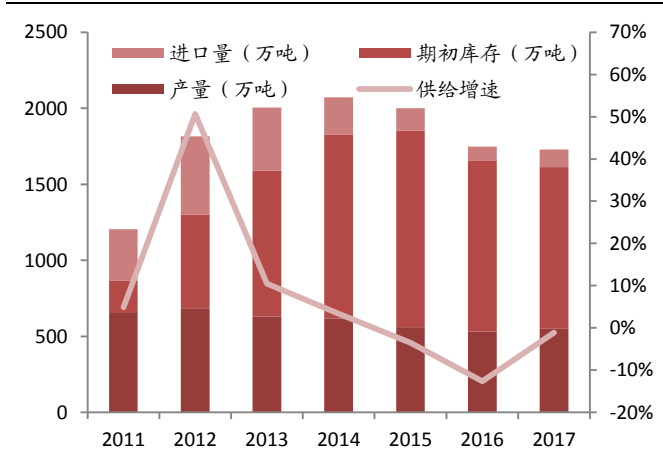
全球棉花消费量近几年保持稳中有增趋势, 2017/2018 年度为 2652 万吨, 年均复合增长 2.2%。2011-2015 年中国棉花消费量逐年降低, 主要由于粘胶短纤等化纤竞争优势增强, 对棉花的替代性持续提升, 2016 年开始随着粘胶短纤等化纤价格的上涨, 以及下游需求向好, 我国棉花消费量开始触底反弹, 2017/2018 年度中国棉花消费量 836 万吨, 约占全球 31.5%。近几年我国棉花产量总体呈下降趋势, 2017 年为 549 万吨, 自 2011 年以来年均降低 4.3%, 但同比增长 3.8%, 呈现企稳回升态势, 其中新疆棉花产量约占全国总产量的 74.4%。2014 年我国棉花供给量达到 2073 万吨, 其中产量、库存和进口量分别占比 29.8%、58.4%、11.8%, 近几年由于国储棉轮出以及内外棉价差缩小, 棉花库存量和进口量逐步降低, 2017 年我国棉花供给量降至 1728 万吨, 其中库存量 1063 万吨, 总体供应仍较为充足。

图 20: 全球及中国棉花消费量变化



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 21: 我国棉花供给量变化



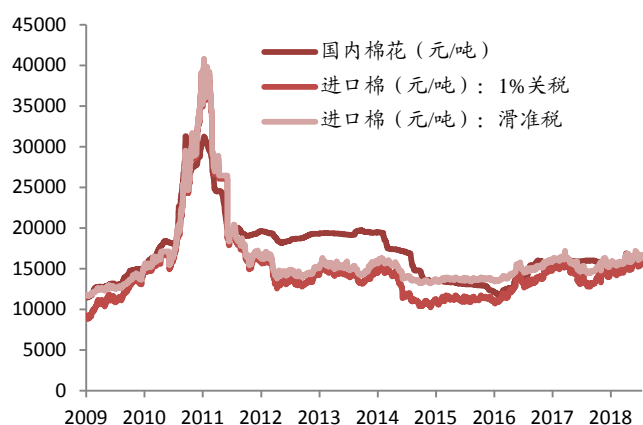
资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所



我国是全球最大的棉花生产国和消费国，但由于我国棉花生产成本较高，国际市场竞争力不足，棉价容易受国际市场影响，2010年8月—2011年3月，由于全球棉花缺口预期及资金炒作因素，全球棉价短期内暴涨，带动国内棉价大幅上涨，随着新棉丰产预期增强和国际金融市场风险加大，棉价快速跳水。为解决国内棉价暴涨暴跌问题，2011-2013年我国实施了棉花临时收储政策，维护了棉农的利益，但由于国际棉价长期低于国内，收储压力陡增，而超大规模的棉花储备，增加了国家财政负担，也不利整个棉花产业链健康发展，2014年开始我国棉花临时收储政策取消。

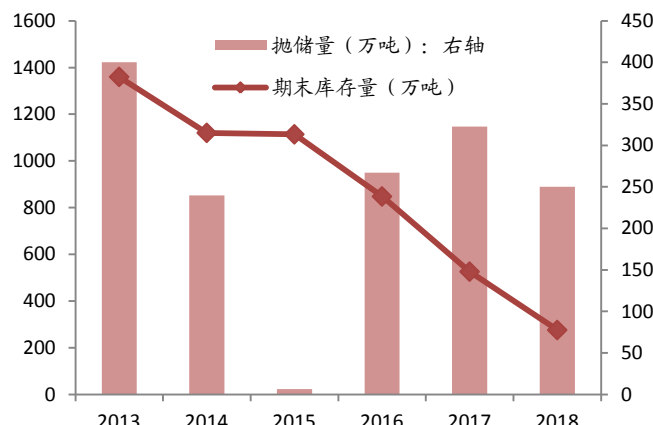
近几年国储棉轮出常态化，成为影响国内棉价走势的关键因素。2013年国储棉期末库存量为1360万吨，经过连续多年的抛储，目前国储棉库存量降至276万吨，其中2018年国储棉抛储量为250万吨。我们认为后期国储棉抛压对棉价的压制因素将大幅降低，而我国棉花产量难以满足自身需求，预计2019年下半年开始，我国棉花总体供应将进入逐步趋紧状态，棉价或将逐步走强，并有望带动粘胶短纤价格上行。

图 22：近十年国内外棉花价格走势



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 23：国储棉期末库存及历年抛储量

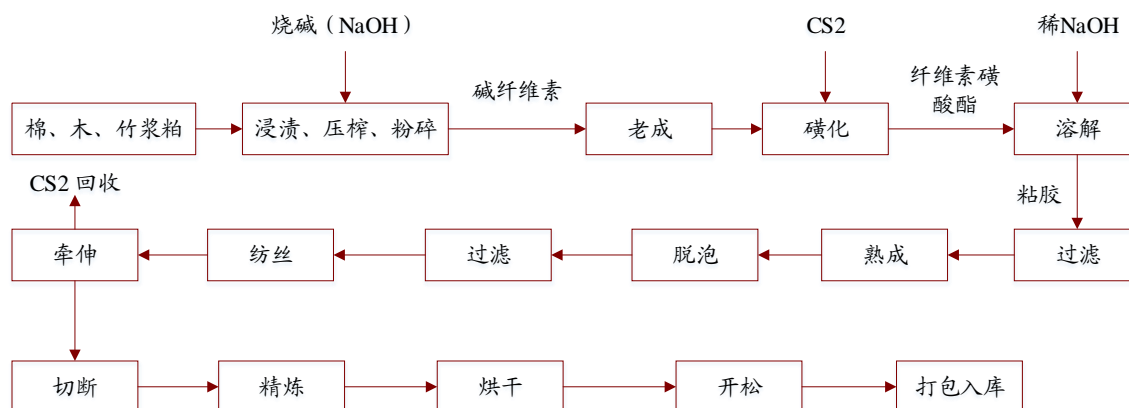


资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

## 2.3. 粘胶短纤业务稳步增长，行业竞争优势明显

公司是目前国内最大的粘胶短纤生产企业，生产工艺一直采用二硫化碳（CS<sub>2</sub>）法，该法也是我国粘胶纤维行业中普遍采用的一种工艺方法，它是以天然纤维中提取的浆粕为原料，经碱化、老成、磺化等工序制成可溶性纤维素磺酸酯，再溶于稀碱液制成粘胶，再经过过滤、脱泡、纺丝等工序制成。根据浆粕原料和纺丝工艺的不同，粘胶短纤可以分为：（1）普通粘胶短纤，具有一般的物理机械性能和化学性能，又分棉型和毛型，用途最为广泛；（2）高湿模量粘胶短纤，具有较高的聚合度、强力和湿模量，是粘胶短纤的改良品种；（3）高强力粘胶短纤，具有较高的强力和耐疲劳性能。公司浆粕以直采为主，经销商为辅，同时母公司配套有浆粕业务。

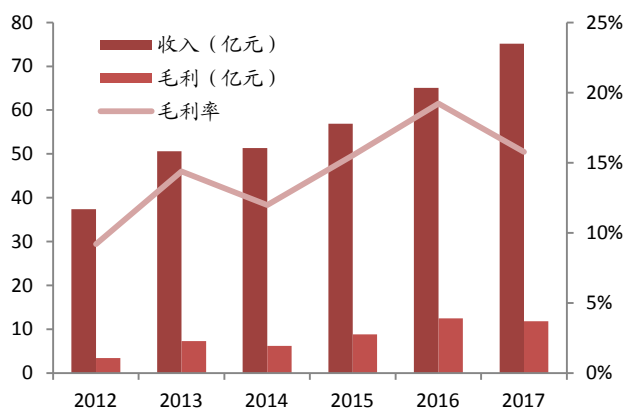
图 24：公司粘胶短纤生产工艺流程图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

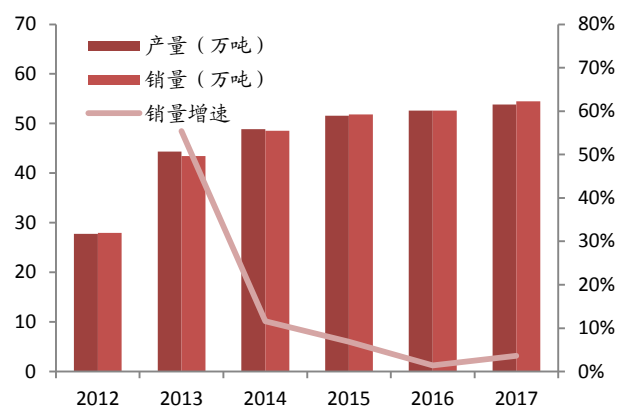
公司现有粘胶短纤产能 70 万吨/年，始终坚持高端化、差别化路线，能够满足不同客户的个性化需求，同时是国内首家通过欧洲一级生态纺织品质量认证的企业，拥有莫代尔纤维、竹代尔纤维等一系列高技术含量、高附加值的产品。近几年公司粘胶短纤业务保持稳步增长态势，2017 年实现营业收入 75.2 亿元，同比增长 15.4%，毛利润 11.84 亿元，同比下降 5.4%，尽管产品销售价格同比上涨，但原材料浆粕及烧碱等采购成本增加明显，综合来看，近五年公司粘胶短纤收入和利润年均复合率分别为 15% 和 28%，盈利能力总体持续增强。产销量方面，2017 公司粘胶短纤实现产量约 54 万吨，产能利用率 107.7%，近几年基本保持产销平衡。

图 25：公司粘胶短纤业务收入及毛利



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 26：公司粘胶短纤业务产销量及增速

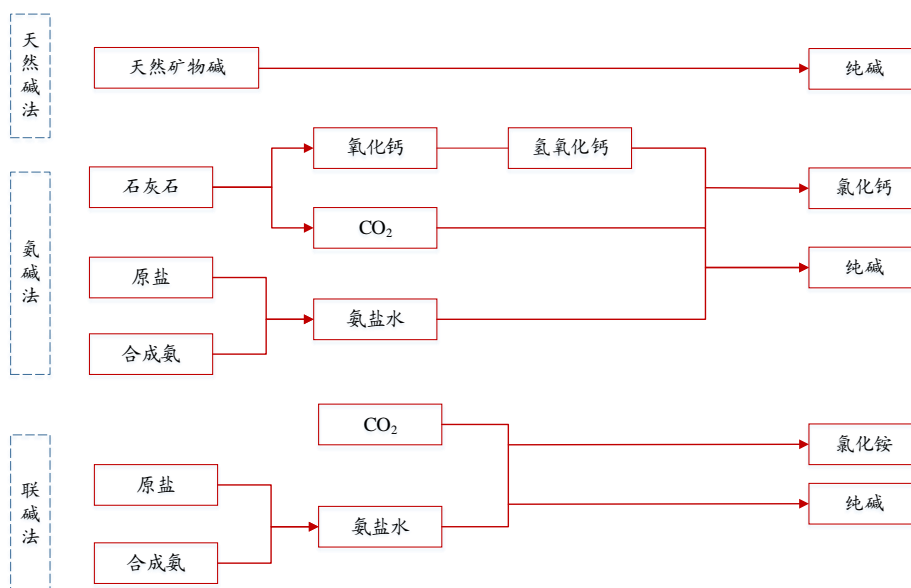


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 3. 纯碱供需关系良好，有望维持较高景气度

纯碱是重要的基础化学原料，国内纯碱生产工艺主要有三种：天然碱法、氨碱法、联碱法。天然碱法是以天然矿物碱为原料，采用结晶法提取纯碱的工艺，具有高质量、低成本优势，但受资源限制无法大规模扩产，我国天然碱装置集中在河南等地的天然碱资源区。氨碱法又称索尔维法，该方法主要以原盐、石灰石和合成氨等为原料，装置建设规模大、产品质量高，但要有丰富的原材料等资源供应，且要排放大量废渣、废液。联碱法又称侯氏制碱法，是将氨碱法和合成氨工艺联合起来，同时生产纯碱和氯化铵的方法，联碱法装置具有原盐利用率高、污染少、能耗低等优点，但需配套建设合成氨系统，一次性投资较大，联产的氯化铵又易受农业生产和复合肥行业发展的影响。

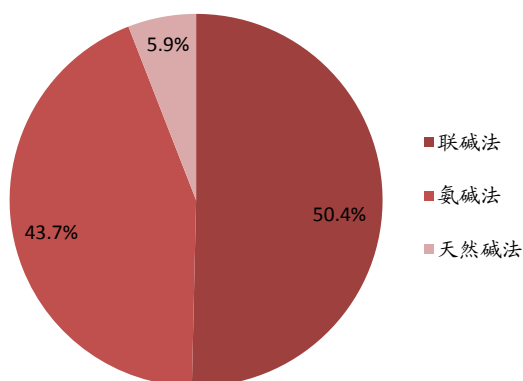
图 27：纯碱主要生产工艺流程图



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

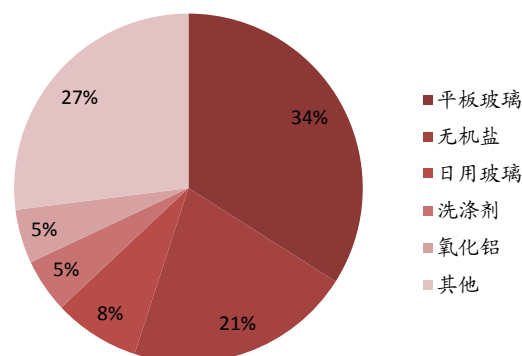
目前我国纯碱生产工艺以联碱法和氨碱法为主，产能占比分别为 50.4%和 43.7%，天然碱法产能占比 5.9%。纯碱通常可分为轻质纯碱和重质纯碱，两者性质相同，但重质纯碱结晶颗粒大，含氯化物低，可用于浮法玻璃（平板玻璃）、氧化铝等对纯碱等级有特殊要求的需求大户，而轻质纯碱的需求主要集中于一些产品附加值较低的领域，如无机盐、日用玻璃、合成洗涤剂等，综合来看，纯碱下游需求主要为平板玻璃、无机盐、日用玻璃，占比分别为 34%、21%、8%，其次为洗涤剂和氧化铝，占比均为 5%左右。

图 28：不同工艺纯碱产能占比



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 29：纯碱下游需求分布

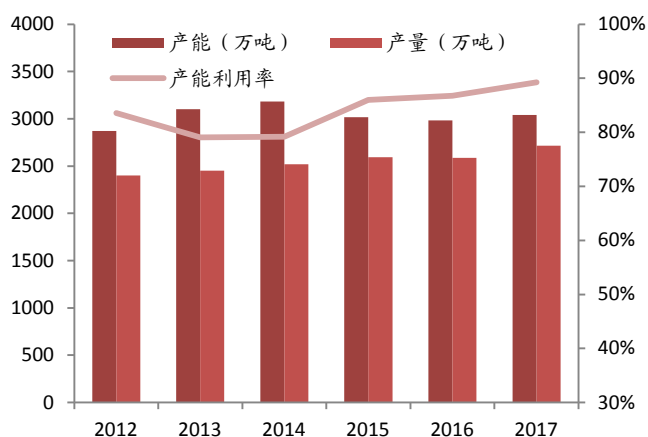


资料来源：产业信息网、浙商证券研究所

### 3.1. 供给受限需求提升，纯碱市场震荡上行

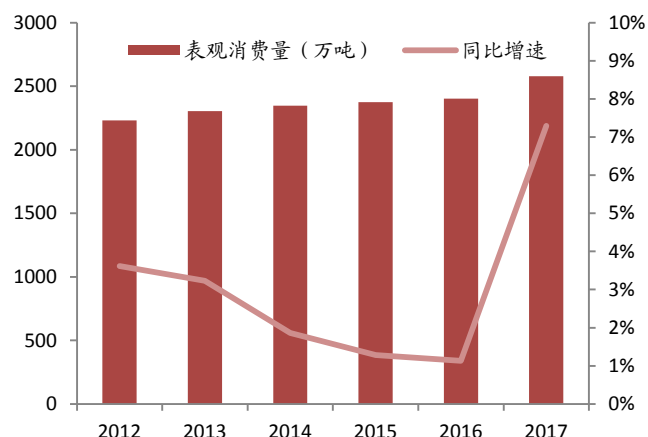
我国纯碱产能近十年来快速增长，特别是 2008-2011 年产能增速达到较高阶段，2010 年 5 月，工信部印发了《纯碱行业准入条件》，对新建、扩建纯碱项目及配套设施进行严格规范准入，新建、扩建纯碱项目的氨碱厂、联碱厂设计能力分别不得小于 120 万吨/年和 60 万吨/年。由于纯碱产业自 2011 年起进入低迷期，行业开工率持续下滑，产能增速也逐步放缓，2014 年我国纯碱产能达到 3182 万吨/年的峰值，近几年受供给侧改革及环保政策趋严影响，2015、2016 年我国纯碱产能连续两年下降，2017 年小幅增长 2%至 3042 万吨/年，行业产能利用率逐年提高，2017 年达到 89.3%，较 2014 年大幅提高 10.2 个百分点。我国是全球纯碱第一大消费国，约占全球总需求 40%以上，2017 年国内纯碱表观消费量 2578 万吨，年均复合增长 1.6%，但同比增速提升至 7.3%，主要受下游市场需求拉动影响。

图 30：国内纯碱产能产量及产能利用率



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

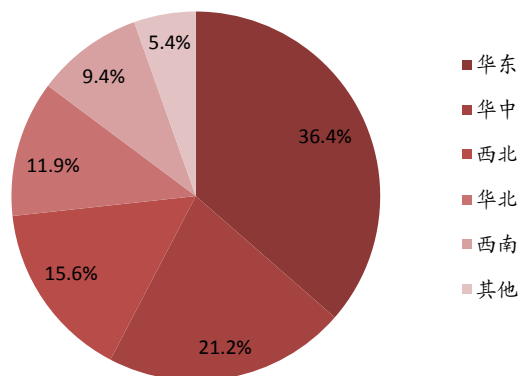
图 31：国内纯碱表观消费量及增速



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

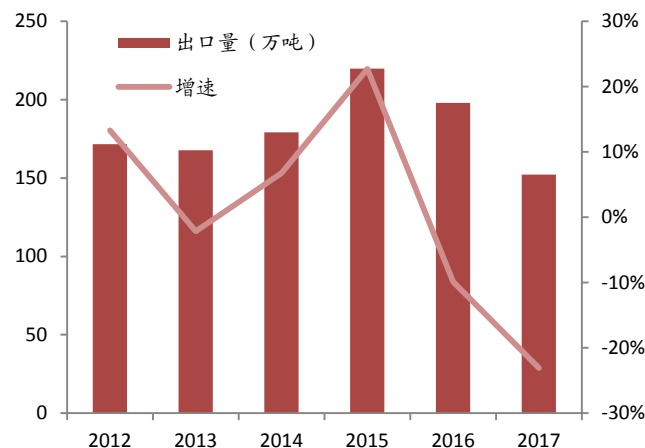
我国现有纯碱产能主要分布在华东、华中、西北、华北地区，产能占比分别为 36.4%、21.2%、15.6%和 11.9%，主要是靠近纯碱的消费地和原料采购地，国内目前纯碱生产企业约 40 家，其中产能超过 100 万吨的企业有 11 家，合计产能约 1780 万吨，约占全国总产能的 58.5%，其中以三友化工为代表的前五大企业产能占比 35.8%，行业产能集中度仍有进一步提升空间。近几年国内纯碱供应基本充足，处于净出口状态，受到近几年国内纯碱产能压缩影响，我国纯碱 2016、2017 年出口量连续两年下降，其中 2017 年同比大幅下降 23.1%至 152.3 万吨，同期纯碱进口量 14.4 万吨，近两年我国纯碱进口量保持基本平稳，但进口纯碱价格竞争优势不足，主要是在国内纯碱短期供应不足、价格较高时进入国内市场，而出口量持续降低也表明国内纯碱市场供需关系有所改善。

图 32：国内纯碱产能区域分布



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 33：国内纯碱出口量及变化



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

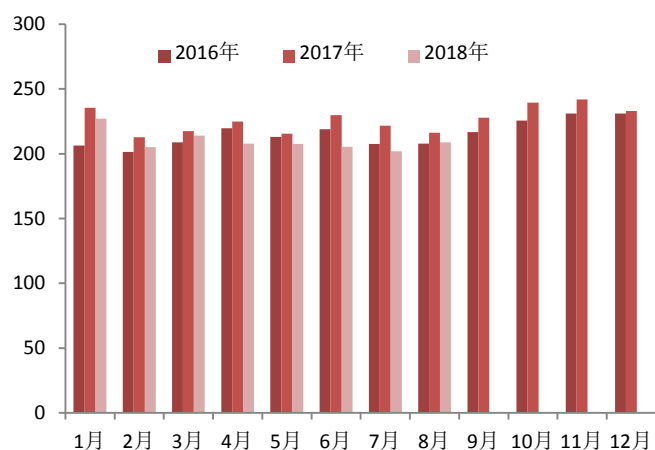
表 7：国内产能 100 万吨/年以上纯碱企业

序号	企业名称	产能 (万吨/年)	产能占比	生产工艺
1	唐山三友化工股份有限公司	340	11.2%	氨碱法
2	山东海化股份有限公司	280	9.2%	氨碱法
3	河南金山化工集团	200	6.6%	联碱法
4	山东海天生物化工有限公司	140	4.6%	氨碱法
5	河南中源化学股份有限公司安棚分公司	130	4.3%	天然碱法
6	中石化南京化学-连云港碱厂	120	3.9%	氨碱法
7	青海发投碱业有限公司	120	3.9%	氨碱法
8	湖北三环科技股份有限公司	120	3.9%	联碱/氨碱
9	四川和邦生物科技股份有限公司	120	3.9%	联碱法
10	中盐青海昆仑碱业有限公司	110	3.6%	氨碱法
11	江苏省实联化工有限公司	100	3.3%	联碱法

资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

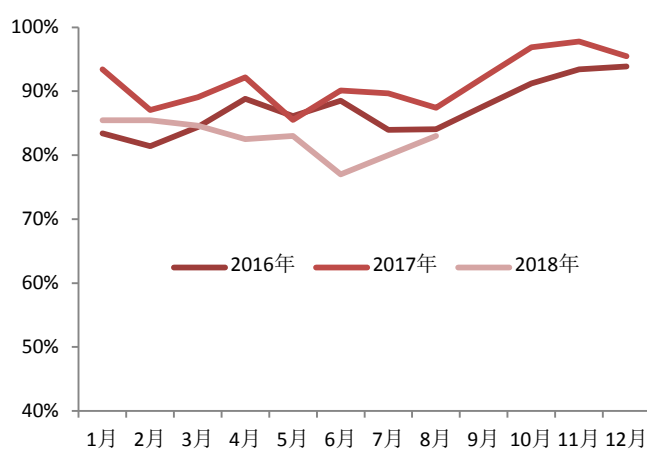
2018 年 1-8 月国内纯碱合计产量 1680 万吨，同比下降 5.4%，平均开工率 82.6%，同比降低 6.7 个百分点，主要由于上半年纯碱企业检修厂家较多，对产量影响较大。2018 年 1-2 月份受春节影响，运输受阻，下游采购需求减弱，导致纯碱库存大幅攀升，随着 3 月中下旬的碱企大规模集中检修，加上后期检修预期的影响，让下游对于市场供应量开始恐慌，拿货较为积极，纯碱库存下降迅速，市场行情随之而来。5 月份，碱厂检修后逐渐恢复，开工率有所提升，进入六月，环保“回头看”对于纯碱下游行业开工施压，且青岛上合峰影响区域内化工企业低产，纯碱开工率大幅降低，三季度随着峰会影响结束及下游需求恢复，纯碱开工率持续提升。

图 34：国内纯碱单月产量比较



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

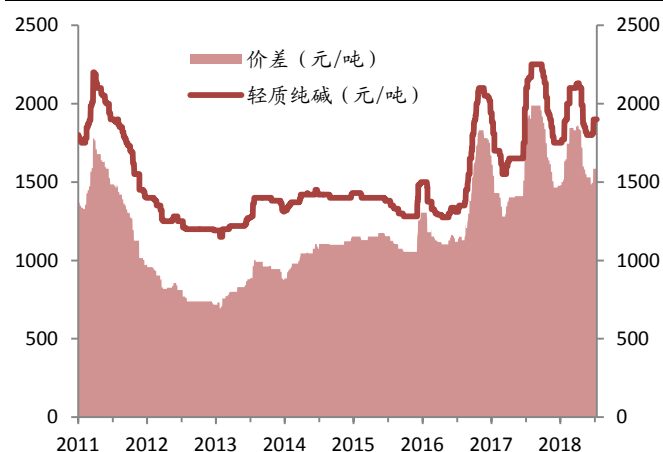
图 35：国内纯碱单月开工率比较



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

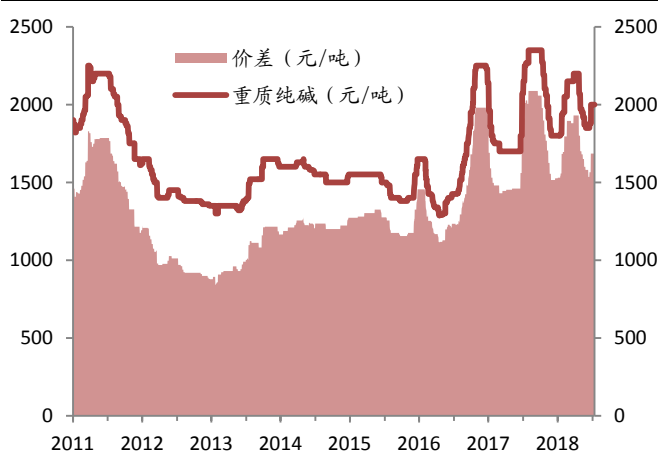
国内纯碱市场自 2011 年下半年开始由于产能过剩，价格一路下滑，2012 年国内纯碱企业大面积亏损，经过多年的调整，2016 年开始受供给侧改革及环保趋严影响，同时下游房地产等行业需求拉动，纯碱市场逐步迎来景气向上周期。2018 年前三季度，国内轻质纯碱均价 1909 元/吨，重质纯碱均价 1980 元/吨，同比分别上涨 5.8% 和 3.8%，价差同比分别扩大 86 元/吨和 54 元/吨，纯碱行业盈利状况进一步提升。近几年看，2016~2017 年纯碱产能有所缩减，而下游需求仍保持小幅增长，供需面变化促成纯碱行业稳步略有向上，但阶段性供需错配情况下会出现大幅上涨行情，每年有两拨行情，成为一种新的模式，短期波动比较大，但价格中枢震荡向上。2018 年纯碱行业除搬迁外新建产能约 140 万吨/年，预计未来几年市场供给端压力将有所提升。

图 36：轻质纯碱价格及价差变化



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 37：重质纯碱价格及价差变化



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

表 8：2018 年国内纯碱新增产能计划

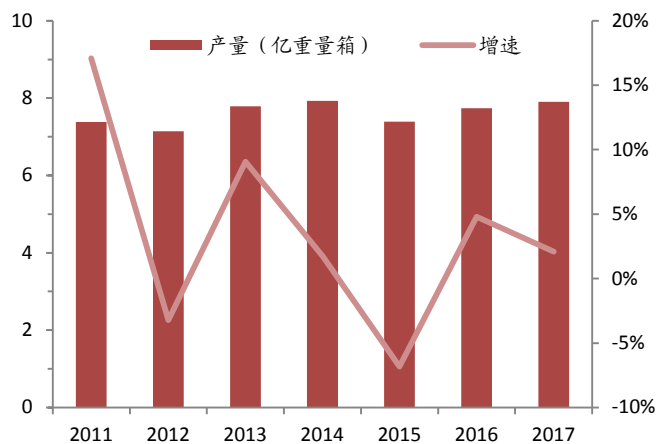
序号	企业名称	产能（万吨/年）	备注
1	宁夏日盛高新产业股份有限公司	20	计划 2018 年 10 月份投产
2	中盐青海昆仑碱业有限公司	20	计划 2018 年年底投产
3	河南金山化工集团	70	计划 2018 年 9 月份投产
4	江西晶昊盐化有限公司	30	2018 年 7 月 16 日计划投料试生产
5	江苏德邦兴华化工股份有限公司	60	搬迁，计划 2020 年投产



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

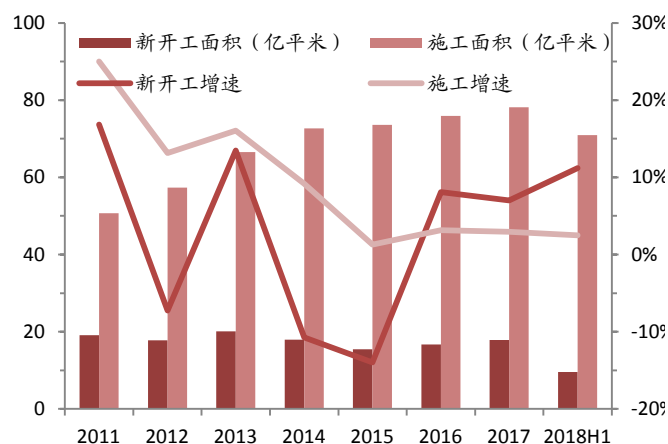
玻璃产业发展对纯碱需求有着重要影响,尤其是平板玻璃,2017年我国平板玻璃产量7.9亿重量箱,同比增长2.1%,自2011年以来年均复合增长1.1%,总体保持稳步增长,2018年1-8月我国平板玻璃累计产量5.7亿重量箱,同比略降0.1%。平板玻璃下游需求70%以上来自房地产,国内房屋新开工面积自2015年开始触底反弹,2018年上半年为9.6亿平米,同比增长11.2%,继续保持较快增长,历史上看,平板玻璃需求通常滞后于房地产新开工面积半年至一年,因此我们认为短期内平板玻璃产量有望维持,进而推动重质纯碱需求保持良好水平。轻质纯碱下游需求较为分散,受环保整治等因素的影响,整体需求增速平缓,部分行业甚至出现负增长。综合来看,未来几年国内纯碱供给增速略高于下游需求增速,国内纯碱市场或将有所承压,但仍有望维持相对较高的景气度。

图 38: 我国平板玻璃产量及增速



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 39: 我国房屋施工及新开工面积



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 40: 平板玻璃产量与房屋新开工面积关联



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

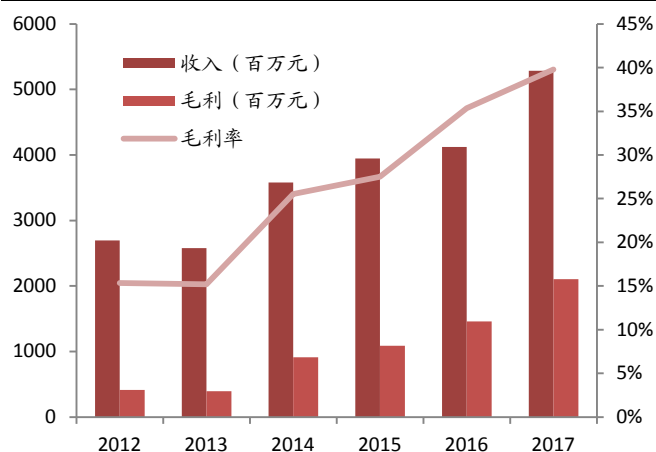
### 3.2. 纯碱业务快速增长, 盈利能力持续提升

公司纯碱业务主要由本部和青海五彩碱业有限公司经营, 现有产能340万吨/年, 其中青海五彩碱业110万吨/年产能2014年7月正式投产, 公司纯碱低盐化率、重质化率、散装化率行业第一, 目前主要产品包括重质纯碱(70%左右)、轻质纯碱(25%左右)和食用碱(5%左右)。近几年公司纯碱业务取得了持续发展, 2017年实现收入52.8亿元, 同比



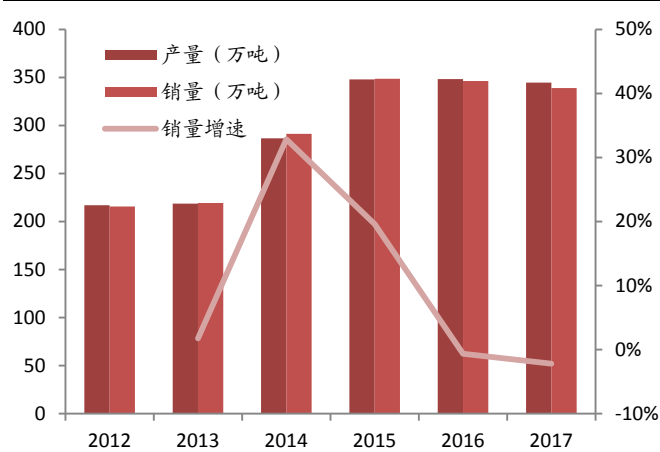
增长 28.2%，年均复合增长 14.4%，主要是受益于新增产能释放以及纯碱价格上涨，同时公司纯碱盈利能力持续提升，2017 年毛利率达到 39.8%，较 2013 年大幅提升 24.6 个百分点。公司纯碱近几年产销基本平衡，2017 年实现销量 338.8 万吨，其中青海厂区产能利用率 104.6%，唐山本部产能利用率约 100%。

图 41：公司纯碱业务收入及毛利



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 42：公司纯碱业务产销量及库存

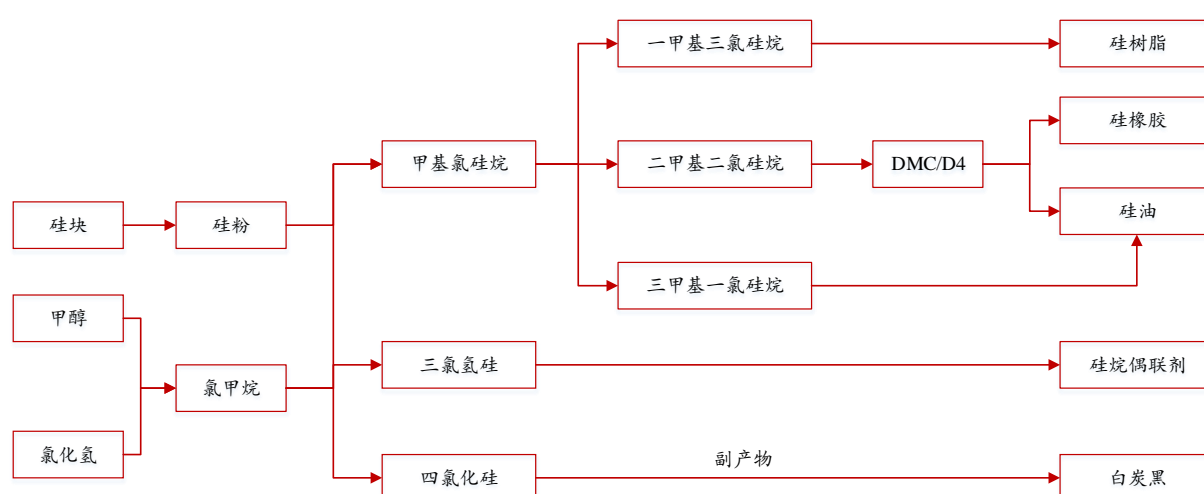


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 4. 有机硅景气度下滑，公司成本控制力较强

有机硅化合物是指分子中含有硅-碳键 (Si-C)，同时至少一个有机基团与硅原子直接相连的化合物，通常也包含那些通过氧、硫、氮等使有机基团与硅原子间接相连的化合物，其中以硅氧键 (-Si-O-Si-) 为主链组成的聚硅氧烷应用最为广泛，约占有机硅产品总用量的 90% 以上。由于有机硅产品结构中既含有“有机基团”，又含有“无机结构”，使其兼具有机物的特性与无机物的功能，具有耐高低温、耐气候老化性、耐腐蚀、电气绝缘、无毒无味等优异特性，广泛应用于航空航天、电子电气、建筑、运输、化工、医疗等国民经济的各个领域。有机硅产业链可分为原料、单体、产品等三个环节，其中基础原料为硅粉和一氯甲烷，硅粉由金属硅磨成粉制得；主要单体为甲基氯硅烷，约占整个有机硅单体总量的 90% 以上，近年来我国在单体生产技术上不断取得突破，二甲选择性已经接近 88%~92% 的国际先进水平；下游则是以有机硅单体为原料生产的硅树脂、硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂等四大类深加工产品。

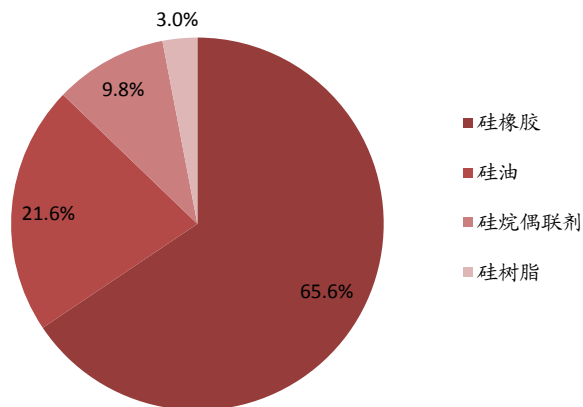
图 43：有机硅主要产品合成工艺流程图



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

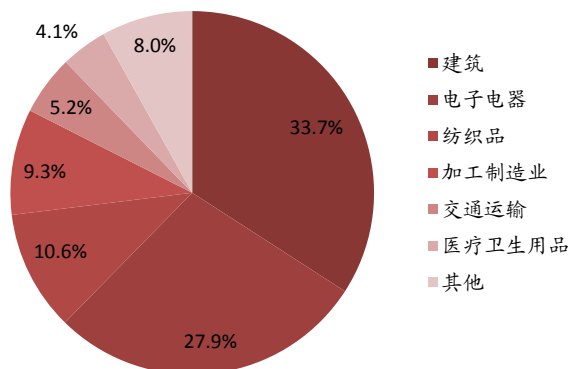
有机硅下游主要产品中硅橡胶和硅油分别占比 65.6%、21.6%，硅橡胶又可分为室温胶和高温胶两大类，其中室温胶约占硅橡胶总量的 65%，而大约 70% 的室温胶用于生产建筑密封胶，高温胶则主要用于电子电器、汽车等领域。有机硅下游应用领域十分广泛，其中建筑、电子电器、纺织品占比分别 33.7%、27.9% 和 10.6%。

图 44：有机硅产业链下游主要产品分布



资料来源：产业信息网、浙商证券研究所

图 45：有机硅下游应用领域分布



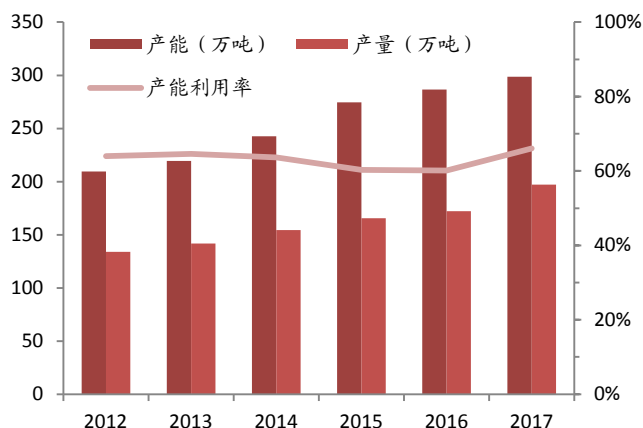
资料来源：中国报告网、浙商证券研究所

#### 4.1. 有机硅市场大幅调整，龙头企业扩产明显

2008~2012 年是我国有机硅产业的高速发展期，产能规模急剧扩张，2012 年后开始有所放缓。2017 年底国内有机硅单体产能达到 298.5 万吨/年，近五年年均复合增长 7.3%，近几年行业由于产能过剩持续调整，同时国内供给侧改革开启，产能基本保持平稳，2018 年行业新增产能仅 5 万吨/年。2017 年我国有机硅粗单体产量 197.1 万吨，年均复合增长 8.0%，同比增长达到 13.7%，主要是受益于有机硅行业景气复苏，整体开工状况明显提升，2017 年国内有机硅名义产能利用率 66%，同比提升 6 个百分点，由于受到新安股份搬迁并线、兴发集团技改影响，同时有 28 万吨/年产能长期停车，我们测算行业有效产能利用率在 78% 左右。

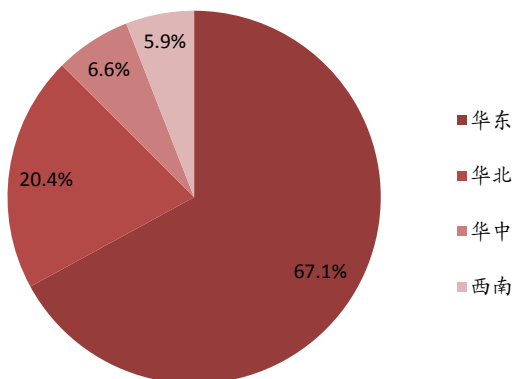
从产能区域分布看，我国有机硅产能主要分布在华东、华北地区，产能占比分别为 67.1%、20.4%，具有较高的区域集中度，主要是靠近原料供应地和下游客户需求地。由于前几年行业低迷调整以及近年来环保政策趋严，国内有机硅生产企业经过洗牌后剩下 14 家，其中有两家企业长期处于停车状态，而龙头企业的竞争实力大幅增强，目前国内前五大有机硅生产业合计产能 168 万吨/年，约占总产能的 55.4%，未来行业集中度仍有望进一步提升。

图 46：我国有机硅产能产量及产能利用率



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 47：我国有机硅产能区域分布



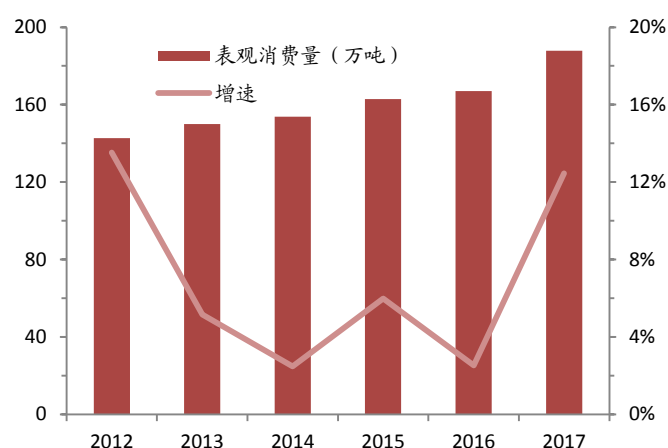
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

**表 9：近期国内有机硅企业产能及开工情况**

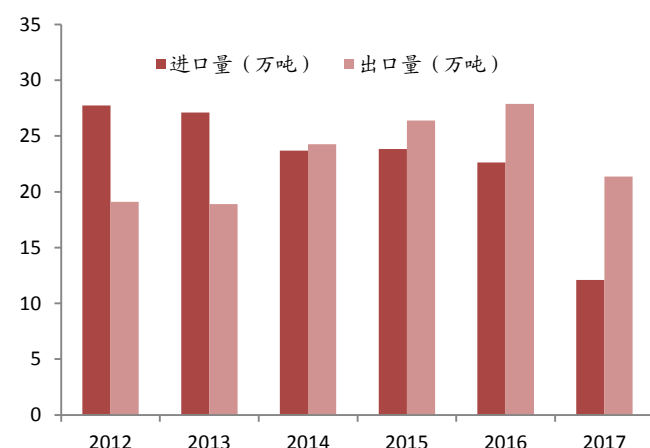
企业名称	生产线(条)	产能(万吨/年)	单体装置动态	开工率
江西星火	6	45	装置开工六成左右	60%
张家港工厂	4	40	装置正常运行为主	95%
新安股份	4	34	10万吨装置检修,其余正常运行	71%
山东东岳	2	25	装置运行负荷正常,预计11月底检修	85%
内蒙古恒业成	3	24	装置正常运行为主	90%
唐山三友	2	20	一期装置展开半个月左右检修计划	60%
湖北兴发	2	20	周期性检修3天左右,近期无检修计划	50%
浙江合盛	2	18	装置正常运行为主	95%
山西三佳	2	18	暂未重启	0%
四川合盛	2	18	装置正常运行为主	90%
山东金岭	1	15	11月15日停车检修半个月	83%
浙江中天	1	10	装置正常运行,12月份有检修计划	95%
江苏弘博	1	10	有机硅项目全线停车	0%
鲁西化工	1	6.5	开工负荷一半,周四停车预计持续到月底	50%

资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

2017年我国有机硅表观消费量187.9万吨,近几年年均复合增长5.7%,同比则大幅增长12.5%,一方面是2016年来我国房地产行业快速发展,对有机硅需求大幅提升,另一方面我国电子电器、纺织品行业稳步增长,而有机硅在新能源、节能环保、医疗卫生及高端制造等方面不断开发出新的用途,特别是在太阳能、LED、个人护理用品、轨道效能以及替代石油基产品等方面,其应用得到快速发展。2017年我国有机硅进口量12.1万吨、出口量21.4万吨,近几年我国有机硅进口量逐步下降,出口量总体稳步增加,主要受益于国内有机硅行业的扩张及产品性能的提升,2017年由于国内有机硅下游需求旺盛,出口量同比下降,未来随着我国有机硅行业持续走向规模化、高端化,进口替代效应将更加明显,在国际市场的话语权也将大幅提升。

**图 48：我国有机硅表观消费量及增速**


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

**图 49：我国有机硅进出口量**


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

国外有机硅单体产能近几年基本保持平稳,2017年有效产能239万吨/年,主要分布在美国、欧洲地区,其中道康宁、迈图、瓦克、信越等国际巨头产能占比分别为35.1%、18.8%、18.4%和14.6%,基本控制了海外有机硅市场。由于有机硅市场需求不断增长,行业供需关系偏紧,未来几年全球有机硅产能将进入扩张期。2018年9月韩国企业

KCC 宣布将联合资本集团以约 31 亿美元价格收购美国迈图，该交易预计将在 2019 年上半年完成，收购合并后的新公司有望成为全球第二大有机硅生产商。2018 年 9 月，日本信越化学宣布将投资近 1100 亿日元（按当前汇率，约合 9.65 亿美元）用来发展其有机硅业务，其中 500 亿日元用于有机硅单体扩产，500 亿日元用于提高有机硅下游产品产能，剩余 100 亿日元用于配套设施建设，建设周期约两年半，同期陶氏化学发布公告称制定了涉及上下游有机硅系列产品的投资计划，其中包括增加高附加值有机硅产品和中间体产能等。国内有机硅龙头企业也步入扩产序列，据百川资讯统计，2019~2020 年后我国有机硅单体新增产能预计将达到 144 万吨/年，随着国内外新增产能的逐步投产，未来有机硅行业或将重新步入结构性过剩阶段，但龙头企业市场占有率大幅提升，因此国内有机硅行业需要加大研发力度，不断走向高端产品市场，才能在全球市场竞争中占据优势地位。

**表 10：国外有机硅产能及分布情况**

企业名称	总产能（万吨/年）	装置位置	产能（万吨/年）	企业名称	总产能（万吨/年）	装置位置	产能（万吨/年）
瓦克	44	德国	20	信越	35	日本	21
		德国	24			泰国	14
迈图	45	美国	22	KCC	11	韩国	11
		德国	15			美国	40
		日本	8	道康宁	84	英国	40
蓝星	20	法国	20			日本	4

资料来源：中国报告网、浙商证券研究所

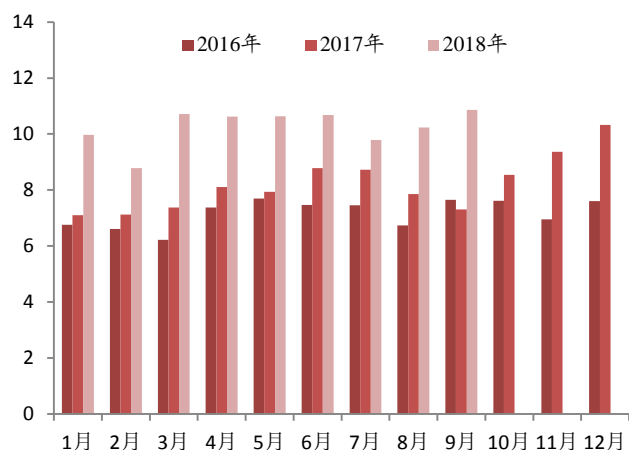
**表 11：国内有机硅新增产能计划**

企业名称	新增产能 (万吨/年)	新建项目情况
浙江新安	30	在镇江厂区扩建 30 万吨/年有机硅单体以及硅油、硅橡胶等生产装置，预计 2019 年底完成
合盛硅业	40	在新疆鄯善新建 40 万吨有机硅单体及下游深加工项目，计划 2019 年下半年投产
山东东岳	30	东岳集团有机硅业务将逐渐剥离出来单独上市，预计扩产 30 万吨单体，以及相关下游产品，具体时间预计在 2020 年后
兴发集团	24	一期 12 万吨项目目前正在建，预计 2020 年产能将开始释放
浙江中天	5	原定于 2017 年 11 月将 10 万吨装置扩产至 15 万吨，但临时搁浅，具体实施日期不详细
江西星火	15	2018 年技改扩产 5 万吨至 45 万吨，后期 2019-2020 年计划扩产至 60 万吨

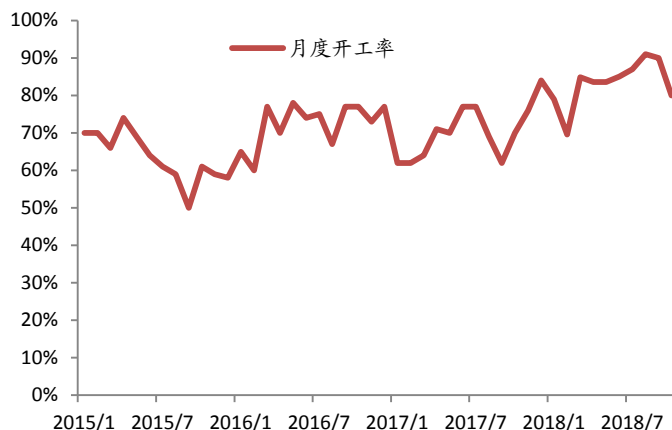
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

2018 年前三季度国内有机硅环体总产量 93.3 万吨，同比大幅增长 31.2%，近几年行业有效产能开工率逐步提升，2018 年前三季度平均开工率 84%，同比提高 16 个百分点，特别是春节之后，开工率持续处于高位，其中 8、9 月份有效产能开工率达到 90% 以上。2018 年上半年有机硅行业表现不断超预期，一方面是海外市场因迈图工厂关停以及英国道康宁工厂开车不顺，出口拉动明显，另一方面是国内需求有所提升，下游大型企业仍存在扩产动态，同时新兴领域需求旺盛。有机硅行业高开工率、货源紧张主要由于国内环保形势严峻，裂解 DMC 生产厂家因废硅胶等原料供应不足，装置开工受限，且部分环保不达标小厂关停整改，导致裂解产品货源紧张，下游采购偏向有机硅水解厂家，另一方面，有机硅单体企业不断向下游产业链延伸，自用比例逐步提高，外卖部分不断减少。2018 年三季度开始，有机硅需求明显减弱，下游客户按需采购，生产企业库存压力加大，同时有机硅产品价格持续大幅下跌，行业盈利状况急剧下降情况下，10 月份有效产能开工率降低至 80% 左右。

**图 50：国内有机硅环体单月产量（万吨）**
**图 51：近几年国内有机硅月度开工率**



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

有机硅主要原材料为金属硅和甲醇，我国金属硅主要分布在云南、四川、新疆、内蒙等地区，受供给侧改革以及史上最严环保法正式实施的影响，金属硅市场自 2016 年三季度末开始步入上行通道，2017 年 9 月金属硅 421# 上涨至 16500 元/吨，同比上涨达到 47.3%，2018 年 3 月份开始金属硅市场开始下滑，直至三季度金属硅生产厂家利润稀薄，甚至有企业难以维持正常生产运行，市场才逐步企稳。我国是全球甲醇最大生产国和消费国，2017 年表观消费量达到 5355 万吨，其中约 15.2% 依赖进口，2018 年国内甲醇市场整体好于去年同期，主要是由于原油价格同比大幅上涨、人民币汇率贬值等因素，而随着金九银十旺季的来临，以及冬季天然气供应限制，近期甲醇市场持续走强。

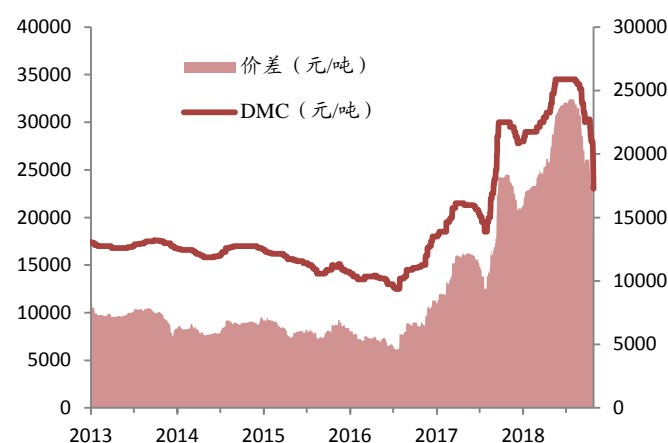
国内有机硅市场 2016 年 5 月开始触底反弹，2018 年 5 月 DMC 价格上涨至 34500 元/吨，自反弹以来累计上涨达到 170%，价差扩大近 20000 元/吨，有机硅生产企业盈利丰厚。2018 年 8 月份开始由于下游市场需求减弱，有机硅生产企业库存累积，同时出口量已经明显缩减，有机硅市场开始下行，当前 DMC 价格已经下跌至 20000 元/吨左右，相关企业盈利状况急剧下降，但仍有一定利润。2019 年下半年开始由于有机硅行业新增产能可能逐步投产，市场供需关系或将再次承压，但龙头企业市场占有率会明显提升，市场控制力将大幅增强。

图 52：金属硅及甲醇价格走势



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 53：有机硅 DMC 价格及价差走势



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

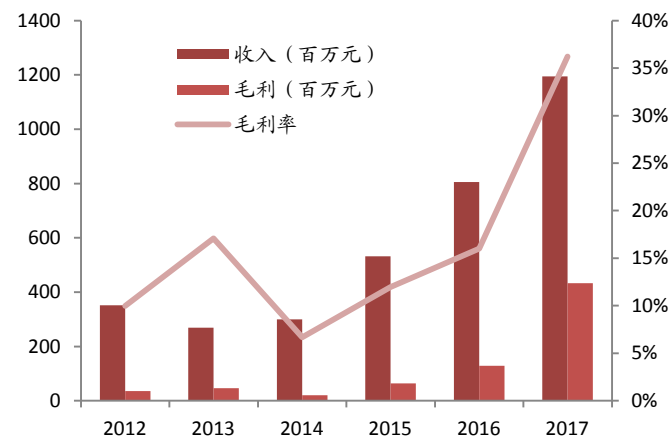
## 4.2. 有机硅业务迅速壮大，持续向下游延伸

公司有机硅业务近几年快速发展壮大，依托循环经济模式及自备电厂等优势，利用上游工序副产品作为有机硅生产原料，成本优势明显。目前公司有机硅单体产能 20 万吨/年，位居行业第一梯队，同时不断向产业链下游拓展，已具备下游加工产品包括室温胶和高温胶各 2 万吨/年、硅油及消泡剂等 2500 吨/年。2017 年公司二甲基硅氧烷环体实现



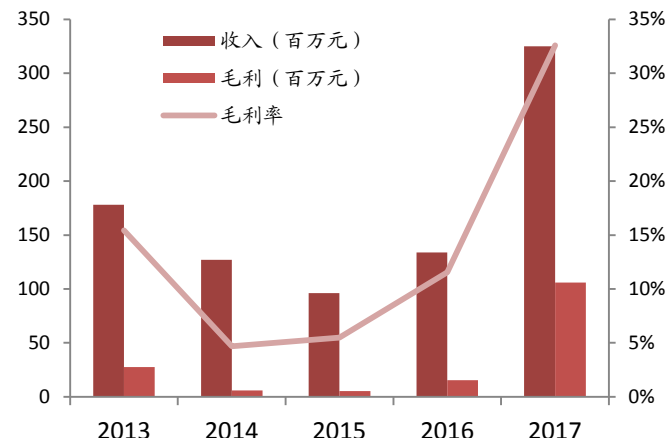
收入 11.9 亿元, 同比增长 48.2%, 毛利率 36.3%, 同比增加近 20 个百分点, 高温胶和室温胶业务分别实现收入 3.25 亿、3.22 亿元, 同比分别增长 142.7%和 77.3%, 毛利率分别 32.6%和 30.4%, 盈利能力大幅提升。近几年公司有机硅单体及下游产品销量得到大幅提升, 主要是 2015 年公司 10 万吨/年有机硅单体新产能投产, 增量贡献明显, 2017 年二甲基硅氧烷环体销量 6.4 万吨, 高温胶和室温胶销量分别为 1.6 万吨、1.7 万吨。

图 54: 公司二甲基硅氧烷环体业务收入及毛利



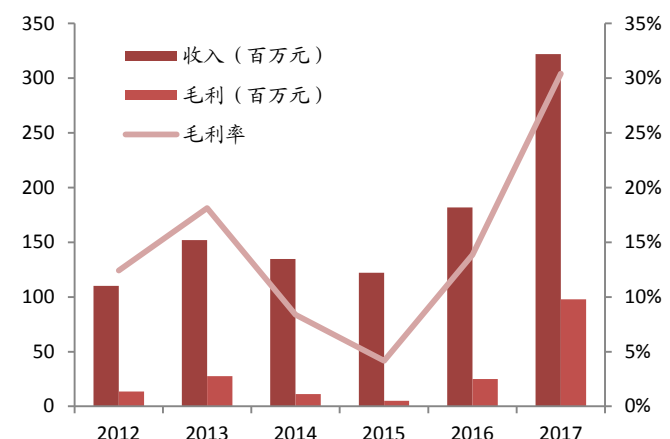
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 55: 公司高温胶业务收入及毛利



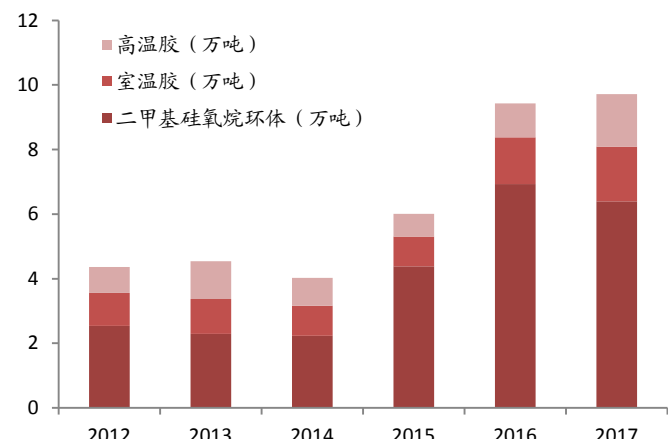
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 56: 公司室温胶业务收入及毛利



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 57: 公司有机硅环体及下游产品销量



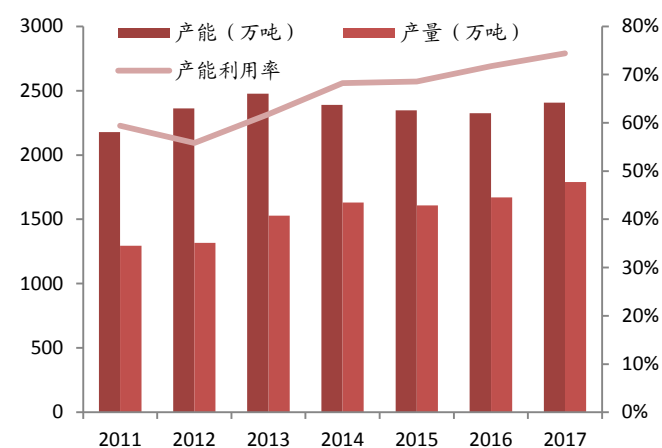
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 5. 氯碱配套优势明显, 奠定循环经济基础

氯碱工业与国民经济生活息息相关, 具有不可替代作用, 目前我国已经是全球最大的氯碱生产国和消费国。PVC 树脂是一种常用热塑性塑料, 是全球第二大通用型合成树脂材料, 主要用于房地产、基建等领域, 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, 烧碱作为“三酸两碱”中的基础化工原料, 是日常生活中最常见的化工品之一, 下游应用领域十分广泛。近几年我国氯碱行业总体发展较为平稳, 2017 年国内 PVC 产能 2406 万吨/年, 产量 1790 万吨, 2011 年以来年均复合增长率分别为 1.7%和 5.5%, 产能利用率持续提升, 2017 年达到 74.4%, 行业过剩产能逐步消化。2017 年国内烧碱产能 4102 万吨/年, 实现产量 3365 万吨, 2011 年以来年均复合增长率分别为 3.1%和 5.3%, 产能利用率稳步提升至 82%左右。在供给侧改革和环保监管趋严等多重因素影响下, 预计未来几年国内 PVC 和烧碱产能增速将基本维持低位。

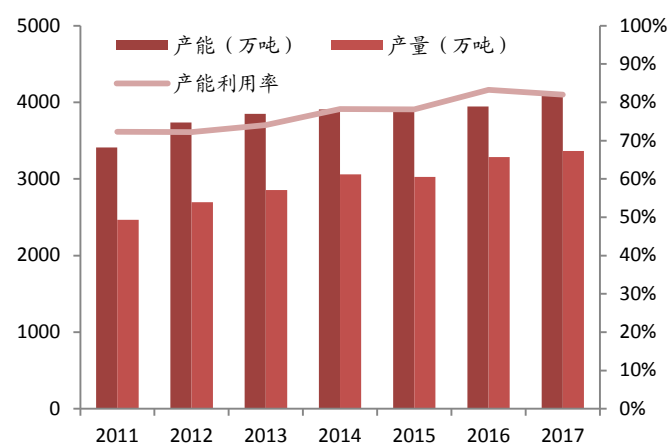


图 58：我国 PVC 产能产量及产能利用率



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

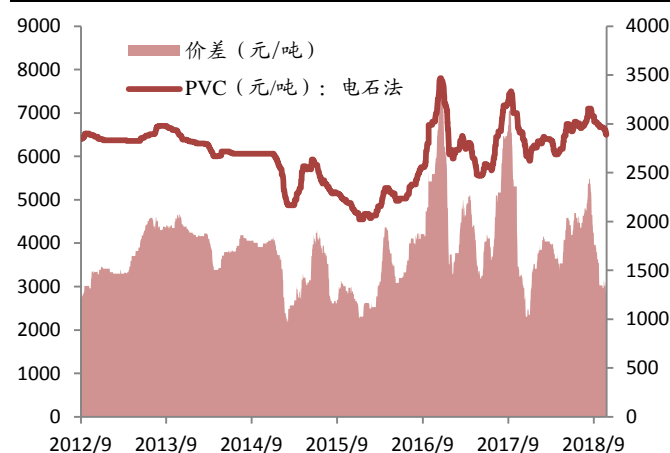
图 59：我国烧碱产能产量及产能利用率



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

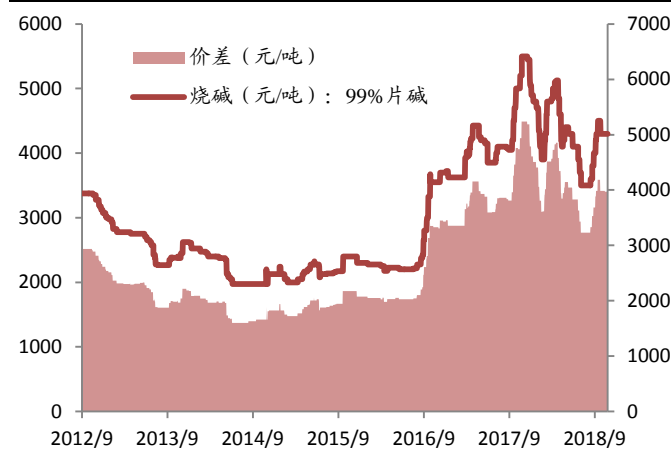
目前我国 PVC 生产工艺以电石法为主，2015 年底开始国内 PVC 价格触底反弹，近几年虽然价格波动较大，但整体价格中枢持续上行，2018 年 1-9 月 PVC 华北市场均价 6825 元/吨，同比上涨 4.3%，但由于主要原材料电石等涨幅较大，平均价差缩小约 212 元/吨。烧碱行业属于高耗能、高污染行业，对资源、能源、环境承受能力有着较高要求，环保监管政策及法规的趋严对烧碱行业带来很大压力。国内烧碱市场自 2016 年中开始持续上行，产品价格大幅上涨，2017 年 11 月片碱华东市场达到 5500 元/吨，自反弹以来累计上涨 150%，烧碱生产企业盈利十分丰厚，2018 年中国烧碱市场整体走势向下，下游市场需求较为疲软，但行业成交重心仍处于历年较高水平。

图 60：华北地区 PVC 价格及价差走势



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

图 61：华北地区烧碱价格及价差走势

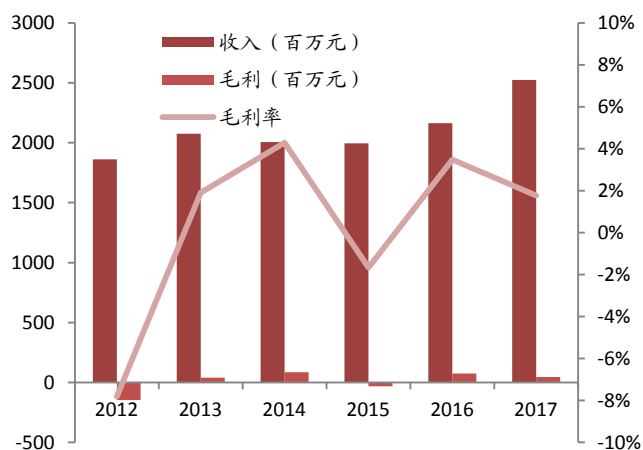


资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

公司氯碱业务主要用于自身配套，生产经营主体为唐山三友氯碱有限责任公司，其作为公司循环经济中枢，将纯碱、粘胶短纤、有机硅等产品上下游有机串联，实现了资源的循环利用和能量的梯级利用，同时带来良好的经济效益。公司现有氯碱业务主要产品为烧碱和 PVC 树脂，产能分别为 53 万吨/年和 50.5 万吨/年，均处在行业领先梯队，其中公司烧碱生产采用先进的离子膜法生产工艺，设备技术居世界领先水平，PVC 生产选用国内目前最成熟的 105 立方米大型聚合釜。公司生产的烧碱主要用于粘胶短纤生产，随着 20 万吨/年粘胶短纤新产能的达产，预计公司烧碱自用比例将超过 80%；产生的氯气、氢气生成氯化氢，用于 PVC 树脂、有机硅单体生产；氯碱产生的废电石渣浆用于纯碱生产，通过发挥循环经济中轴作用，合理有效的平衡耗氯产品结构，为公司稳定经营提供有力支撑。

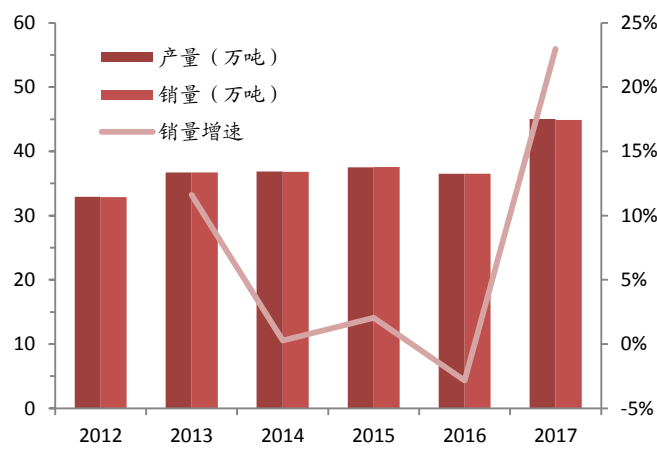
近几年公司 PVC 和烧碱业务总体保持持续增长, 2017 年公司 PVC 业务实现收入 25.2 亿元, 同比增长 16.7%, 但毛利率仅为 1.8%, 盈利能力仍有提升空间; 销量方面, 公司 PVC 近几年始终保持产销平衡状态, 产能利用率接近 90%, 2017 年公司 3.5 万吨/年 PVC 技改工程项目、7 万吨/年专用树脂生产线达产, PVC 树脂实现销量约 45 万吨, 同比增长约 23%。2017 年公司烧碱业务实现收入 14.9 亿元(含自用), 同比增长 63.4%, 毛利率达到 67.7%, 同比提高 15 个百分点, 盈利能力十分强劲, 主要是受益于国内烧碱市场价格大幅上涨; 销量方面, 近几年公司烧碱产销量稳中有升, 2017 年实现销量 54.3 万吨, 产能利用率约 103%, 不仅满足了公司自身烧碱需求, 同时创造了良好的经济效益。

图 62: 公司 PVC 业务收入及毛利



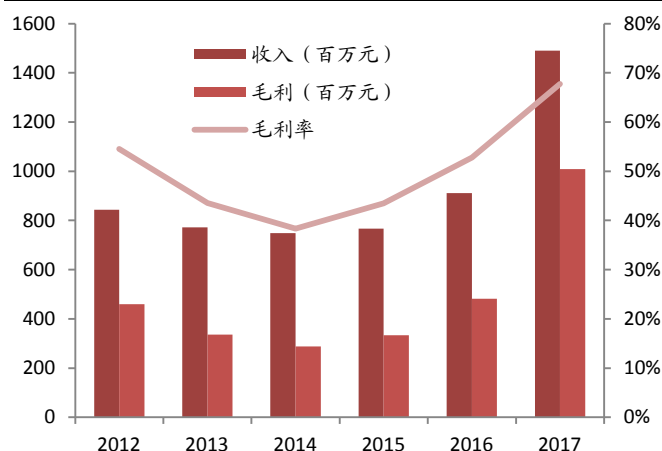
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 63: 公司 PVC 业务产销量



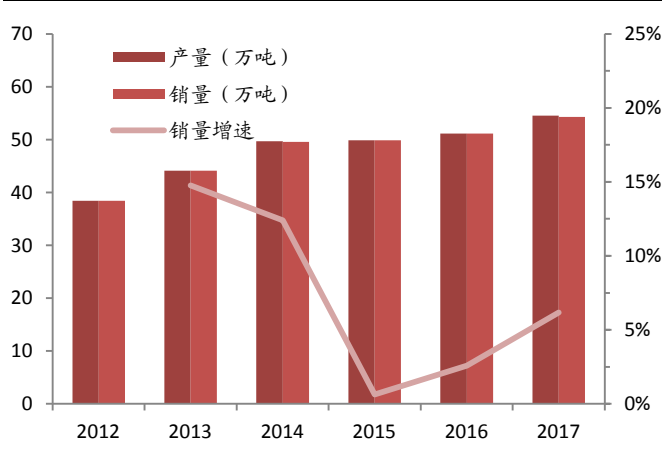
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 64: 公司烧碱业务收入及毛利



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 65: 公司烧碱业务产销量



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 6. 关键假设及盈利预测

### 6.1. 关键假设

1、假设 2018~2020 年公司粘胶短纤销量 55 万吨、70 万吨、80 万吨, 未来随着行业持续调整以及替代品棉花市场供需趋紧, 产品价格逐步提升, 含税销售均价分别为 14800 元、15300 元、15800 元/吨;

2、假设 2018~2020 年公司纯碱继续满产满销, 维持销量 340 万吨, 未来行业供需关系有所趋松, 产品价格小幅下降后保持平稳, 含税销售均价分别为 1800 元、1750 元、1750 元/吨;

3、假设 2018~2020 年公司 PVC 销量 45 万吨、50 万吨、50 万吨，市场总体保持平稳，含税销售均价维持 6700 元/吨；假设 2018~2020 年公司烧碱销量维持 54 万吨/年，未来随着行业开工率提升，供需关系逐步缓和，价格有所下跌，含税销售均价（折百）分别为 3100 元、2800 元、2700 元/吨；

4、假设 2018~2020 年公司有机硅业务销量维持基本平稳，二甲基硅氧烷混合环体销量维持 6.8 万吨，未来有机硅市场随着行业景气度下滑，产品价格逐步下跌，含税销售均价分别为 29000 元、22000 元、21000 元/吨。

**表 12：公司主要核心产品价格和销量假设**

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
粘胶短纤	产能（万吨/年）	50	50	70	75	80
	销量（万吨）	52.60	54.50	55	70	80
	含税均价（元/吨）	14483	16135	14800	15300	15800
纯碱	产能（万吨/年）	340	340	340	340	340
	销量（万吨）	346.36	338.83	340	340	340
	含税均价（元/吨）	1392	1825	1800	1750	1750
PVC	产能（万吨/年）	43.5	43.5	50.5	50.5	50.5
	销量（万吨）	36.50	44.89	45	50	50
	含税均价（元/吨）	6935	6579	6700	6700	6700
烧碱	产能（万吨/年）	53	53	53	53	53
	销量（万吨）	51.16	54.32	54	54	54
	含税均价（元/吨）	2085	3209	3100	2800	2700
二甲基硅氧烷 混合环体	产能（万吨/年）	20	20	20	20	20
	销量（万吨）	6.93	6.40	6.80	6.80	6.80
	含税均价（元/吨）	13607	21835	29000	22000	21000

备注：有机硅 20 万吨/年为粗单体产能，折 DMC 约 10 万吨/年

## 6.2. 盈利预测

**表 13：公司各项业务收入及盈利预测**

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
粘胶短纤	收入（百万元）	7515.88	6957.26	9232.76	10896.55	7515.88
	增速（%）	14.48%	15.43%	-7.43%	32.71%	18.02%
	毛利率（%）	19.21%	15.76%	9.87%	13.05%	15.44%
纯碱	收入（百万元）	4121.47	5284.58	5230.77	5129.31	5129.31
	增速（%）	4.42%	28.22%	-1.02%	-1.94%	0.00%
	毛利率（%）	35.35%	39.78%	34.86%	31.53%	31.47%
PVC	收入（百万元）	2163.44	2524.04	2576.92	2887.93	2887.93
	增速（%）	8.38%	16.67%	2.10%	12.07%	0.00%
	毛利率（%）	3.48%	1.78%	-0.57%	-0.10%	1.05%
烧碱	收入（百万元）	911.58	1490.03	1430.77	1303.45	1256.90
	增速（%）	18.94%	63.46%	-3.98%	-8.90%	-3.57%
	毛利率（%）	52.80%	67.73%	64.60%	59.96%	58.46%
二甲基硅氧烷 混合环体	收入（百万元）	805.98	1194.42	1685.47	1289.66	1231.03
	增速（%）	51.55%	48.19%	41.11%	-23.48%	-4.55%

	毛利率 (%)	16.01%	36.23%	48.41%	33.80%	30.60%
室温胶	收入 (百万元)	181.7	322.12	487.18	376.72	360.34
	增速 (%)	48.93%	77.28%	51.24%	-22.67%	-4.35%
	毛利率 (%)	13.84%	30.42%	44.77%	29.70%	26.43%
高温胶	收入 (百万元)	133.85	324.87	495.30	384.91	368.53
	增速 (%)	39.12%	142.71%	52.46%	-22.29%	-4.26%
	毛利率 (%)	11.53%	32.59%	45.02%	30.35%	27.19%
氯化钙	收入 (百万元)	53.38	40.19	36.17	32.55	29.30
	增速 (%)	-67.92%	-24.71%	-10%	-10%	-10%
	毛利率 (%)	-32.82%	-29.24%	-29.26%	-29.26%	-29.26%
电	收入 (百万元)	365.25	453.34	476.01	499.81	524.80
	增速 (%)	-19.11%	24.12%	5%	5%	5%
	毛利率 (%)	8.11%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
蒸汽	收入 (百万元)	283.57	444.48	488.93	537.82	591.60
	增速 (%)	-14.54%	56.74%	10%	10%	10%
	毛利率 (%)	24.04%	18.36%	18.36%	18.36%	18.36%
石灰石	收入 (百万元)	316.39	350.35	367.87	386.26	405.57
	增速 (%)	36.43%	10.73%	5%	5%	5%
	毛利率 (%)	50.45%	57.20%	57.20%	57.20%	57.20%
其他产品	收入 (百万元)	1262.68	2235.06	2458.57	2704.42	2974.86
	增速 (%)	54.80%	77.01%	10%	10%	10%
	毛利率 (%)	4.51%	7.52%	7.52%	7.52%	7.52%
其他业务	收入 (百万元)	314.48	304.97	311.07	317.29	323.64
	增速 (%)	9.41%	-3.02%	2%	2%	2%
	毛利率 (%)	18.11%	9.55%	9.55%	9.55%	9.55%
内部抵消	收入 (百万元)	-1668.23	-2288.60	-2331.69	-2529.41	-2713.70
	成本 (百万元)	-1802.07	-2341.63	-2418.37	-2623.72	-2812.76
合计	总收入 (百万元)	15756.81	20195.73	20670.59	22553.49	24266.68
	增速 (%)	15.06%	28.17%	2.35%	9.11%	7.60%
	综合毛利率 (%)	24.89%	27.34%	25.60%	21.86%	22.03%

公司是国内粘胶短纤和纯碱双龙头企业,同时配套有机硅和氯碱产业,看好公司在循环经济体系下不断做大做强。我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 17.26 亿、13.56 亿、15.52 亿元,同比分别增长-8.6%、-21.5%、14.5%,当前股价对应 PE 为 7.6、9.7 和 8.5 倍。首次覆盖,给予“增持”评级。

## 7. 风险提示

1、原材料价格大幅波动; 2、产品价格大幅下滑; 3、产品销量不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E	单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	7213.14	6755.23	8398.15	10618.48	<b>营业收入</b>	20195.73	20670.59	22553.49	24266.68
现金	2336.26	2024.38	3141.11	4866.99	营业成本	14674.81	15378.39	17624.32	18920.59
应收账款	2653.07	2600.42	2758.99	3044.86	营业税金及附加	220.82	226.01	246.60	265.33
其它应收款	62.34	35.20	42.27	53.90	营业费用	842.59	826.82	902.14	970.67
预付账款	157.76	207.87	222.77	232.77	管理费用	1507.75	1508.95	1646.40	1771.47
存货	1909.68	1838.15	2173.67	2352.43	财务费用	348.06	384.00	294.07	247.01
其他	94.04	49.20	59.33	67.52	资产减值损失	15.15	45.48	18.04	19.41
<b>非流动资产</b>	16876.47	16828.36	16431.78	15919.10	公允价值变动收益	18.17	6.06	8.08	10.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1.61	0.98	0.92	1.17
固定资产	13530.19	14523.37	14473.28	14006.23	<b>营业利润</b>	2606.33	2307.98	1830.92	2084.14
无形资产	856.55	854.04	845.80	826.12	营业外收入	28.44	36.65	32.55	34.60
其他	2489.72	1450.95	1112.70	1086.75	营业外支出	90.99	81.52	86.25	83.89
<b>资产总计</b>	24089.61	23583.59	24829.93	26537.58	<b>利润总额</b>	2543.79	2263.11	1777.21	2034.85
<b>流动负债</b>	9445.34	7485.98	7213.03	7365.35	所得税	529.79	422.50	331.79	379.89
短期借款	3847.38	980.05	0.00	0.00	<b>净利润</b>	2014.00	1840.61	1445.42	1654.97
应付账款	3572.18	3708.37	4286.81	4590.11	少数股东损益	124.93	114.17	89.66	102.66
其他	2025.78	2797.55	2926.23	2775.23	<b>归属母公司净利润</b>	1889.08	1726.44	1355.77	1552.31
<b>非流动负债</b>	4010.89	3694.49	3826.38	3769.72	EBITDA	3882.11	3511.10	2967.27	3213.33
长期借款	1480.60	1480.60	1480.60	1480.60	EPS (元)	0.92	0.84	0.66	0.75
其他	2530.29	2213.89	2345.78	2289.12					
<b>负债合计</b>	13456.23	11180.47	11039.41	11135.07	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	622.58	736.76	826.42	929.07		2017	2018E	2019E	2020E
归属母公司股东权益	10010.80	11666.36	12964.10	14473.44	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	24089.61	23583.59	24829.93	26537.58	营业收入	28.17%	2.35%	9.11%	7.60%
					营业利润	135.86%	-11.45%	-20.67%	13.83%
					归属母公司净利润	147.63%	-8.61%	-21.47%	14.50%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	27.34%	25.60%	21.86%	22.03%
					净利率	9.97%	8.90%	6.41%	6.82%
					ROE	20.89%	14.99%	10.35%	10.63%
					ROIC	14.14%	13.10%	9.76%	10.02%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	55.86%	47.41%	44.46%	41.96%
					净负债比率	43.93%	35.71%	26.58%	23.98%
					流动比率	0.76	0.90	1.16	1.44
					速动比率	0.56	0.66	0.86	1.12
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.90	0.87	0.93	0.94
					应收帐款周转率	34.52	31.63	30.25	31.25
					应付帐款周转率	5.00	4.62	4.84	4.68
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.92	0.84	0.66	0.75
					每股经营现金	0.71	1.61	1.46	1.38
					每股净资产	4.85	5.65	6.28	7.01
					<b>估值比率</b>				
					P/E	6.97	7.63	9.71	8.48
					P/B	1.32	1.13	1.02	0.91
					EV/EBITDA	6.28	4.63	4.79	3.83

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>