

## 证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

三友化工 (600409)

重大事件快评

买入

(首次评级)

2021年02月21日

## 看好粘胶短纤、纯碱景气回暖，推荐龙头三友化工

证券分析师：杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002

证券分析师：薛聪

xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001

证券分析师：龚诚 010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

证券分析师：商艾华

shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

## 事项：

近期，粘胶短纤价格大幅上涨，PVC、纯碱价格有望持续上行，我们看好行业龙头三友化工。

## 国信化工观点：

1) 公司是国内粘胶短纤、纯碱双龙头企业：公司现有化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业，产能包括粘胶短纤 78 万吨/年、纯碱 340 万吨/年（权益 286 万吨/年）、聚氯乙烯（PVC）50.5 万吨/年（含专用树脂 7 万吨/年）、烧碱 53 万吨/年、有机硅单体（DMC）20 万吨/年，公司具备国内首创的“两碱一化”循环经济优势。

2) 棉花价格看涨，棉花-粘胶价差收窄，粘胶短纤景气底部反转：粘胶短纤目前报价 15000-15300 元/吨，自 2021 年初涨幅约 4000 元/吨。目前棉花价格在 16200 元/吨左右，仍位于成本线附近，我们认为储备棉轮出结束价格仍存上涨空间，棉花-粘胶价差有望继续缩窄，下游棉纱价格大涨，价格向下传导通畅。未来 1 年粘胶短纤无新增产能，出口及内需的大幅增加、以及成本端支撑粘胶价格继续上行。

3) 光伏玻璃需求拉动，纯碱景气有望复苏：我国纯碱产能约 3317 万吨/年，2020 年产量约 2760 万吨，同比降低 1.5%，行业实际开工率 83.2%，纯碱下游约 60%用于玻璃行业。随着全球光伏装机量爆发增长以及双玻组件渗透率的提高，我们测算 2020-2022 年按照全球光伏装机 125、170、220GW 考虑，对于纯碱需求分别为 192、271、358 万吨，2021 年、2022 年分别新增需求 79 万吨、87 万吨。2021、2022 年纯碱产能预计分别减少 20 万吨、增加 140 万吨。我们认为纯碱未来 2 年供需格局逐渐转好，有望进入景气上行周期。

4) PVC 供需格局稳定，短期海外 PVC 不可抗力。2020 年国内 PVC 产能 2712 万吨/年，产量约 2281 万吨，开工率在 82%左右，我们预计 2021 年 PVC 产能与需求增速均约 6%-7%，PVC 价格中枢稳中上移。PVC 糊树脂受 PVC 手套需求拉动价格大涨，公司具备 7 万吨糊树脂专用料产能，有望持续受益。近期受极寒及地震等不可抗力影响，美国及日本 PVC 装置负荷下降，美国德州 352 万吨/年 PVC 装置目前全部停车。同时 3-4 月份是亚洲装置大规模检修期，短期 PVC 景气度有望超预期。

5) 风险提示：原油价格大幅波动，产品价格上涨不及预期，下游产品需求不及预期。

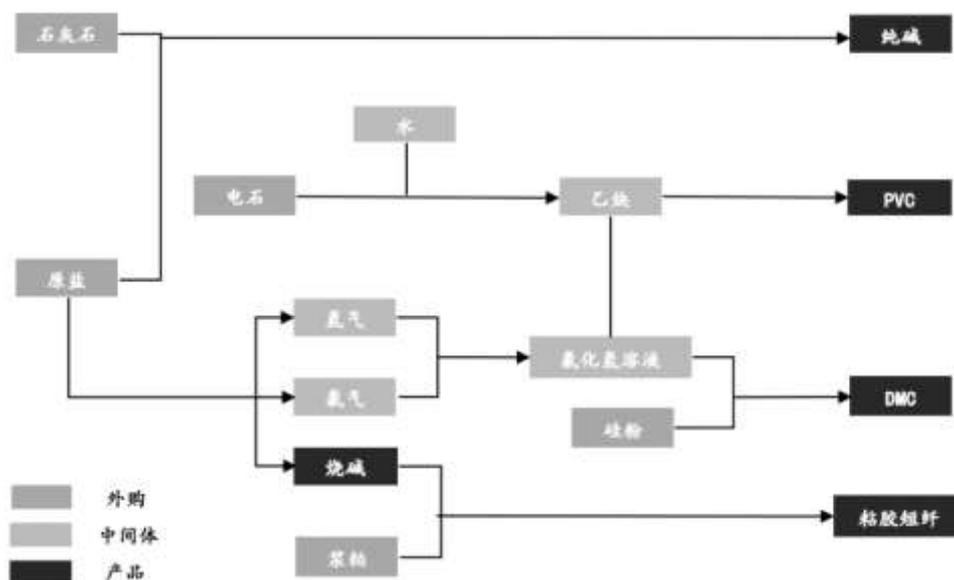
6) 投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 7.2/30.0/33.3 亿元，对应 EPS 为 0.35/1.45/1.62 元，对应当前股价 PE 为 41.1/9.9/8.9X，我们看好未来粘胶短纤与纯碱的行业景气度，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 评论:

### ■ 公司是粘胶短纤、纯碱双龙头，具备“两碱一化”循环优势

公司具备“两碱一化”循环系统，具备成本优势。公司拥有化纤、纯碱、氯碱和有机硅等多产业链配套设置，具备78万吨/年粘胶纤维、340万吨/年纯碱（权益286万吨/年）、50.5万吨/年PVC、53万吨/年烧碱和20万吨/年DMC产能，目前已经成为国内粘胶、纯碱行业双龙头。公司在国内首创围绕“两碱一化”（纯碱、氯碱、粘胶纤维）为主，热电供应、精细化工为辅的较为完善的循环经济体系，以氯碱为中枢系统，生产出的烧碱80%自用，为粘胶纤维原材料提供支撑，烧碱产生的副产品部分可循环利用，其余部分副产品如氯化氢用来生产有机硅，此外氯碱产业链的主要产品PVC的副产品又可为纯碱使用。同时公司配套电力、蒸汽等装置，电力自给率达60%，具有明显的成本优势。

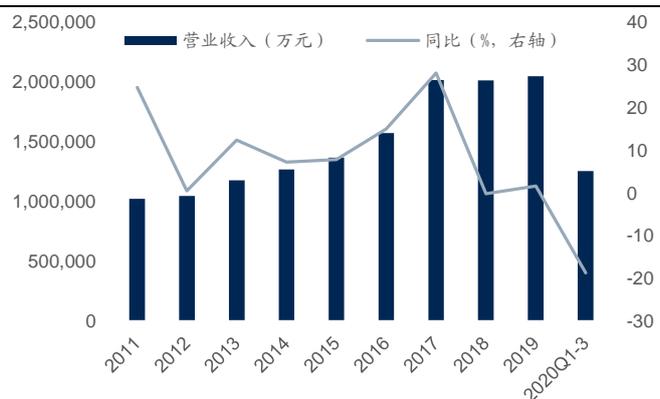
图 1：公司产业链结构图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

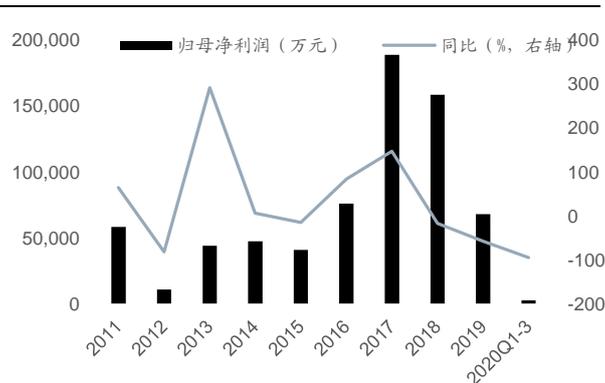
公司营收稳定增长，利润呈现周期性，2020H2 景气开始复苏。公司营收自 2011 年以来保持稳定增长，收入由 2011 年的 102.4 亿元增长至 2019 年的 205.2 亿元，CAGR 为 9.1%，公司归母净利润则呈现较强的周期性，受 2015-2016 年我国供给侧改革的影响，2017-2018 年为公司近 10 年的利润高点，2017 年、2018 年公司分别实现归母净利润 18.9 亿元、15.9 亿元。2020 年上半年受疫情及油价暴跌影响，公司实现营业收入 79.8 亿元，同比降低 23.8%，归母净利润亏损 2.7 亿元，同比降低 169.0%。但 2020 年 3 季度公司实现营收 46.0 亿元，环比增长 16.1%，实现归母净利润 3.0 亿元，环比增长 634.6%，我们认为公司低点已过，景气开始复苏。

图 2: 2011 年至今公司营业收入与增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2011 年至今公司归母净利润及增速



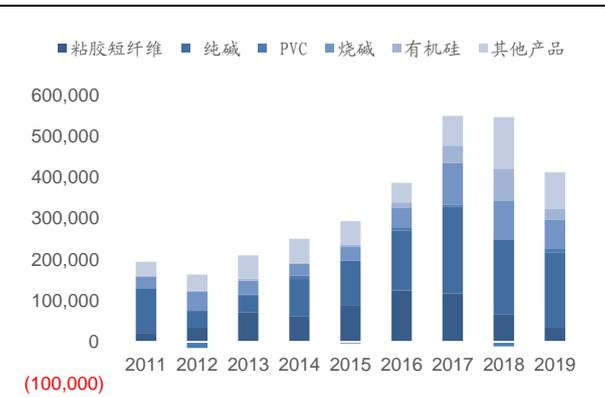
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2010 年起分板块业务收入 (万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2011 年起分板块毛利润 (万元)



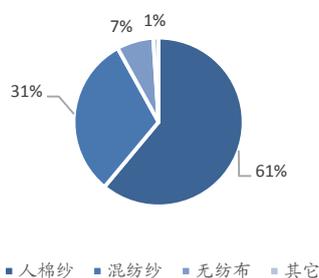
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**公司具备较强的研发创新能力和产品优势。**公司始终坚持创新驱动发展战略,拥有多项具有自主知识产权的关键核心技术和技术,先后主持并参与了纯碱、粘胶短纤维等 14 项国家标准、12 项行业标准的制定,累计获得专利授权 400 余项。公司四大主业核心技术均达到国际或国内先进水平,是目前国内唯一能同时生产三代(普通粘胶短纤维、莫代尔粘胶短纤维、莱赛尔纤维)粘胶产品的企业,主要产品均可实现定制化生产,满足客户个性化需求。

■ 粘胶短纤价格底部复苏,行业迎来景气反转

**粘胶短纤属于天然纤维素的再生纤维,2021 年无新产能投放预期。**粘胶短纤俗称“人造棉”,是一种天然纤维素的再生纤维。粘胶短纤下游主要应用于人棉纱、混纺纱以及无纺布领域。2020 年我国粘胶短纤行业总产能约 521 万吨/年,产量 381.2 万吨,同比减少 3.9%,全年产能利用率下降 10.5 个百分点至 73.2%,由于疫情影响开工率先降后升趋势。2021 年全行业无新产能投放预期,剔除长期停车状态产能,预计 2021 年粘胶短纤产能降低至 508.5 万吨/年,受 2018 年产能快速增长的供给过剩或将持续改善。公司现有粘胶短纤产能 78 万吨/年,粘胶短纤维高端差别化率保持行业领先地位。是目前国内唯一能同时生产三代(普通粘胶短纤维、莫代尔粘胶短纤维、莱赛尔纤维)粘胶产品的企业。主要产品均可实现定制化生产,满足客户个性化需求。

图 6：粘胶短纤下游各领域需求



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图 7：我国粘胶短纤产能、产量情况（万吨）



资料来源：中国化工信息，国信证券经济研究所整理

下游需求转暖库存处于低位，粘胶短纤市场价持续上涨。粘胶短纤目前报价 15200-15300 元/吨，自 2021 年初涨幅约 4000 元/吨，自 2020 年 8 月最低点的 8300 元/吨起，涨幅达到 7000 元/吨，涨幅达到 84.3%，主要受粘胶短纤供需格局改善，毛利润水平由负转正。一方面粘胶短纤出口需求良好，2020 年国内粘胶短纤出口 36.4 万吨，同比增长 3.0%；另一方面粘胶短纤下游纺织品出口良好，2020 年 1-12 月，我国纺织品服装累计出口额为 2912.2 亿美元，同比增长 9.6%；2020 年 12 月，我国纺织品服装出口额为 262.0 亿美元，环比增长 6.6%。其中纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 122.9 亿美元，环比增长 2.1%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 139.1 亿美元，环比增长 10.8%。此外，粘胶短纤下游约 60% 为人棉纱，受疫情影响水刺无纺布需求大幅增加，拉动粘胶短纤需求恢复。目前国内粘胶短纤库存只有 5 天左右，我们认为春节后为化纤传统旺季，叠加产业链补库存需求，粘胶短纤价格有望持续上涨。

图 8：国内粘胶短纤进出口及表观消费量（万吨）



资料来源：海关总署，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 9：我国粘胶短纤库存天数



资料来源：百川浮盈，国信证券经济研究所整理

图 20：国内粘胶短纤价格及毛利润（元/吨）

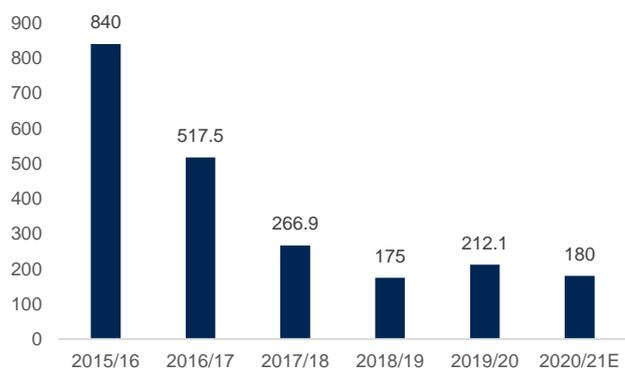


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**棉花库存处于低位,成本支撑涨价确定性强。**根据 2021 年 2 月份最新 USDA 报告显示,2020/21 年度全球棉花产量 2485 万吨,全球消费量 2552 万吨,供需呈现紧平衡状态,全球库存 2084 万吨,库销比为 0.82,较 1 月份报告进一步下降;中国棉花产量为 631 万吨,消费量为 860 万吨,进口量 229 万吨,较 2019/2020 年度增加 74 万吨,库存 803 万吨,库销比为 0.93,几乎为 2012/2013 年度以来新低。

根据隆众资讯数据,当前国储棉库存总量约 180 万吨,且预计仍有轮出可能。而 2020 年 12 月份计划的储备棉轮入因内外棉价差过大,已连续两个多月未能启动,目前外棉价格强势,在后续的 2 月以及 3 月份,内外棉价差重归 800 元/吨并长时间持续的可能性并不大,轮入落空将导致储备棉难以如期补库。国内棉花价格在 16200 元/吨左右,从成本上来看,新疆地区机采棉加工成本在 14500-15000 元/吨,手摘棉成本在 15000 元/吨以上,不考虑储运成本,棉花价格仍在成本线附近。在全球大宗商品及农产品价格上涨预期下,我们看好棉花价格的上涨。

图 11: 国储棉总量变化 (万吨)



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

图 12: 我国棉花消费量、库存 (万吨)



资料来源: USDA, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 全球棉花产销情况 (万吨)

	全球棉花产量	全球棉花消费量	全球棉花库存	库销比
2008/2009	2332	2394	1318	0.55
2009/2010	2213	2591	965	0.37
2010/2011	2534	2486	1065	0.43
2011/2012	2757	2239	1594	0.71
2012/2013	2690	2345	1960	0.84
2013/2014	2622	2394	2244	0.94
2014/2015	2595	2426	2431	1.00
2015/2016	2093	2444	2076	0.85
2016/2017	2322	2529	1751	0.69
2017/2018	2695	2673	1760	0.66
2018/2019	2582	2616	1748	0.67
2019/2020	2659	2234	2162	0.97
2020/2021E	2485	2552	2084	0.82

资料来源: USDA, Wind, 国信证券经济研究所整理

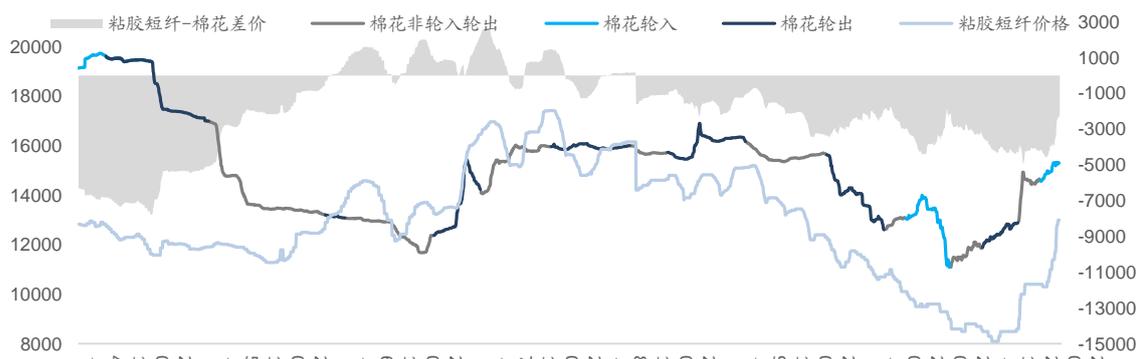
表 2: 中国棉花产销情况 (万吨)

	中国棉花产量	中国棉花消费量	中国棉花进口量	中国棉花库存	库销比
2008/2009	799	958	152	487	0.51
2009/2010	697	1089	237	332	0.31
2010/2011	664	1002	261	231	0.23
2011/2012	740	827	534	677	0.82
2012/2013	762	784	443	1096	1.40
2013/2014	713	751	307	1365	1.82
2014/2015	653	740	180	1457	1.97
2015/2016	479	762	96	1267	1.66
2016/2017	495	838	110	1000	1.19
2017/2018	599	893	124	827	0.93
2018/2019	604	860	210	777	0.90
2019/2020	593	719	155	803	1.12
2020/2021E	631	860	229	803	0.93

资料来源: USDA, Wind、国信证券经济研究所整理

棉花上涨周期中, 棉花-粘胶价差有望继续缩窄。历史上看, 粘胶短纤价格与棉花价格走势呈高度正相关, 粘胶短纤价格弹性大于棉花价格。年初至今棉花-粘胶短纤价差约 1800 元/吨, 历史上棉花-粘胶短纤平均价差在 800-1000 元/吨, 在棉花价格上涨周期价差更小, 2015-2017 年粘胶短纤与棉花价格基本处于倒挂阶段, 我们认为目前棉纱纺企业使用粘胶短纤更具原料优势, 因此棉花-粘胶价差未来仍有收窄空间。

图 33: 棉花 (CCIndex:3128B) 与粘胶短纤的价格变化趋势 (元/吨)

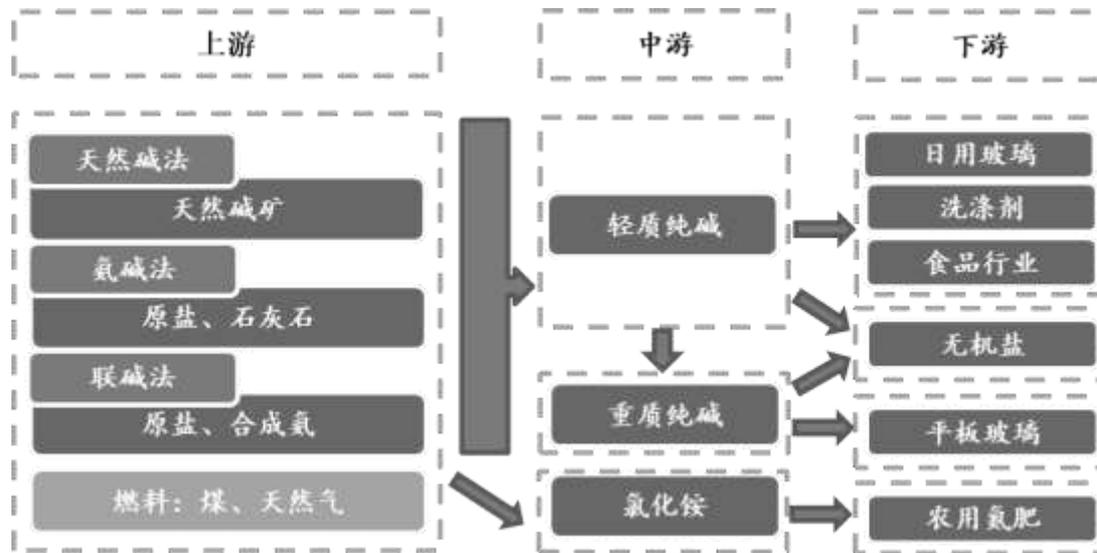


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 公司是纯碱行业龙头, 光伏玻璃有望拉动行业景气上行

公司是国内纯碱龙头, 采用氨碱法生产工艺。纯碱按照密度不同分为轻质纯碱和重质纯碱, 轻质纯碱密度为 500-600kg/m<sup>3</sup>, 重质纯碱密度为 1000-1200 kg/m<sup>3</sup>, 重质纯碱是由轻质纯碱经过水合得到的。重质纯碱下游主要是平板玻璃、日用玻璃、汽车玻璃、光伏玻璃等。轻质纯碱主要用于氧化铝、洗涤剂、日化行业。纯碱生产工艺主要分为天然碱法和合成碱法, 合成碱法又分为氨碱法和联碱法。全球来看氨碱法装置分布广泛, 产能占比 47%; 天然碱法装置产能占比 24%, 主要分布在美国、土耳其和中国等少数国家; 联碱法装置几乎全部分布在中国。天然碱不但质量好, 而且生产成本较低, 但受资源限制无法大规模扩产。公司纯碱年产能 340 万吨, 其中本部 230 万吨, 青海五彩碱业 110 万吨(公司持股比例 51%), 均是氨碱法生产工艺。

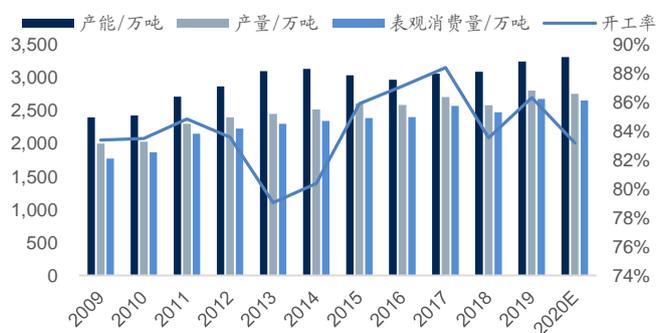
图 44：纯碱产业链



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

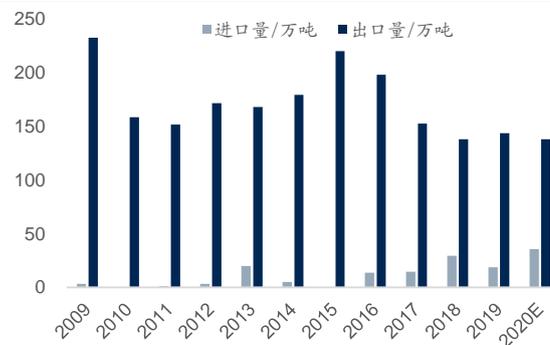
我国是纯碱净出口国，供需基本平衡。全球纯碱产能约 7000 万吨/年，根据卓创资讯统计，我国产能约 3317 万吨/年，占比近 48%。从工艺上来看，主要为联碱法和氨碱法，其中联碱企业总产能为 1610 万吨，氨碱企业总产能为 1530 万吨，天然碱企业总产能为 180 万吨。2020 年国内纯碱产量约 2760 万吨，同比降低 1.5%，行业实际开工率 83.2%，同比降低 3.1pp。从国内进出口来看，我国是纯碱净出口国，2019 年全年出口 137.8 万吨，同比降低 4.0%，进口 35.6 万吨，同比增长 90.6%，全年表观消费量约 2660 万吨，同比降低 0.8%。

图 15：我国纯碱产能、产量、表观消费量情况



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

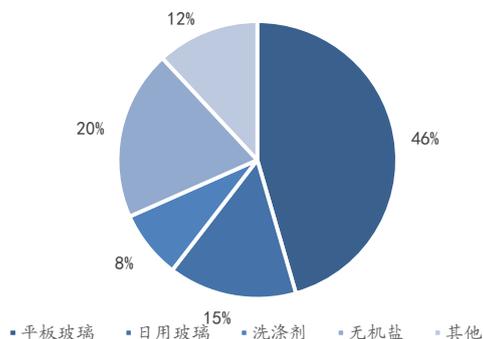
图 16：我国纯碱进出口情况



资料来源：海关总署，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

纯碱下游主要生产玻璃，玻璃高开工低库存。玻璃在纯碱下游需求中占比约 61%，其次是洗涤剂、无机盐等。2020 年我国平板玻璃产量 94572.3 万重量箱（约合 4728.6 万吨），同比增长 0.1%。根据百川浮盈数据，目前国内玻璃生产线（剔除僵尸产线）共计 288 条，其中在产 252 条，冷修停产 36 条，浮法产业企业开工率为 87.5%，产能利用率为 88.1%。目前玻璃行业库存 3107 万重箱，库存天数为 11.5 天，均处于历史低位。

图 17: 我国纯碱下游需求



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 18: 我国平板玻璃生产量



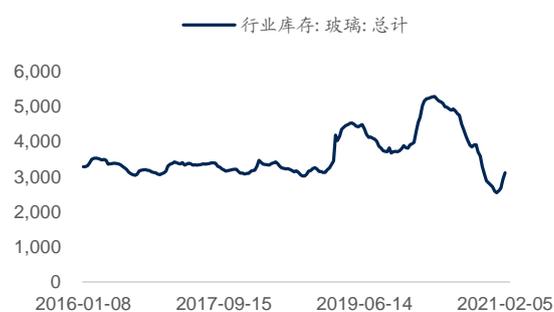
资料来源: 同花顺 iFind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 我国浮法玻璃产能利用率



资料来源: 同花顺 iFind, 国信证券经济研究所整理

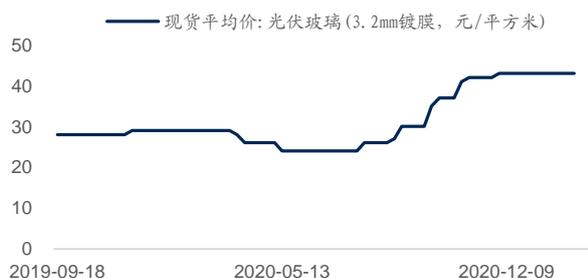
图 20: 我国玻璃行业库存 (万重量箱)



资料来源: 同花顺 iFind, 国信证券经济研究所整理

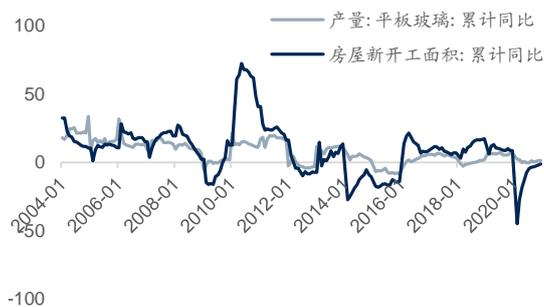
光伏玻璃拉动纯碱需求, 房地产需求稳中向好。一方面未来 2-3 年光伏装机量将保持 30% 增长, 另一方面双玻组件渗透率提高将拉动光伏玻璃需求。光伏组件可分为单玻组件和双玻组件: 单玻组件采用正面 3.2mm 光伏玻璃+电池+背面背板 (全铝层覆盖) 封装, 双玻组件正反面均采用 2.5mm (或 2.0mm) 光伏玻璃进行封装。由于双玻组件的封装结构可更好地保护光伏电池, 因此其在组件中渗透率逐渐提高。2020 年下半年由于光伏装机需求大增, 光伏玻璃价格由 26-28 元/平方米上涨至 2021 年初的 40-44 元/平方米, 涨幅超过 50%。根据我们测算, 2020-2022 年按照全球光伏装机 125、170、220GW 考虑, 对于光伏玻璃需求分别为 960、1355、1791 万吨, 对于纯碱需求分别为 192、271、358 万吨, 2021 年、2022 年分别新增需求 79 万吨、87 万吨。我国平板玻璃产量一般滞后于房屋新开工面积 1-2 个季度, 随着 2020 年我国房屋新开工面积累计同比值持续收窄, 我们认为房地产需求稳中向好, 将拉动玻璃在房地产行业的应用。

图 21: 我国光伏玻璃价格



资料来源: 同花顺 iFind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 我国平板玻璃产量与房屋新开工面积



资料来源: 同花顺 iFind, 国信证券经济研究所整理

表 3: 光伏玻璃对于纯碱需求测算

	2019	2020E	2021E	2022E
光伏年均新增装机预测 (GW)	115	125	170	220
组件按 1:1.2 匹配 (GW)	138	150	204	264
双玻渗透率	14%	27%	37%	45%
理论光伏玻璃面积 (亿平米)	8.6	10.5	15.4	21.1
实际光伏玻璃面积 (亿平米, 考虑良率)	11.7	14.4	21.4	29.4
光伏玻璃需求 (万吨)	846	960	1355	1791
纯碱需求 (万吨)	169.2	192	271	358.2

资料来源: 中国光伏行业协会、国信证券经济研究所整理 (良率按单玻 75%、双玻 70% 考虑, 单玻选用 3.2mm 玻璃, 双玻选用 2.0mm 玻璃)

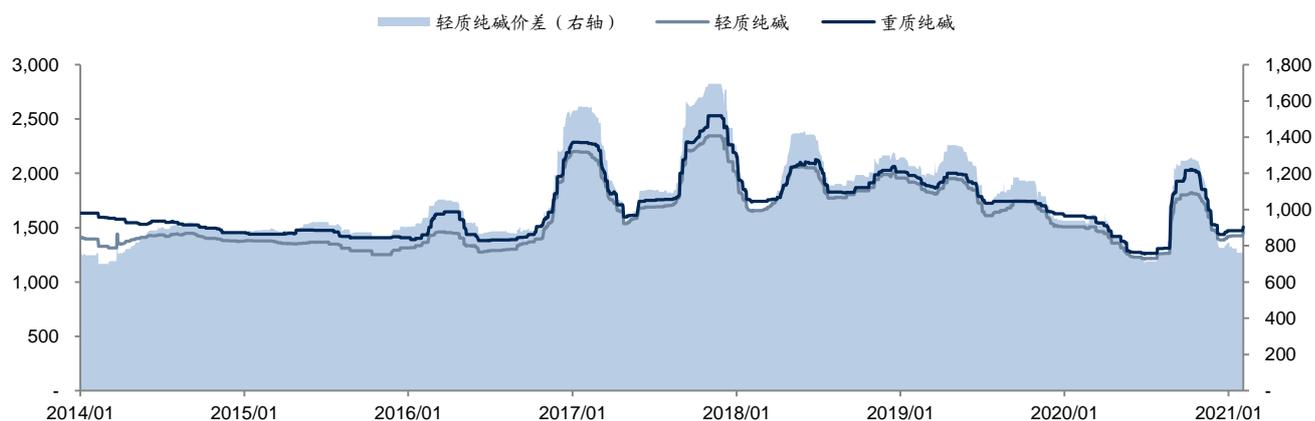
行业新增产能有限, 看好纯碱景气上行。根据我们统计, 2021 年国内有金昌化工、晶昊盐业、河南骏化、新都化工等四家企业有纯碱新增产能, 共计投放 110 万吨产能, 主要集中在下半年, 但连云港盐业 130 万吨产能年底退出, 因此 2021 年全年实际产能减少 20 万吨, 2022 年预计有 140 万吨产能投放。从需求端来看, 2021 年光伏玻璃点火产能预计在 13000-15000 吨/天 (合 475-550 万吨/年), 拉动纯碱需求约 100 万吨; 浮法玻璃点火产能预计在 11000 吨/天 (合 400 万吨/年), 拉动纯碱需求约 80 万吨, 我们认为纯碱未来 2 年供需格局逐渐转好, 有望进入景气上行周期。

表 4: 纯碱新增产能

	变化产能 (万吨/年)	预计投产/淘汰时间
金昌化工	20	2021 年 6 月
晶昊盐业	20	2021 年 6 月
河南骏化	20	2021 年 6 月
新都化工	50	2021 年 12 月
连云港盐业	-130	2021 年 12 月
<b>2021 年合计</b>	<b>-20</b>	
安徽红四方	20	2022 年 3 月
江苏德邦	60	2022 年 6 月
金山化工	60	2022 年 12 月
<b>2022 年合计</b>	<b>140</b>	

资料来源: 百川浮盈、卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 23: 纯碱价格与价差图 (元/吨)



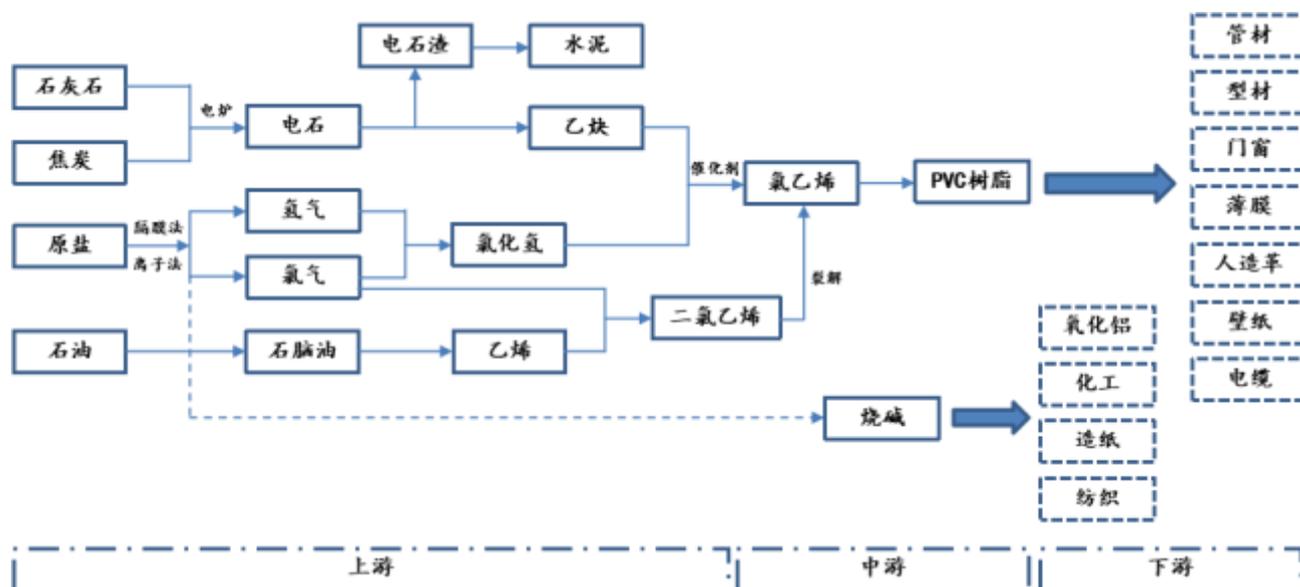
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### ■ 海外不可抗力, PVC 景气度有望超预期

氯碱业务为公司自循环经济核心提供有力支撑。氯碱工业指利用饱和食盐水制造氯气、氢气、烧碱等一系列化工产品, 公司主导产品包括 53 万吨/年烧碱和 50.5 万吨/年聚氯乙烯 (PVC)。氯碱业务是公司循环经济中枢, 生产的烧碱超过

80%用于粘胶短纤生产；产生的氯气、氢气合成氯化氢后用于生产 PVC、有机硅单体；氯碱产生的废电石渣浆用于纯碱生产，

图 24：氯碱产业链



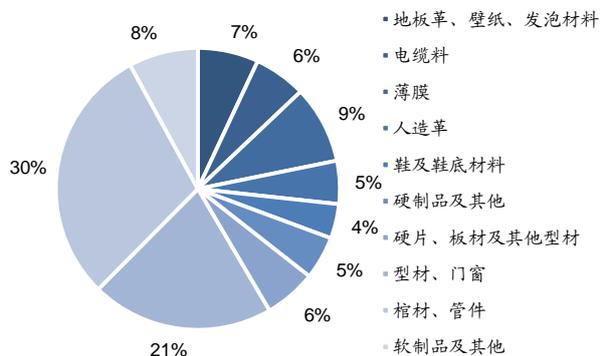
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**PVC 遇到海外不可抗力，全球 PVC 短期供应紧张。** 近期受不可抗力等影响导致欧美 PVC 相关装置生产负荷再次下降。美国遭受酷寒冲击，导致德州和路易斯安多家工厂设备出现故障、关闭等，包括美国台塑、LyondellBasell、ExxonMobil Baytown 等多家企业。美国 PVC 总产能大约在 845 万吨左右，其中德州地区 PVC 产能大约在 352 万吨，占美国总产能的 42%。目前台塑德州厂区 84.3 万吨宣布不可抗力，Oxy Vinyls LP（德州）123 万吨宣布不可抗力，SHINTECH（德州）145 万吨装置停车。除此之外，因为极寒天气影响，部分其他地区的 PVC 生产企业开工亦受到一定影响。

受日本地震影响，日本东北部十几家燃煤和燃气发电厂关闭，ENEOS 在仙台也关闭了为 14.5 万桶/天的炼油厂，三井公司确认关闭千叶裂解装置，年产乙烯 61.2 万吨，丙烯 33 万吨。此外春节前 Taiyo Vinyl 计划关闭其位于四日市的 31 万吨/年的 PVC 工厂检修；LG Chem 计划于四月关闭其在韩国大山的 240000 吨/年的 PVC 装置例行检修；台塑 3 月将关闭中国台湾仁武和麦寮的 PVC 装置配合上游管线及例行检修；印度 3 月至 4 月信实工业也宣布了其 Hazira 的两次检修计划；另外欧洲方面，2 月 8 日，Inovyn 宣布 PVC 工厂 Tavaux，由于生产线发生故障，重启日期尚未确定。美国信越及 Oxy 化学在 3 月其 140 万吨及 100 万吨装置均有检修计划。因此受不可抗力及装置检修影响，我们认为 2021 年上半年全球 PVC 供应趋紧。

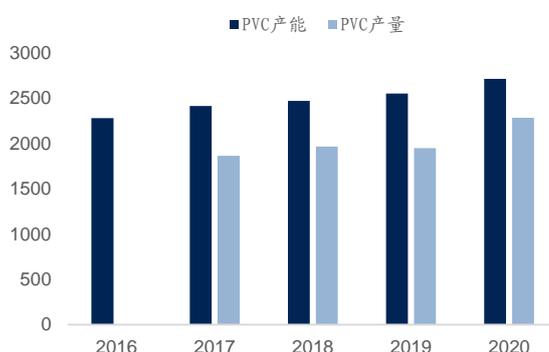
**PVC 主要用于建筑业，价格以稳为主。** PVC 具有良好的机械性能和物理性能，广泛应用于人造革、电缆料、薄膜、板材、壁纸、地板卷材、蓄电池隔板和玩具等行业，其中管材、管件占比约 30%，型材、门窗占比约 21%。**2020 年国内 PVC 产能 2712 万吨/年，产量约 2281 万吨，开工率在 82%左右。** 2021 计划投产的新增产能 152 万吨，但实际落地产能预计 80 万吨左右，加上 2020 年底释放的 100 万吨产能，整体预计 2021 年产量增幅在 7%以上。2021 上半年仍是地产的后周期对 PVC 需求有支撑，下游需求也保持较高增速，我们预计 2021 年需求增速也在 7%左右。因此预计 2021 年 PVC 供需基本面稳中偏紧，PVC 价格中枢或继续上移。

图 25: PVC 下游应用领域占比



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

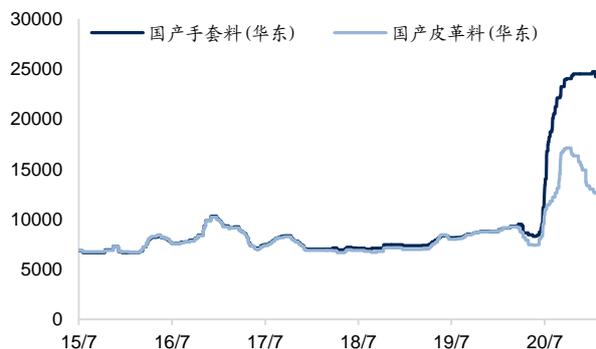
图 26: PVC 树脂产能产量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

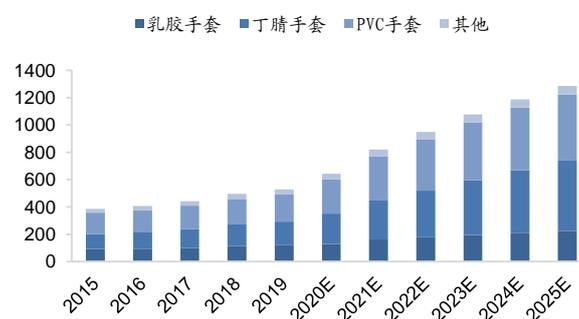
**PVC 糊树脂受手套拉动价格大涨, 公司充分受益。** PVC 树脂按用途主要分为通用树脂和糊树脂, 两种树脂产能无法实现相互转换。2020 年国内 PVC 糊树脂有效产能 125 万吨, 行业产量约 107 万吨, 开工率 85.6%。糊树脂分为手套料和大盘料, 受疫情影响 PVC 糊树脂手套料需求大增。目前国内可以生产 PVC 糊树脂手套料的企业共有八家, 具备转产手套料的产能约为 71 万吨。2020 年三季度糊树脂手套料价格由 8500 元/吨大幅上涨至 25000 元/吨, 截至 2021 年 1 月底, 手套料市场报价仍在 24160 元/吨左右, 大盘料在 12800 元/吨左右, 超出市场预期。公司具备 7 万吨糊树脂专用料产能, 有望持续受益。

图 27: 2015 至今 PVC 糊树脂价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 28: 全球一次性手套销量 (十亿双)



资料来源: 英科医疗港股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

■ 风险提示:

原油价格大幅波动, 产品价格上涨不及预期, 下游产品需求不及预期。

■ 投资建议: 看好公司粘胶短纤、纯碱景气度提升, 给予“买入”评级。

我们的盈利预测基于以下主要假设条件:

- 1、我们预计 2020-2022 年公司纯碱销量分别为 341、345、345 万吨, 含税均价分别为 1375、1700、1800 元/吨;
- 2、我们预计 2020-2022 年公司粘胶短纤销量分别为 76、80、85 万吨, 含税均价分别为 11000、16000、17000 元/吨;
- 3、我们预计 2020-2022 年公司 PVC 销量分别为 42、44、44 万吨, 不含税均价分别为 6764、7018、7018 元/吨;
- 4、公司三费率无重大变化。

**表 5: 公司分板块收入、成本、毛利 (百万元)**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>纯碱</b>				
营收	5,260	4,153	5,190	5,496
成本	3,437	3,072	3,450	3,882
毛利	1,823	1,081	1,740	1,614
<b>粘胶短纤</b>				
营收	8,658	7,405	11,327	12,788
成本	8,313	6,846	8,000	8,925
毛利	346	559	3,327	3,863
<b>烧碱</b>				
营收	1,221	704	1,079	1,219
成本	507	455	530	583
毛利	714	249	549	636
<b>PVC</b>				
营收	2,574	2,831	3,088	3,088
成本	2,484	2,302	2,552	2,574
毛利	90	529	536	514
<b>有机硅</b>				
营收	1,659	1,540	1,801	1,894
成本	1,251	1,135	1,291	1,319
毛利	407	406	510	575
<b>其他</b>				
营收	1,142	1,300	1,300	1,300
成本	403	600	600	600
毛利	740	700	700	700

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 7.2/30.0/33.3 亿元, 对应 EPS 为 0.35/1.45/1.62 元, 对应当前股价 PE 为 41.1/9.9/8.9X, 我们看好未来粘胶短纤与纯碱的行业景气度, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

我们按照基于不同粘胶短纤价格 (13000-19000 元/吨) 和纯碱价格 (1400-2000 元/吨), 对公司 2021 年 EPS 进行了敏感性分析:

**表 6: 公司 2021 年 EPS 敏感性分析**

	粘胶短纤价格 (元/吨)	13000	14000	15000	16000	17000	18000	19000
<b>纯碱价格 (元/吨)</b>								
1400		0.50	0.72	0.95	1.17	1.39	1.61	1.83
1500		0.60	0.82	1.04	1.26	1.48	1.71	1.93
1600		0.69	0.92	1.14	1.36	1.58	1.80	2.02
1700		0.79	1.01	1.23	1.45	1.68	1.90	2.12
1800		0.88	1.11	1.33	1.55	1.77	1.99	2.21
1900		0.98	1.20	1.42	1.65	1.87	2.09	2.31
2000		1.08	1.30	1.52	1.74	1.96	2.18	2.40

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们按照基于不同粘胶短纤价格（14000-20000 元/吨）和纯碱价格（1500-2100 元/吨），对公司 2022 年归母净利润进行了敏感性分析：

	粘胶短纤价格（元/吨）	14000	15000	16000	17000	18000	19000	20000
<b>纯碱价格（元/吨）</b>								
1500		0.62	0.86	1.10	1.33	1.57	1.81	2.04
1600		0.72	0.96	1.19	1.43	1.67	1.90	2.14
1700		0.82	1.05	1.29	1.53	1.76	2.00	2.24
1800		0.91	1.15	1.38	1.62	1.86	2.10	2.33
1900		1.01	1.24	1.48	1.72	1.95	2.19	2.43
2000		1.10	1.34	1.58	1.81	2.05	2.29	2.52
2100		1.20	1.44	1.67	1.91	2.15	2.38	2.62

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2990	4267	7277	10696
应收款项	520	884	1303	1413
存货净额	1786	1423	1646	1806
其他流动资产	2021	179	238	258
<b>流动资产合计</b>	<b>7317</b>	<b>6753</b>	<b>10463</b>	<b>14172</b>
固定资产	16212	14818	13389	11943
无形资产及其他	834	801	767	734
投资性房地产	441	441	441	441
长期股权投资	0	10	20	30
<b>资产总计</b>	<b>24804</b>	<b>22823</b>	<b>25081</b>	<b>27320</b>
短期借款及交易性金融负债	5439	4000	4000	4000
应付款项	3094	2592	2998	3289
其他流动负债	1321	1111	1318	1434
<b>流动负债合计</b>	<b>9855</b>	<b>7704</b>	<b>8316</b>	<b>8724</b>
长期借款及应付债券	2498	2198	2198	2198
其他长期负债	409	409	409	409
<b>长期负债合计</b>	<b>2908</b>	<b>2608</b>	<b>2608</b>	<b>2608</b>
<b>负债合计</b>	<b>12763</b>	<b>10312</b>	<b>10924</b>	<b>11332</b>
少数股东权益	781	816	965	1130
股东权益	11261	11695	13192	14858
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24804</b>	<b>22823</b>	<b>25081</b>	<b>27320</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.33	0.35	1.45	1.62
每股红利	0.41	0.14	0.73	0.81
每股净资产	5.45	5.67	6.39	7.20
ROIC	6%	5%	21%	25%
ROE	6%	6%	23%	22%
毛利率	20%	20%	31%	31%
EBIT Margin	7%	7%	18%	18%
EBITDA Margin	13%	16%	25%	25%
收入增长	2%	-13%	33%	8%
净利润增长率	-57%	6%	314%	11%
资产负债率	55%	49%	47%	46%
息率	2.8%	1.0%	5.0%	5.6%
P/E	43.5	41.1	9.9	8.9
P/B	2.6	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.3	14.0	6.9	6.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>20515</b>	<b>17932</b>	<b>23785</b>	<b>25784</b>
营业成本	16395	14409	16423	17883
营业税金及附加	180	179	238	258
销售费用	918	771	1070	1109
管理费用	1513	1342	1817	1890
财务费用	419	251	184	136
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	176	0	0	0
其他收入	(351)	0	0	0
营业利润	915	978	4053	4509
营业外净收支	21	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>936</b>	<b>978</b>	<b>4053</b>	<b>4509</b>
所得税费用	196	196	811	902
少数股东损益	57	60	247	275
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>683</b>	<b>723</b>	<b>2995</b>	<b>3332</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>683</b>	<b>723</b>	<b>2995</b>	<b>3332</b>
资产减值准备	100	(9)	(14)	(16)
折旧摊销	1099	1636	1676	1696
公允价值变动损失	(176)	0	0	0
财务费用	419	251	184	136
营运资本变动	(379)	1120	(102)	102
其它	(114)	44	163	181
<b>经营活动现金流</b>	<b>1213</b>	<b>3515</b>	<b>4718</b>	<b>5295</b>
资本开支	(1237)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1237)</b>	<b>(210)</b>	<b>(210)</b>	<b>(210)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(729)	(300)	0	0
支付股利、利息	(844)	(289)	(1497)	(1666)
其它融资现金流	3037	(1439)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(109)</b>	<b>(2029)</b>	<b>(1497)</b>	<b>(1666)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(132)</b>	<b>1277</b>	<b>3010</b>	<b>3419</b>
货币资金的期初余额	3122	2990	4267	7277
货币资金的期末余额	2990	4267	7277	10696
企业自由现金流	676	3540	4764	5314
权益自由现金流	2983	1600	4616	5205

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032