

评级：买入（首次）

市场价格：7.30

分析师：谢楠
执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

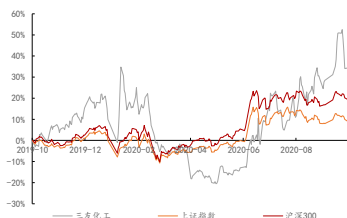
研究助理：叶欣怡

Email: yexy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	20.64
流通股本(亿股)	20.64
市价(元)	7.30
市值(亿元)	151
流通市值(亿元)	151

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,174	20,515	19,318	21,261	22,022
营业收入增速	-0.11%	1.69%	-5.84%	10.06%	3.58%
归属于母公司的净利润	1,586	683	379	1,291	1,584
净利润增长率	-16.04%	-56.94%	-44.55%	240.92%	22.71%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.33	0.18	0.63	0.77
每股现金流量(元)	0.87	0.47	0.08	2.21	0.71
净资产收益率	14.35%	6.06%	3.27%	10.37%	11.74%
市盈率(倍)	9.50	22.07	39.79	11.67	9.51
市净率	1.36	1.34	1.30	1.21	1.12

备注：股价取自2020年10月27日

投资要点

- **公司是国内纯碱和粘胶短纤双龙头。**公司以循环经济模式打造企业，经多年发展，目前已成为国内纯碱和粘胶双龙头，其中纯碱年产能340万吨、粘胶短纤维年产能78万吨，此外，公司PVC年产能50.5万吨（包括专用树脂产能7万吨），烧碱年产能53万吨。
- **粘胶短纤：供应增长放缓，行业拐点可期。**2016年至今，粘胶短纤产能大幅扩张110万吨至480万吨，受此影响，行业景气持续下行，粘胶短纤价差由高点约8000元/吨下滑至低点3000元/吨附近。展望未来，供给端看，2020年新增产能仅恒天海龙前期停产搬迁的18万吨/年装置，而2020年以后尚无企业公布投产计划，供给端增长放缓。需求端看，粘胶短纤需求与纺服增速放缓，近五年粘胶短纤需求复合增速为5.7%，作为国民经济的重要支柱产业之一，纺服及上游粘胶短纤需求维持稳步增长。三季度以来，疫情负面影响因素逐步消除，纺服产业链回暖，价差缓慢扩大，截止2020年10月中旬，粘胶短纤价格回升至9000元/吨，价差为2818元/吨，未来随着内外需逐步好转，行业盈利有望上行。
- **纯碱：扩产高峰期已过，价格有望底部回升。**在2018年高盈利驱动下，2019年纯碱行业迎来扩产周期，年末产能达到3247万吨，同比增加5%，根据现有产能规划，2020年及以后纯碱新增产能有限，新增产能投放接近尾声。需求端看，纯碱主要下游玻璃需求稳定，2020年1-8月份平板玻璃产量累计增长0.4%，同时价格出现大幅上涨，显示行业需求健康。三季度以来，纯碱行业库存去化，行业库存由高点172万吨下降至目前53万吨，价格也自底部回升，纯碱价格回升至2200元/吨，较行业低点上涨950元/吨。未来随着内外需逐步好转，行业盈利有望上行。
- **糊树脂：疫情推动糊树脂需求向上，价格创历史新高。**PVC手套为糊树脂的第一大下游需求，占比约为27%。2020年以来，受疫情推动，PVC手套需求大幅提升，2020年1-8月中国PVC手套累计出口量为35.38万吨，同比增加36.38%，同时因手套企业盈利能力佳，下游扩产步伐加速，糊树脂需求有望继续提升。截至10月中旬国内PVC糊树脂手套料价格达23900元/吨、大盘料为16750元/吨，分别较年内低点上涨约15800元/吨和960元/吨。公司为国内PVC糊树脂行业龙头企业之一，具备7万吨/年的PVC糊树脂产能，根据我们的测算，假设其他条件维持不变，糊树脂价格每上升1000元/吨，提升公司盈利5265万元，弹性较大。
- **盈利预测：**预计公司2020-2022年实现归母净利润3.79/12.91/15.84亿元，对应PE分别为39.8/11.7/9.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场需求和产品价格风险、PVC糊树脂价格大幅下跌、手套等下游需求不及预期、安全、环保压力不断增大。

内容目录

1 三友化工：循环经济体系领跑行业	- 6 -
纯碱粘胶行业领先，循环经济逐渐完善	- 6 -
股权结构清晰，员工奖励机制完善	- 7 -
周期波动致业绩短期承压	- 8 -
2 粘胶短纤：底部已过，景气上行	- 11 -
粘胶短纤产业链介绍	- 11 -
产能高峰期已过，盈利底部回升	- 12 -
下游以纺服为主，出口量逐步提升	- 14 -
周期位置：价格为近十年底部，需求驱动价差有望扩大	- 16 -
3 纯碱行业分析	- 18 -
纯碱产业链介绍	- 18 -
纯碱供给端：投产周期接近尾声，新增产能有限	- 18 -
纯碱需求端：下游主要用于玻璃行业	- 20 -
纯碱价格：底部回暖	- 22 -
4 PVC 糊树脂：疫情拉动需求、价格不断创新高	- 23 -
需求端：疫情拉动手套需求，下游扩产带来增量	- 23 -
供给端：新增产能有限，开工率持续高位	- 25 -
价格端：糊树脂价格历史新高	- 25 -
5. 有机硅：产能加速投放、盈利承压	- 27 -
有机硅产业链介绍	- 27 -
产能加速投放，行业进入新一轮洗牌	- 27 -
人均消费量仍存在上涨空间，出口持续增长	- 29 -
周期位置：高位回落，仍将承压	- 30 -
6 PVC：公司一体化产业链优势显著	- 31 -
需求端：地产需求回暖，PVC 地板表现亮眼	- 31 -
供给端：产能向西北地区迁移、乙烯法扩张加速	- 33 -
价格端：成本端支撑有力，价格处上行通道	- 36 -
7 盈利预测及估值	- 37 -
8 风险提示	- 38 -

图表目录

图表 1: 三友化工发展历史	- 6 -
图表 2: 公司产品产能 (万吨)	- 6 -
图表 3: 公司产业链结构图	- 7 -
图表 4: 公司股权结构.....	- 7 -
图表 5: 公司 2003-2020 年 H1 营业收入	- 8 -
图表 6: 公司 2003-2020 年 H1 归母净利润.....	- 8 -
图表 7: 公司毛利率与净利率.....	- 9 -
图表 8: 公司期间费用率情况.....	- 9 -
图表 9: 公司销售毛利率与纯碱毛利率.....	- 9 -
图表 10: 公司主要产品毛利率情况.....	- 9 -
图表 11: 公司营收结构 (分产品)	- 10 -
图表 12: 公司营收结构 (分地区)	- 10 -
图表 13: 粘胶短纤产业链	- 11 -
图表 14: 棉纤维与粘胶短纤的性能特点	- 11 -
图表 15: 我国粘胶短纤经历两轮扩产周期	- 12 -
图表 16: 粘胶短纤产能产量及产能利用率.....	- 13 -
图表 17: 粘胶短纤竞争格局.....	- 13 -
图表 18: 2015 年至今粘胶短纤退出产能	- 13 -
图表 19: 2020 年下半年粘胶短纤负荷回升.....	- 14 -
图表 20: 2020 年下半年粘胶短纤库存大幅下降	- 14 -
图表 21: 粘胶短纤在产企业产能统计 (>10 万吨/年)	- 14 -
图表 22: 粘胶短纤出口依赖度逐年提升	- 15 -
图表 23: 粘胶短纤表观消费量及增速.....	- 15 -
图表 24: 纺织服装服饰业 PPI 持续下滑	- 15 -
图表 25: 服装行业内外销筑底回升.....	- 15 -
图表 26: 粘胶短纤-棉花价差扩大	- 16 -
图表 27: 我国棉花产量下滑.....	- 16 -
图表 28: 2018 年全球溶解浆产能分布	- 16 -
图表 29: 我国溶解浆产量与进口量.....	- 16 -
图表 30: 粘胶短纤价格价差变化.....	- 17 -
图表 31: 纯碱制备工艺.....	- 18 -
图表 32: 纯碱产业链.....	- 18 -
图表 33: 纯碱制备工艺占比.....	- 18 -

图表 34: 我国纯碱产能与增速.....	- 19 -
图表 35: 我国纯碱产能分布.....	- 19 -
图表 36: 2019 年及以后纯碱新增产能.....	- 19 -
图表 37: 2020 年国内纯碱企业产能.....	- 20 -
图表 38: 2018.1-2020.9 纯碱月度开工率.....	- 20 -
图表 39: 2018-2020 纯碱周度工厂库存水平 (万吨)	- 20 -
图表 40: 纯碱需求结构.....	- 21 -
图表 41: 纯碱表观消费量及增速.....	- 21 -
图表 42: 历年平板玻璃产量及产销率.....	- 21 -
图表 43: 历年房屋新开工面积及增速.....	- 21 -
图表 44: 历年纯碱出口数量及增速.....	- 22 -
图表 45: 2019 年纯碱出口结构 (分国家)	- 22 -
图表 46: 纯碱-原盐-动力煤价差 (氨碱法)	- 22 -
图表 47: 纯碱-原盐-液氯价差 (联碱法)	- 22 -
图表 48: 糊树脂表观消费量 (万吨) 及增速 (%)	- 23 -
图表 49: PVC 糊树脂需求结构.....	- 23 -
图表 50: 医疗级手套需求量及增速.....	- 23 -
图表 51: 非医疗级手套需求量及增速.....	- 23 -
图表 52: 2019-2020 年 PVC 手套出口数量 (万吨)	- 24 -
图表 53: 疫情期间手套料占比提升.....	- 24 -
图表 54: PVC 手套成本结构占比.....	- 24 -
图表 55: 国内部分 PVC 手套厂商扩产计划.....	- 24 -
图表 56: PVC 糊树脂产能、产量及产能利用率.....	- 25 -
图表 57: PVC 糊树脂产能变动情况 (万吨)	- 25 -
图表 58: PVC 糊树脂价格上涨明显 (元/吨)	- 26 -
图表 59: 有机硅产业链.....	- 27 -
图表 60: 2018 年全球聚硅氧烷产能格局.....	- 28 -
图表 61: 全球聚硅氧烷产能产量情况.....	- 28 -
图表 62: 我国聚硅氧烷产能产量情况.....	- 28 -
图表 63: 我国聚硅氧烷产量全球占比快速提升.....	- 28 -
图表 64: 2020 年、2021 年有机硅单体拟建项目统计.....	- 29 -
图表 65: 我国 DMC 需求结构.....	- 29 -
图表 66: 我国有机硅中间体表观消费量及增速.....	- 29 -
图表 67: 我国聚硅氧烷出口量持续增加.....	- 30 -
图表 68: 甲基环硅氧烷-金属硅-甲醇价差.....	- 30 -

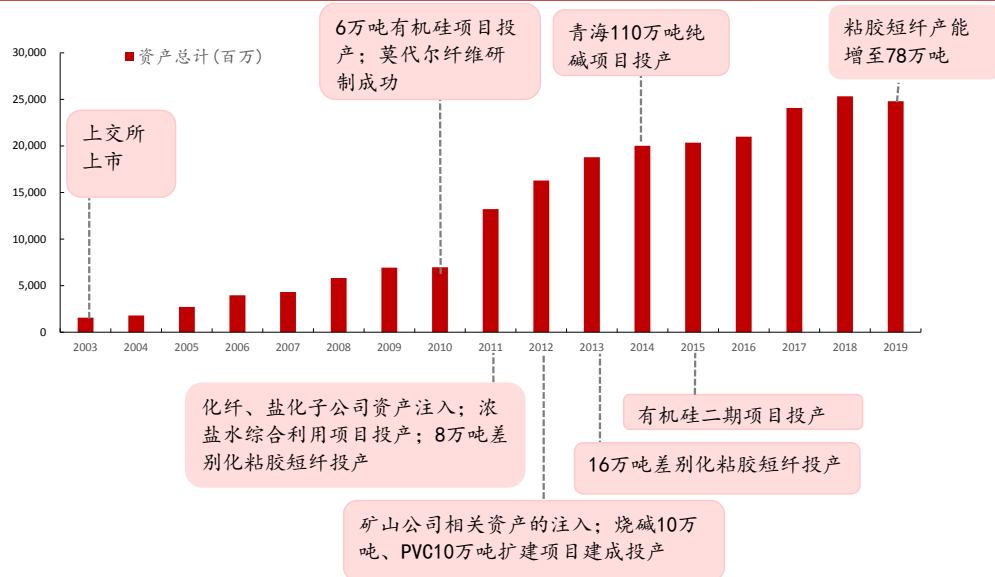
图表 69: PVC 树脂用于管材	- 31 -
图表 70: PVC 树脂形貌.....	- 31 -
图表 71: PVC 电石法、乙烯法工艺流程图	- 31 -
图表 72: 我国 PVC 需求结构.....	- 32 -
图表 73: 我国 PVC 表观消费量及增速.....	- 32 -
图表 74: 我国房屋新开工及竣工回暖.....	- 32 -
图表 75: 我国 PVC 地板出口量快速增长	- 32 -
图表 76: 历年 PVC 出口数量及增速.....	- 33 -
图表 77: 历年 PVC 进口数量及增速.....	- 33 -
图表 78: 我国 PVC 产能占全球比重快速上升	- 33 -
图表 79: 2018 年全球 PVC 产量占比.....	- 34 -
图表 80: 2018 年全球 PVC 消费量占比.....	- 34 -
图表 81: 我国 PVC 产能、产量及产能利用率.....	- 34 -
图表 82: 我国 PVC 产能分布.....	- 35 -
图表 83: 2020 年国内 PVC 产能（大于 50 万吨/年）	- 35 -
图表 84: 2020-2022 年 PVC 计划新增产能	- 35 -
图表 85: 电石法 PVC 价格及价差	- 36 -
图表 86: 乙烯法 PVC 价格及价差	- 36 -
图表 87: 我国电石有效产能持续下降.....	- 36 -
图表 88: 我国电石开工率逐年上升.....	- 36 -
图表 89: 盈利预测业务拆分（万元）	- 37 -
图表 90: 可比公司估值.....	- 37 -
图表 91: 公司盈利预测.....	- 39 -

1 三友化工：循环经济体系领跑行业

纯碱粘胶行业领先，循环经济逐渐完善

唐山三友化工股份有限公司成立于1999年，于2003年6月在上交所挂牌上市，2005年完成股份分置改革，是全国纯碱和化纤行业知名企业。经过17年发展，公司资产规模从刚上市15.7亿元扩大到248亿元。公司秉持循环经济发展理念，从纯碱做起，2004年建设氯碱项目，2007年建设有机硅项目，2011年重组化纤资产，创立了“两碱一化”的特色循环经济模式。由此公司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，成为行业效能领跑者标杆企业。

图表1：三友化工发展历史



来源：公司年报、公司官网、中泰证券研究所

公司产品包括纯碱、烧碱、粘胶、PVC、有机硅及盐产品。经过十几年发展，公司已由成立之初单一的纯碱生产企业发展成为拥有化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业并配套热电、原盐、碱石、物流、国际贸易等循环经济体系的行业龙头企业，公司产品用于纺织、玻璃、有色金属冶炼、合成洗涤剂、化学建材等行业。随着公司的发展壮大，公司主要产品的不断扩张，截至2019年底，公司本部和青海五彩碱业纯碱年产能共计340万吨，粘胶短纤维年产能78万吨，PVC年产能50.5万吨，烧碱年产能53万吨、有机硅单体年产能20万吨。

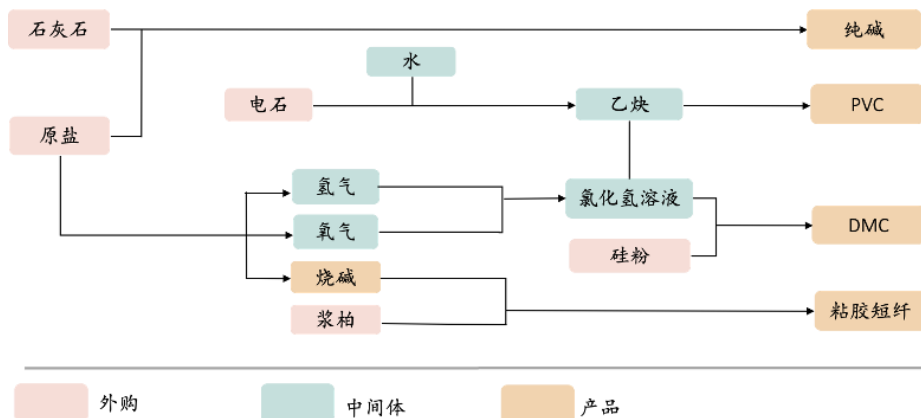
图表2：公司产品产能（万吨）

产品	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
纯碱	230	330	340	340	340	340	340
粘胶短纤维	48	50	50	50	50	70	78
PVC（含专用树脂）	40	40	40	40	50.5	50.5	50.5
烧碱	50	50	50	50	53	53	53
有机硅单体	20	20	20	20	20	20	20

来源：公司年报、债券募集说明书、中泰证券研究所

循环经济体系提高经济效益。公司按照绿色循环经济发展思路，独创以纯碱、氯碱、化纤为核心的“两碱一化”循环经济模式。以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的较为完善的循环经济体系，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，实施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，提高经济效益的同时减少了资源和能源消耗。

图表 3：公司产业链结构图

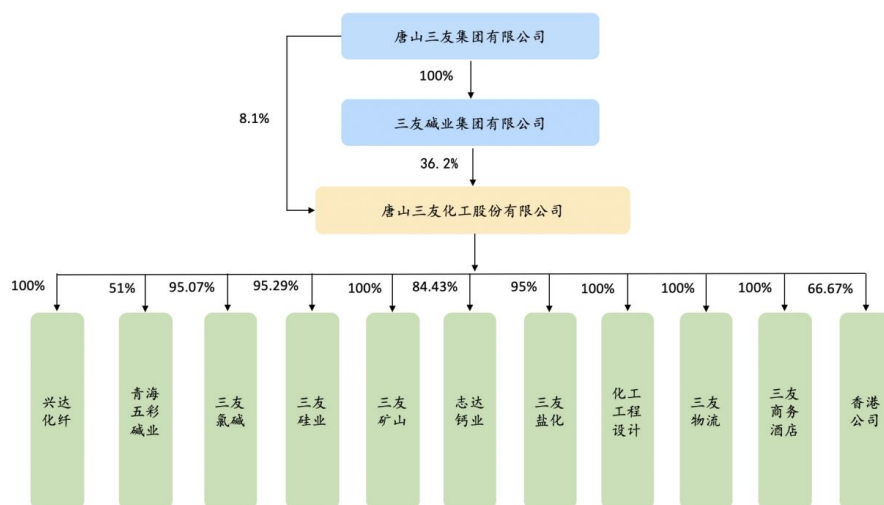


来源：公司官网、中泰证券研究所

股权结构清晰，员工奖励机制完善

公司股权结构简单清晰，围绕公司发展战略布局。公司直接控股股东为唐山三友碱业集团有限公司，持股比例 36.2%，实际控制人为唐山三友集团有限公司，直接和间接持有公司股权 44.3%。2005 年公司投资成立三友热电有限公司发展热电联产，成立氯碱有限公司。2006 年成立盐化公司，2007 年成立三友硅业拓展有机硅业务。2011 年三友持股 51%与青海五彩矿业有限公司共同成立青海五彩碱业有限公司，并重组化纤公司、注资盐化公司，2012 年购买矿山公司全部股权，自此实现公司主要资产整体上市。子公司分工明确，布局合理，产生良好协同效应。

图表 4：公司股权结构



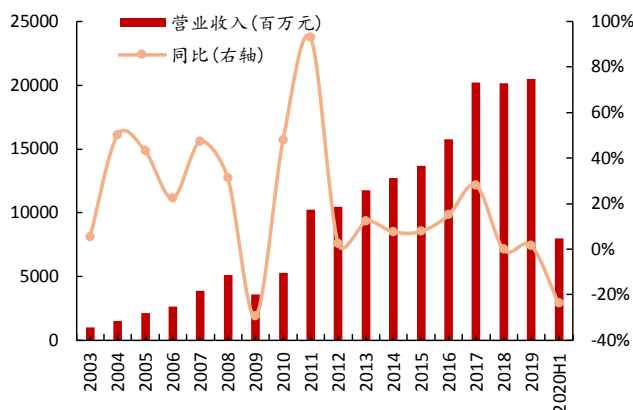
来源：公司公告、中泰证券研究所

2019 年公司修订了《高级管理人员奖励基金管理办法》设立奖励基金。基金规定以提取前合并报表中归属于母公司净利润为基数，以年度加权平均净资产收益率 6%和 10%为临界点阶梯式实施基金激励。基金 60%分配给高管人员，40%分配给公司员工。这项激励措施设法实现高管、员工工作目标与企业利益目标的趋同，提高高管及员工的主人翁意识，增强工作积极性，有利于公司长期稳定正向发展。

周期波动致业绩短期承压

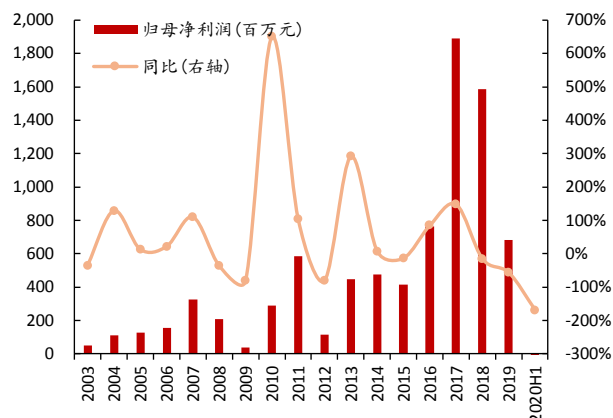
公司盈利受到行业周期影响大，但短期波动不影响长期价值。2011 年营业收入大幅提升，主要由于行业供需改善及成本上涨使得公司主营产品纯碱价格上涨。2012 年前后，受产能扩张及需求低迷的影响，纯碱、氯碱、粘胶短纤、有机硅的盈利均出现明显下滑，但公司产品毛利率在行业内一直处于领先地位，弱市状态下尚能保持盈利。得益于公司业务多元化、产业链一体化、竞争差异化、规模经济效益等多种竞争优势，在周期行业遇冷的底部时期，公司依然能维持一定盈利，显示公司抗风险能力明显高于行业平均水平。2017 年营收同比大幅增长 28.17%至 201.96 亿元，其原因在于公司氯碱、纯碱及有机硅业务都是处于行业洗礼后出清完成的阶段，主要产品遇行业景气明显上行带动业绩大幅增长。烧碱、粘胶短纤维、聚氯乙烯树脂以及有机硅同比量价齐增，纯碱价格上涨，全年实现归母净利润 18.89 亿元，同比增长 147.63%，此后，行业进入下行周期，2020 年受疫情及市场因素影响，主导产品粘胶、纯碱等销售价格和销量同比下降，2020 年 H1 实现营业收入 79.82 亿元，归母净利润-2.69 亿元。

图表 5：公司 2003-2020 年 H1 营业收入



来源：wind、中泰证券研究所

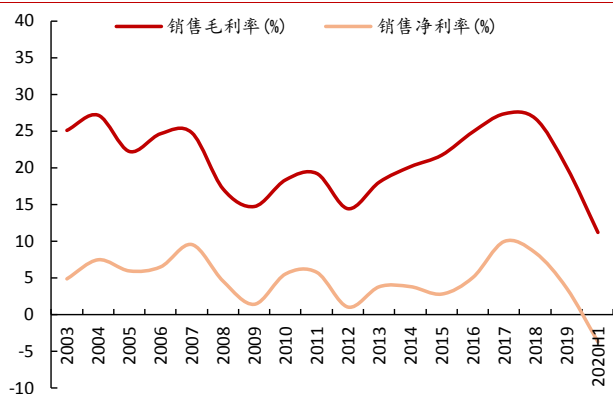
图表 6：公司 2003-2020 年 H1 归母净利润



来源：wind、中泰证券研究所

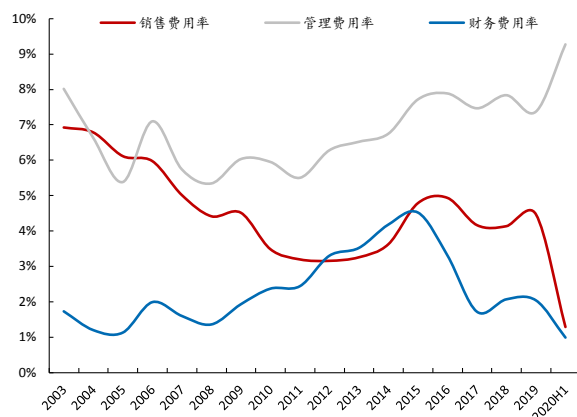
受行业环境变化影响，公司毛利率波动幅度较大。公司毛利率 2013 年开始逐渐回升，2017 年到达高点后再次回落，三费率相对平稳。2015 年财务费用增加主要由于人民币贬值汇兑损失增加，以及青海五彩碱业 2014 年 7 月正式投产导致本期财务费用增加。2020 年 H1 销售费用同比减少 70%以上，主要由于本期执行新收入准则，一票制运费由销售费用调整至营业成本。

图表 7: 公司毛利率与净利率



来源: wind、中泰证券研究所

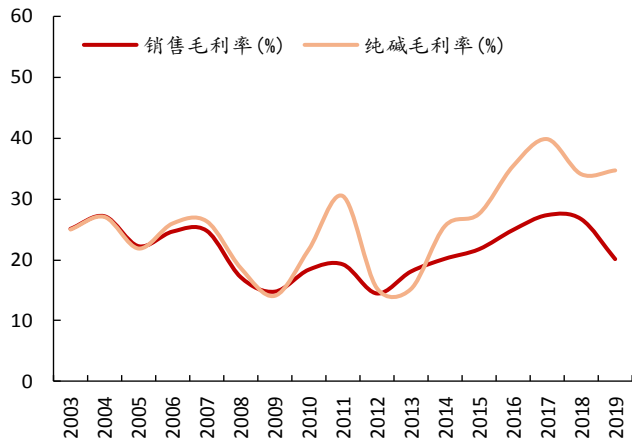
图表 8: 公司期间费用率情况



来源: wind、中泰证券研究所

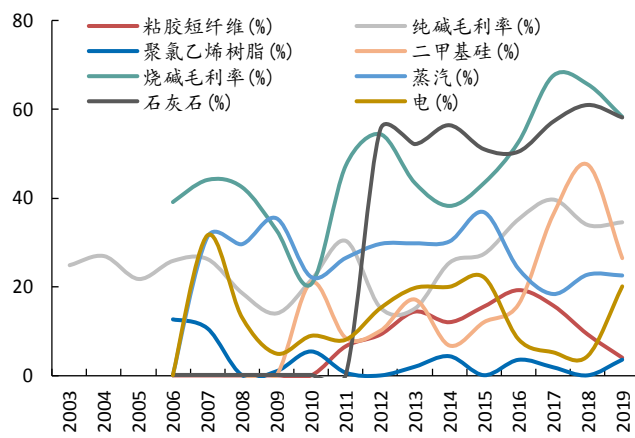
业务和区域多元化将增强公司盈利的稳定性。从历史数据来看,公司整体毛利率与纯碱毛利率在上市初期高度拟合,2011年后开始两线开始逐渐分离,主要由于公司拓展产业链上下游业务,发展多元化战略。从各产品毛利率变化图可以看出,公司产品丰富,各产品在生产工艺及原料利用上关联性强,但盈利水平在各年份差别大,整体毛利率波动相对平缓,使公司抗行业变动风险能力增强。

图表 9: 公司销售毛利率与纯碱毛利率



来源: wind、中泰证券研究所

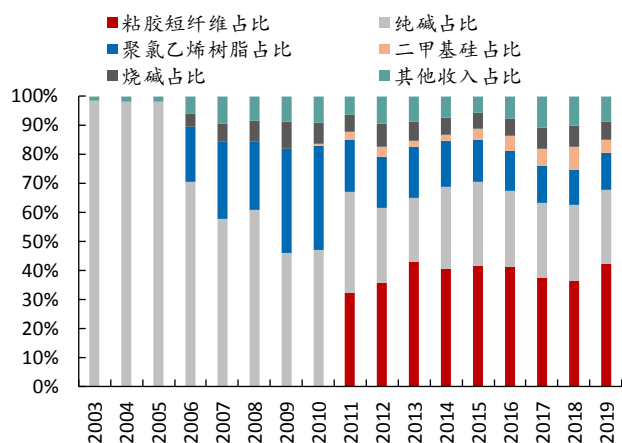
图表 10: 公司主要产品毛利率情况



来源: wind、中泰证券研究所

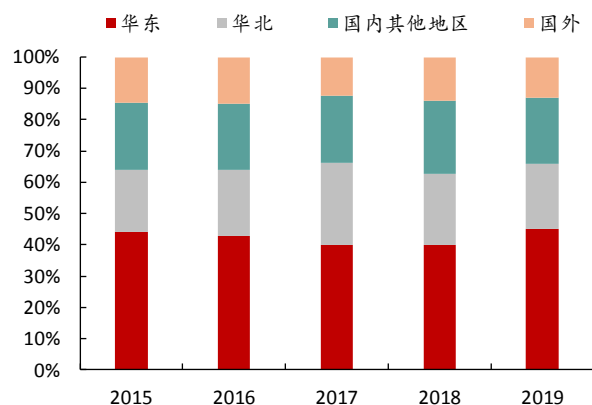
公司营收结构逐渐多样化。2011年公司扩大主营业务的同时向上下游拓展产业链,形成了多元化的产品格局。差异化粘胶短纤项目建成投产后占公司近40%营业收入。公司产品主要销往华东、华北地区,2013年后公司海外销售占比提升。

图表 11: 公司营收结构 (分产品)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 公司营收结构 (分地区)



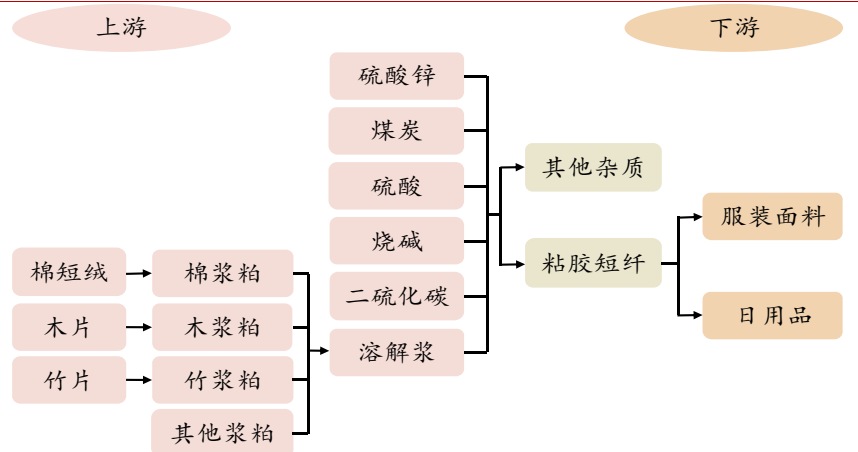
来源: wind、中泰证券研究所

2 粘胶短纤：底部已过，景气上行

粘胶短纤产业链介绍

- 粘胶短纤是粘胶纤维的一种，主要用于服装行业。粘胶短纤又称人造棉，其性能与棉花相似，具备吸湿性好、手感柔软、易于染色等特点。同时，粘胶短纤的可纺性能强，纺制的面料往往可作为消费者贴身着装的首选。由于耕地减少，棉花的种植区域也在逐渐缩小，生产粘胶短纤有助于弥补纺织工厂面临的棉花原料短缺。

图表 13：粘胶短纤产业链



来源：百川资讯，中泰证券研究所

- 粘胶短纤与棉花存在较强的替代性。粘胶短纤属天然纤维素再生纤维，其特性与棉类似，故而有“人造棉”之称。在吸湿性、染色性、织物舒适性及悬垂性等方面，粘胶短纤的吸湿量高达 13-15%，比棉纤维高出 6-7%；染色性也优于棉纤维；并且，粘胶短纤手感柔软、丰满、滑爽，具有优良的悬垂性和蚕丝般的光泽。因此粘胶短纤与棉纤维存在替代关系。

图表 14：棉纤维与粘胶短纤的性能特点

	棉纤维	粘胶短纤
原料	天然作物棉花	取自于棉的棉短绒制成的棉浆粕，或者是木片制成的木浆粕
吸湿性	吸湿性良好，吸湿量约为 6-8%	吸湿性极佳，吸湿量为 13-15%，在全部化学纤维中最高
染色性	易染色，效果均匀	易染色性强于棉花，且靓丽性更佳
织物舒适性	吸汗、透气、柔软，制成的织物与人体贴合性好	与棉纤维相同
织物悬垂性	制成的织物悬垂性差，易褶皱	制成织物的悬垂性强于棉纤维

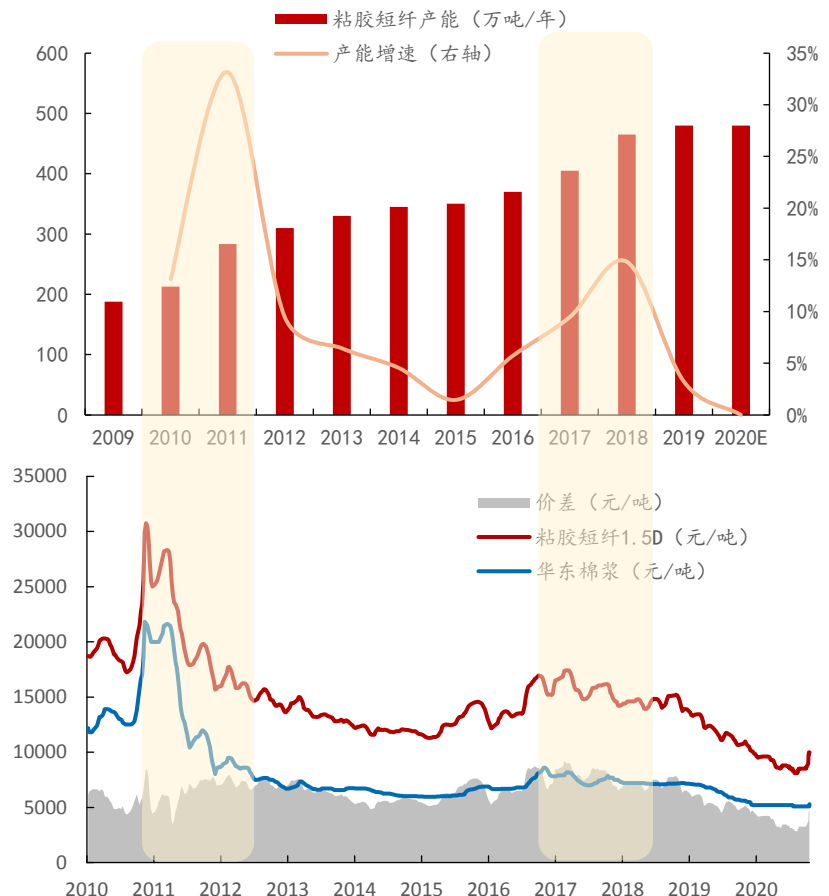
来源：智研咨询，中泰证券研究所

产能高峰期已过，盈利底部回升

- **我国是全球最大的粘胶短纤生产国。**全球粘胶短纤产能集中在中国、印尼、印度、奥地利、泰国等地，根据卓创数据，2019 年我国粘胶短纤产能占全球的 73%，远超排名第二的印尼（12%）。粘胶短纤作为国民经济的传统行业，在技术逐渐成熟与下游纺服需求的带动下，产能产量逐年增加。
- **粘胶短纤投产高峰已过，行业利润筑底。**回顾 2010 年以来粘胶短纤的两轮扩产周期，第一轮在四万亿计划刺激下，纺织产业底部复苏，2011 年纺纱与上游粘胶短纤产能大幅增加，导致价格大幅下滑；2015 年后受供给侧改革驱动，粘胶短纤价格再度迎来上涨周期，行业盈利能力大幅好转，叠加国家对新疆纺服产业的支持政策，粘胶短纤行业迎来新一轮扩能，2018 年行业产能增速高达 15%。

经历前两次的扩张后，我国粘胶短纤行业进入阶段性过剩。据中国氯碱网统计，2019 年全国粘胶短纤的总产能为 480 万吨，增速回落至 3.2%，行业以消耗前期新增产能为主。行业产能利用率从 2016 年的 90.5% 下滑至 2019 年的 75.4%，行业利润空间持续压缩。

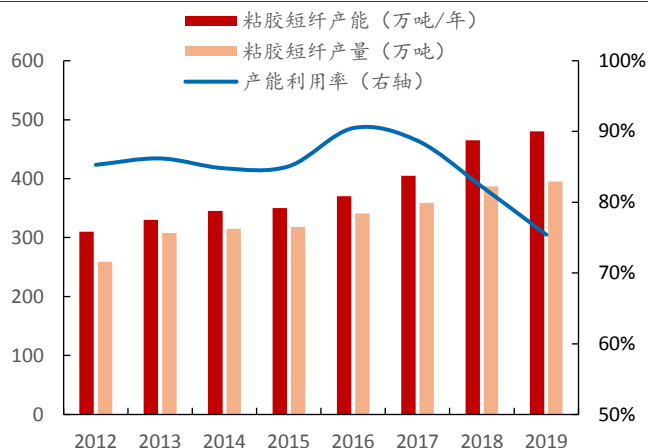
图表 15：我国粘胶短纤经历两轮扩产周期



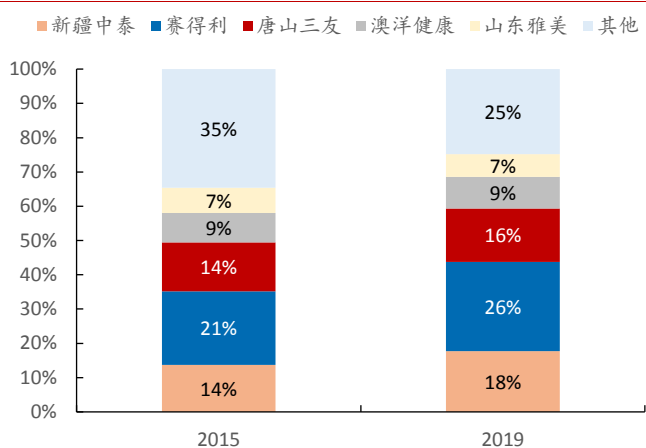
来源：中纤网，中国氯碱网，中泰证券研究所

- **环保压力叠加景气底部，行业集中度不断提升。**近年来一方面头部企业通过新建产能或并购大幅扩张，2015 年赛得利收购江西龙达，2016 年中泰化学收购新疆富丽达 54% 股权，2017 年赛得利（九江）二期 16 万吨项目投产，

2018 年唐山三友 20 万吨化纤项目投产，导致龙头企业产能占比不断提高。另一方面，随着环保压力与行业亏损面加大，落后产能逐渐被淘汰，行业集中度 CR3 从 2015 年的 49% 增长至 2019 年的 59%。龙头企业议价能力提高，并通过规模化生产摊薄固定成本；中小企业利润空间被进一步压缩。

图表 16: 粘胶短纤产能产量及产能利用率


来源：中国氯碱网，中泰证券研究所

图表 17: 粘胶短纤竞争格局


来源：中纤网，中泰证券研究所

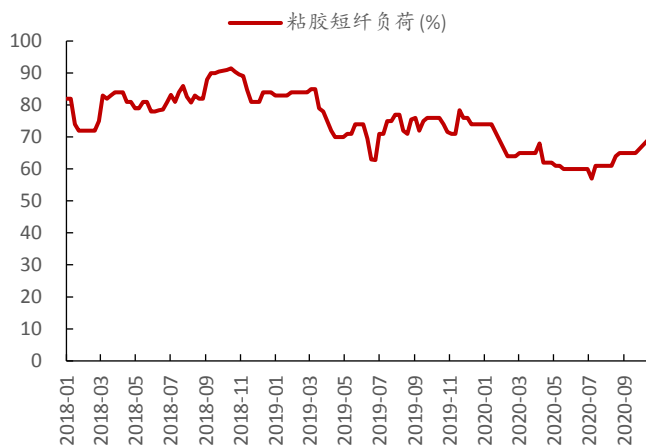
图表 18: 2015 年至今粘胶短纤退出产能

退产企业	退出产能 (万吨)	退产时间
三房巷	5	2015 年退出
丹东化纤	6	2017 年 12 月退出
九江恒生	2.5	2018 年退出
恒天海龙	18	2019 年 10 月搬迁，尚未投产
浙江富丽达	18	2019 年退出
安徽舒美特	6	开工负荷低
新乡化纤	10	2019 年 6 月停产，尚未复产
新疆舜泉	6	2019 年 2 月停车，尚未复产

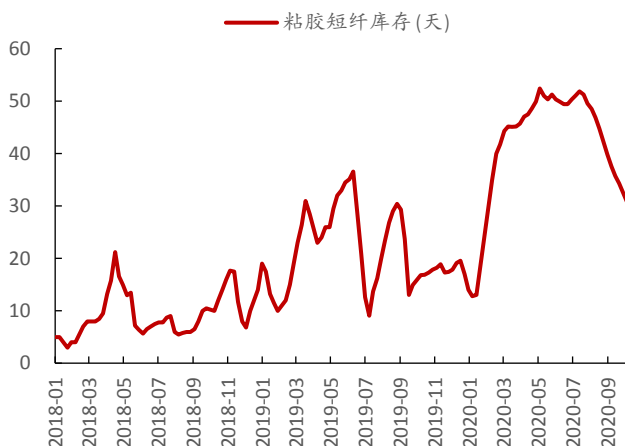
来源：百川资讯，中泰证券研究所

- 2020 年以后供应增长放缓，供需失衡将逐渐修复。2019 年赛得利（中国）新增 25 万吨/年粘胶短纤产能，恒天海龙 18 万吨/年装置停产搬迁，预计 2020 年投产，而 2020 年以后尚无企业公布投产计划，未来粘胶短纤供给端增量有限。同时，由于粘胶短纤价格长期处于历史底部，小型企业多选择限产或停车，加速供给格局优化。

2020 年上半年受疫情影响，粘胶短纤行业开工率下滑至 60% 以下，库存高企。而三季度以来随着纺服旺季、内外需同步转好，前期库存被快速消化，粘胶短纤利润空间开始逐步扩大。

图表 19：2020 年下半年粘胶短纤负荷回升


来源：中纤网，中泰证券研究所

图表 20：2020 年下半年粘胶短纤库存大幅下降


来源：中纤网，中泰证券研究所

图表 21：粘胶短纤在产企业产能统计 (>10 万吨/年)

所属企业	厂家	2020 产能 (万吨/年)
赛得利	赛得利 (江苏)	30
	赛得利 (九江)	28
	赛得利 (中国)	25
	赛得利 (福建)	22
	赛得利 (江西)	20
新疆中泰	新疆富丽达纤维	40
	阿拉尔市富丽达纤维	30
	新疆天泰纤维	15
唐山三友		78
澳洋健康	阜宁澳洋科技	32
	玛纳斯澳洋科技	12
	山东雅美科技有限公司	32
	宜宾丝丽雅	25
	浙江富丽达	18
	恒天海龙(潍坊)	17
	兰精(南京)纤维	16
	吉林化纤	12
	成都丽雅纤维	10
	新乡化纤	10

来源：百川资讯，中泰证券研究所

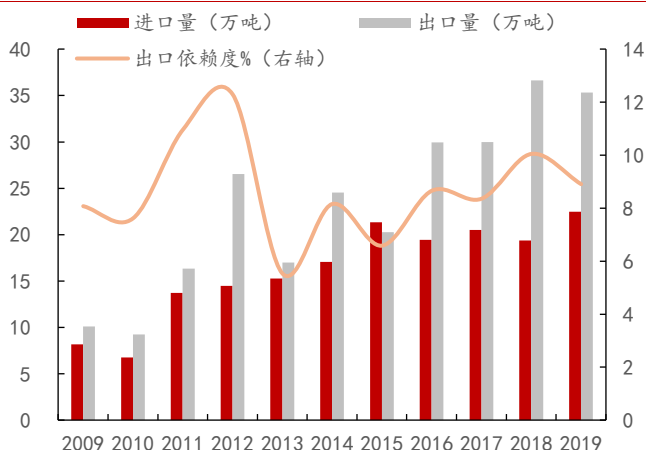
下游以纺服为主，出口量逐步提升

- 粘胶短纤下游以纺服为主，外需依赖度在化纤中较高。粘胶短纤下游主要用于服装领域，2019 年粘胶短纤表观消费量为 385.7 万吨，同比上升 11.3%。由于近五年来我国纺织制造产能逐渐向国外低成本地区转移，纺服行业景气处于下行过程，粘胶短纤表观消费量增速平均维持在 6%左右的水平。国内

粘胶短纤产能大幅投产促使短纤销售瞄准海外市场,我国粘胶短纤出口量自2016年以来快速增加,2019年出口依赖度达8.9%,高于涤纶长丝,后者2019年出口依赖度为6.8%。

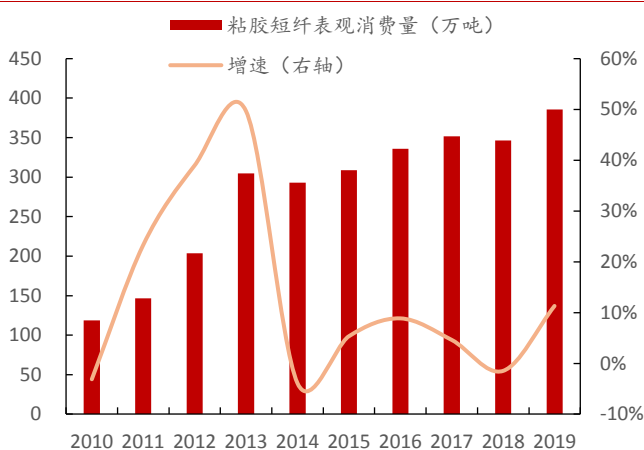
从出口结构来看,土耳其、巴基斯坦、印度尼西亚、美国、越南是我国主要的粘胶短纤出口国,2019年出口量占比分别为27.0%、19.4%、9.9%、8.3%、5.9%。我国也有少量粘胶短纤进口自奥地利、印度尼西亚、印度等国,其中奥地利占我国粘胶短纤总进口量的53.8%。

图表 22: 粘胶短纤出口依赖度逐年提升



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

图表 23: 粘胶短纤表观消费量及增速



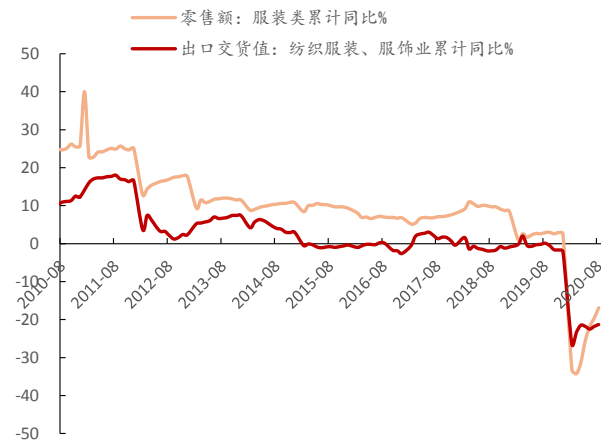
来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 24: 纺织服装服饰业 PPI 持续下滑



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 25: 服装行业内外销筑底回升

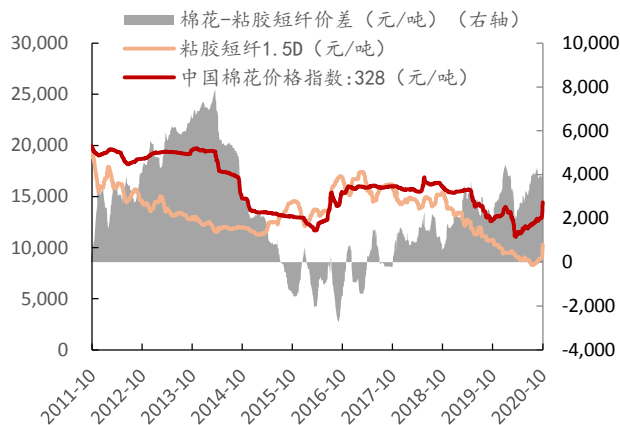


来源: WIND, 中泰证券研究所

- 粘胶短纤未来需求增量一方面来自棉花的替代需求,一方面来自差异化率提升带来的下游应用拓展。首先,粘胶短纤在使用性能上与棉花接近,与棉花互为替代品。当棉花供应紧缺、价格高企时,下游会增加粘胶短纤的用量,反之亦然。2014 年我国取消棉花收储政策,开始实施价格补贴,导致棉花价格跌至低点,价格倒挂下粘胶短纤消费量大幅下滑;2015 年后随着棉花产量逐渐减少以及限制进口配额提振,棉花价格再度上涨,而同期我国粘胶短纤大幅扩能,价格持续走低,为替代市场打开了需求空间。其次,今年疫情带动卫材、消毒湿巾等市场升温,水刺无纺布用粘胶短纤高白纤维价格在上半年持续走高,大型企业相继增产。据卓创资讯,2019 年粘胶短纤高白

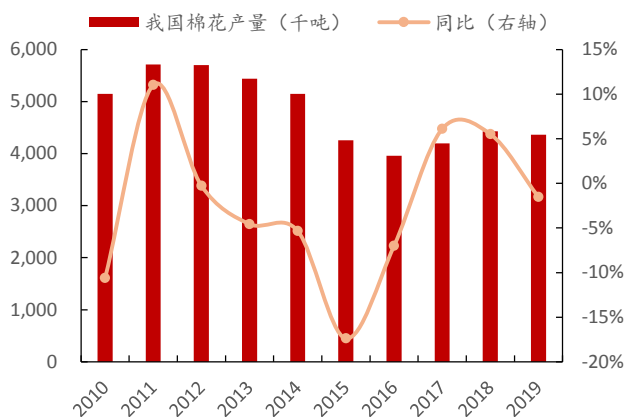
纤维设计产能约 48 万吨，2020 年上半年行业设计产能增至约 105 万吨。此类差异化纤维对产品品质、市场认可度有更高要求，面对新领域需求的扩张，龙头企业将具备明显优势。

图表 26：粘胶短纤-棉花价差扩大



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 27：我国棉花产量下滑

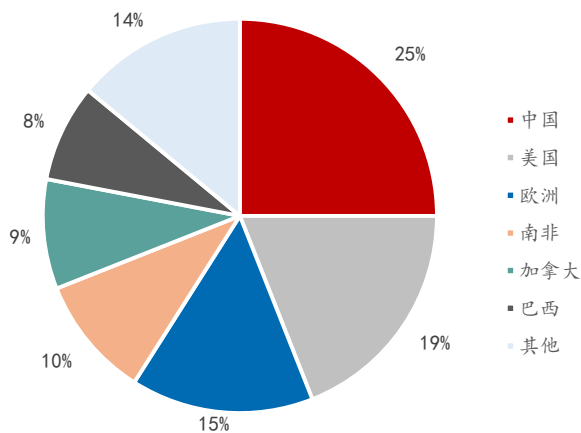


来源：WIND，中泰证券研究所

周期位置：价格为近十年底部，需求驱动价差有望扩大

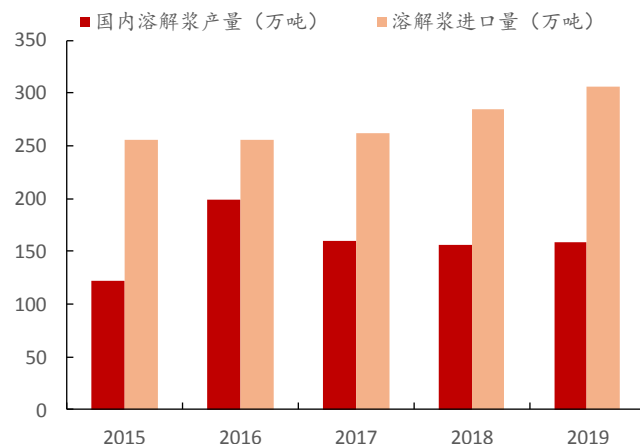
- **粘胶短纤主要原材料为溶解浆，进口依赖度较高。**粘胶短纤的原材料溶解浆是一种由高纯度优质纤维素组成的特种化学浆，按所使用的原料分类可分为棉浆粕、木浆粕和竹浆粕。其中棉浆粕是由棉短绒制得的溶解浆，木浆粕和竹浆粕则是用木材和竹片生产的。全球溶解浆产能主要分布在北美、巴西、南非等林木资源丰富的地区。国内溶解浆生产企业较少，主要为太阳纸业（80 万吨/年）、泰格林纸（30 万吨/年）、华泰股份（10 万吨/年）和青山纸业（9.6 万吨/年）等。2019 年我国溶解浆进口量为 306 万吨，同比增长 8.5%，进口依赖度高达 65%。

图表 28：2018 年全球溶解浆产能分布



来源：造纸信息，中泰证券研究所

图表 29：我国溶解浆产量与进口量



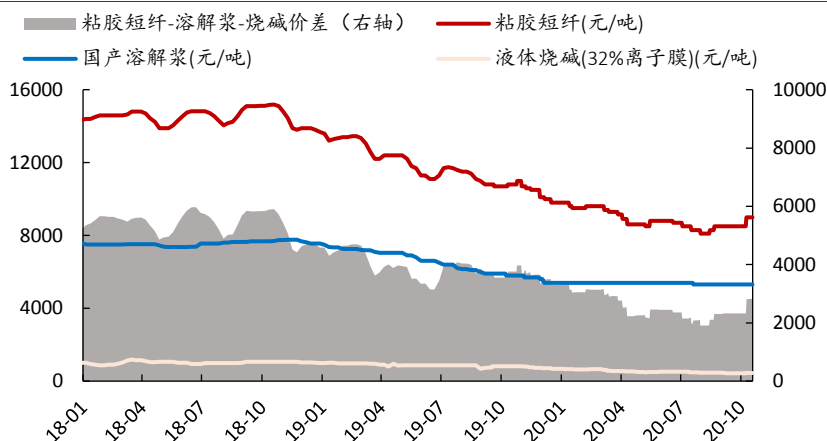
来源：造纸信息，中泰证券研究所

- **未来溶解浆供应稳定，仍将以进口为主。**粘胶短纤是溶解浆的主要下游，近

年来由于粘胶短纤景气度下滑，溶解浆需求也相应萎缩，溶解浆厂纷纷转产造纸浆以维持生产线运营成本。据卓创统计，今明两年预计有约 200 万吨新增产能投产，且浆线均有转产造纸浆能力，其中智利 Arauco 旗下 Valdivia 工厂 55 万吨/年浆线已于 6 月开始排产溶解浆。待粘胶短纤需求回升后，浆线可恢复生产溶解浆，原料供应相对充足。

- 粘胶短纤价格价差位于近十年历史低位，需求回暖叠加供给向好，价格有望进入上行通道。2019 年受供需错配影响，粘胶短纤市场价格持续下滑，2020 年 8 月粘胶短纤价格跌至 8100 元/吨的历史低位，粘胶短纤-溶解浆-烧碱价差仅为 1905 元/吨。三季度末随着纺服产业链回暖，价差缓慢扩大，截止 2020 年 10 月 18 日，粘胶短纤价格回升至 9000 元/吨，价差为 2818 元/吨，分别处于历史十年分位的 4%和 3%。粘胶短纤行业投产高峰已过，未来随着内外需逐步好转，行业盈利有望上行。

图表 30：粘胶短纤价格价差变化



来源：wind，中泰证券研究所

3 纯碱行业分析

纯碱产业链介绍

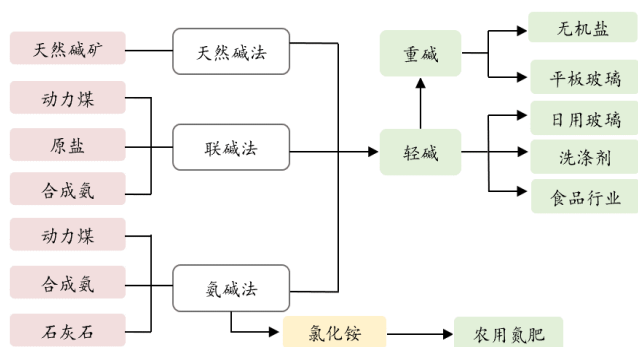
- **纯碱是基础化工原料，可分为轻碱和重碱。**纯碱俗称苏打、碱灰、碱面或洗涤碱，化学名为碳酸钠，下游产品包括平板玻璃、日用玻璃、无机盐和氧化铝等。纯碱根据密度的不同可以主要分为轻质纯碱和重质纯碱。轻碱密度为 500-600kg/m³，呈白色结晶粉末状；重碱密度为 1000-1200kg/m³，呈白色细小颗粒状；还可以根据用途的不同分为工业纯碱和食用纯碱，食用纯碱在达到工业纯碱的低盐碱标准基础上，增加了砷和重金属的含量限制。
- **我国主要的纯碱生产工艺为联碱法和氨碱法。**两者合计占到全部产能的 95%。联碱法以原盐和合成氨为原材料，其优点是利用率高，能耗低，但由于流程较为复杂，装置成本较高；氨碱法以原盐和石灰石作为原料，优点是原料可循环利用，成本低廉，但环保成本较高，且生成大量的氯化钙副产物。

图表 31：纯碱制备工艺

制备方法	原材料	优点	缺点
联碱法	原盐、合成氨	盐利用率高，能耗低	装置成本高，流程较为复杂
氨碱法	原盐、石灰石	成本低，步骤简单，原料可循环利用	氯化钠利用率低，环保成本高，生成大量无用的副产物
天然碱法	天然碱矿	成本低，质量高，环保压力小	受天然原料储备限制

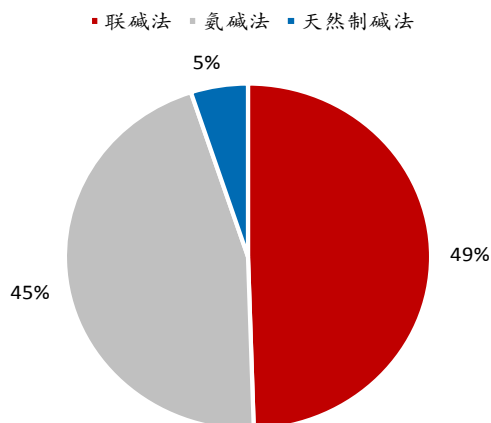
来源：CNKI，中泰证券研究所

图表 32：纯碱产业链



来源：CNKI，中泰证券研究所

图表 33：纯碱制备工艺占比



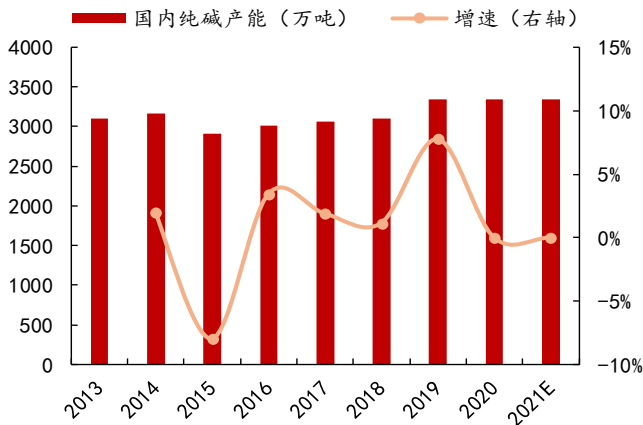
来源：百川资讯，中泰证券研究所

纯碱供给端：投产周期接近尾声，新增产能有限

- **高盈利驱动大幅扩产，未来新增产能有限。**由于新环保法的出台和去产能行动的实施，2015 年纯碱产能显著下降，其中联碱法产能由于环保因素大批

关停, 2016 年全国产能下降至 2970 万吨, 较 2014 年高点缩减 82 万吨, 2016-2018 年, 产能收缩叠加供给侧改革, 纯碱行业整体处于景气周期。在前期高盈利的驱动下, 2019 年纯碱行业再度迎来扩产周期, 产能达到 3247 万吨, 同比增加 5%, 根据现有产能规划, 2020 年及以后纯碱新增产能合计 82 万吨, 新增产能投放接近尾声。

图表 34: 我国纯碱产能与增速



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

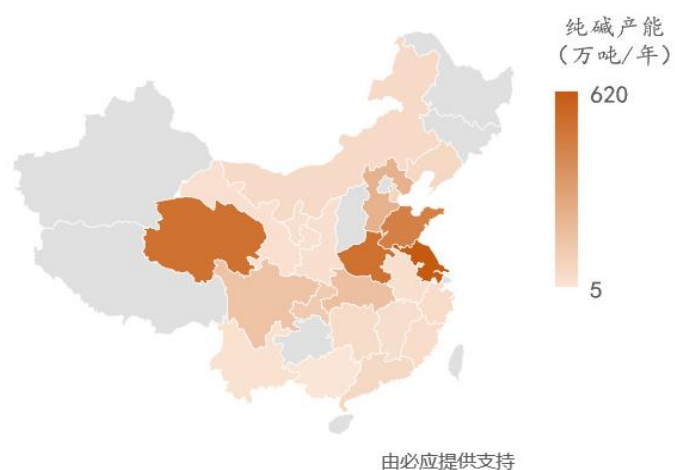
图表 35: 我国纯碱产能分布

企业	新增产能 (万吨/年)	时间
河南金山	100	2019 年 2Q (新产能)
青海昆仑	10	2019 年 1Q (提质增效)
山东海天	10	2019 年 1Q (提质增效)
青海发投	20	2019 年 1Q (提质增效)
中盐昆山	15	2019 年 1Q (提质增效)
江西晶昊盐化	40	2019 年 (新产能)
重庆碱氯	10	2019 年 1Q (提质增效)
昊华骏化	35	2020 年 (新产能)
吉兰泰盐化	7	2020 年 (新产能)
晶昊盐化	40	2020 年 (新产能)

来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

- 我国纯碱产能主要分布在华中、华东、西北地区。我国纯碱产能集中在江苏 (19%)、河南 (16%)、青海 (16%)、山东 (13%) 四大省。近年来河南、青海凭借丰富的原料资源优势和地理优势, 正吸引新产能向华中、西北地区迁移。2019 年至 2020 年, 金山化工和昊华骏化共计在河南新增纯碱产能 135 万吨, 青海发投碱业及中盐青海昆仑碱业共计在青海地区新增产能 30 万吨。

图表 36: 2019 年及以后纯碱新增产能



来源: 公司官网, 百川资讯, 中泰证券研究所

- 行业集中度仍相对分散。目前国内纯碱生产企业约 40 家, CR5 为 40.36%, 其中产能超过 100 万吨/年的有 12 家, 产能为 50-100 万吨/年的有 10 家。其中三友化工、河南金山、山东海化以及吉兰泰四家企业规模优势较为显著,

分别具备 340 万吨、300 万吨、300 万吨以及 258 万吨，合计市占率 35.9%。

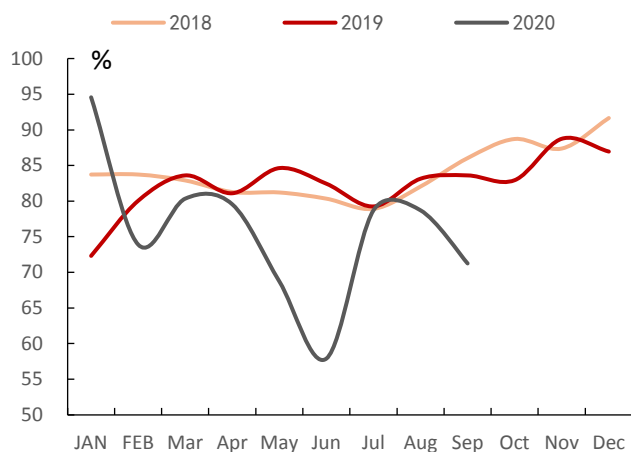
图表 37：2020 年国内纯碱企业产能

企业	工艺	产能（万吨/年）	产能占比
三友化工（含权益）	氨碱法	340	10.2%
河南金山	联碱法	300	9.0%
山东海化	氨碱法	300	9.0%
吉兰泰盐化（含权益）	氨碱法	258	7.7%
山东海天	氨碱法	150	4.5%
青海发投	氨碱法	140	4.2%
连云港碱业	氨碱法	130	3.9%
中源化学	天然碱	130	3.9%
青海盐湖	氨碱法	120	3.6%
四川和邦	联碱法	120	3.6%
湖北双环	联碱法	110	3.3%
实联化工	联碱法	100	3.0%
天津渤化	联碱法	80	2.4%
重庆宜化	联碱法	80	2.4%
其他（小于 80 万吨/年）	—	982	29.4%
总产能	—	3644	100.0%

来源：百川资讯，中泰证券研究所

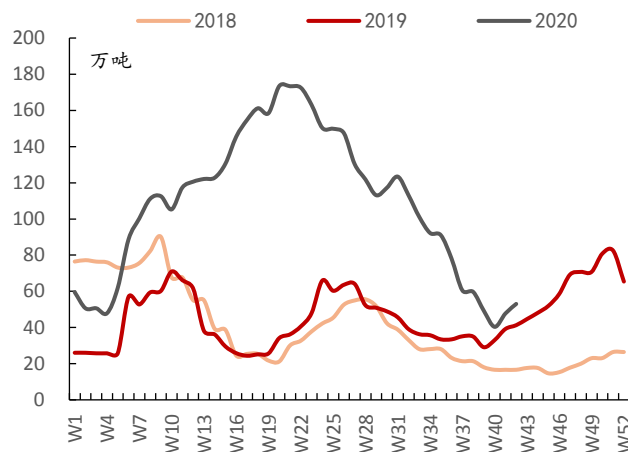
2020 年上半年受疫情影响，纯碱需求低迷，期间行业库存不断累积，峰值超过 160 万吨，二季度后，随着建筑业施工恢复、带动玻璃需求提升，纯碱库存不断被消化，截至目前，行业库存已下降至 50 万吨附近。

图表 38：2018.1-2020.9 纯碱月度开工率



来源：百川资讯，中泰证券研究所

图表 39：2018-2020 纯碱周度工厂库存水平（万吨）



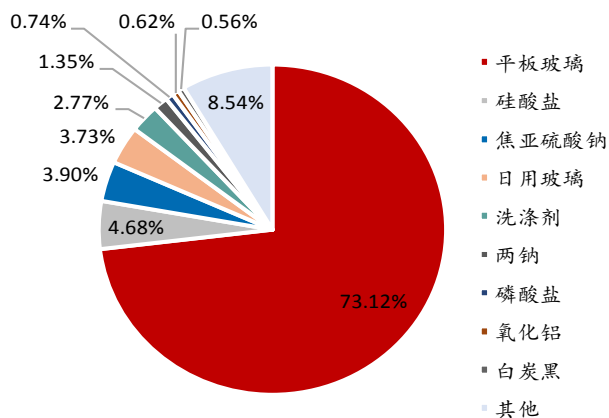
来源：百川资讯，中泰证券研究所

纯碱需求端：下游主要用于玻璃行业

- 纯碱主要用于平板玻璃。纯碱作为最重要的基础化工原料之一，下游包括建筑材料、化工生产、印染冶金、医疗器械等，下游行业对轻质、重质纯碱有

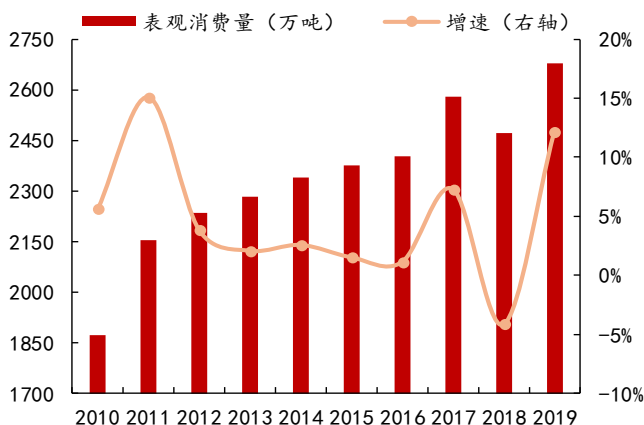
明确要求，一般轻质纯碱主要用于洗涤剂、氧化铝等行业，重质纯碱主要用于平板玻璃。在纯碱的整体消费结构中，平板玻璃占比 73.12%，是纯碱最主要的应用领域。我国纯碱消费持续增长，2019 年我国纯碱表观消费量为 2518.9 万吨，同比增加 12.1%。

图表 40：纯碱需求结构



来源：百川资讯，中泰证券研究所

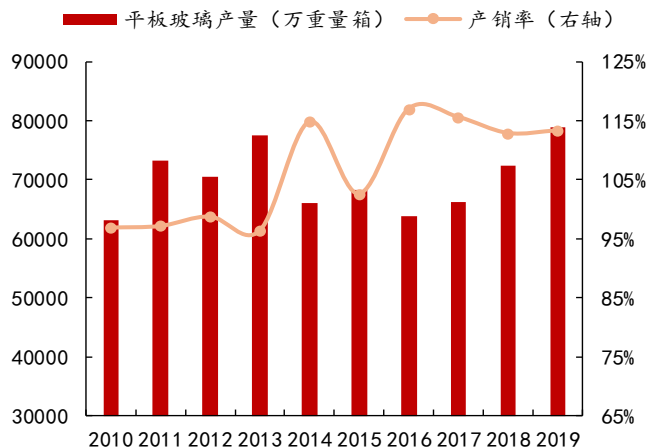
图表 41：纯碱表观消费量及增速



来源：百川资讯，中泰证券研究所

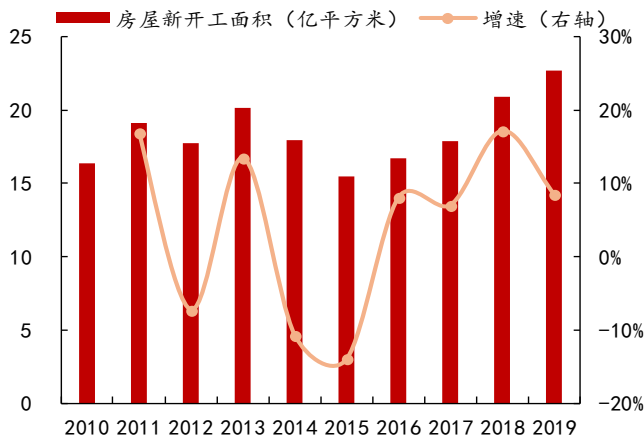
- **平板玻璃需求较为刚性。**平板玻璃也称白片玻璃或净片玻璃，按表面状态可分为普通平板玻璃、压花玻璃、磨光玻璃、浮法玻璃等。平板玻璃是用量最大的建筑玻璃之一，同时也被广泛应用于汽车行业。平板玻璃生产线由于停产冷修成本高、周期长，一旦开启很难关停，需要长时间的原料供应，因此对纯碱的需求稳定性较强。
- **平板玻璃产销维持高位，有望受益于房地产回暖。**生产 1 吨平板玻璃约需要 0.2 吨重碱。近年来我国平板玻璃的产销率始终维持高位，2019 年我国平板玻璃产量为 78947.6 万重量箱，同比增长 9%。平板玻璃下游 70% 以上应用于建筑领域，因此房地产的景气程度对纯碱需求影响较大。2019 年房屋新开工面积为 20.72 亿平方米，同比增加 8.5%。2020 新基建政策利好，预计能拉动建筑行业需求。由于存在滞后因素，预计未来纯碱需求持续上升。

图表 42：历年平板玻璃产量及产销率



来源：wind，中泰证券研究所

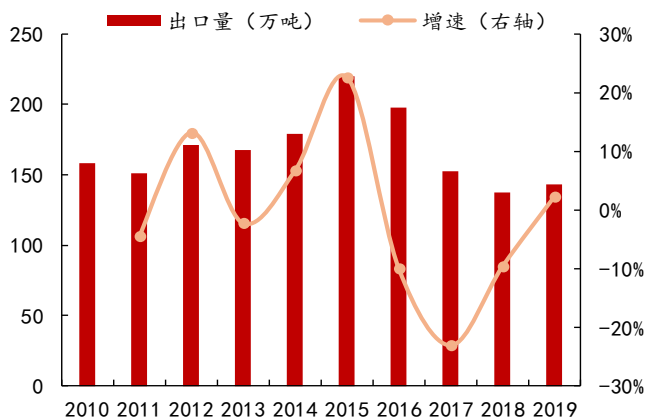
图表 43：历年房屋新开工面积及增速



来源：wind，中泰证券研究所

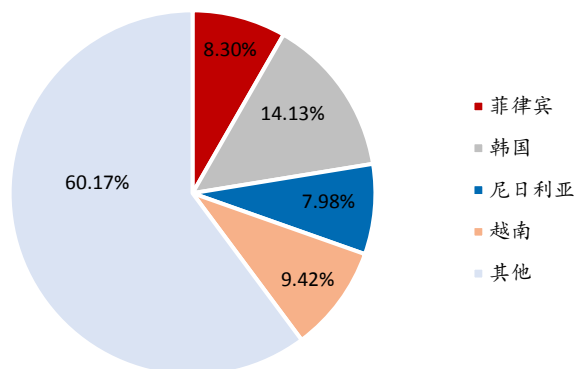
- **纯碱出口量下滑，国内供需逐渐平衡。**出口方面，受 2015 年起环保政策和去产能影响，2016、2017 连续两年出口大幅下滑，2017 年同比下降 23%。2017 年后出口量缓慢下降并逐渐趋于平稳，侧面反映出国内纯碱市场供需关系逐渐走向平衡。2019 年我国纯碱出口量为 143.5 万吨，同比增加 4.2%。2018 年及 2019 年纯碱出口量稳定，出口国家中菲律宾、韩国、尼日利亚和越南占比较大。

图表 44：历年纯碱出口数量及增速



来源：wind，中泰证券研究所

图表 45：2019 年纯碱出口结构（分国家）

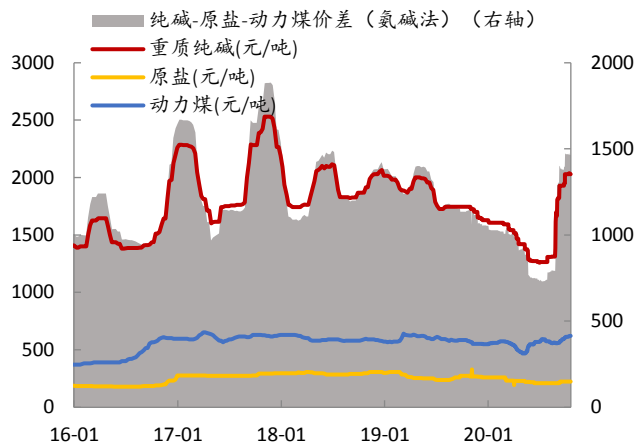


来源：wind，中泰证券研究所

纯碱价格：底部回暖

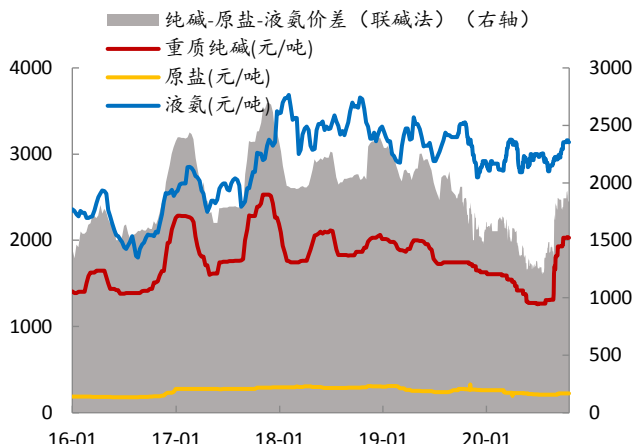
- **纯碱价格底部回暖。**自 2019 年以来，纯碱行业进入下行周期，价格不断下滑，叠加疫情对需求的抑制，进入 2020 年后，纯碱库存快速上涨至 172 万吨，轻质和重质纯碱价格也最低跌至 1125 元/吨和 1250 元/吨。随着国内疫情得到控制，行业需求回暖，纯碱库存快速去化，目前行业库存仅 53 万吨，轻质和重质纯碱价格也快速上涨至 1770 元/吨和 2250 元/吨。

图表 46：纯碱-原盐-动力煤价差（氨碱法）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 47：纯碱-原盐-液氨价差（联碱法）



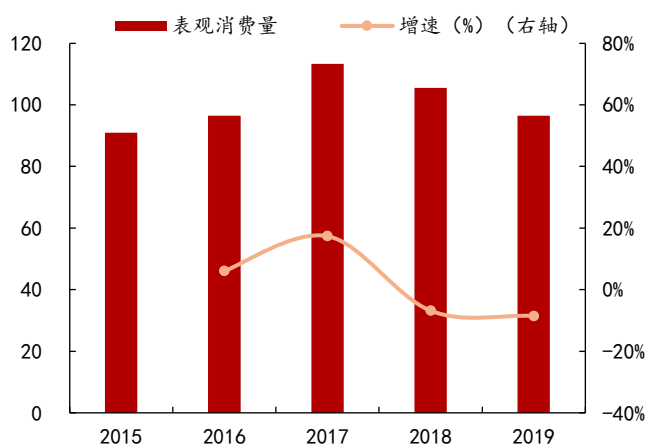
来源：wind，中泰证券研究所

4 PVC 糊树脂：疫情拉动需求、价格不断创新高

需求端：疫情拉动手套需求，下游扩产带来增量

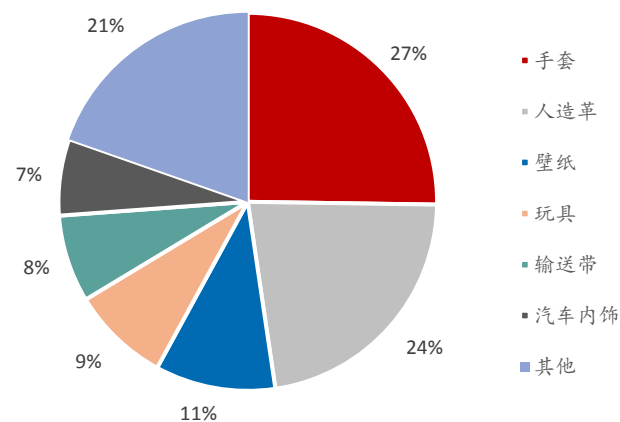
PVC 糊树脂是指以制成糊状形式来应用的 PVC 塑料，其性能稳定、易控制、制品性能优良、化学稳定性好，因此被广泛应用于人造革、搪胶玩具、软质商标、墙纸、油漆涂料、发泡塑胶等的生产。PVC 糊树脂根据各牌号指标不同大致可分为手套料和大盘料两种，其中手套料是生产 PVC 手套的原材料，大盘料主要下游是皮革制品、玩具等行业。从占比来看，PVC 糊树脂约有 27% 用于手套、24% 用于人造革、其余用于壁纸、玩具、汽车内饰等领域。近年来，糊树脂表观消费量维持稳定水平，2019 年为 96.51 万吨。

图表 48：糊树脂表观消费量（万吨）及增速（%）



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

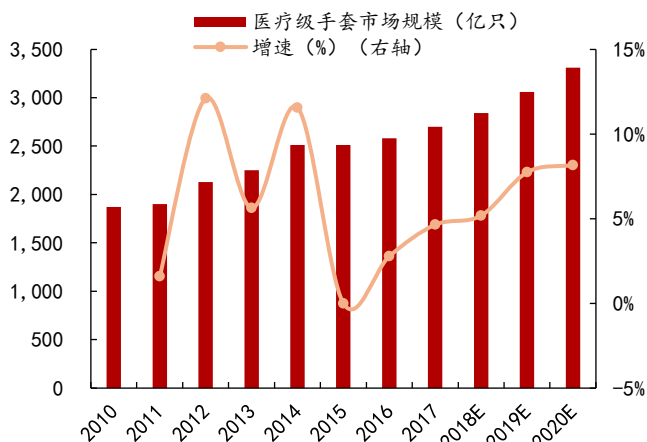
图表 49：PVC 糊树脂需求结构



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

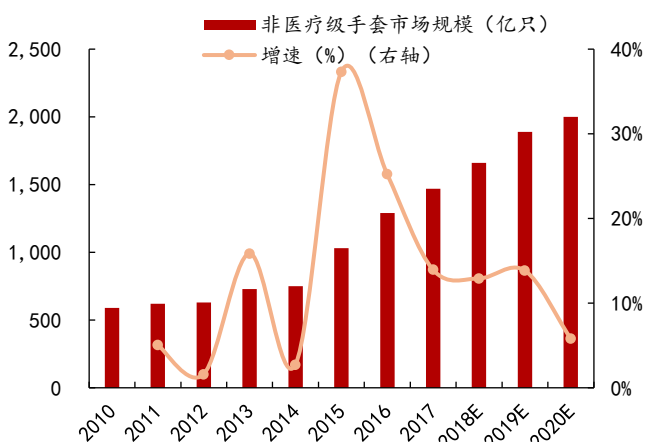
手套需求稳健增长。根据中国塑协和马来西亚手套行业协会的统计分析，一次性健康防护手套作为消耗品，中长期需求稳健增长，按照医疗和非医疗级分类，2017 年医疗级手套全球市场容量为 2700 亿只附近，2010-2017 年均复合增长率达 5.39%，非医疗级手套需求量为 1470 亿只，2010-2017 年均复合增长率达 13.39%。

图表 50：医疗级手套需求量及增速



来源：中塑协、马来西亚手套行业协会、中泰证券研究所

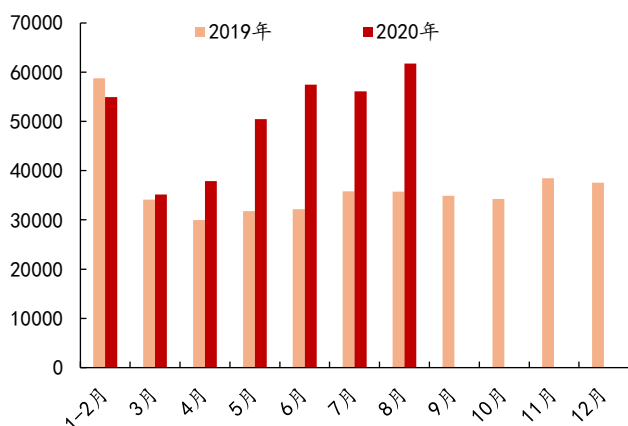
图表 51：非医疗级手套需求量及增速



来源：中塑协、马来西亚手套行业协会、中泰证券研究所

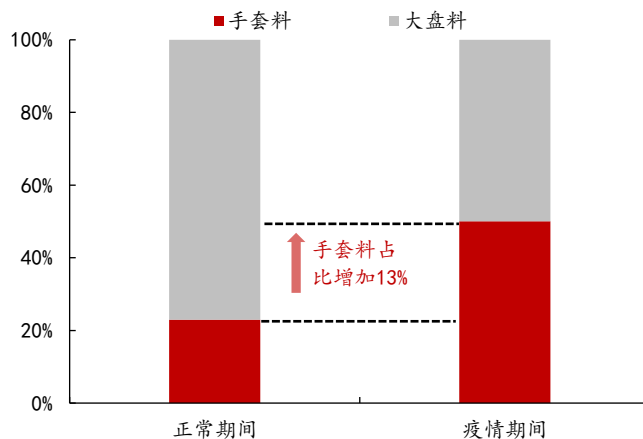
受疫情推动，防护手套需求提速。截止 8 月 25 日，全球共计已确诊新冠患者超 2300 万人，同时美国、巴西等国的确诊人数仍在快速增长。受疫情推动，手套需求快速增长，根据卓创资讯调研，目前手套制品企业订单饱满、企业维持较高生产负荷，部分手套制品企业排单至 2021 年。从出口看，2020 年 8 月中国 PVC 手套出口量为 6.18 万吨，同比增加 72.81%，环比增加 10.14%。从占比看，疫情期间手套料在糊树脂需求中的占比提升 13pct。

图表 52: 2019-2020 年 PVC 手套出口数量 (万吨)



来源：隆众资讯、中泰证券研究所

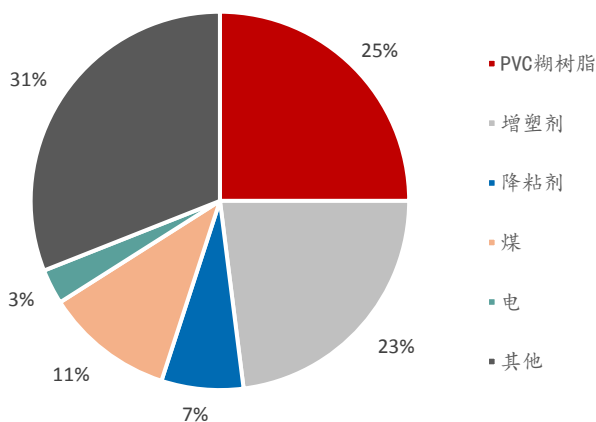
图表 53: 疫情期间手套料占比提升



来源：隆众资讯、中泰证券研究所

PVC 手套生厂商扩增产线带来需求增量。因疫情推升，PVC 手套处于快速扩产阶段，从全球主要手套企业扩产方面看，国际手套行业龙头 TopGlove，国内巨头蓝帆医疗、英科医疗均有扩产计划，仅 2020 年三家公司分别扩产 PVC 手套 24 亿只、40 亿只和 30 亿只。PVC 手套生产中糊树脂使用占比达到 25%，单只 PVC 手套糊树脂用量约 3g，按照各龙头厂家扩产计划来看，预计未来 2-3 年内，仅主流 PVC 手套厂家扩产将至少带来 2.8 万吨/年的需求增长。目前国内手套制品企业手套生产线 1000 余条，根据卓创资讯调研，至 2020 年底手套产线新产能或将增 200 条产线，带动需求向上。

图表 54: PVC 手套成本结构占比



来源：隆众资讯、中泰证券研究所

图表 55: 国内部分 PVC 手套厂商扩产计划

公司名称	2019 年 PVC 手套产能	拟扩建 PVC 手套产能
蓝帆医疗	150 亿只/年	计划年底开 6 条单手模、6 条双手模 PVC 手套线，新增产能 40 亿只/年
英科医疗	140 亿只/年	计划 2020 年 9 月开 10 条双手模 PVC 手套线，新增产能 30 亿只/年
恒昌医疗	20 亿只/年	计划 2020 年 11 月新建 12 条 PVC 手套生产线，新增 26 亿只/年，提高现有 12 条生产线转速，新增年产能 4 亿只/年

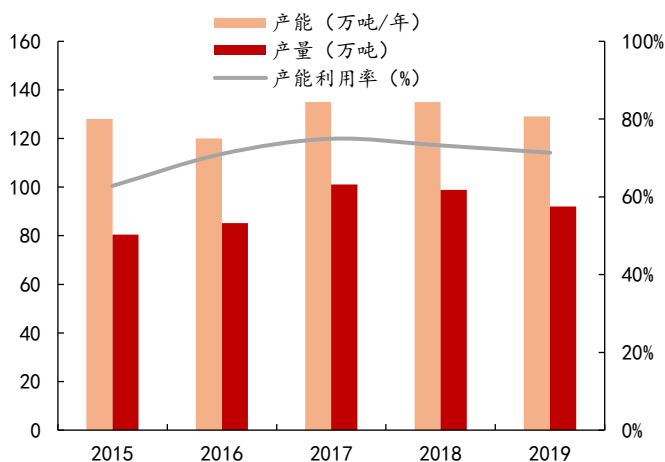
来源：公司公告、环评报告、中泰证券研究所

下游制品开工回暖，大盘料需求上行。受国内疫情影响，年后下游制品企业开工较低，对糊树脂需求产生一定抑制。随着国内疫情得到控制，目前下游企业开工逐步上行，PVC糊树脂大盘料需求逐步恢复。

供给端：新增产能有限，开工率持续高位

新增产能投放有限。2017年为PVC糊树脂行业产能投放高峰，当年9月和11月，内蒙君正和中盐吉兰泰分别投产年产能8万吨和10万吨，国内总产能增长至135万吨/年，此后，行业进入产能负增长阶段，2019年，湖北山水4万吨产能搬迁后未开启，上海氯碱6万吨产能退出，行业产能缩减。2020年，受手套料需求推动，糊树脂产品价格上涨，行业存在部分新增产能，唐山三友氯碱2万吨新增产能于6月正式投料生产、新疆中泰6.5万吨的设计产能于6月中旬投产3万吨、山东正海2011年建成的4万吨产能于今年8月份投产，整体看，行业新增产能投放有限。

图表 56: PVC 糊树脂产能、产量及产能利用率



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 57: PVC 糊树脂产能变动情况 (万吨)

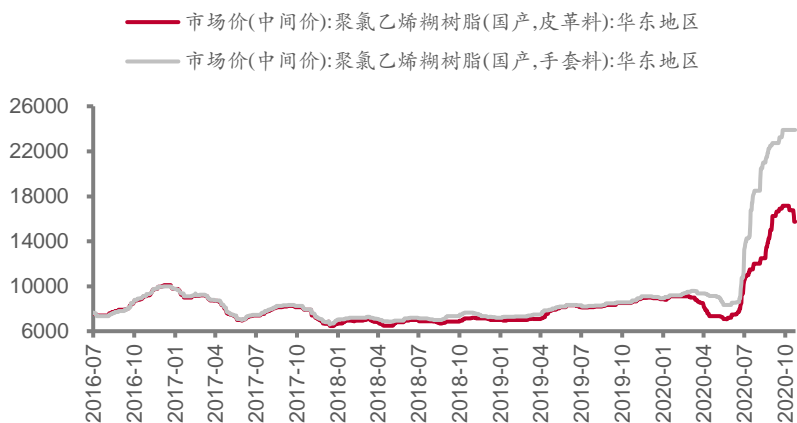
序号	企业	产能变动	备注
产能增加			
1	山东正海	4	今年8月投产
2	唐山三友	2	手套料为主
3	新疆中泰	3	2020年新增3万吨产能
产能减少			
4	昔阳化工	10	停产
5	上海氯碱	6	2019年退出
6	湖北山水	4	2019年2月搬迁，未开工

来源：百川咨询、中泰证券研究所

价格端：糊树脂价格历史新高

糊树脂价格创历史新高，手套料大盘料价差有望收窄。受疫情影响，年后人造革、搪胶玩具等大盘料需求疲软，糊树脂价格下跌明显，手套料和大盘料分别下跌至8300元/吨和7100元/吨，而自6月下旬开始，在手套需求推动下，国内PVC糊树脂开始大涨。因下游需求分化，而乳液聚合工艺无法自由切换手套料产品，大盘料、手套料价格涨幅分化。截至目前，国内PVC糊树脂手套料价格达23900元/吨、大盘料为15750元/吨，分别较年内低点上涨约15600元/吨和8650元/吨。公司为国内PVC糊树脂行业龙头企业之一，具备7万吨/年的PVC糊树脂产能，根据我们的测算，假设其他条件维持不变，糊树脂价格每上升1000元/吨，提升公司盈利5265万元，弹性较大。

图表 58: PVC 糊树脂价格上涨明显 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

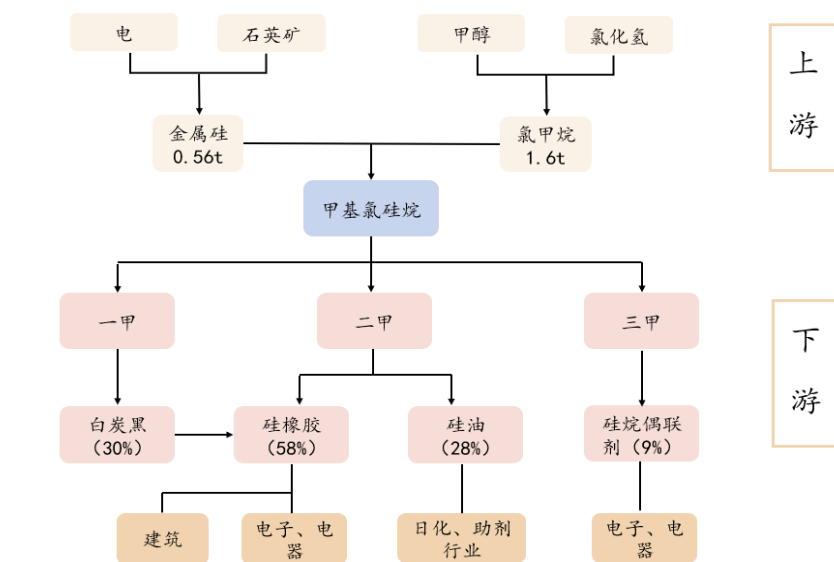
5. 有机硅：产能加速投放、盈利承压

有机硅产业链介绍

- 有机硅被称为“工业味精”，约有 8000 多个品种。有机硅是对含硅有机化合物的统称，其中聚硅氧烷是有机硅化合物中使用最广的一类，占总用量的 90%。有机硅深加工产品种类多样，应用领域十分广泛。可以分为硅橡胶、硅油、硅树脂和硅烷偶联剂四大类。下游产品包括管材和软管、密封剂、高级润滑油、高温涂料、密封剂等，在建筑、电子和电器、纺织业、加工制造业、交通运输业等领域中广泛运用。

有机硅的原材料主要包含石英石、甲醇，工业上通常利用金属硅和一氯甲烷合成甲基粗单体，即甲基氯硅烷，再经精馏得到主产物二甲单体和其他副产。有机硅中间体主要指线状或环状体的硅氧烷低聚物，如二甲基环硅氧烷混合物（DMC）、八甲基环四硅氧烷（D4）等。其中，二甲基硅氧烷混合环体（DMC）主要成分为 D3（六甲基环三硅氧烷）、D4、D5（十甲基环五硅氧烷）、D6（十二甲基环六硅氧烷）等。

图表 59：有机硅产业链

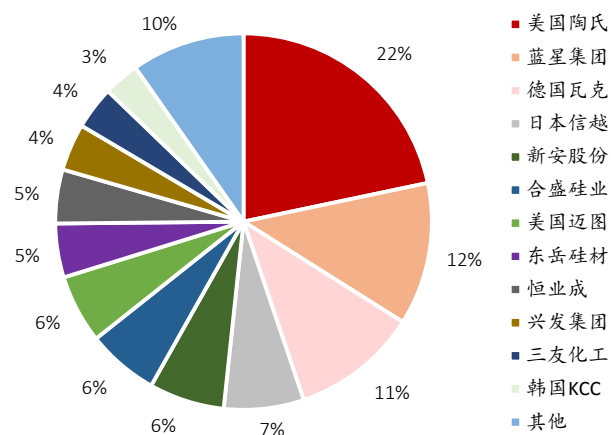


来源：百川资讯，中泰证券研究所

产能加速投放，行业进入新一轮洗牌

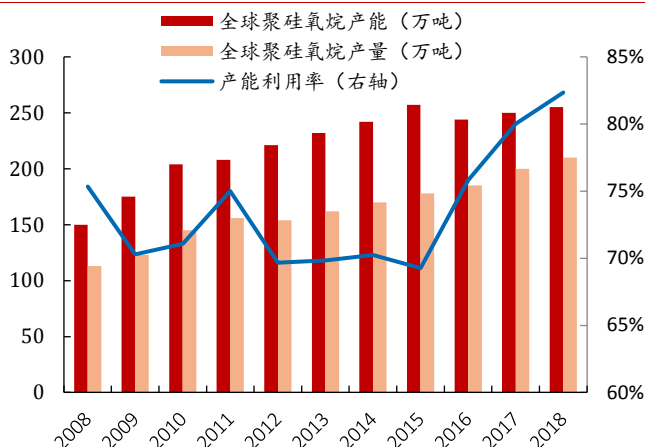
- 有机硅行业早期由少数外企垄断，中国企业崛起参与全球竞争。有机硅行业为典型的资金、技术密集型行业，全球过半产能掌握在美国陶氏、蓝星集团、德国瓦克、日本信越四家跨国公司手中。2018 年全球聚硅氧烷产能为 255 万吨/年，全球 CR4 为 52%。近十年来，随着国内有机硅技术突破与产能投放，中国企业参与全球竞争，在单体生产方面达到领先水平，然而下游深加工依旧与海外有较大差距。

图表 60：2018 年全球聚硅氧烷产能格局



来源：SAGSI，中泰证券研究所

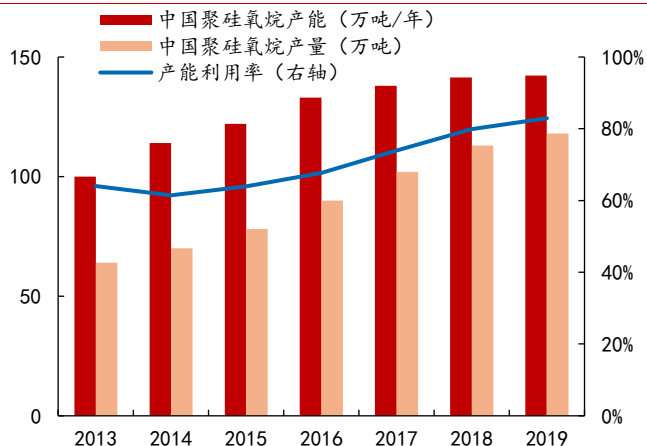
图表 61：全球聚硅氧烷产能产量情况



来源：SAGSI，中泰证券研究所

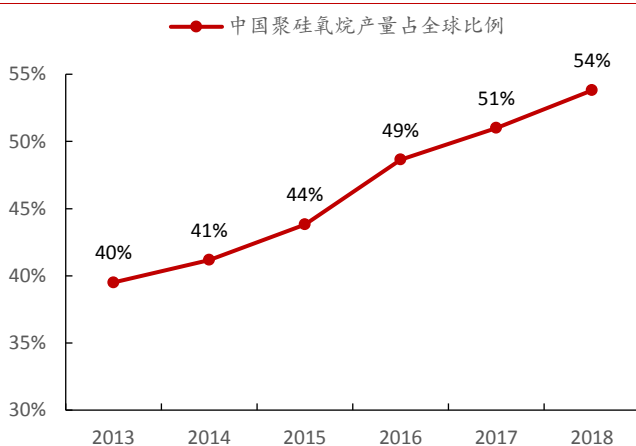
■ **我国有机硅产能快速增加，并将迎来新一轮投产高峰。**我国有机硅行业最早始于建国初期的国防军工需求，2008 年以前规模化生产技术尚未成熟，国内有机硅产能与产量较小，生产由海外巨头垄断。随着规模化瓶颈突破，2009-2010 年我国有机硅产能集中投产，据卓创资讯统计，当年有机硅中间体产能同比增长 57%，导致短期供需错配。同时由于企业生产技术不成熟，开机不稳定，行业经营效益较低。2016 年后，行业供给格局持续改善，我国聚硅氧烷产能利用率从 2016 年的 68% 上升至 2019 年的 83%，行业迎来新一轮景气周期。截止 2018 年，我国聚硅氧烷产量已占全球产量的 54%，成为全球有机硅生产大国。

图表 62：我国聚硅氧烷产能产量情况



来源：SAGSI，中泰证券研究所

图表 63：我国聚硅氧烷产量全球占比快速提升



来源：SAGSI，中泰证券研究所

■ **未来两年将迎来产能释放高峰期。**据百川咨询统计，2020 年、2021 年两年我国有机硅行业将迎来产能释放高峰期，推进节奏明确的产能合计为 69 万吨，而 2019 年我国聚硅氧烷产能仅为 142.3 万吨/年。大量产能在途或使得未来单体产能重新过剩，行业将进入新一轮的洗牌期。

图表 64: 2020 年、2021 年有机硅单体拟建项目统计

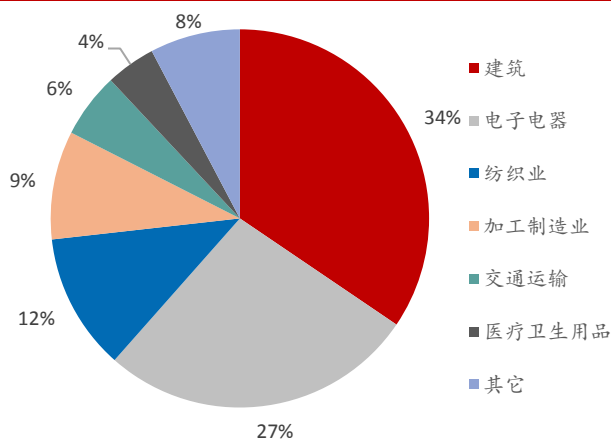
企业名称	投产月度	扩产计划 (万吨)
合盛硅业	2019/10	10
湖北兴瑞硅材料	2020/5	9
新安化工 (镇江)	2020/7	7.5
山东东岳有机硅材料	2021/8	7.5
云南能投化工	2021/10	10
中天东方硅氟材料	2021/10	5
合盛硅业	2021/10	10

来源: 百川, 中泰证券研究所

人均消费量仍存在上涨空间, 出口持续增长

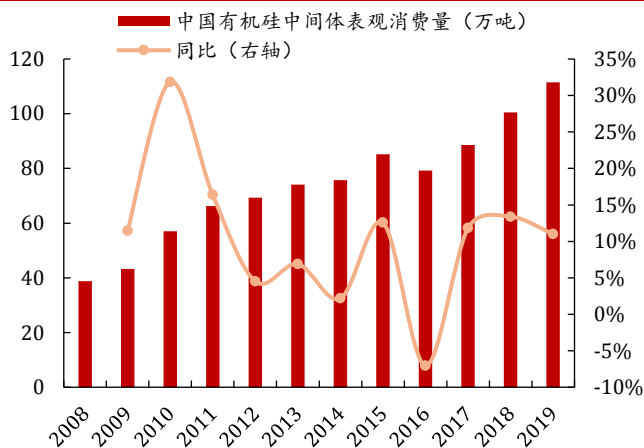
- 有机硅运用行业广泛, 主要包括建筑、电子电器和纺织业。DMC 的主要下游产品为硅橡胶和硅油, 分别占有有机硅深加工产品的 58%和 28%。温室胶可用于建筑行业的房屋建筑的密封、中空玻璃的加工、幕墙装配等, 还可用于电器制造业中的电线电缆绝缘材料, 建筑行业的需求量占比 34.5%, 为有机硅最主要的应用领域。2019 年中国有机硅中间体表观消费量达 112 万吨。

图表 65: 我国 DMC 需求结构



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

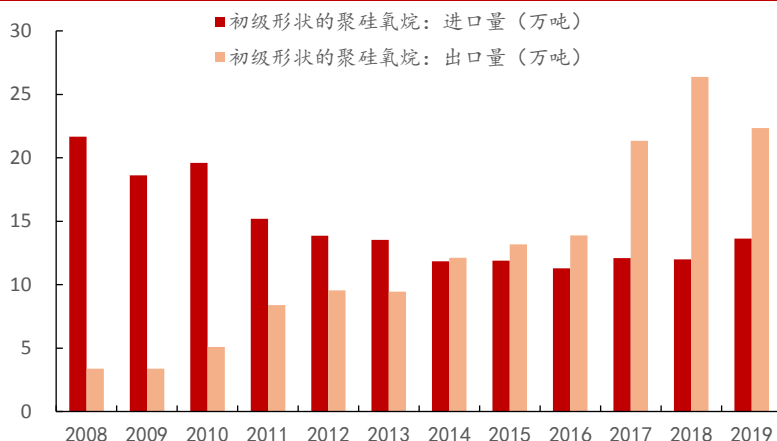
图表 66: 我国有机硅中间体表观消费量及增速



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

- 近五年进口量基本持平, 出口量有上升趋势。近年我国有机硅一直保持高速发展的势头, 伴随产能快速扩大, 2014 年起我国聚硅氧烷出口量首次超过进口, 成为净出口国, 主要出口目的地包括美国、韩国、印度、越南等。2019 年我国初级形状的聚硅氧烷出口量为 22.37 万吨, 约占国内总产量的 19%。

图表 67: 我国聚硅氧烷出口量持续增加

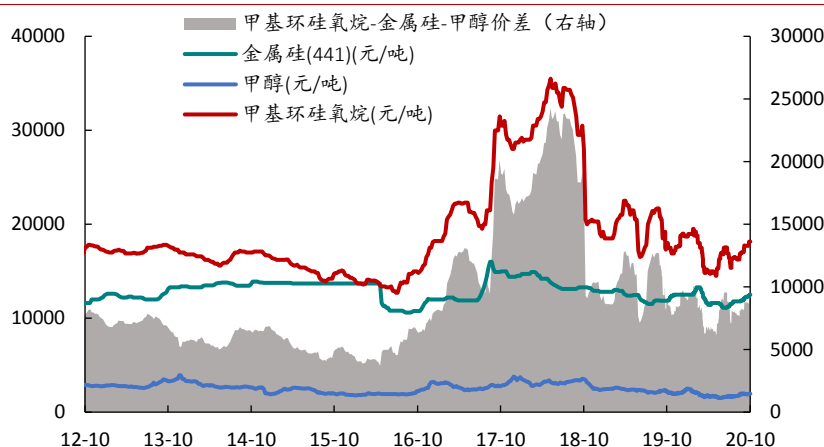


来源: wind, 中泰证券研究所

周期位置: 高位回落, 仍将承压

- 有机硅成本端受到煤炭、石化、天然气价格及草甘膦生产规模的影响。有机硅生产中需要使用甲醇（煤制或石油制）和氯甲烷，因此煤炭、石化、天然气的价格走势将影响甲醇的成本。氯乙烷的主要来源是草甘膦生产的副产品或是由甲烷氯化而来，因此氯甲烷的价格受到草甘膦生产规模波动的影响。

图表 68: 甲基环硅氧烷-金属硅-甲醇价差



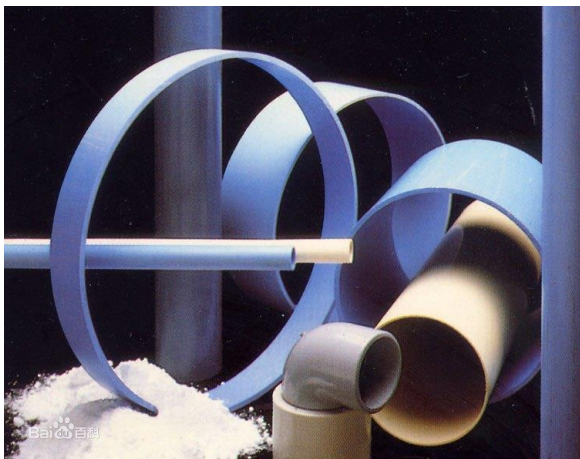
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2019 年有机硅价格整体下行，新增产能对价格产生压制。2017 年有机硅行业在经历上一轮扩产潮之后迎来景气反转，有机硅产品线价格集体上涨，企业加速扩产导致产能再度增加，价格于 2018 年下半年迅速回落。2019 年至今受全球经济增速放缓、中美关系等因素叠加影响，我国有机硅内外需均承压，有机硅价格低位徘徊。尽管预期产能过剩，企业依旧大举投资、新建扩建有机硅项目，争取在行业洗牌中扩大规模占据优势地位。截止 2020 年 10 月 18 日，甲基环硅氧烷价格位于历史分位的 24%，甲基环硅氧烷-金属硅-甲醇价差位于历史分位的 26%，考虑到未来行业新增产能规模较大，预计中期有机硅价格价差仍将维持较低水平。

6 PVC：公司一体化产业链优势显著

聚氯乙烯是五大通用树脂之一。五大通用树脂是指聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、聚苯乙烯（PS）、ABS 树脂，其中 PVC 全球消费量排名第三。PVC 是一种无毒无味的白色粉末，化学稳定性高，具有阻燃、耐化学药品性高、机械强度及电绝缘性良好的优点，主要用于建筑门窗、排水管道、电线电缆和薄膜包装领域。通过在 PVC 中添加适量的增塑剂，可制成多种硬质、软质和透明制品。

图表 69：PVC 树脂用于管材



来源：百度、中泰证券研究所

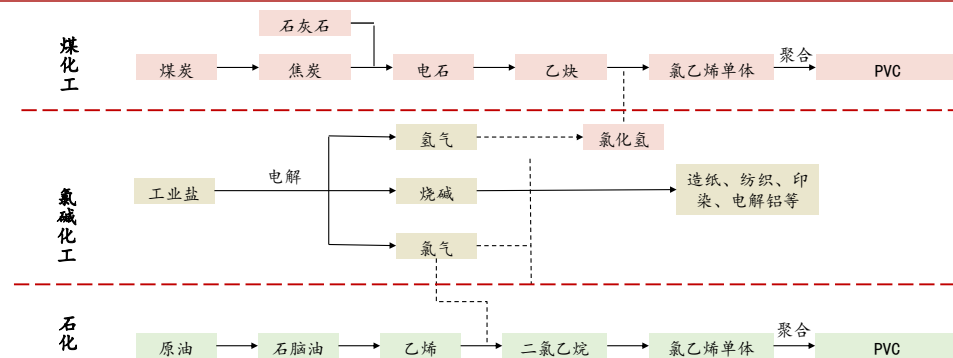
图表 70：PVC 树脂形貌



来源：百度、中泰证券研究所

我国 PVC 电石法和乙烯法两种工艺并存。根据制造工艺的不同，PVC 的原材料可为煤炭或原油，全球绝大部分国家采用石油天然气路线。由于中国贫油富煤，我国 PVC 生产工艺以电石法为主。据卓创资讯数据，2019 年我国电石法 PVC 占比 81.9%，乙烯法 PVC 占比 18.1%。

图表 71：PVC 电石法、乙烯法工艺流程图



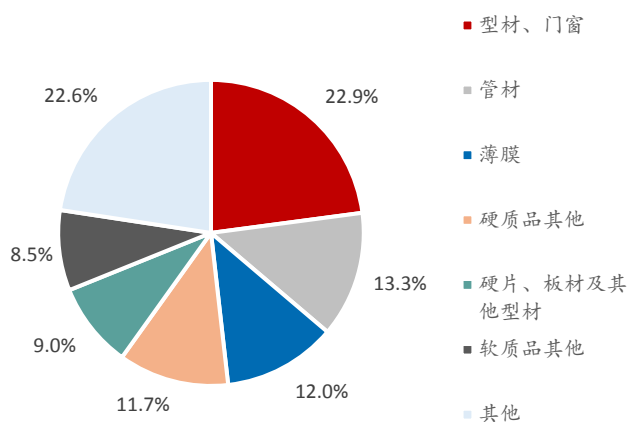
来源：中泰证券研究所

需求端：地产需求回暖，PVC 地板表现亮眼

PVC 主要用于型材、门窗制造，需求与房地产高度相关。PVC 的下游为型材、门窗、管材、硬片、板材等硬质品制造，以及薄膜等软质品制造，其中型材和门窗制造为最主要的

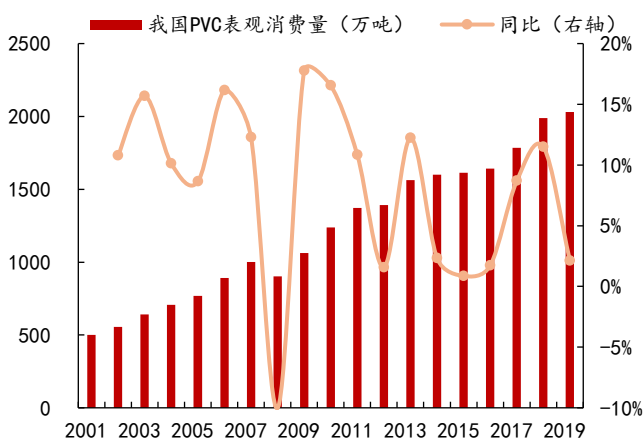
下游。2010 年至今，PVC 表观消费量整体平稳增长，2019 年我国 PVC 表观消费量为 2031 万吨，同比增长 2%。

图表 72：我国 PVC 需求结构



来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 73：我国 PVC 表观消费量及增速

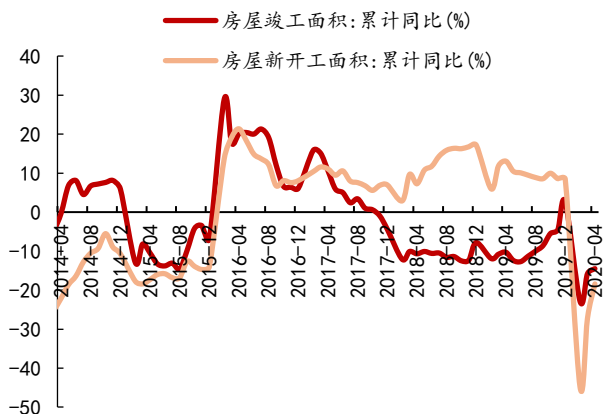


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

竣工后周期提振 PVC 需求。PVC 属于偏地产后周期产品，2019 年二季度以来我国房屋新开工面积累计增速整体呈缓慢下降态势，竣工增速则不断上升，并在 2019 年底回归正增长。2020 年上半年，竣工面积受疫情影响再次向下，但预计随着疫情得到控制，竣工面积有望重归正增长，带动 PVC 行业需求向上。

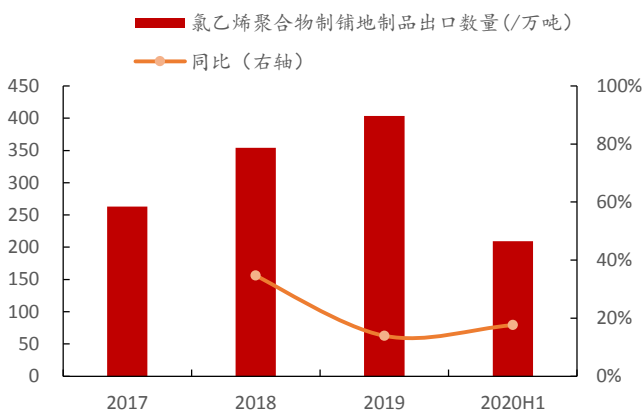
PVC 地板普及有望成为增长亮点。PVC 地板具备质轻、阻燃、防潮、防滑等特点，价格低于复合地板和强化地板，在发达国家被广泛应用于家装领域，未来市场普及度不断提升。过去五年我国 PVC 地板出口快速增长，从 2017 年的 263 万吨增长到 2019 年的 403 万吨，2020H1，PVC 地板继续快速增长，累计出口 209 万吨，同比增长 17.59%。

图表 74：我国房屋新开工及竣工回暖



来源：wind、中泰证券研究所

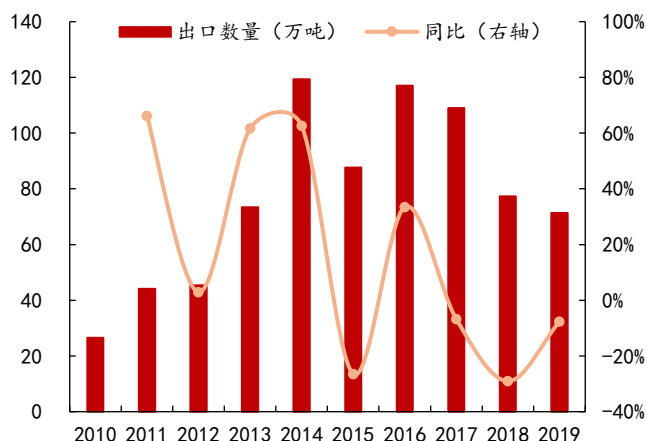
图表 75：我国 PVC 地板出口量快速增长



来源：wind、中泰证券研究所

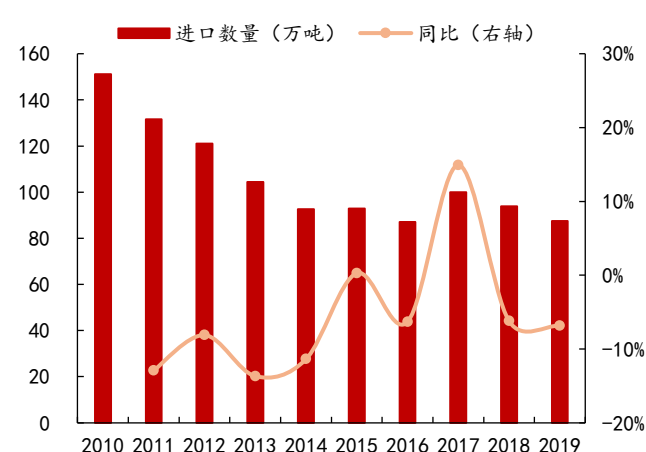
进出口基本平衡。随着国内 PVC 生产能力的提升，近 10 年来 PVC 进口数量整体下降，自给率逐步提高。我国 PVC 出口量在 2014-2016 年达到高点，而后随着国内 PVC 均价逐步提高，企业转向内贸，出口量呈下降趋势。2019 年受中美贸易关系和国内 PVC 成本瓶颈影响，PVC 年出口数量为 71.2 万吨，同比减少 7.7%。

图表 76: 历年 PVC 出口数量及增速



来源: 海关总署、wind、中泰证券研究所

图表 77: 历年 PVC 进口数量及增速

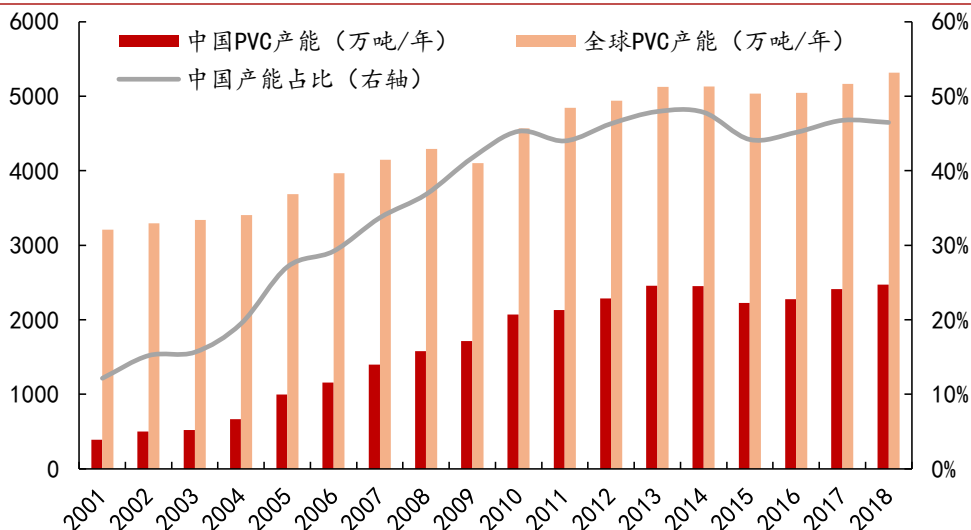


来源: wind、中泰证券研究所

供给端: 产能向西北地区迁移、乙烯法扩张加速

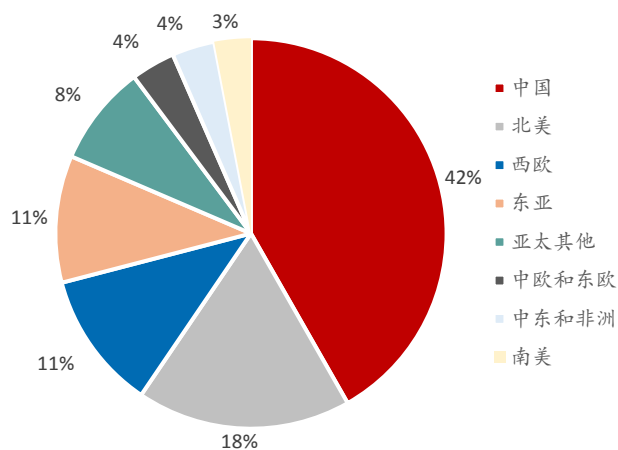
我国是全球最大的 PVC 生产国和消费国。随着国民经济快速发展, 我国 PVC 产能产量在过去 20 年里快速提升, 我国 PVC 产能占全球比重从 2001 年的 12.2% 增长至 2018 年的 46.5%, 一跃成为全球最大的 PVC 生产国。其中 2001-2010 年是我国 PVC 产能的快速增长期, 十年间产能翻了 5.3 倍。同时, 我国也是全球最大的 PVC 消费国, 2018 年我国 PVC 消费量占全球的 42%。

图表 78: 我国 PVC 产能占全球比重快速上升



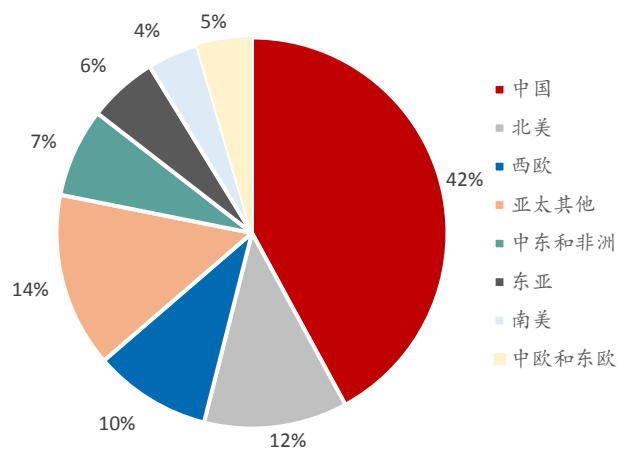
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 79：2018 年全球 PVC 产量占比



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

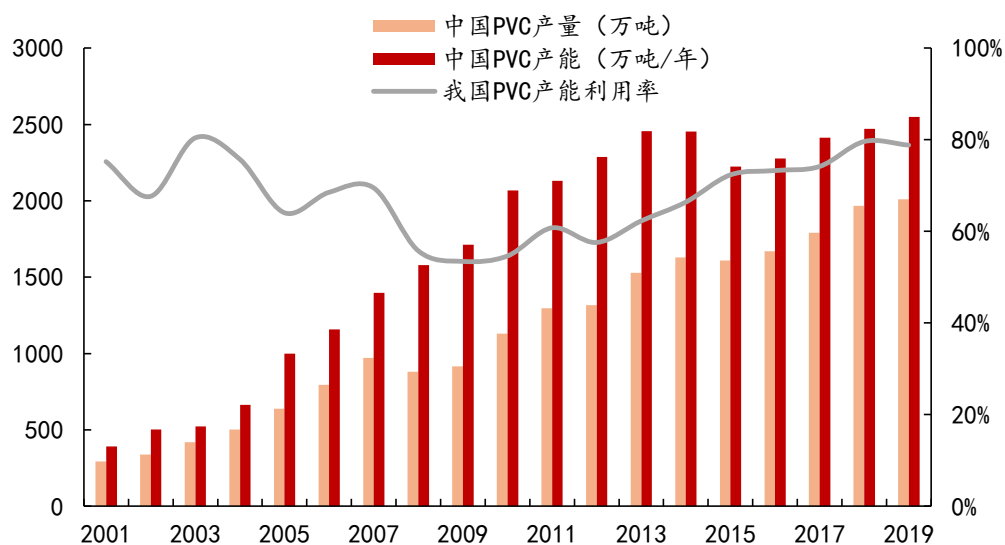
图表 80：2018 年全球 PVC 消费量占比



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

2013 年后产能增速放缓，产能利用率提升。2008 年金融危机以前由于油价一路走高，吸引了大批电石法 PVC 投资，叠加危机之后的刺激政策，我国 PVC 产能在 2009-2013 年大幅增加，于 2013 年达到 2455 万吨/年。产能严重过剩，开工率不足，产品价格持续下滑，新增产能放缓，2016 年后国内供给侧改革，行业加速淘汰落后产能，行业开工率上行。2019 年全国 PVC 总产能为 2550 万吨/年，同比增长 3%，产能利用率为 79%。

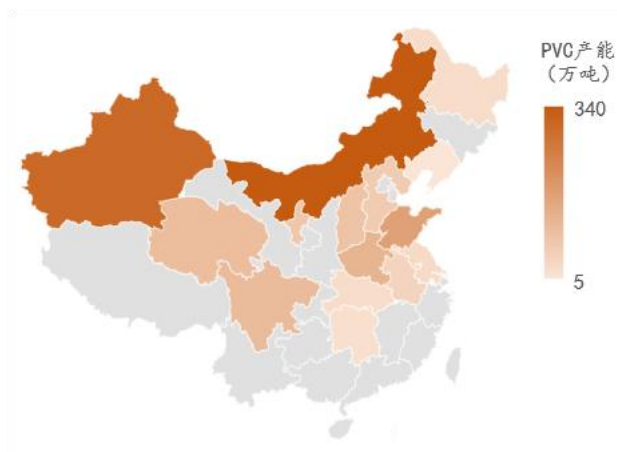
图表 81：我国 PVC 产能、产量及产能利用率



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

我国 PVC 产能由华东向西北地区转移，产能集中度处低位。由于我国贫油富煤资源禀赋特点，我国电石法 PVC 产能主要集中在西北地区，目前新疆和内蒙古 PVC 产能位居全国前二，合计占全国 PVC 产能的 38%，而华东地区则以乙烯法 PVC 为主。截至 2020 年 6 月，国内 PVC 生产企业共 76 家，CR5 为 21%，行业集中度不高，产能超过 100 万吨/年的仅有新疆中泰、陕西北元、新疆天业三家，大多数企业产能在 30 万吨/年附近。

图表 82：我国 PVC 产能分布



来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 83：2020 年国内 PVC 产能（大于 50 万吨/年）

企业	工艺	产能（万吨/年）	产能占比
新疆中泰	电石法	173	6.0%
陕西北元	电石法	125	5.0%
新疆天业	电石法	120	4.8%
君正能源	电石法	70	2.8%
信发集团	电石法	70	2.8%
山西瑞恒	电石法	60	2.4%
宁夏金昱元	电石法	50	2.0%
盐湖镁业	乙烯法	50	2.0%
宁夏金昱元	电石法	50	2.0%
内蒙古亿利	电石法	50	2.0%

来源：卓创资讯、中泰证券研究所

2020 年后乙烯法 PVC 大幅扩能，供应压力犹存。随着进口乙烯价格的降低以及乙烯原料来源多元化，我国乙烯法 PVC 迎来集中扩能。据百川资讯统计，2020 年我国 PVC 预计新增产能 217 万吨/年，其中有 161 万吨/年为乙烯法。此外，前期停车的伊东东兴 36 万吨产能也预计于 20 年恢复开车，下半年整体供应压力较大。根据现有产品规划，预计 2022 年及以后我国 PVC 扩能速度将有所放缓。

图表 84：2020-2022 年 PVC 计划新增产能

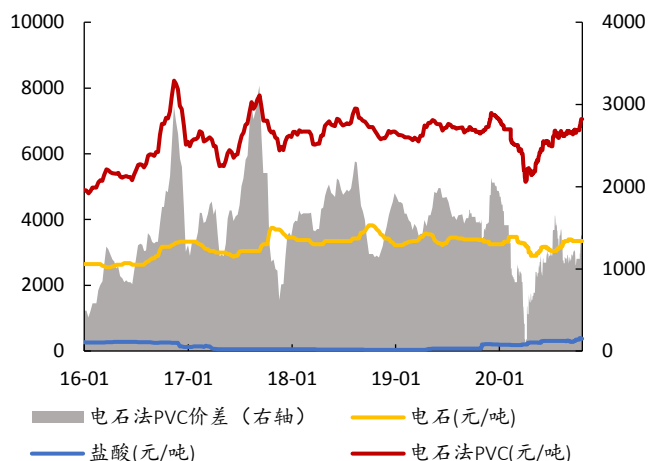
企业名称	新增产能（万吨/年）	生产工艺	投产时间
2020 年已投产及计划投产产能统计			
新疆中泰	20	电石法	2019 年 12 月下旬投料，预计 2020 年投产
聚隆化工	12	电石法	2019 年 12 月底投料，预计 2020 年投产
鄂绒	20	电石法	2019 年 12 月底投料，预计 2020 年投产
鄂绒	21	电石法	2020 年 3 月 10 日投料
德州实华	20	姜钟法	计划 2020 年下半年
青岛海湾	40	乙烯法	计划 2020 年 9 月出料
烟台万华	40	乙烯法	计划 2020 年 9 月投产
金川新希望	20	电石法	暂定 2020 年年底投产
甘肃金川	6	电石法	计划 2020 年年底投产
天津大沽	80	乙烯法	计划 2020 年底投产，属于产能置换
2021 年计划投产装置统计			
聚隆化工	40	乙烯法	计划 2021 年投产
聚隆化工	11	单体法	计划 2022 年投产
山西瑞恒	10	电石法	暂无确切时间
上海氯碱	6	乙烯法	计划 2021 年 4 月投产
浙江嘉化	30	乙烯法	计划 2021 年上半年投产
金晖兆丰	50	电石法	计划 2021 年 10 月份投产
山东信发	40	电石法	计划 2021 年年底投产

来源：卓创资讯、中泰证券研究所

价格端：成本端支撑有力，价格处上行通道

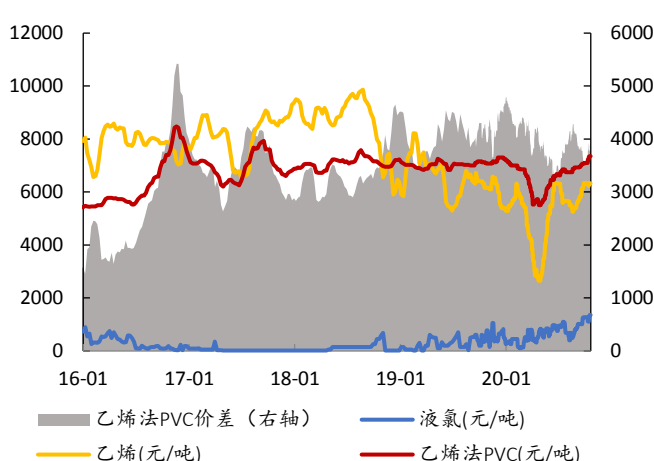
乙烯法 PVC 价格略高于电石法 PVC，低油价下乙烯法成本优势凸显。乙烯法和电石法 PVC 的价格走势高度相似，乙烯法 PVC 价格略高。2019 年，两种工艺下的 PVC 价差波动，乙烯法 PVC 价差始终高于电石法。由于电石成本价在 2500-2600 元/吨，当原油价格低于 50 美金/桶，乙烯法 PVC 将具备成本优势。2018 年以后随着全球乙烯产能大幅释放，乙烯价格中枢持续走低，乙烯法 PVC 企业利润增厚明显。

图表 85：电石法 PVC 价格及价差



来源：百川资讯、中泰证券研究所

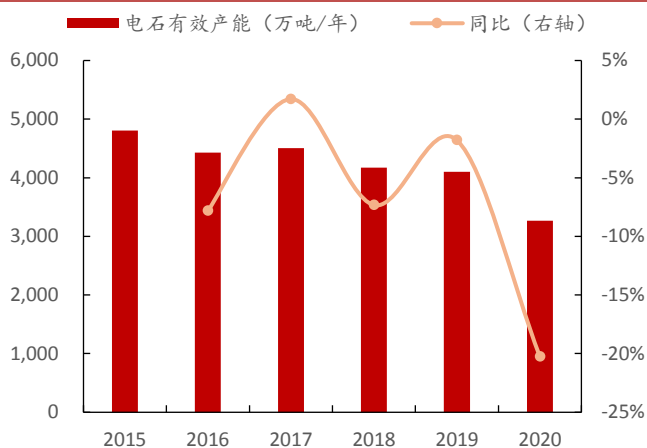
图表 86：乙烯法 PVC 价格及价差



来源：百川资讯、中泰证券研究所

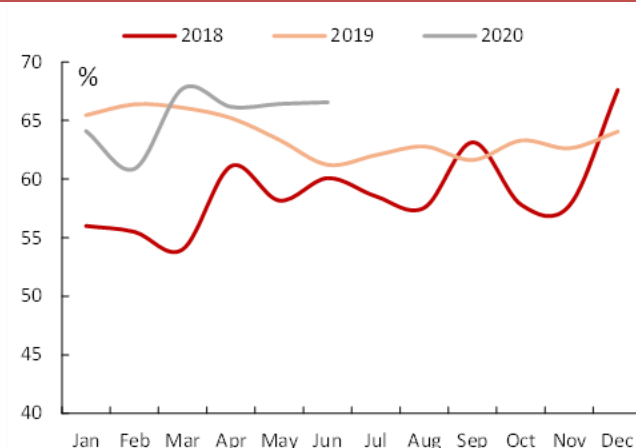
电石对 PVC 价格形成支撑。电石原料石灰石和焦炭受环保影响较大，前期供给侧改革淘汰了一批落后电石产能，产能由 2015 年的 4805 万吨下降至 2019 年的 4075 万吨，整体供应呈下降趋势，开工率也自 2018 年开始逐年上升。由于外购电石的企业位于 PVC 行业成本曲线右侧，电石价格变动有望对整体 PVC 成本形成支撑。

图表 87：我国电石有效产能持续下降



来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 88：我国电石开工率逐年上升



来源：百川资讯、中泰证券研究所

7 盈利预测及估值

假设：

(1) 根据 wind 数据，2020 年 PVC 糊树脂自年初 8800 元/吨上涨至目前 23900 元/吨，因行业未来产能投放有限，且手套需求持续旺盛，PVC 糊树脂价格有望维持高位，假设 2020 年-2022 年 PVC 糊树脂均价分别为 15000 元/吨、21000 元/吨和 21000 元/吨，且公司糊树脂产能维持满负荷运行。

(2) 假设公司粘胶短纤业务底部回暖，粘胶短纤价格分别为 9050 元/吨、10550 元/吨和 11350 元/吨。

(3) 假设公司纯碱业务底部回暖，销售价格分别为 1420 元/吨、1520 元/吨和 1520 元/吨。

(4) 假设公司有机硅和氯碱业务保持稳定。

图表 89：盈利预测业务拆分（万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
纯碱	营业收入	526,042.35	485,029.40	519,186.40	519,186.40
	YOY		-7.80%	7.04%	0.00%
粘胶短纤	营业收入	865,809.79	742,914.50	866,049.50	931,721.50
	YOY		-14.19%	16.57%	7.58%
氯碱	营业收入	379,535.87	428,579.89	470,960.29	481,482.29
	YOY		12.92%	9.89%	2.23%
有机硅	营业收入	165,883.80	160,860.98	155,720.98	155,720.98
	YOY		-3.03%	-3.20%	0.00%
	营业成本	125,133.51	125,133.51	125,133.51	125,133.51

来源：Wind、中泰证券研究所

预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 3.79/12.91/15.84 亿元，对应 PE 分别为 39.8/11.7/9.5 倍。

我们选取四家氯碱相关上市公司进行估值对比，2021 年平均估值 PE 为 15.1 倍（对应 2020 年 10 月 27 日股价），公司 2021 年 PE 为 11.7 倍。因公司循环经济优势显著、主业复苏业绩向上弹性大，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 90：可比公司估值

股票代码	简称	市值 (亿元)	总股份 (亿股)	股价					EPS				PE			
				2020/10/27	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600075.SH	新疆天业	89	13.66	6.51	0.03	0.37	0.65	0.66	217.00	17.80	9.99	9.84				
002092.SZ	中泰化学	113	21.92	5.16	0.16	0.05	0.17	0.23	32.29	114.67	29.81	22.76				
600596.SH	新安股份	62	7.04	8.79	0.54	0.64	0.78	0.87	16.30	13.77	11.25	10.16				
000683.SZ	远兴能源	84	39.80	2.11	0.18	0.06	0.23	0.26	11.72	38.36	9.27	8.02				
					0.23	0.28	0.46	0.50	69.33	46.15	15.08	12.69				
600409.SH	三友化工	143	19.54	7.30	0.33	0.18	0.63	0.77	22.07	39.79	11.67	9.51				

来源：Wind、中泰证券研究所

8 风险提示

市场需求和产品价格风险。纯碱行业受周期性影响较大，且外部经济形势存在诸多不确定因素，公司经营受国际、国内宏观经济状况影响。

PVC 糊树脂价格大幅下跌。公司业绩弹性主要来自于糊树脂价格上涨，若价格出现下滑，则公司盈利能力也将大幅减弱。

手套等下游需求不及预期。PVC 糊树脂价格上涨主要由手套需求旺盛推动，若 PVC 手套需求不及预期，PVC 糊树脂的需求糊树脂也将减弱，价格上涨驱动力弱化，对盈利造成负面影响。

安全、环保压力不断增大。随着国家对安全和环境保护重视程度的日益提升，工业企业安全生产和污染治理将成为未来的治理重点，基础化工行业企业的安全和环保压力将进一步增加。

图表 91：公司盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20,174	20,515	19,318	21,261	22,022
增长率	-0.1%	1.7%	-5.8%	10.1%	3.6%
营业成本	-14,790	-16,395	-16,439	-17,013	-17,423
% 销售收入	73.3%	79.9%	85.1%	80.0%	79.1%
毛利	5,384	4,120	2,879	4,248	4,599
% 销售收入	26.7%	20.1%	14.9%	20.0%	20.9%
营业税金及附加	-222	-180	-198	-213	-213
% 销售收入	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-834	-918	-232	-255	-264
% 销售收入	4.1%	4.5%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-1,582	-1,513	-1,470	-1,593	-1,663
% 销售收入	7.8%	7.4%	7.6%	7.5%	7.6%
息税前利润 (EBIT)	2,746	1,509	980	2,187	2,459
% 销售收入	13.6%	7.4%	5.1%	10.3%	11.2%
财务费用	-417	-419	-359	-320	-182
% 销售收入	2.1%	2.0%	1.9%	1.5%	0.8%
资产减值损失	78	-176	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,234	915	512	1,754	2,159
营业利润率	11.1%	4.5%	2.7%	8.3%	9.8%
营业外收支	-125	21	5	5	8
税前利润	2,109	936	517	1,759	2,167
利润率	10.5%	4.6%	2.7%	8.3%	9.8%
所得税	-408	-196	-105	-356	-445
所得税率	19.3%	21.0%	20.4%	20.2%	20.5%
净利润	1,702	740	412	1,403	1,722
少数股东损益	115	57	33	112	138
归属于母公司的净利润	1,586	683	379	1,291	1,584
净利率	7.9%	3.3%	2.0%	6.1%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,702	740	412	1,403	1,722
加: 折旧和摊销	1,003	1,099	1,112	1,192	1,194
资产减值准备	78	178	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	367	401	359	320	182
投资收益	-1	0	0	0	0
少数股东损益	115	57	33	112	138
营运资金的变动	-1,394	-3,756	-1,723	1,638	-1,629
经营活动现金净流	1,804	980	159	4,553	1,469
固定资本投资	-786	115	-330	-330	-330
投资活动现金净流	-375	-248	-303	-303	-303
股利分配	-477	-477	0	-430	-545
其他	-504	-314	52	-3,529	-507
筹资活动现金净流	-981	-791	52	-3,959	-1,052
现金净流量	449	-59	-92	291	114

资产负债表 (人民币百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,990	2,898	3,189	3,303
应收款项	520	2,377	812	2,491
存货	1,786	1,904	1,914	1,997
其他流动资产	2,021	2,097	2,030	2,103
流动资产	7,317	9,276	7,945	9,894
% 总资产	29.5%	35.7%	33.5%	39.9%
长期投资	10	11	12	13
固定资产	15,574	14,795	14,614	13,472
% 总资产	62.8%	57.0%	61.6%	54.3%
无形资产	836	786	735	684
非流动资产	17,487	16,678	15,788	14,897
% 总资产	70.5%	64.3%	66.5%	60.1%
资产总计	24,804	25,953	23,734	24,791
短期借款	3,157	5,423	2,906	2,580
应付款项	4,069	4,396	4,413	4,618
其他流动负债	2,629	2,629	2,629	2,629
流动负债	9,855	12,448	9,947	9,827
长期贷款	671	692	0	0
其他长期负债	2,237	409	409	409
负债	12,763	13,550	10,357	10,237
普通股股东权益	11,261	11,590	12,451	13,491
少数股东权益	781	814	926	1,064
负债股东权益合计	24,804	25,953	23,734	24,791

比率分析

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.33	0.18	0.63	0.77
每股净资产 (元)	5.45	5.61	6.03	6.54
每股经营现金净流 (元)	0.47	0.08	2.21	0.71
每股股利 (元)	0.23	0.00	0.21	0.26
回报率				
净资产收益率	6.06%	3.27%	10.37%	11.74%
总资产收益率	2.98%	1.59%	5.91%	6.95%
投入资本收益率	6.47%	4.19%	9.47%	12.45%
增长率				
营业总收入增长率	1.69%	-5.84%	10.06%	3.58%
EBIT 增长率	-36.86%	-44.82%	129.88%	12.72%
净利润增长率	-56.94%	-44.55%	240.92%	22.71%
总资产增长率	-2.10%	4.63%	-8.55%	4.45%
资产管理能力				
应收账款周转天数	10.6	10.6	10.6	10.6
存货周转天数	32.3	34.4	32.3	32.0
应付账款周转天数	65.1	65.1	65.1	65.1
固定资产周转天数	270.6	283.0	249.0	229.6
偿债能力				
净负债/股东权益	41.86%	41.99%	14.09%	0.20%
EBIT 利息保障倍数	4.0	2.6	6.7	13.3
资产负债率	51.45%	52.21%	43.64%	41.29%

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。