

纯碱

三友化工 (600409)

推荐 (维持)

景气复苏中的循环经济优势企业

市场数据

报告日期	2011-6-20
收盘价(元)	10.36
总股本(百万股)	1059.58
流通股本(百万股)	939.14
总市值(百万元)	10977.25
流通市值(百万元)	9729.45
净资产(百万元)	3751.71
总资产(百万元)	10561.64
每股净资产	3.54

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5305	10691	11743	13402
同比增长(%)	47.9%	101.5%	9.8%	14.1%
净利润(百万元)	289	741	958	1241
同比增长(%)	650.7%	156.7%	29.2%	29.5%
毛利率(%)	18.3%	19.7%	21.3%	22.9%
净利率(%)	5.4%	6.9%	8.2%	9.3%
净资产收益率(%)	9.8%	20.7%	21.1%	21.5%
每股收益(元)	0.27	0.70	0.90	1.17
每股经营现金流(元)	0.07	0.83	1.50	1.92

相关报告

《三友化工(600409)点评:以循环经济为基,节能减排为纲,传统产业仍大有可为》
2011-3-15

投资要点

- **三友化工是国内纯碱及粘胶短纤行业的优势企业。**公司具备 200 万吨纯碱及 24 万吨粘胶短纤的生产能力。公司 2010 年实现营业收入 53.05 亿元,净利润 2.88 亿元,主要来自纯碱,2011 年注入粘胶业务后,公司营业收入将实现大幅增长。
- **纯碱供求趋向平衡中,阶段性短缺推动行业景气。**近几年国内纯碱扩产速度有所放缓,未来 5 年产能增速将控制在 4.6%以内。而下游玻璃、氧化铝、化工等行业对于纯碱的需求仍保持稳定增长,2011 年上半年下游需求增速预计在 15%左右。国内纯碱产能集中于中东部,此次区域性的电荒造成纯碱供给短缺的预期。由于此次限电可能持续时间较长,预计三季度纯碱行业的开工负荷将受到实质性的影响。在限电导致阶段性供给不足的情况下,我们预计未来 3 个月内,行业仍将保持较高的景气度。三友化工目前电力自给率达到 70%以上,其他电力供给来自关联企业,这保障了装置高开工率,最大限度地受益行业景气。
- **粘胶短纤已处谷底,三季度盈利将环比改善。**在国内棉价接近收储价的情况下,粘胶短纤近期价格走势趋于稳定。三季度随着高价原材料库存消化完毕及下游需求旺季的到来,预计三友化工粘胶短纤业务盈利环比将显著改善。
- **控制资源将是公司未来发展的主要战略。**公司未来发展将围绕盐化工和粘胶短纤两大主业。通过浓海水综合利用项目及大清河盐场的注入将逐步解决本部纯碱的原盐供应问题。公司控股投资的青海五彩矿业,将打造上下游一体化的产业链,一期建设 110 万吨纯碱,利用盐湖矿区的资源优势发展盐化工业务。
- **维持“推荐”的投资评级。**我们预计三友化工 11-13 年 EPS 分别为 0.70、0.90 和 1.17 元。公司初步形成了以盐化工和粘胶产业为主,多循环产业链配套的良好发展格局,未来具备良好的发展潜力。我们给予三友化工 2011 年 20 倍 PE 的估值,对应的目标价为 14.00 元,维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 纯碱价格走势低于预期及粘胶行业下游出现需求萎缩的风险。

分析师 毛伟
021-3856 5792
maowei@xyzq.com.cn
SAC:S0630208120082

分析师 郑方铤
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120005

目 录

投资概要	- 4 -
1、公司基本情况	- 5 -
2、供求趋向平衡中限电推动纯碱价格上涨	- 6 -
2.1 纯碱供需结构改善	- 6 -
2.2 纯碱行业为工业耗电大户	- 8 -
2.3 纯碱产能主要分布于华东和华北地区	- 9 -
2.4 东部地区成为此次电荒的重灾区	- 9 -
2.5 本次电荒将持续较长时间	- 10 -
2.6 电力自给率高保障电荒时期开工率	- 11 -
3、粘胶行业底部确定，三季度盈利环比改善	- 11 -
3.1 棉价已到底部区域	- 11 -
3.2 粘胶行业三季度盈利环比改善	- 12 -
3.3 多原材料及差别化丝提升盈利能力	- 13 -
4、氯碱在循环产业中起关键作用	- 14 -
4.1 公司拟将氯碱扩产至双 40 万吨	- 14 -
4.2 近期国内烧碱价格大幅上涨	- 14 -
5、有机硅基本达产，有望成为新的增长极	- 15 -
6、控制资源是公司未来主要的发展战略	- 16 -
7、盈利预测和估值	- 17 -
7.1 盈利预测假设	- 17 -
7.2 盈利预测结果	- 17 -
7.3 估值与投资建议	- 19 -
8、风险提示	- 19 -
图 1 公司组织结构图	- 5 -
图 2 三友化工“二碱一化”循环产业链	- 6 -
图 3 纯碱行业下游需求分布	- 7 -
图 4 下游玻璃产量增速明显加快	- 7 -
图 5 房地产生产保持稳定	- 7 -
图 6 纯碱供求结构改善	- 7 -
图 7 国内纯碱生产工艺以氯碱和联碱法为主	- 8 -
图 8 我国纯碱生产企业主要集中于原盐产地	- 9 -
图 9 节能减排带动纯碱价格上涨	- 10 -
图 10 节能减排期间纯碱产量明显下降	- 10 -
图 11 纯碱产能主要分布在华东和华中地区	- 11 -
图 12 国际棉花产量和需求量	- 12 -
图 13 国内棉花产量	- 12 -
图 14 粘胶短纤价格和棉花价格相关性强	- 12 -
图 15 粘胶短纤价差图	- 12 -
图 16 公司粘胶短纤毛利率高出同类上市公司	- 13 -
图 17 烧碱价格持续上涨	- 14 -
图 18 烧碱出口量大幅增长	- 14 -
图 19 烧碱分省份产量	- 14 -
图 20 国内有机硅产能产量图	- 15 -
图 21 有机硅单体及天然橡胶价格图	- 15 -
表 1 三友化工及控股子公司主要产品和产能	- 5 -
表 2 公司非公开募投项目	- 6 -

表 3 我国主要纯碱生产企业	- 8 -
表 4 纯碱生产用电量预测	- 8 -
表 5 各地电荒情况一览	- 9 -
表 6 本次电荒和去年节能减排的区别	- 10 -
表 7 2011 年全球棉花产量预期	- 12 -
表 8 公司粘胶短纤产品差别化率高	- 13 -
表 9 2010 年国内主要有机硅生产厂家	- 16 -
表 10 公司盈利预测假设	- 18 -
表 11 公司盈利预测结果	- 18 -
附表	- 20 -

投资概要

1、核心观点

本报告对于市场普遍关注的纯碱价格景气的持续性问题进行了重点阐述：我们认为此次价格上涨原因是在纯碱供求关系趋向于平衡的过程中，中东部区域的电荒引发纯碱供给短缺预期造成的。而随着电荒的影响逐渐加大，限电对国内纯碱企业装置的负荷率将会有持续的实质性影响，造成供给阶段性短缺。因此我们认为未来3个月纯碱行业仍将保持较高的景气度。

其次报告对于粘胶短纤行业的盈利情况作出了明确的判断：行业目前已处于盈利谷底，三季度业绩环比将有确定性的改善。主要基于以下理由：有国储棉价格的支撑，棉价下行空间不大；粘胶短纤价格和棉价在目前位置将逐步企稳。在高价原材料库存消化完毕后，随着三季度下游纱线企业需求旺季的到来，粘胶行业相比二季度的全行业亏损，龙头企业将会有合理的盈利。

2、估值及投资建议

我们预计三友化工 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70、0.90 和 1.17 元。公司在注入粘胶业务及成功拓展有机硅业务以后，已经初步形成了以盐化工和粘胶产业为主，多循环产业链配套的良性发展格局，未来通过浓海水综合利用项目及青海五彩矿业的投资，逐步实施控制资源的发展战略，具备很好的发展潜力。我们结合目前的市场情况，给予三友化工 2011 年 20 倍 PE 的估值，对应的目标价为 14.00 元，维持“推荐”的投资评级。

3、关键假设

- (1) 假设 2011、2012、2013 年公司纯碱产量 200 万吨。青海五彩 2012 年年中投产，2012 年纯碱产销 50 万吨，2013 年纯碱产销 110 万吨。
- (2) 假设 2011 年公司纯碱全年均价 1667 元/吨（税后，下同），2012、2013 年价格为 1623 元/吨和 1623 元/吨。
- (3) 假设 2011 年公司粘胶短纤产销 22 万吨，2012、2013 年产销 24 万吨。假设 2011-2013 年粘胶短纤价格保持稳定，均价维持为 18803 元/吨，毛利为 10%。

4、股价表现催化剂

在限电的情况下，纯碱价格持续上涨，同时粘胶行业出现显著复苏，两大主业盈利情况同时向好。

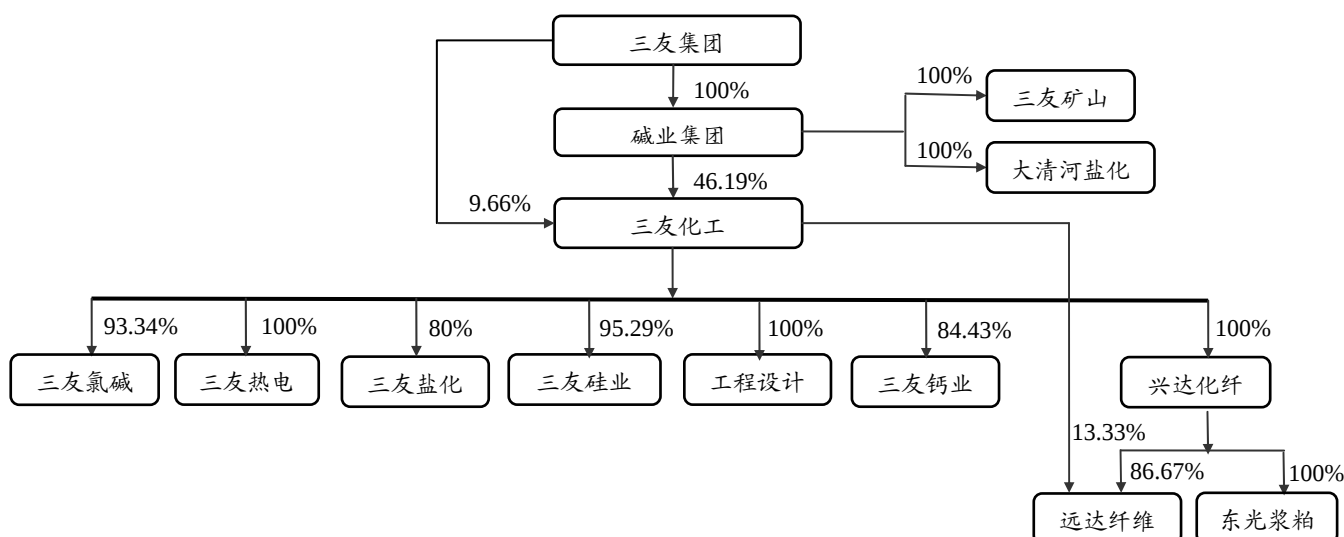
5、风险提示

纯碱价格走势低于预期的风险；粘胶行业下游出现需求萎缩的风险。

1、公司基本情况

唐山三友化工股份有限公司（三友化工）地处河北省唐山市，是唐山三友碱业集团控股的大型化工生产企业，除本部外，公司还控股三友氯碱、三友硅业、兴达化纤、远达化纤等多家化工原材料和粘胶短纤生产企业。

图 1 公司组织结构图



资料来源：兴业证券研究所

三友化工目前拥有 200 万吨纯碱、30 万吨 PVC、30 万吨烧碱、6 万吨有机硅生产能力，今年一季度公司通过定向增发收购兴达化纤和远达纤维之后，公司拥有 24 万吨粘胶短纤生产能力（兴达化纤 16 万吨+远达纤维 8 万吨）。公司进军粘胶纤维行业有助于进一步延伸公司产业链，提升公司盈利水平。

表 1 三友化工及控股子公司主要产品和产能

产品	产能	所属公司
纯碱	200 万吨	本部
PVC	30 万吨	三友氯碱
烧碱	30 万吨	三友氯碱
粘胶短纤	16 万吨	兴达化纤
	8 万吨	远达纤维
有机硅	6 万吨	三友硅业
氯化钙	15 万吨	三友钙业
热电	电：8.64 亿千瓦时 蒸汽：518 万吨	三友热电

资料来源：兴业证券研究所

公司今年 3 月 15 日发布公告计划通过非公开发行股票的方式，以不低于 7.95 元/股的价格募集资金 158000 万元，发行股票数量不超过 23000 万股。募集资金主要

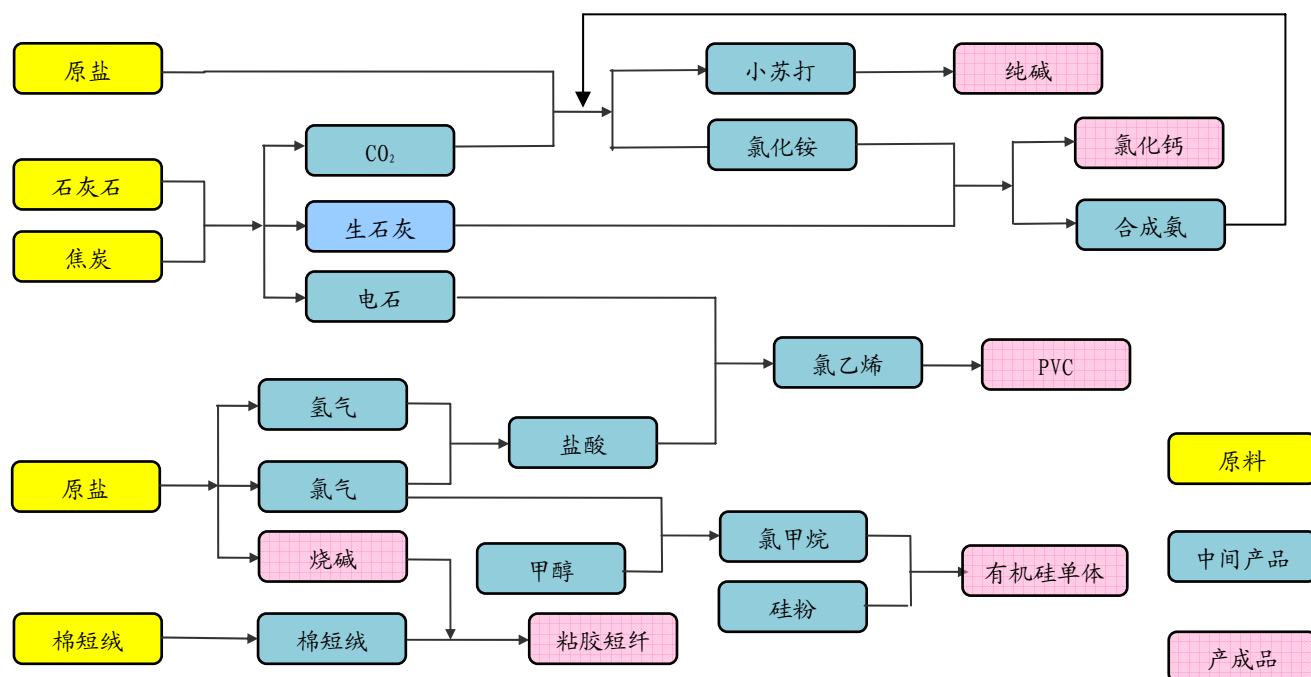
涉及四个项目投资，项目细节参见表 2。目前增发方案已获得股东大会通过。

表 2 公司非公开募投项目

项目	预计总投资额	募集资金拟投资额	建设期	项目盈利前景
16 万吨/年差别化粘胶短纤扩建项目	139440.40 万元	67000.00 万元	24 个月	预计年收入 305284.61 万元，利润总额 19684.53 万元
唐山三友浓海水综合利用项目	32664.82 万元	31983.66 万元	12 个月	节省盐耗 51.95 万吨、水耗 904 万吨，相当于新增利润总额 10203.24 万元
40 万吨/年 PVC、50 万吨/年烧碱技术改造工程（一期）	46674.98 万元	42201.34 万元	18 个月	预计年收入 77053.68 万元，利润总额 5415.41 万元
新节能蒸馏技术改造项目	17200.00 万元	16815.00 万元	12 个月	新增原盐 111780 吨、冷凝水 1016000 立方，减少纯碱损失 430 吨，相当于新增利润总额 2324.96 万元
合计	235980.20 万元	158000.00 万元		

资料来源：兴业证券研究所

图 2 三友化工“二碱一化”循环产业链



资料来源：兴业证券研究所

2、供求趋向平衡中限电推动纯碱价格上涨

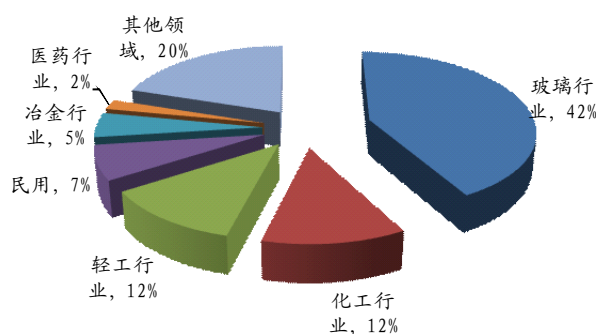
2.1 纯碱供需结构改善

纯碱是一种重要的化工原料，主要用于玻璃、冶金、化工等行业，还可用于造纸、印染、洗涤剂等领域，在国民经济中占据极为重要的地位。房地产密切相关的玻璃和轻工等行业占到纯碱下游需求的 50%以上。

作为纯碱主要下游需求的玻璃行业从 2010 年起进入产能大幅扩张期，增幅超过

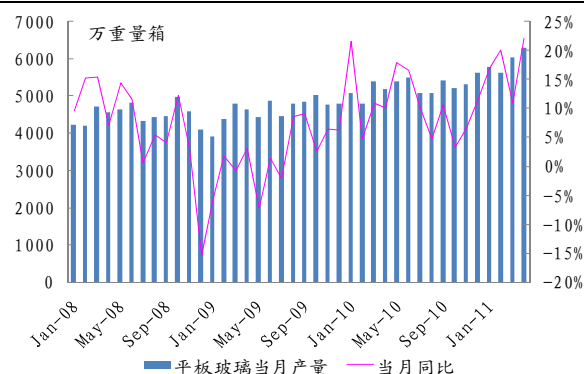
20%，进入 2011 年之后仍有超过 8000 万重量箱产能计划投产，约占到全国产能的 10%。由于玻璃固定资产投资巨大，生产线停工后复产耗费巨大，所以玻璃生产具有较强的刚性。我们预计随着二三季度进入玻璃需求的旺季，玻璃行业的开工率仍将维持较高水平。

图 3 纯碱行业下游需求分布



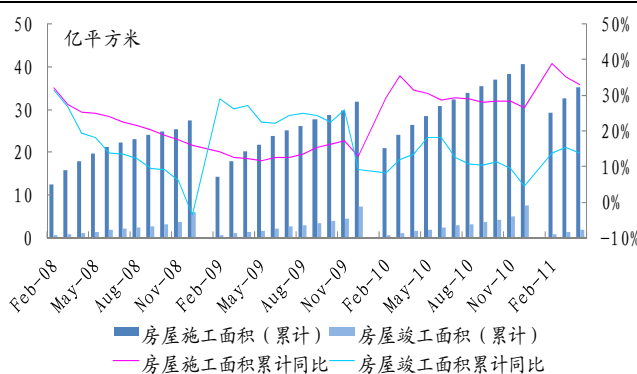
资料来源：兴业证券研究所

图 4 下游玻璃产量增速明显加快



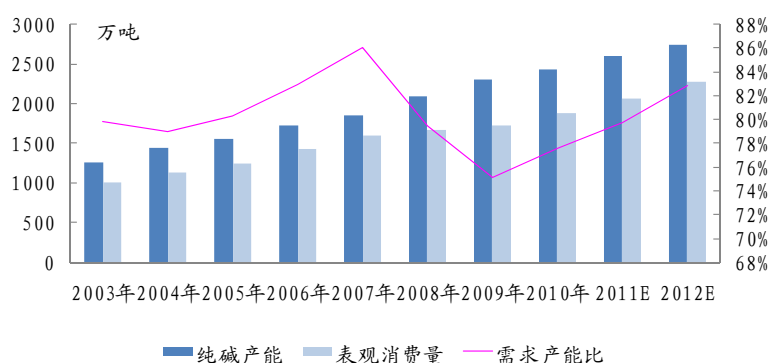
资料来源：wind、兴业证券研究所

图 5 房地产生产保持稳定



资料来源：wind、兴业证券研究所

图 6 纯碱供求结构改善



资料来源：兴业证券研究所

纯碱行业由于进入门槛较低，因此经过 06-08 年的大幅扩产后，行业近几年都处于产能过剩的局面，2009 年甚至出现历史上首次全行业全面亏损。因此在行业低迷的情况下，行业的扩产速度有所放缓，在今年上半年下游需求增长接近 15% 的

情况下，行业的供求结构同比有所改善。根据“十二五”期间纯碱行业规划，未来五年内对纯碱产能扩张进行了限制，到2015年总产能不超过3000万吨，年产能增速不超过4.6%，在政策主导下，行业的供求结构将逐渐趋于平衡。

表3 我国主要纯碱生产企业

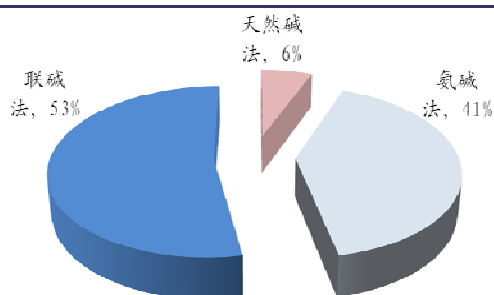
企业名称	产能/万吨	生产方式
山东海化	300	氨碱
三友化工	200	氨碱
双环科技	180	联碱
连云港碱厂	120	氨碱
四川和邦	120	联碱
青海碱业	110	氨碱
河南金山	110	联碱
山东海天	110	氨碱
桐柏安棚碱业	110	天然碱
其它	1100	
总产能	2460	

资料来源：兴业证券研究所

2.2 纯碱行业为工业耗电大户

作为国内纯碱工业主要的两种生产工艺，氨碱法和联碱法的耗电量相对都比较大，2010年我国重工业用电量为25699亿千瓦时，而据我们测算，纯碱工业年耗电量达到77.52亿千瓦时，约占0.3%，是主要的电力消耗行业之一。

图7 国内纯碱生产工艺以氨碱和联碱法为主



资料来源：兴业证券研究所

表4 纯碱生产用电量预测

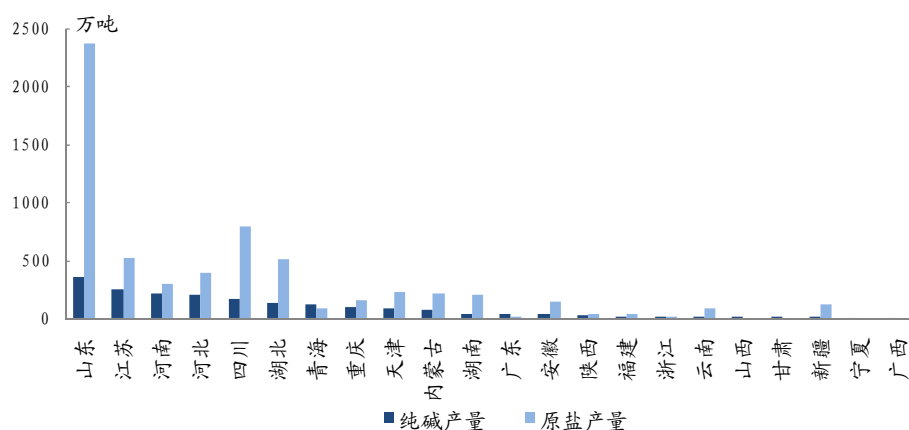
	氨碱法	联碱法
纯碱生产耗电量（千瓦时/吨）	150	200+400（合成氨自给）
纯碱产量（万吨）	2043*0.41	2043*0.53
纯碱耗电量（亿千瓦时）	12.56	64.96
合计（亿千瓦时）	77.52	

资料来源：兴业证券研究所

2.3 纯碱产能主要分布于华东和华北地区

生产纯碱的主要原料是原盐，国内纯碱产能分布体现出贴近原盐产地的特点。由于我国原盐一半以上产量来自东部和北部，因而纯碱生产企业也主要集中在华东和华北地区，2009 年山东、江苏、河南、河北四省纯碱产量占到全国纯碱总产量的 52.45%。

图 8 我国纯碱生产企业主要集中于原盐产地



资料来源: wind、兴业证券研究所

2.4 东部地区成为此次电荒的重灾区

今年二季度以来，由于东部地区电力需求快速增长，而华东等局部地区新增装机容量增速较小，因此华东北地区电力缺口较为明显。目前东部地区大部分省份火电设备利用小时数已超过 2007 年同期水平，表明上述地区电力供给能力已接近极限，随着夏季用电高峰的来临，用电缺口将更为严重。

表 5 各地电荒情况一览

地区	电力缺口	具体措施
江苏	今夏最大统调缺口在 1100 千瓦以上，缺口近 16%	与钢铁企业座谈，涉及全省 6.8 万户企业的大规模限电方案正在报请政府批准
浙江	全省缺口为 200 万千瓦以上	高耗能企业轮流限电，一季度限电企业达到 50 多万户
江西	高峰时期电力缺口达到 130 万千瓦	对高耗能企业执行错峰和限电措施
山东	今夏山东全省缺口可能达到 100 万千瓦	暂无
湖南	目前湖南电网最大电力缺口为 70 万千瓦以上	民生用电优先，对高耗能行业实施限电和差别电价
广东	目前电力缺口约 100-200 万千瓦，预计二季度最大电力缺口为 400 万千瓦	安排八大类高耗能产业错峰生产，重点保障居民用电

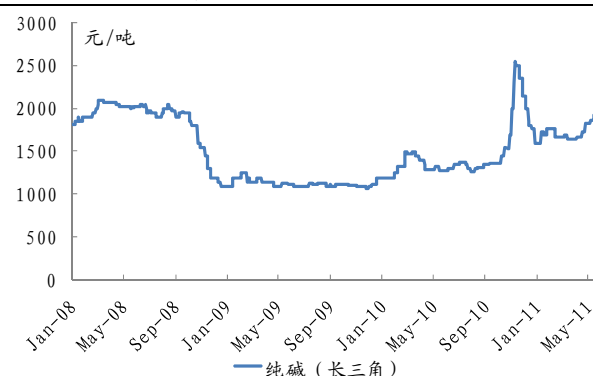
资料来源: 兴业证券研究所

2.5 本次电荒将持续较长时间

进入到二季度，华东等地电力缺口开始显现，各地纷纷采取措施降低用电量，由于此次电荒是由电力供给紧缺引起的，持续时间可能较长。我们认为此次电荒相比于去年四季度节能减排对纯碱行业的影响将更为明显，理由如下：

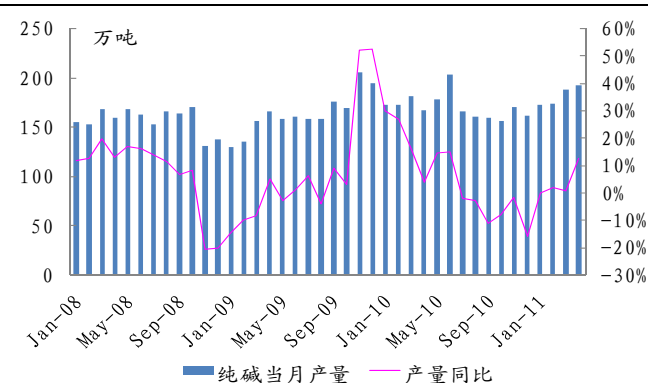
(1) 起因不同：本次电荒的大背景是中东部地区电力供应出现缺口，是实质性缺电，而去年下半年的节能减排为行政性因素导致，实际电力供给没有明显短缺，因而此次电荒对高耗能企业的影响将更为广泛和严重。

图 9 节能减排带动纯碱价格上涨



资料来源：化工在线、兴业证券研究所

图 10 节能减排期间纯碱产量明显下降



数据来源：wind、兴业证券研究所

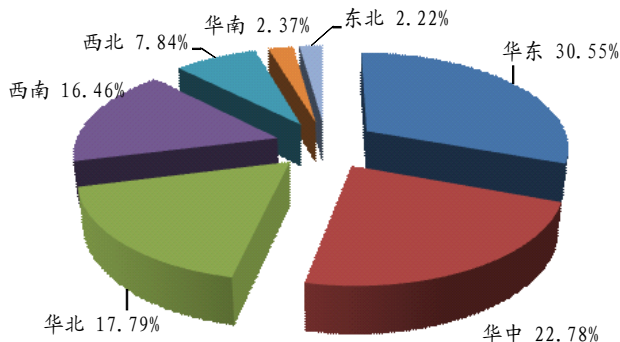
表 6 本次电荒和去年节能减排的区别

	去年下半年节能减排	今年二季度电荒
起因	部分省份单位 GDP 能耗要求未完成	火电机组开工不足，电力需求大幅上升，
影响区域	中西部	华东、华中
持续时间	去年下半年	从二季度开始，预计持续时间较长
特点	行政性强制限电，	供给不足，需求上涨导致缺口扩大

资料来源：兴业证券研究所

(2) 影响区域不同：由于本次电荒是电力供应不足导致的，因而电力紧缺首先影响到电力需求量最大的东部省份，随后扩散到华北和华中，西部地区受到的影响较小。而去年节能减排期间受到影响的区域主要是能耗指标完成进展缓慢的中西部地区，和本次受影响区域有较大区别。而纯碱产能主要集中在华东和华中地区，上述地区纯碱产能占到全国产能的 53.32%，和本次电荒主要受波及区域具有较高重合度，因而本次电荒对纯碱生产的影响将明显高出去年节能减排活动。我们预计随着电荒持续蔓延和用电缺口的扩大，各地将会出台更为严厉的限电措施，6 月份以后纯碱供应将受到更为明显的影响。

图 11 纯碱产能主要分布在华东和华中地区



资料来源：兴业证券研究所

(3) 持续时间不同：由于电力供需缺口短期内将难以解决，对纯碱生产的影响将持续较长时间。去年节能减排期间纯碱价格一度达到 2500 元/吨，但仅持续较短时间。这表明纯碱行业开工率与电力供需情况有直接关系，但由于去年限电是短期效应，因此影响持续的时间较短。而此次电荒的重灾区为纯碱产能集中的东部地区，并且我们预计此次电荒将至少持续到四季度，甚至延续两三年时间，因此限电对纯碱行业开工率的影响将持续存在。

2.6 电力自给率高保障电荒时期开工率

在目前电荒持续蔓延的情况下，各地对高耗能行业纷纷采取限电措施，因而拥有自备电厂将有利于保障企业正常运营。三友化工下属子公司三友热电年发电能力达到 8.64 亿千瓦时，按照公司电力年需求 12 亿千瓦时计算，公司电力自给率达到 70%以上，并且公司控股股东下属热电厂能够满足公司剩余电力需求，保障电荒期间公司的高开工率。

三友化工作为纯碱行业的龙头企业，技术实力优异，其纯碱产品具有“低盐化、重质化、散装化”的特点，产品附加值较高，并且公司通过技术改造和高效管理，有效的降低生产成本，产品毛利率高出行业平均水平。

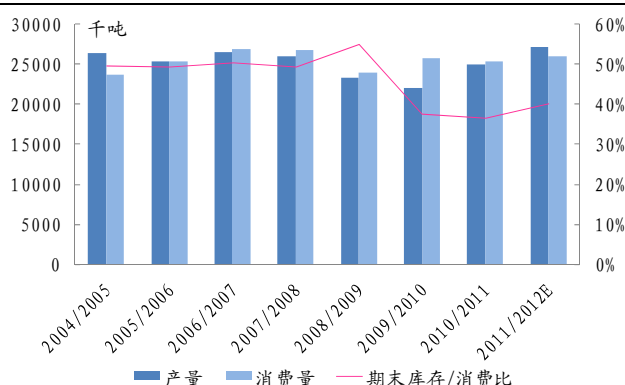
因此我们认为在产能增长减缓，下游需求旺盛，限电导致阶段性供给不足的情况下，未来三个月内纯碱价格仍将维持高位运行。

3、粘胶行业底部确定，三季度盈利环比改善

3.1 棉价已到底部区域

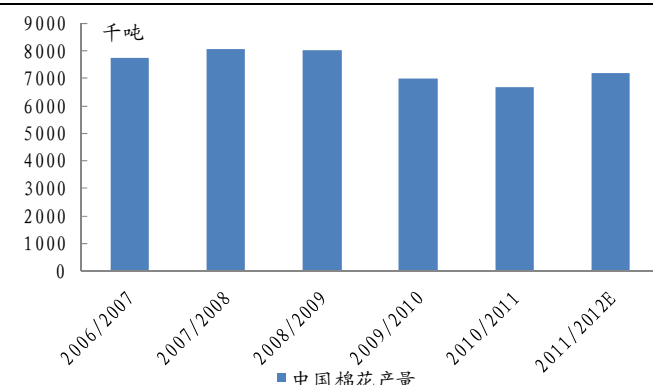
去年下半年以来，由于国际棉花产量低于预期，库存消费比处于历史同期低点，棉花价格从 17000 元/吨启动最高上涨至 32000 元/吨，带动同期粘胶价格大幅上涨。而 2011 年 4 月份以来，棉花价格出现较大幅度下跌，目前现货到厂价格已跌至 22000-23000 元/吨之间，中棉 328 指数回落至 24000 元/吨左右。

图 12 国际棉花产量和需求量



资料来源：USDA，兴业证券研究所

图 13 国内棉花产量



资料来源：USDA，兴业证券研究所

由于美国农业部预期今年全球棉花产量将增长 8% 且产量有望近年内首次超过需求量，因此在棉花供应向好的预期下，棉花价格出现回落。但我们认为棉花价格继续下跌的空间不大。一方面目前全球灾害性气候频发，棉花的产量仍存在不确定性；另一方面国内棉花临时收储价为标准皮棉到库价格 19800 元/吨，此价格基本可以解读为政府保底价；因此棉花价格已处于底部区域。

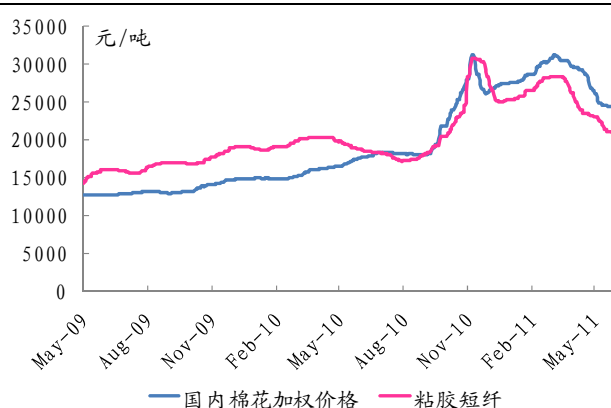
表 7 2011 年全球棉花产量预期

国家	具体情况
美国	预期种植面积为 1256.55 英亩，增幅 14.5%
印度	预期种植面积扩大 15%
巴基斯坦	预期皮棉产量为 255 万吨，增幅 29%
澳大利亚	预期产量达到 90 万吨，高出市场预期

资料来源：中国棉花信息网、兴业证券研究所

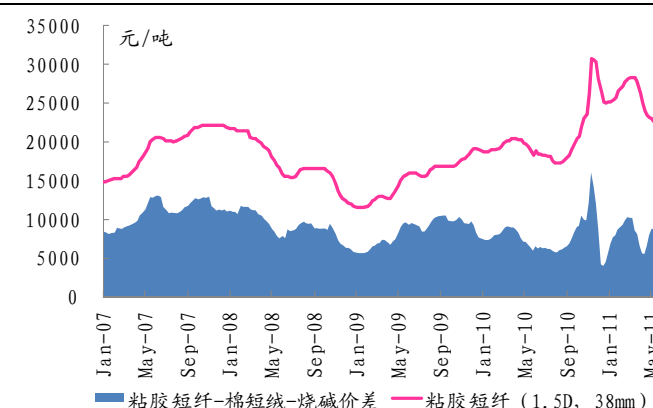
3.2 粘胶行业三季度盈利环比改善

图 14 粘胶短纤价格和棉花价格相关性



资料来源：兴业证券研究所

图 15 粘胶短纤价差图



资料来源：兴业证券研究所

粘胶短纤价格和棉花价格相关性一直较强，二季度粘胶价格随着棉花价格也出现

较大幅度下跌，但目前已逐渐企稳。由于二季度末下游纺纱行业处于淡季且由于前期价格波动较大，下游观望情绪严重，因此近期粘胶短纤需求处于低谷。同时虽然按目前的产品与原材料之间的价差测算，行业平均有数百元的吨净利润，但企业还有部分前期的高价库存需要消化，因此预计二季度行业普遍将出现亏损。但我们认为二季度已是行业谷底，随着下游消费旺季的到来和高价库存消化完毕，行业盈利情况将逐步好转，三季度盈利将环比改善。

3.3 多原材料及差别化丝提升盈利能力

目前我国粘胶短纤行业仍以棉短绒为主要原料，棉短绒占原材料的比重仍超过60%；产品仍以普通型号为主，行业整体差别化率仅为36%，因此行业整体的抗风险能力较弱，表现为短期盈利波动较大。

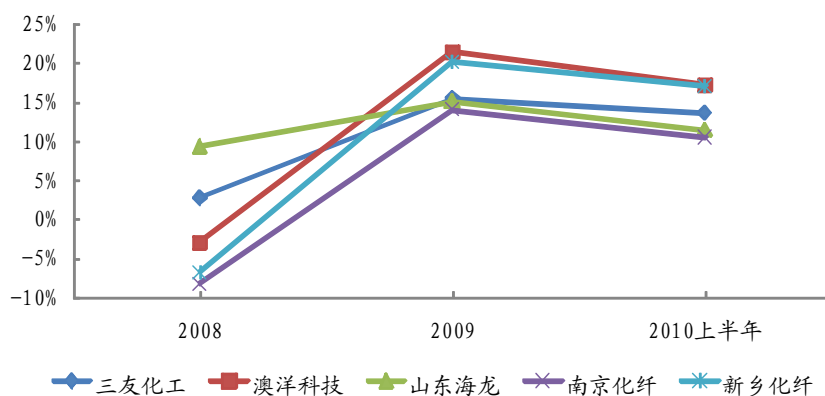
三友化工在国内粘胶短纤行业中生产管理和技术水平相对较高，单线生产能力较大。公司粘胶原材料中棉短绒的比例低于40%，公司主要产品为医疗卫材用洁净高白度粘胶短纤维、气流纺用粘胶短纤维等差别化产品，其差别化率高达80%，盈利水平显著优于行业平均水平。

表 8 公司粘胶短纤产品差别化率高

产品	特点	用途
医疗卫材用洁净高白度粘胶短纤维	白度高、残硫低、杂质少、无毒环保	无纺布制造，制作婴儿用品、美容用品、清洁卫生用品、医疗用品等一次性非织造产品
气流纺用粘胶短纤维	纤度细、白度高，成纱条干均匀、强度高	纺织业气流纺工艺纺纱，制作布料
竹浆粘胶短纤维	透气、凉爽、悬垂感好及抗菌功能	纺织业，制作高档被服用品

资料来源：兴业证券研究所

图 16 公司粘胶短纤毛利率高出同类上市公司



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

4、氯碱在循环产业中起关键作用

4.1 公司拟将氯碱扩产至双 40 万吨

三友化工目前拥有 30 万吨 PVC 及 30 万吨烧碱的生产能力，是中东部地区少数大型的氯碱生产装置之一。公司计划增发投资的项目中拟将目前双 30 万吨的产能提升至双 40 万吨。公司作为中东部的氯碱企业，就单套氯碱装置而言，与西部氯碱企业相比成本显然无竞争优势。但氯碱装置在公司整体的循环产业链中起着非常关键的作用，氯碱产业链产出的氯气，烧碱，电石渣等都作为其它产业链的原料（详见图 2），有利于公司降低综合成本，提升产品竞争力。因此公司规划扩产至双 40 万吨，继续完善产业链的配套。

4.2 近期国内烧碱价格大幅上涨

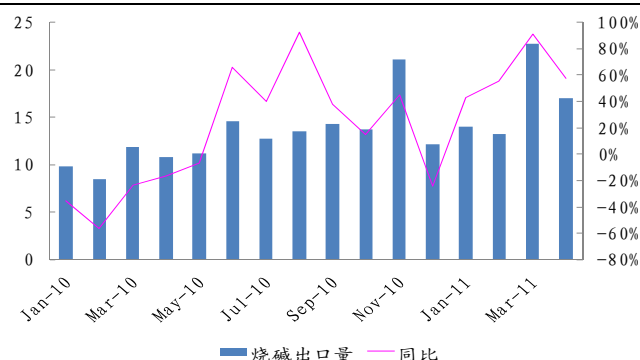
进入 3 月份以后，受日本地震影响，日本国内烧碱供应偏紧，出口基本停滞，往年日本烧碱出口量约占到全球烧碱净出口量的 11%，日本出口受阻导致国际烧碱市场供应紧张；另外台湾、美国部分生产企业近期也因生产事故而停工，进一步加剧国际市场烧碱货源紧张程度，推高国际烧碱价格，从而带动国内烧碱出口量大幅增长，1-4 月份烧碱出口量同比增加 51.22%。

图 17 烧碱价格持续上涨



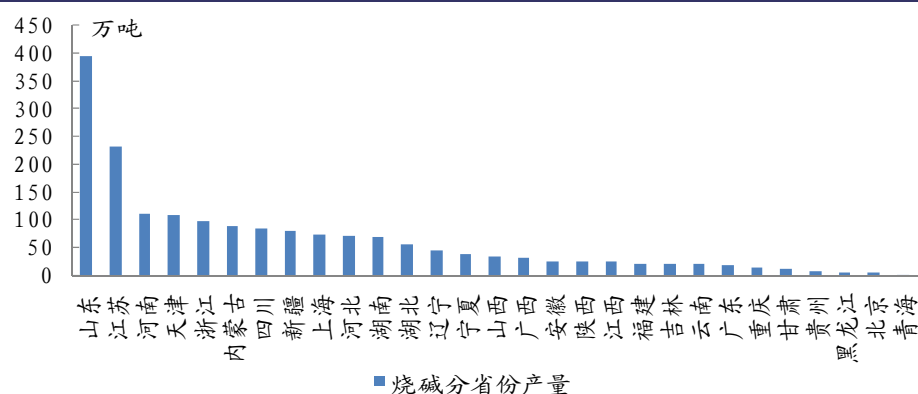
数据来源：兴业证券研究所

图 18 烧碱出口量大幅增长



数据来源：兴业证券研究所

图 19 烧碱分省份产量



数据来源：wind、兴业证券研究所

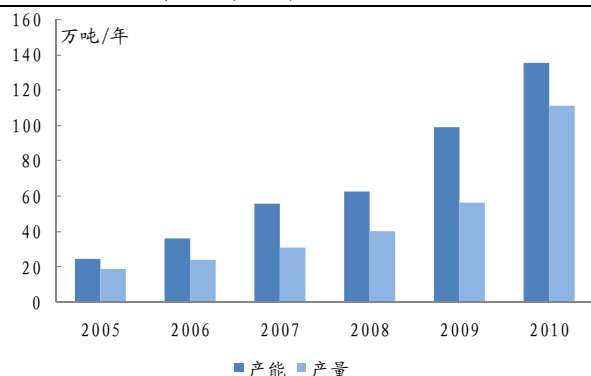
和纯碱产能分布情况类似，烧碱产能也主要分布在华东华北地区，其中山东、江苏两省的烧碱产量占到全国产量的 34.3%，和本次电荒的主要影响地域高度重合。而烧碱行业作为主要的高耗能行业，其生产在电荒期间必将受到较大限制。我们预计随着各地限电政策的逐步实施，电荒对烧碱生产的影响也将逐渐显现，烧碱供应将持续紧张。

因此在出口持续旺盛和电荒导致烧碱阶段性供应不足的情况下，我们预计烧碱价格将能够持续保持高位。

5、有机硅基本达产，有望成为新的增长极

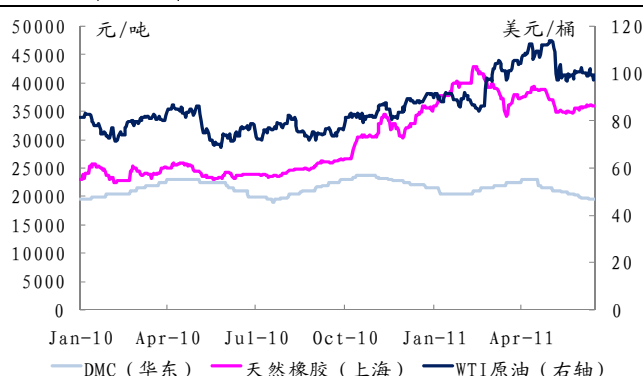
三友化工 6 万吨有机硅单体项目从去年 12 月份投产以来，目前运转状况已完全达到设计要求。其中流化床平均运转周期及二甲选择性等多个指标都处于行业中上水平，有机硅产业将成为公司一个新的发展方向，公司有机硅单体未来有进一步扩产的可能，并将向下游深加工产品延伸。

图 20 国内有机硅产能产量图



数据来源：兴业证券研究所

图 21 有机硅单体及天然橡胶价格图



数据来源：百川资讯、兴业证券研究所

由于近几年国内有机硅单体产能扩张的速度非常快，单就 2011 年单体产能将新增 50 万吨，接近 200 万吨，产能明显过剩，因此有机硅单体行业的利润水平相较前几年有明显的下滑，行业中只有技术过关，生产管理能力强，产业循环配套做得较好的少数企业能维持 20% 以上的毛利率水平。公司目前有机硅业务按当前有机硅的市场价格，已能有所盈利，未来随着规模的扩大，行业景气复苏，盈利能力将进一步增强。

虽然有机硅单体产能过剩，造成行业目前处于相对低迷，但有机硅下游深加工品种如高温胶，室温胶等国内每年的需求增长都超过 25%，保持快速发展的势头。由于油价高企，天胶价格上涨，有机硅材料作为新材料对于传统材料的替代不仅仅局限于性能的优越，在价格上也不再有明显的差异，因此未来几年有机硅材料在国内仍将保持快速发展的势头，乘此东风，公司有机硅业务也有望成为新的增长极。

表 9 2010 年国内主要有机硅生产厂家

公司名称	产量 (万吨)	产能 (万吨)
新安化工	10	20
蓝星星火	16	20
浙江合盛	15	15
唐山三友硅业	6	6
山东东岳	18	20
江苏弘博	6	6
浙江中天	4	8
恒业成	5	5
山东金岭	12	12
四川硅峰	3	3
山西三佳	8	8
鲁西	5	6
其它	27	
总产能	135	111

资料来源：兴业证券研究所

6、控制资源是公司未来主要的发展战略

三友化工未来仍将围绕盐化工与粘胶短纤两大主业进行发展。公司在继续着重于循环利用，精细化管理方面之外，控制资源将成为公司未来主要的发展战略。

作为纯碱生产的主要原料，原盐成本将直接影响纯碱的盈利能力，公司目前原盐年需求量大约为 360 万吨，集团公司下属的大清河盐场每年能够供应 60-70 万吨原盐，其余所需原盐由公司从周边地区购买。公司拟增发投资的浓海水综合利用项目一期工程即可年节省盐耗 51.95 万吨，水 904 万吨，此项目在每年节约一亿元成本的同时，也变相获取了上游资源。而一旦运转成功，未来该项目具备扩产的条件。此外大股东也承诺将碱业集团的大清河盐化注入上市公司，因此公司未来唐山本部的原盐自给率将得到提升。

公司与青海五彩矿业有限公司计划对五彩矿业下属青海五彩碱业有限公司增资扩股，合作建设 110 万吨纯碱项目，其中公司出资 3.8 亿元，占注册资本总额的 51%。该项目已取得配套的年产能为 100 万吨的盐湖资源和 30 万吨的石灰石矿产资源，能够满足该项目大部分的原料需求，该项目投产后有利于公司开拓西北市场，并且该项目原料自给率高，成本优势明显，盈利能力前景看好。

7、盈利预测和估值

7.1 盈利预测假设

1. 假设 2011、2012、2013 年公司纯碱产量 200 万吨。青海五彩 2012 年年中投产，2012 年纯碱产销 50 万吨，2013 年纯碱产销 110 万吨。
2. 假设 2011 年公司纯碱全年均价 1667 元/吨（税后，下同），2012，2013 年价格为 1623 元/吨和 1623 元/吨。2012，2013 年青海五彩纯碱全年均价为 1410 元/吨和 1367 元/吨。
3. 假设 2011 年公司粘胶短纤产销 22 万吨，2012，2013 年产销 24 万吨。假设 2011-2013 年粘胶短纤价格保持稳定，均价维持为 18803 元/吨，毛利为 10%。
4. 假设 2011，2012 年 PVC 产销为 30 万吨，2013 年氯碱扩产项目投产，PVC 产销 40 万吨。假设 2011-2013 年 PVC 价格保持稳定，均价维持为 6838 元/吨。
5. 假设 2011，2012 年烧碱产销 30 万吨，2013 年氯碱扩产项目投产，烧碱产销 40 万吨。假设 2011 年烧碱均价为 1709 元/吨，2012，2013 年由于出口需求回落和限电因素缓解价格下降至 1538 元/吨。
6. 假设 2011，2012，2013 年有机硅及下游产品产销为 4 万吨，5 万吨，6 万吨。假设 2011-2013 年有机硅及下游产品产销保持稳定，维持在 10793 元/吨，毛利为 10%。
7. 假设 2011，2012，2013 年氯化钙产销保持稳定，为 13 万吨。假设 2011-2013 年氯化钙价格保持稳定，维持在 1070 元/吨，毛利为 34.75%。

7.2 盈利预测结果

基于前述假设，在暂不考虑增发因素对盈利能力和总股本的影响的情况下，我们预计三友化工 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70、0.90 和 1.17 元。公司未来净利润的增长主要来自于青海五彩纯碱项目投产、本部粘胶短纤及氯碱扩产项目的完成、募投项目建成投产后纯碱生产成本降低。

表 10 公司盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2012E
纯碱（本部）	营业收入（万元）	248933	333333	324786	324786
	同比增长率 %	50.7	33.9	-2.6	0.0
	毛利率 %	21.7	31.5	26.3	18.3
纯碱（青海五彩）	营业收入（万元）			70513	150427
	同比增长率 %				113.3
	毛利率 %			39.4	22.5
PVC	营业收入（万元）	190089	205128	205128	273504
	同比增长率 %	48.3	7.9	0.00	33.3
	毛利率 %	5.4	8.9	5.1	3.5
烧碱	营业收入（万元）	39503	51282	46153	61538
	同比增长率 %	17.8	29.8	-10.0	33.3
	毛利率 %	20.7	30.6	18.0	14.7
氯化钙	营业收入（万元）	13419	13922	13922	13922
	同比增长率 %		3.8	0.0	0.0
	毛利率 %	34.7	34.7	34.7	34.7
粘胶短纤	营业收入（万元）		413675	451282	451282
	同比增长率 %			9.	0.00
	毛利率 %		10.00	10.00	10.00
有机硅及下游产品	营业收入（万元）	9167.5	43172	53965	64758
	同比增长率 %		370.9	25.0	20.0
	毛利率 %	19.4	10.0	10.0	10.0
其他	营业收入（万元）	29379	29379	29379	29379
	同比增长率 %	0.0	0.0	0.0	0.0
	毛利率 %	63.1	63.1	63.1	63.1
合计	营业收入（万元）	5304	10898	11951	13695
	同比增长率 %	47.9	105.4	9.7	14.6
	毛利率 %	18.3	19.5	21.5	23.0
营业费用 /营业收入 %		3.49	3.30	3.30	3.30
管理费用 /营业收入 %		5.95	5.00	4.50	4.50
财务费用 /营业收入 %		2.37	1.60	1.77	1.46
实际税率 %		18.72	25.00	25.00	25.00

资料来源：兴业证券研究所

表 11 公司盈利预测结果

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5305	10899	11951	13696
增长率 %	47.9	105.4	9.7	14.6
营业利润(百万元)	372	1002	1322	1760
增长率 %	378.5	169.1	31.9	33.1
净利润(百万元)	289	743	953	1235
增长率 %	650.7	157.2	28.3	29.7
最新摊薄每股收益(元)	0.27	0.70	0.90	1.17
每股净资产(元)	2.78	3.38	4.28	5.44
动态市盈率(倍)	39.00	15.17	11.82	9.12
市净率(倍)	3.82	3.15	2.48	1.95

资料来源：兴业证券研究所

7.3 估值与投资建议

公司是国内大型纯碱和粘胶短纤生产企业，纯碱业务在经历前几年的低迷之后，由于供需关系改善和短期限电因素影响，阶段性供给短缺推动行业景气度提高。粘胶短纤在经历一波大涨大跌之后目前已经处于周期底部，随着三季度以后需求回暖，粘胶短纤有望复苏。

公司在注入粘胶业务及成功拓展有机硅业务以后，已经初步形成了以盐化工和粘胶产业为主，多循环产业链配套的良性发展格局，未来通过浓海水综合利用项目及青海五彩矿业的投资，逐步实施控制资源的发展战略，具备很好的发展潜力。我们结合目前的市场情况，给予三友化工 2011 年 20 倍 PE 的估值，对应的目标价为 14.00 元，维持“推荐”的投资评级。

8、风险提示

1. 纯碱价格走势低于预期的风险：由于纯碱属于大宗原材料，生产门槛较低，小企业较多，因此在高利润刺激下，不排除部分落后产能的停工企业复产，导致供应量增加；同时在宏观经济影响下，下游玻璃和氧化铝行业经营具有不确定性，因此纯碱需求存在波动的风险，上述因素有可能造成纯碱价格走势低于预期。
2. 粘胶行业下游出现需求萎缩的风险：如果下半年下游纺织服装行业的国内消费和出口增速出现下滑，则粘胶行业的需求也会随之受到影响。

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1703	3937	4136	5767
货币资金	616	1595	1670	2929
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	150	370	410	451
其他应收款	5	32	23	27
存货	351	576	577	711
非流动资产	5269	6278	7257	7454
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	528	0	0	0
投资性房地产	47	47	47	47
固定资产	4142	5132	6912	7180
在建工程	370	906	120	49
油气资产	0	0	0	0
无形资产	126	124	122	120
资产总计	6972	10214	11393	13221
流动负债	2463	4099	4288	4807
短期借款	280	1000	1000	1000
应付票据	397	439	469	527
应付账款	1161	2158	2304	2753
其他	624	502	515	527
非流动负债	1487	2456	2457	2458
长期借款	510	1481	1481	1481
其他	978	975	976	977
负债合计	3950	6555	6745	7265
股本	939	1060	1060	1060
资本公积	1124	1004	1004	1004
未分配利润	720	1313	2218	3392
少数股东权益	71	79	115	188
股东权益合计	3022	3659	4648	5956
负债及权益合计	6972	10214	11393	13221

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	289	743	953	1235
折旧和摊销	226	231	293	366
资产减值准备	-56	76	12	8
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	126	171	207	195
投资损失	-52	0	0	0
少数股东损益	6	9	39	84
营运资金的变动	194	322	-59	-145
经营活动产生现金流量	335	891	1578	2032
投资活动产生现金流量	-191	-790	-1310	-560
融资活动产生现金流量	-539	878	-192	-213
现金净变动	-395	979	75	1259
现金的期初余额	1229	616	1595	1670
现金的期末余额	833	1595	1670	2929

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5305	10899	11951	13696
营业成本	4332	8772	9377	10543
营业税金及附加	26	49	54	62
销售费用	185	360	394	452
管理费用	316	545	598	685
财务费用	126	171	207	195
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	52	0	0	0
营业利润	372	1002	1322	1760
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	16	0	0	0
利润总额	362	1002	1322	1760
所得税	68	251	330	440
净利润	295	752	991	1320
少数股东损益	6	9	39	84
归属母公司净利润	289	743	953	1235
EPS（元）	0.27	0.70	0.90	1.17

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	47.9%	105.4%	9.7%	14.6%
营业利润增长率	378.5%	169.1%	31.9%	33.1%
净利润增长率	650.7%	157.2%	28.3%	29.7%
盈利能力(%)				
毛利率	18.3%	19.5%	21.5%	23.0%
净利率	5.4%	6.8%	8.0%	9.0%
ROE	9.8%	20.7%	21.0%	21.4%

偿债能力(%)

资产负债率	56.7%	64.2%	59.2%	55.0%
流动比率	0.69	0.96	0.96	1.20
速动比率	0.55	0.82	0.83	1.05

营运能力(次)

资产周转率	0.76	1.27	1.11	1.11
应收帐款周转率	32.00	38.81	28.11	29.53

每股资料(元)

每股收益	0.27	0.70	0.90	1.17
每股经营现金	0.07	0.84	1.49	1.92
每股净资产	2.78	3.38	4.28	5.44

估值比率(倍)

PE	39.00	15.17	11.82	9.12
PB	3.82	3.15	2.48	1.95

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。