

纯碱行业

评级：看好

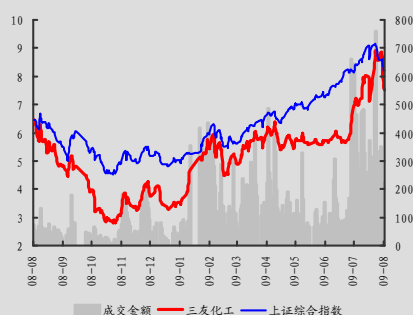
化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

600409 与上证指数走势对比：



纯碱行业：复苏指日可待

■ 下游行业复苏，需求即将回升。

◆ **玻璃、有色、造纸等主要下游行业已经复苏。**全国重点联系玻璃企业6月份库存同比下降10.85%；同时价格出现快速上扬，以郑州5mm浮法玻璃为例，8月份价格比4月初上涨了35.7%。有色金属的下游建筑行业交通运输、家电等行业持续回暖，需求上升，今年以来有色产品价格也有快速上涨。造纸行业，由于下游的印刷、包装等行业形势好转，以及出口复苏，国内纸浆产量快速回升，纸品价格也已开始小幅上涨。

◆ **对纯碱的需求即将提升。**国内经济整体向好，纯碱的各个下游行业在未来也会有较好的经营形势，这必然加大对纯碱的需求量。预计今年国内将有1730万吨的纯碱消费市场，加上国际市场上约270万吨的需求量，预计全年纯碱需求量可达2000万吨。

■ 纯碱产量逐月提升，行业复苏指日可待。

◆ **纯碱产量逐月提升，短期内供略小于需。**近年来国内纯碱产量增速约为每年10%左右，08年受到经济危机冲击，纯碱产量增速下滑，全年生产纯碱1882.35万吨，同比增长6.96%，开工率不足78%。09年前6个月国内共生产纯碱902.24万吨，同比下降6.34%。若以下半年纯碱行业产量10%的同比增速计算，下半年纯碱产量可达1011万吨，全年共生产纯碱1913万吨，略小于需求量。

◆ **行业复苏指日可待。**从开工率来看，目前国内主要纯碱厂商的开工率为80%-90%，且二季度开工率高于一季度，库存也开始下降，说明纯碱需求已经有所提升。从历史上看，纯碱行业盈利状况的好转，通常是在下游行业盈利之后的1-3个月左右的时间。今年5月份纯碱行业利润同比下滑的趋势已经减缓，随着下游行业实现盈利，纯碱行业复苏指日可待，给予“看好”评级。

■ 三友化工（600409）：行业复苏，盈利逐步回升。

与业内其它企业相比，公司有几个突出优势：靠近原材料产地，生产成本稳定；产品质量国内最好；拥有福耀玻璃、南玻等一大批稳定客户。

从公司各产品毛利率变动、开工率情况看，其盈利情况逐步好转。预计公司今年、明年可分别实现每股收益0.12元、0.30元，按8月13日收盘价7.5元计算，对应PE分别为62.5倍、25倍。考虑到下游行业复苏很可能使公司业绩超预期，给予“增持”评级。

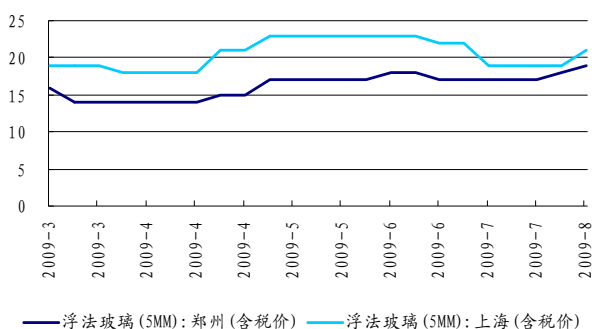
1、下游行业复苏，需求即将回升

作为重要的工业原料，纯碱的用途极其广泛。纯碱在工业上主要应用于轻工、建材、化学、冶金、纺织，以及石油、国防、医药等工业。目前玻璃工业是纯碱的最大消费部门，每吨玻璃消耗纯碱 0.2 吨，其需求量占纯碱总需求量的 40% 以上。

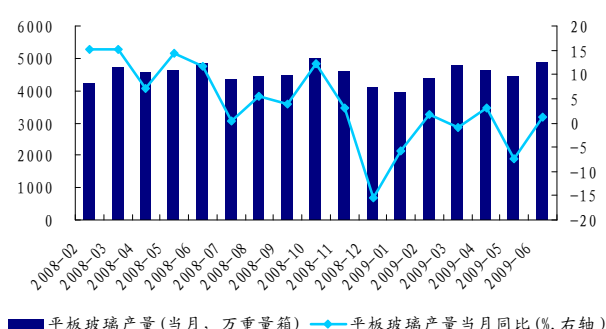
1.1、玻璃、有色、造纸等主要下游行业已经复苏

玻璃库存下降，价格快速上扬。由于房地产、建筑等行业持续回暖，对玻璃的需求日渐加大，玻璃行业呈现出库存下降、销售上涨、价格回升的态势。上半年，全国累计生产平板玻璃 27070 万重量箱，与上年同期基本持平；全国重点联系玻璃企业 6 月产销率为 100.85%，较 5 月上涨 0.04 个百分点，库存同比下降 10.85%。另外玻璃产品价格近期出现了快速上扬走势。以郑州 5MM 浮法玻璃为例，8 月 6 日价格 19 元/平方米，比 4 月初价格上涨了 35.7%。

图表 1 国内部分地区浮法玻璃价格走势



图表 2 国内平板玻璃产量



数据来源：WIND 资讯

数据来源：WIND 资讯

有色行业：下游需求迅速恢复。今年以来，铜、铝、锌期货价格较去年低点分别上涨了 105%、50% 和 85%。此轮有色金属价格上涨有通胀、炒作因素的作用，但更主要的是，有色金属的下游需求正迅速恢复。

电解铝的两大下游行业分别为建筑行业、交通行业，今年以来国内房地产、汽车行业的迅速回暖有目共睹；目前电解铝企业销售情况很好，前期停产的大部分生产线也开始复工。铜的下游行业主要集中于电线电缆、家电行业，根据行业协会数据，今年上半年电力电缆的产量同比增长 21.29%；而铜材产量只增加 11.4%；家电行业，受到家电下乡等系列政策扶持，目前销售形势良好。锌的下游行业主要为镀锌钢板、铜材等，在房地产市场复苏的情况下，镀锌钢板消费明显提升，因此锌的需求情况乐观。

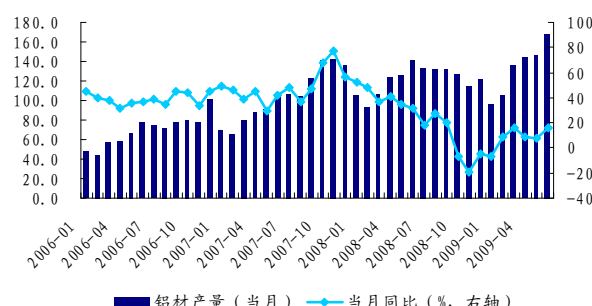
到今年 8 月 10 号，上海有色金属价格指数比 09 年初上涨了 53%；国内铝材产量也保持了逐月平稳向上的增长态势，充分说明了有色行业确实处于回暖过程中。（见下页图表）

图表 3 上海有色金属价格指数



数据来源: WIND 资讯

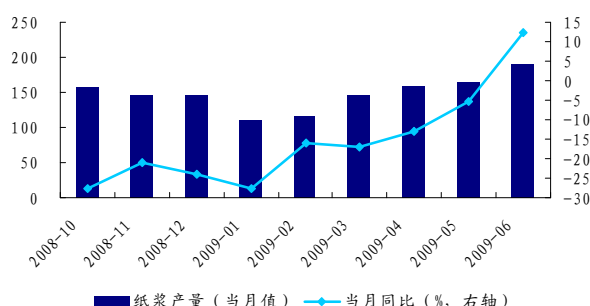
图表 4 国内铝材产量及同比变动情况



数据来源: WIND 资讯

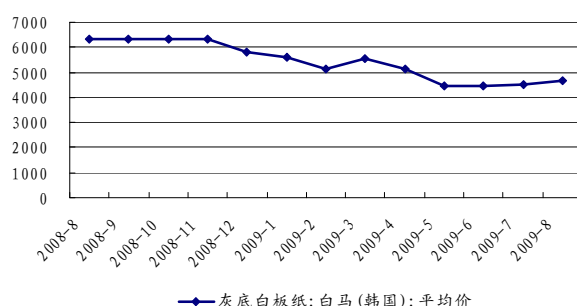
纸浆: 产量增速不断加快。由于下游的印刷、包装等行业形势好转, 以及出口复苏, 国内纸浆产量快速回升, 6 月份国内纸浆产量 191 万吨, 环比增长 15.8%, 同比增长 12.2%; 同时纸品价格也开始小幅上涨, 8 月份华东地区白板纸价格比 6 月份上涨了 4.5%。

图表 5 国内纸浆产量及同比增长



数据来源: WIND 资讯

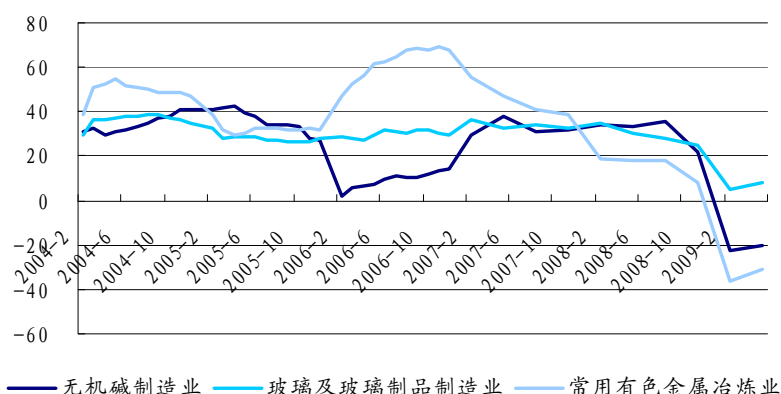
图表 6 华东地区包装用纸市场价



数据来源: WIND 资讯

1.2、对纯碱的需求即将回升

图表 7 无机碱 (包括纯碱) 与两个主要下游主营业务增长情况



数据来源: WIND 资讯

除前述几个大的下游之外, 纺织、医药、食品、化工等下游行业均出现了复苏迹象。由于国内

经济整体向好，因此纯碱的各个下游行业在未来也会有较好的经营形势，这必然加大对纯碱的需求量。图表 7 为国内无机碱行业（包括纯碱、烧碱）主营业务收入同比增长与两个主要下游行业的对比，很明显，无机碱行业的营业收入变动紧随下游变动（略有滞后）。因此，在目前大部分下游出现好转之际，纯碱行业也将迎来上升阶段。

08 年国内市场消费纯碱 1620 万吨，同比增加 70 万吨，增速 4.5%，为近几年来最低增长速度；正常年份纯碱需求增速约在每年 10% 左右。由于目前各下游行业对纯碱的需求重新复苏，预计今年需求增速可达 7%，则国内今年将有 1730 万吨的纯碱消费市场。

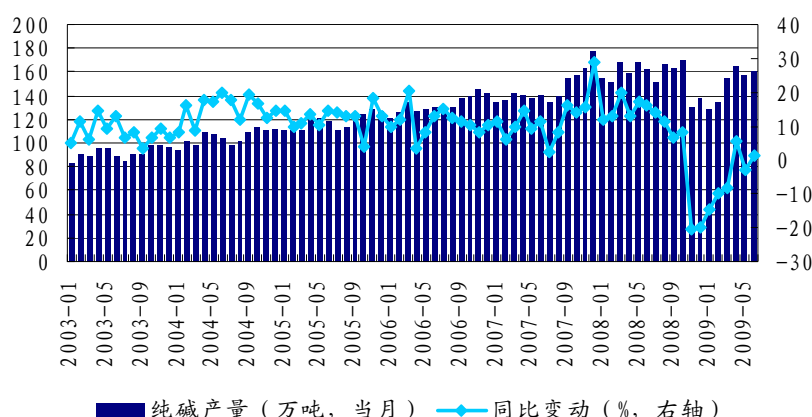
08 年全国纯碱出口 210 万吨，09 年上半年纯碱出口量 128 万吨，预计 09 年国际市场对我国纯碱需求量约 270 万吨左右；08 年全国进口纯碱 1397 吨，因此纯碱进口量对国内市场的影响可忽略不计。

预计 09 年纯碱需求量总计可达 2000 万吨。

2、纯碱产量逐月提升，行业复苏指日可待

2.1、纯碱产量逐月提升，短期内供略小于需

图表 8 近年国内纯碱产量（当月）及同比增速



数据来源：WIND 资讯

近年来国内纯碱产量增速约为每年 10% 左右，08 年受到经济危机冲击，纯碱产量增速下滑，全年生产纯碱 1882.35 万吨，同比增长 6.96%，开工率不足 78%。09 年前 6 个月国内共生产纯碱 902.24 万吨，同比下降 6.34%。

今年 6 月份，国内平板玻璃、铝材、纸浆产量分别同比增长了 2%、20% 及 12%，预计下半年各产品产量增长不会低于 6 月份增长速度，纯碱产量增速也会逐月上升；若以下半年纯碱行业产量 10% 的增速计算，下半年纯碱产量可达 1011 万吨，全年共生产纯碱 1913 万吨，略小于需求量。若按目前纯碱行业 2400 万吨的产能推算，考虑到上半年较低的开工率，全年按 80% 的开工率计算，将供应纯碱 1920 万吨，与前面估算相一致，仍然略小于总需求量。

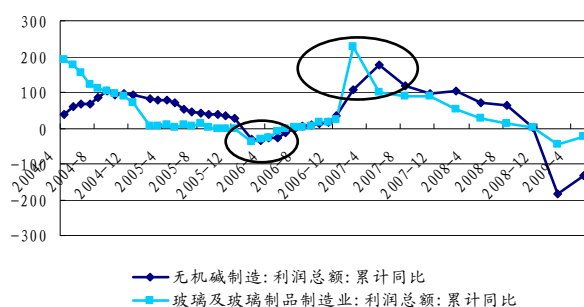
2.2、行业复苏指日可待

从开工率来看，国内主要纯碱厂商二季度的开工率普遍高于一季度，目前已达 80%-90%，库存也开始下降，说明纯碱需求已经有所提升。价格方面，目前长三角地区轻质纯碱价格 1130 元，同比下跌 44.9%，为 04 年以来最低点，下游行业的复苏，将给纯碱价格带来较大上涨空间。

从历史数据看，纯碱行业盈利状况的好转，通常是在下游行业实现盈利之后的 1-3 个月左右的时间。图表 9 描绘了近年来玻璃行业与无机碱（包括纯碱）行业的利润同比增长情况：06 年 4 月，玻璃行业盈利增速达最低点，5 月份，无机碱行业盈利增速达最低点；07 年 2 月，玻璃行业盈利同比增长达最高点，5 月份，无机碱行业盈利同比增长达到最高点。总体上看，无机碱行业盈利要晚于玻璃行业盈利 1-3 个月的时间。

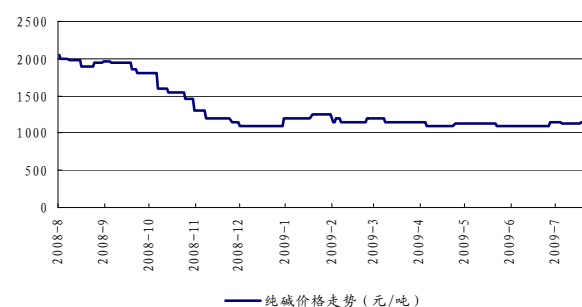
目前无机碱行业利润同比下滑的趋势已经减缓，随着下游行业实现盈利，纯碱行业复苏指日可待，给予“看好”评级。

图表 9 无机碱行业与玻璃行业利润同比变动情况



数据来源：WIND 资讯

图表 10 纯碱价格走势（元/吨）



数据来源：化工在线

3、三友化工（600409）：行业复苏，盈利逐步回升

公司目前纯碱产能 200 万吨，处于业内领先地位。另外，公司还有 30 万吨的 PVC、烧碱产能，以及即将建成的 6 万吨有机硅项目。

3.1、公司拥有多方面优势

与其它纯碱企业相比，公司在原料、产品、销售渠道方面均有明显优势。

原料来源上，公司地处海盐产区，生产用原盐价格相对较低；生产所需电、气、水、石灰石等资源均由集团购得，成本相对稳定。

产品优势主要体现在质量好，纯度高等方面。公司生产的重质纯碱，产品附加值高于轻质纯碱，为纯碱的发展方向。而且盐分含量极低（低于 0.3%），可以满足高端客户需求。目前公司重质低盐纯碱占比高达 80%，处于全国首位。

销售渠道稳定。纯碱产品，公司与福耀玻璃集团、秦皇岛耀华玻璃、南玻等多家大型玻璃厂商建立了稳定的供货关系。三友集团下属子公司三友化纤是国内大型粘胶短纤生产企业，公司生产的烧碱产品基本可由三友化纤消化。

3.2、盈利预测：今明两年分别实现EPS0.12元、0.30元。

根据公司中报，今年上半年公司纯碱、烧碱和PVC业务毛利率比去年下半年均有3-5个百分点的涨幅。目前公司开工率保持在80%以上，盈利情况逐步好转。

08年1月份公司进行了增发，募集资金主要有四个项目：6万吨有机硅项目，30万吨PVC、30万吨烧碱技术改造项目，超低盐重质纯碱改造项目及余热利用项目。PVC、烧碱项目已经完成，下半年将建成6万吨有机硅项目。未来公司业绩增长点主要来源于：下游复苏，公司各产品销量、价格、毛利率将有较大上升，以及新建项目投产。

盈利预测假设见图表11。预计公司今年、明年可分别实现每股收益0.12元、0.30元，预测利润表见下页图表13。按8月13日收盘价7.5元计算，对应PE分别为62.5倍、25倍。与另外几家纯碱行业上市公司相对比，估值水平并不高（见图表12）；考虑到下游行业复苏很可能使公司业绩超预期，给予“增持”评级。

图表 11 盈利预测假设

		2009E	2010E
纯碱	价格(元/吨)	1200	1650
	产量(万吨)	200	200
	销售毛利率	20.00%	25.00%
烧碱	价格(元/吨)	2300	2300
	产量(万吨)	24	30
	销售毛利率	40.00%	45.00%
PVC	价格(元/吨)	6800	7000
	产量(万吨)	24	30
	销售毛利率	8.00%	10.00%
有机硅	价格(元/吨)	-	20000
	产量(万吨)	-	5
	销售毛利率	-	10.00%

数据来源：日信证券

图表 12 几家主要纯碱上市公司估值情况比较

代码	简称	价格 (8/13)	每股收益(元)			市盈率		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
000707	双环科技	8.54	0.38	0.17	0.29	22.5	50.5	29.6
000822	山东海化	8.19	0.23	0.06	0.28	35.6	143.9	29.3
600409	三友化工	7.50	0.22	0.12	0.30	34.1	62.5	25.0

数据来源：Wind 资讯，日信证券

图表 13 公司利润表预测

	2008 年报	2009 中报	2009E	2010E
一、营业总收入	508417.26	153449.42	503736.26	801098.90
营业收入	508417.26	153449.42	503736.26	801098.90
二、营业总成本	481568.72	154875.50	487133.09	758978.50
营业成本	421493.09	132106.28	412378.02	640054.95
营业税金及附加	3356.14	584.95	1920.25	3053.79
销售费用	22458.40	7957.74	26123.28	41544.22
管理费用	27171.08	11448.26	37581.79	59766.85
财务费用	6937.39	2796.36	9179.75	14598.69
资产减值损失	152.62	-18.08	-50.00	-40.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1702.48	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	28551.02	-1426.08	16603.17	42120.40
加：营业外收入	1815.45	214.35	500.00	500.00
减：营业外支出	108.70	35.05	100.00	100.00
五、利润总额	30257.77	-1246.78	17003.17	42520.40
减：所得税	7038.10	648.27	4250.79	10630.10
六、净利润	23219.67	-1895.04	12752.38	31890.30
减：少数股东损益	2615.09	555.93	1436.22	3591.61
归属于母公司所有者的净利润	20604.58	-2450.97	11316.16	28298.69
七、基本每股收益(元)	0.22	-0.03	0.12	0.30

数据来源：公司公告，日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。