

重点子行业景气跟踪之一：粘 胶——供给端受限而需求端好 转，产业链有望维持高开工

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



摘要

- **供给端易减难增：**供给端，粘胶短纤行业新增产能受到限制，扩产难度较大；而存量装置或因为搬迁、检修等外在因素，生产能力有所折扣，所以整体粘胶短纤的供给端呈现易减难增的趋势。
- **需求端表现强劲：**人棉纱是粘胶短纤最大的应用下游，2023年春节以来，人棉纱的开工率一直维持在高位，人棉纱的库存以及盈利能力也处于合理区间。
- **粘胶短纤开工率有望保持在高位：**今年以来粘胶短纤持续处于高开工+去库存阶段，截至2023年11月24日，粘胶短纤的开工率已经达到81.7%，而库存天数仅为8天，处于相对偏低的位置。随着需求端的持续改善，粘胶短纤开工率有望保持高位运行。
- **风险提示：**原材料价格持续上涨、下游消费需求不达预期、项目建设不及预期、测算误差。



01

供给端运行情况概况

02

需求端运行情况

03

盈利空间&历史复盘

04

重点公司

05

风险提示

CONTENTS

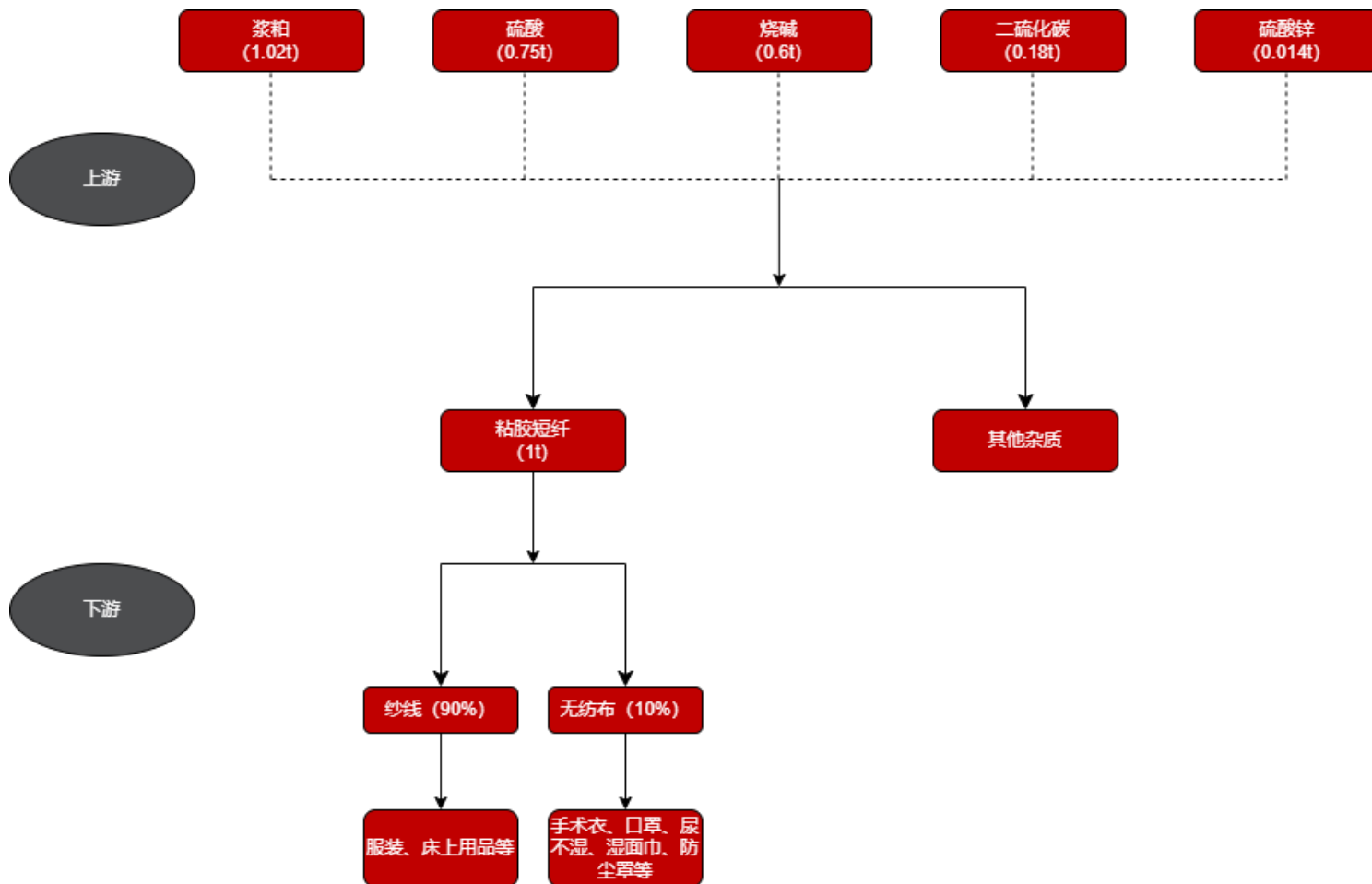
目录



01

粘胶短纤产业链一览

图表：粘胶短纤产业链



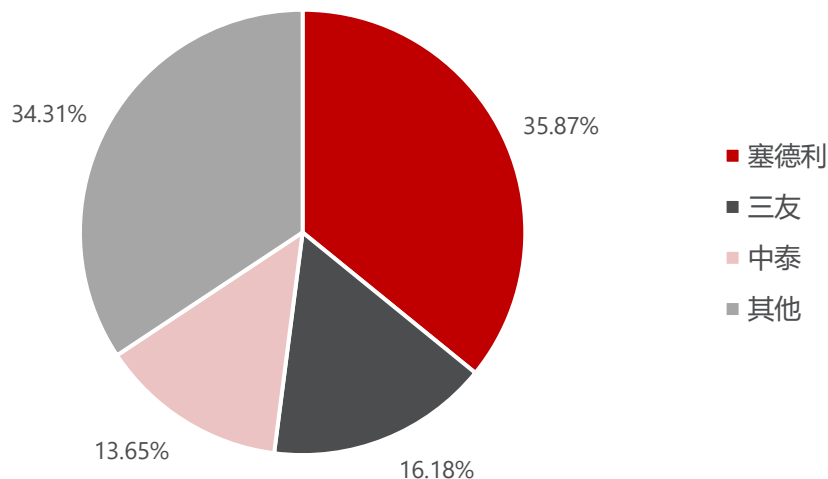
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

03

供给端产能易减难增，赛得利的价格影响力比较高

- 受到扩产的限制，粘胶短纤行业供给端
- 粘胶短纤行业格局较为集中，CR3超过6成；
- 赛得利通过新建产能+收购并购，产能规模达到了全球最高，其他厂商定价上一定程度参考了赛得利的定价；而赛得利的定价与其他厂商协同不强，其外企属性使得其定价策略上极其基本面，因此只要赛得利提涨价格，行业也会开始涨。

图表：粘胶短纤市场格局（%）



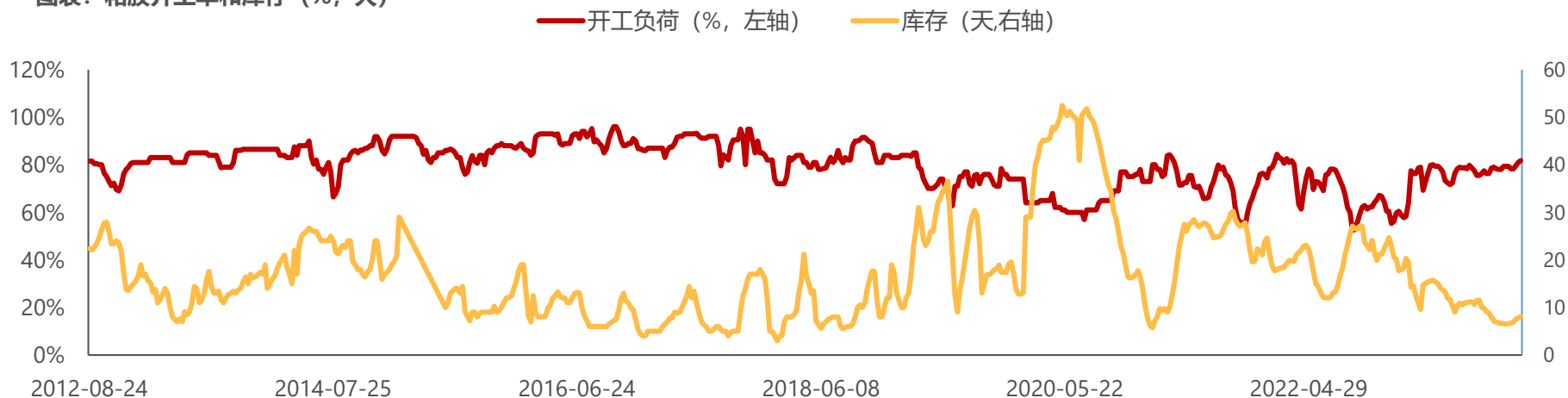
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

04

高开工+去库，粘胶具备涨价基础

- 春节后粘胶行业开工率维持在高位，高度和持续周期可以类比上一波2017-2018年粘胶短纤牛市；
- 高开工下库存持续去化，目前的库存已经在历史低点，并且今年即使淡季去库仍然显著；
- 产业链运行趋势可以类比2023H1的涤纶长丝，都是高开工+去库。

图表：粘胶开工率和库存（%，天）



资料来源：百川盈孚，中纤网，民生证券研究院



01

供给端运行情况概况

02

需求端运行情况

03

盈利空间&历史复盘

04

重点公司

05

风险提示

CONTENTS

目录

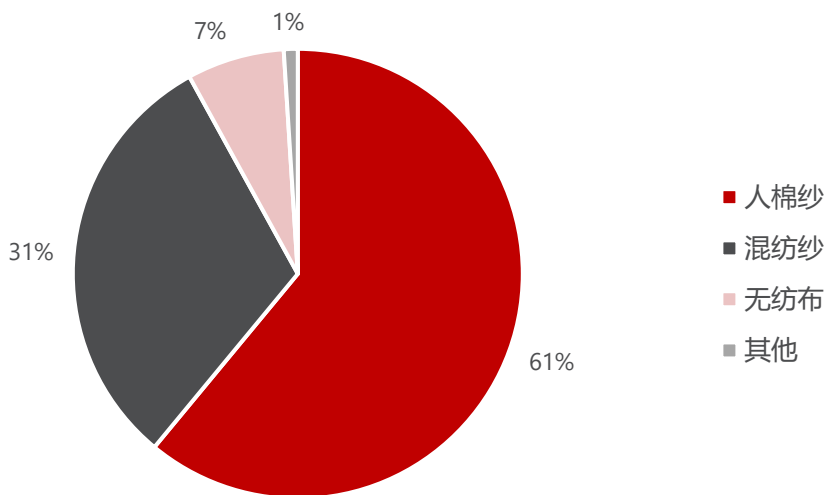


01

粘胶下游运行顺畅，具备涨价基础

- 人棉纱是粘胶短纤主要的应用下游，触感、性能可以类比棉花，终端更多去到服装等纺织领域；
- 混纺纱顾名思义是将粘胶短纤和其他纤维混合纺丝造布，终端多去服装等；
- 无纺布用针刺工艺制备，终端多去卫生用布等。

图表：粘胶短纤下游主要应用方向（%）

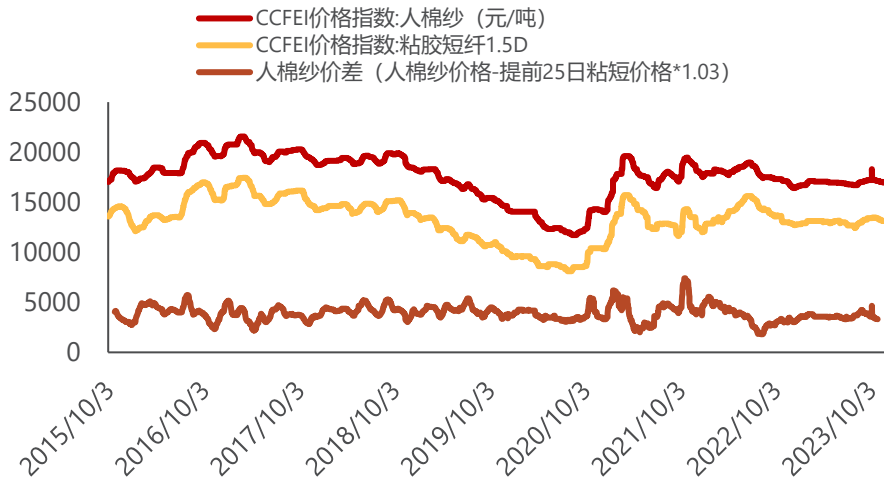


资料来源：观研报告网，民生证券研究院

02

粘胶下游高开工+合理库存，盈利有改善趋势

图表：人棉纱、粘胶价格指数及价差（元/吨）



- 粘胶短纤下游最大的应用人棉纱的盈利有向好的趋势；
- 人棉纱开工率在2023年春节后维持在较高水平，呈现了淡季不淡的运行状态；
- 人棉纱的库存天数近期有所回升，主要是受到国庆假期的影响；随着下游需求的走强，库存天数有望去化。

图表：人棉纱开机率（%）



图表：人棉纱库存（天）



03 需求恢复，未来几年粘胶短纤开工率或保持在8成以上的高位

图表：粘胶历史供需平衡表（万吨）

历史供需平衡表（年）									
年份	产能	开工率	产量	进口量	出口量	表观消费量	表观消费量 增长率	产能增速	产量增速
2005	92	93.48%	86	5	2	90			
2006	97	100.00%	97	4	6	95	5.67%	5.43%	12.8%
2007	127	89.76%	114	4	12	106	11.83%	30.93%	17.5%
2008	142	69.72%	99	4	7	95	-10.08%	11.81%	-13.2%
2009	163	81.10%	132	5	9	128	34.40%	14.79%	33.5%
2010	218	75.92%	166	3	8	160	25.13%	33.74%	25.2%
2011	293	63.00%	185	10	16	179	11.43%	34.40%	11.5%
2012	315	82.11%	259	10	27	242	35.71%	7.58%	40.2%
2013	332	91.02%	302	11	17	296	21.98%	5.27%	16.7%
2014	347	89.29%	310	12	26	295	-0.07%	4.52%	2.5%
2015	361	88.05%	318	14	22	310	4.82%	4.04%	2.6%
2016	352	98.07%	345	11	31	325	5.04%	-2.49%	8.6%
2017	378	94.97%	359	21	30	349	7.37%	7.39%	4.0%
2018	455	79.40%	362	19	37	344	-1.44%	20.51%	0.8%
2019	499	79.50%	397	22	35	384	11.48%	9.60%	9.7%
2020	489	72.08%	352	15	38	330	-14.03%	-2.00%	-11.1%
2021	481	77.30%	372	21	33	360	9.21%	-1.64%	5.5%
2022	481	73.26%	352	18	33	337	-6.35%	0.00%	-5.2%
2023E	449	84.93%	381	16	33	364	7.92%	-6.65%	8.2%
2024E	459	85.68%	393	16	34	375	3.00%	2.23%	3.14%
2025E	469	86.47%	406	16	36	386	3.00%	2.18%	3.12%

资料来源：百川盈孚，中纤网，民生证券研究院

04

需求恢复，粘胶短纤月开工率或达到90%的水平

- 按照对第三方数据库数据的分析，我们判断接下去几个月粘胶的需求量或可以参考2019年同期水平；
- 则粘胶的开工率会继续走高，达到90%，接近上一波粘胶牛市时的行业开工率。

图表：粘胶2023月度供需平衡表（万吨）

2023年月度供需平衡表									
年份	产能（月）	开工率	产量	进口量	出口量	表观消费量	表观消费量增长率	产量增速	备注
2023/01	37	67.4%	25.21	1.31	1.73	24.79			
2023/02	37	69.7%	26.07	0.91	2.29	24.69	-0.40%	3.41%	
2023/03	37	90.0%	33.66	1.16	3.17	31.65	28.19%	29.11%	
2023/04	37	81.2%	30.39	1.07	3.05	28.41	-10.24%	-9.71%	
2023/05	37	84.5%	31.63	1.47	2.8	30.30	6.65%	4.08%	
2023/06	37	88.7%	33.18	2.23	2.72	32.69	7.89%	4.90%	
2023/07	37	88.2%	33.02	1.36	2.71	31.67	-3.12%	-0.48%	
2023/08	37	88.4%	33.09	2.16	2.28	32.97	4.11%	0.21%	
2023/09	37	90.7%	33.55	1.34	2.20	32.69	-0.86%	1.38%	表需的预测 参考2019年 同期水平
2023/10	38	89.4%	33.99	1.94	2.00	33.93	3.80%	1.31%	
2023/11(E)	38	90.2%	34.29	1.54	3	32.83	-3.24%	0.89%	
2023/12(E)	38	90.2%	34.29	1.27	2.4	33.16	1.01%	0.00%	

资料来源：百川盈孚，中纤网，民生证券研究院





01

供给端运行情况概况

02

需求端运行情况

03

盈利空间&历史复盘

04

重点公司

05

风险提示

CONTENTS

目录

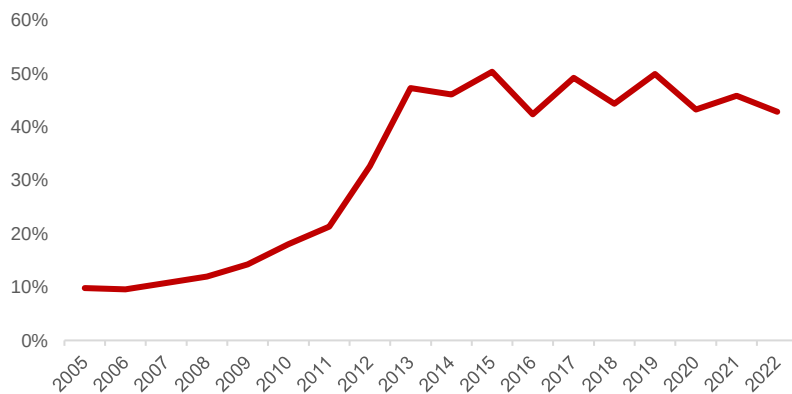


01

盈利空间

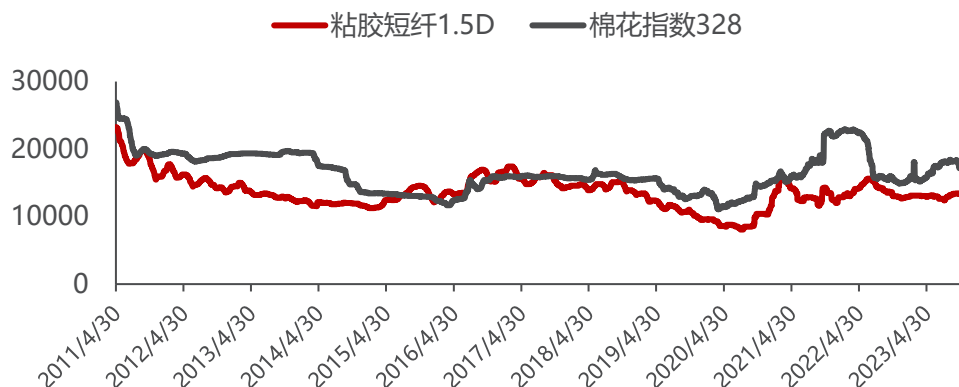
- 考虑到粘胶确实对棉花存在部分替代，二者相关性仍存；
- 根据百川盈孚的数据，截至2023年11月24日，棉花指数328的价格在1.7万元/吨，假设粘胶短纤价格涨上1.6-1.7万元/吨，单吨粘胶的盈利或在3千元，对应三友化工80万吨产销年化24亿元利润、中泰化学70万吨产销年化21亿利润。

图表：粘胶表观消费量与棉花表观消费量比值（%）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

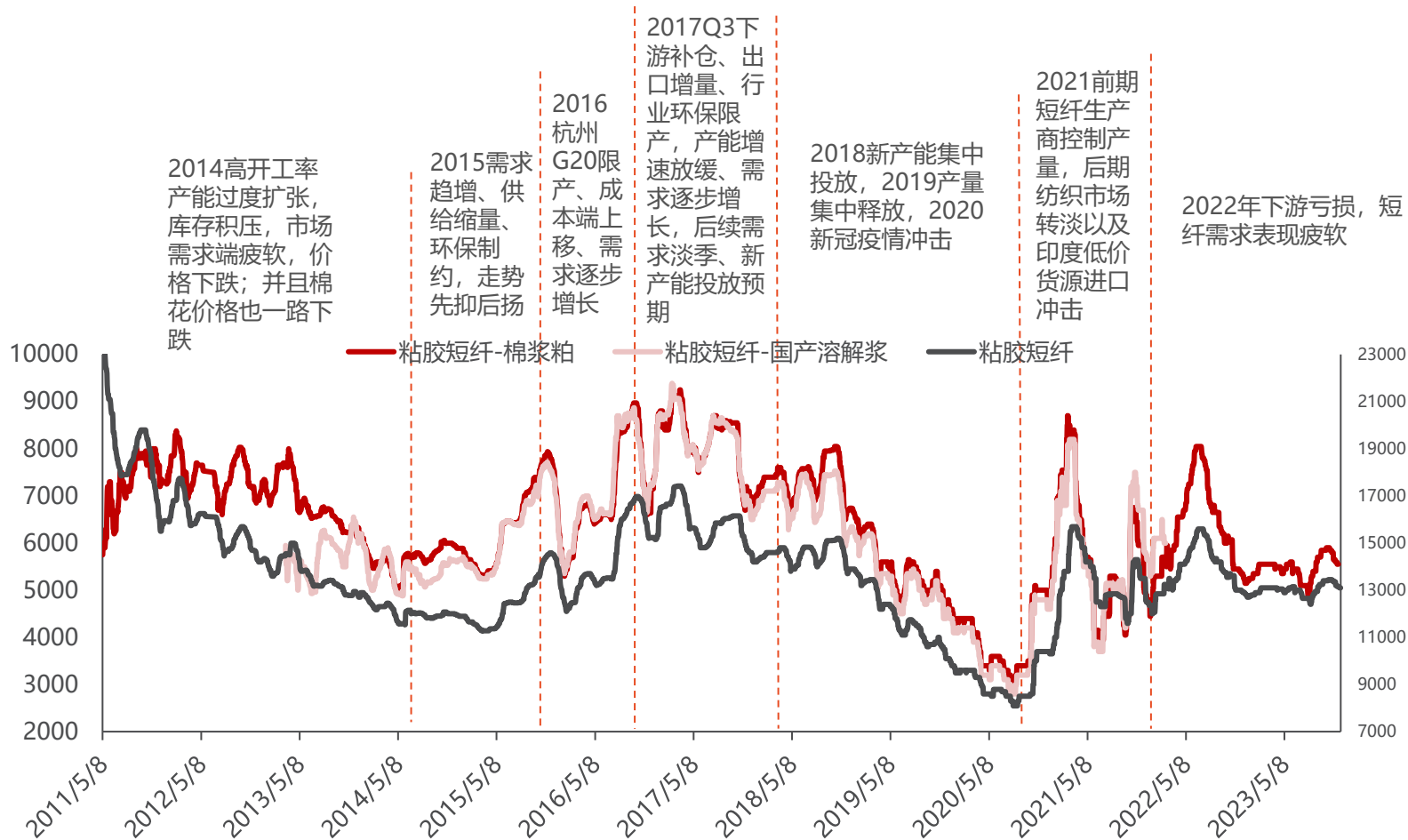
图表：棉花和粘胶短纤价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

历史复盘

图表：粘胶及其价差历史走势（元/吨）



资料来源：中纤网，民生证券研究院



01

供给端运行情况概况

02

需求端运行情况

03

盈利空间&历史复盘

04

重点公司

05

风险提示

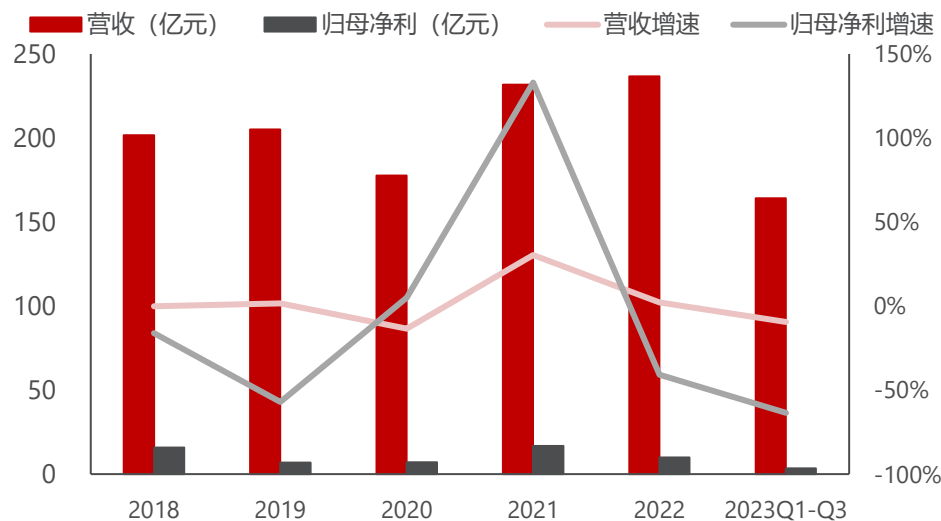
CONTENTS

目录



- 2021年公司实现营收231.82亿元，归母净利16.71亿元。2021年公司主导产品纯碱、粘胶、烧碱、PVC、有机硅产品售价同比大幅上涨，供应市场受销售市场传导及区域环保制约、“能耗双控”政策收紧等影响，公司主要原材料浆粕、电石、硅块、原煤、原盐等价格持续走高，经营业绩同比大幅增长。
- 2022年公司实现营收236.80亿元，归母净利9.89亿元。2022年受需求收缩、原材料价格高企等因素影响，产销市场波动，公司主导产品纯碱、烧碱售价虽同比上涨，但PVC及有机硅产品价格同比下跌，同时主要原燃材料原盐、原煤、浆粕等采购价格同比涨幅明显，成本提高，公司本报告期归属于母公司所有者的净利润同比减少。

图表：营收和归母净利润绝对值及增速（亿元，%）



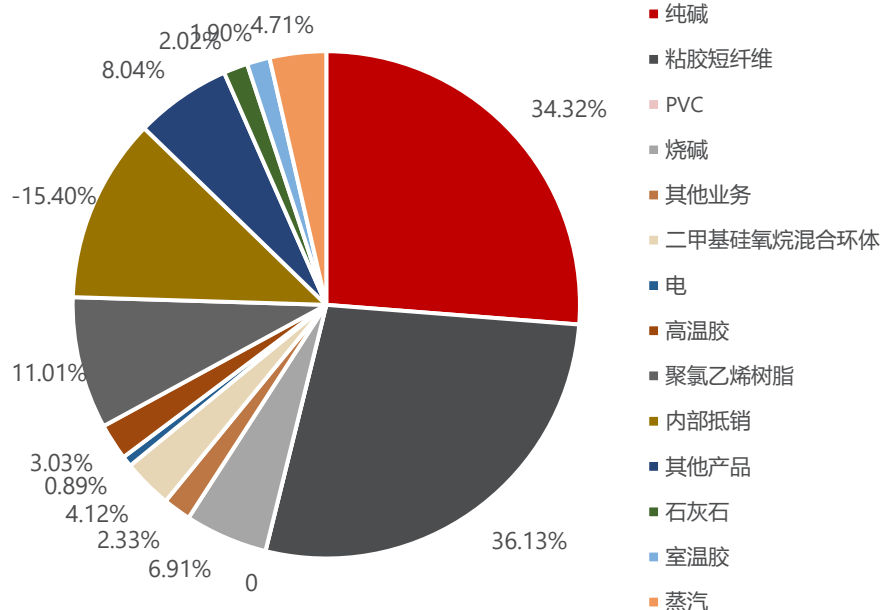
资料来源：iFind，民生证券研究院

01

三友化工

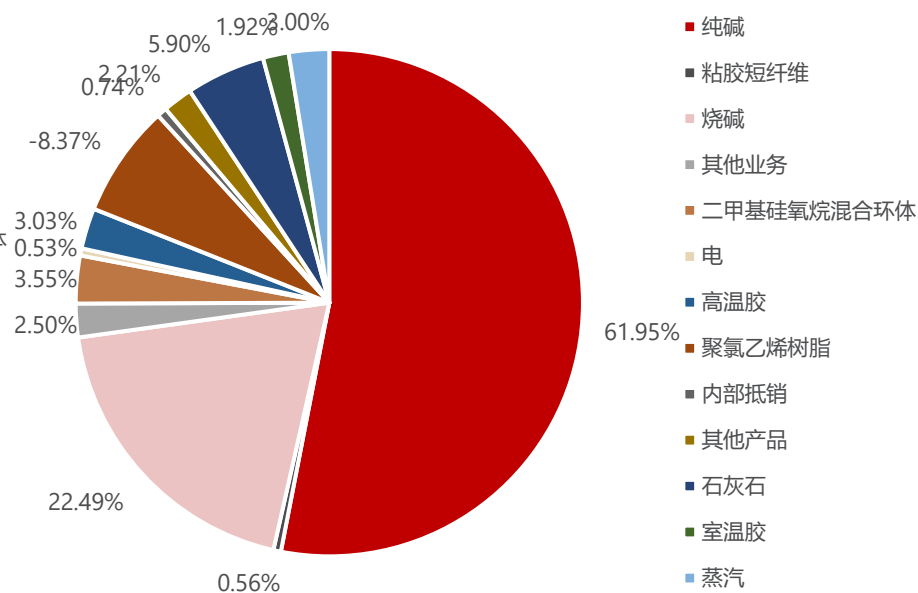
- 2022年公司纯碱营收占比34.32%，粘胶短纤占36.13%，烧碱占6.91%，其他业务占2.33%，二甲基硅氧烷混合环体占4.12%，电占0.89%，高温胶占3.03%，聚氯乙烯树脂占11.01%，内部抵销-15.40%，其他产品占8.04%，石灰石占2.02%，室温胶占1.90%，蒸汽占4.71%；
- 2022年公司纯碱毛利占比61.95%，粘胶短纤占0.56%，烧碱占22.49%，其他业务占2.50%，二甲基硅氧烷混合环体占3.55%，电占0.53%，高温胶占3.03%，聚氯乙烯树脂占-8.37%，内部抵销0.74%，其他产品占2.21%，石灰石占5.90%，室温胶占1.92%，蒸汽占3.00%。

图表：2022年各产品营收占比（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：2022年各产品毛利占比（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院



01

三友化工评级和风险提示

- 投资建议：公司为国内粘胶短纤龙头企业之一，我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利润8.88、13.21和17.86亿元，EPS分别为0.43、0.64和0.87元，对应2023年11月29日收盘价的PE分别为13、9和6倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期；原材料价格波动；项目建设不及预期等。

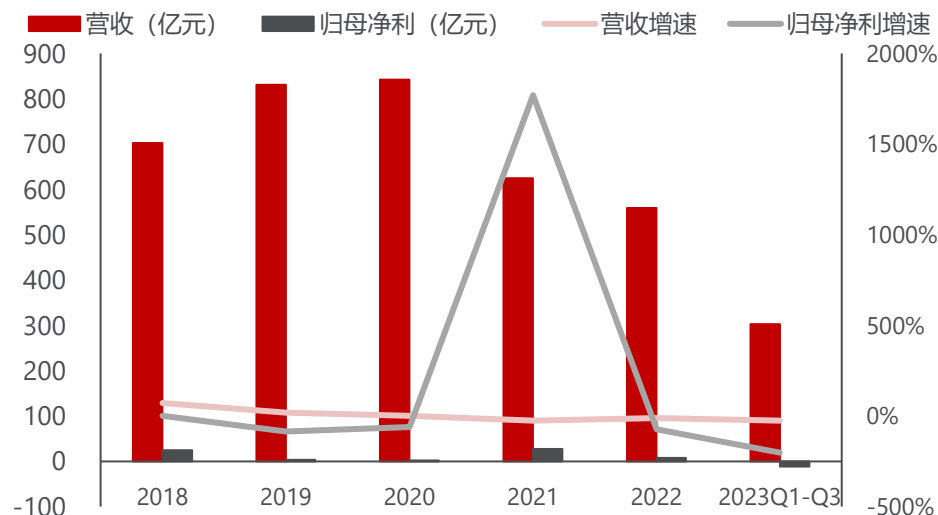
图表：三友化工盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23,680	22,216	23,312	26,022
增长率（%）	2.1	-6.2	4.9	11.6
归属母公司股东净利润（百万元）	989	888	1,321	1,786
增长率（%）	-40.8	-10.2	48.8	35.2
每股收益（元）	0.48	0.43	0.64	0.87
PE	12	13	9	6
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年11月29日收盘价）

- 2021年公司实现营收624.63亿元，归母净利27.03亿元，营收下降的情况下，归母净利却暴增17.7倍。2021年上半年，由于美国寒潮等因素影响，PVC 装置开工受限，全球供应偏紧，PVC 市场价格不断上涨。下半年，在国内“能耗双控”的推动下，电石等原料价格不断上涨，PVC 成本大幅提升，市场价格创历史新高。四季度，受电力政策调整影响，电石价格回落，PVC 现货价格大幅回落。2021年国家“双控”力度加强，国内烧碱企业开工明显受限，烧碱市场价格大幅拉涨至近五年来的高位。另一方面，剥离与氯碱化工关联度低的贸易业务，进一步聚焦氯碱化工领域，强化并突出主业发展。因此营收下降而归母净利增加。
- 2022年公司实现营收559.11亿元，归母净利7.14亿元。公司2022年度业绩下滑主要是受市场环境需求下降，PVC、纺织产品市场价格下滑所致。

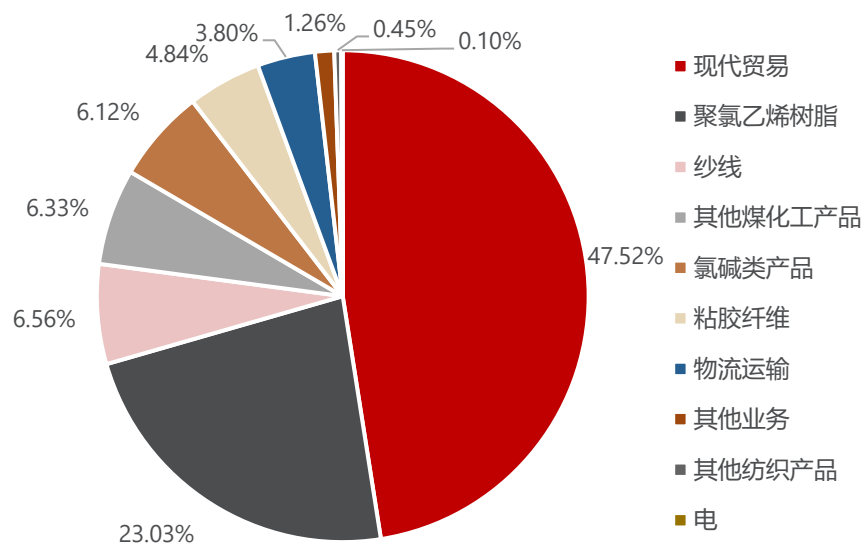
图表：营收和归母净利润绝对值及增速（亿元，%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

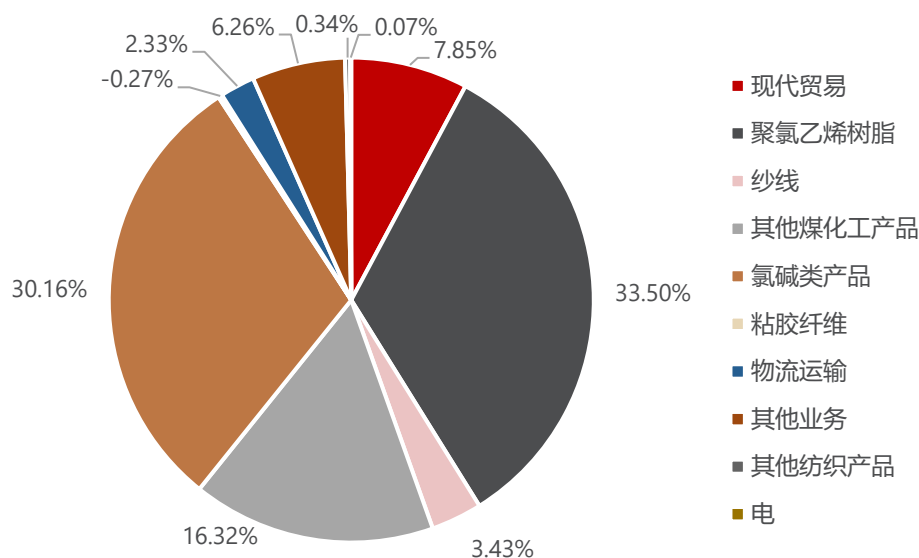
- 2022年公司现代贸易营收占比47.52%，聚氯乙烯树脂占23.03%，纱线占6.56%，其他煤化工产品占6.33%，氯碱类产品占6.12%，粘胶纤维占4.84%，物流运输占3.80%，其他业务占1.26%，其他纺织产品占0.45%，电占0.10%。
- 2022年公司现代贸易毛利占比7.85%，聚氯乙烯树脂占33.50%，纱线占3.43%，其他煤化工产品占16.32%，氯碱类产品占30.16%，粘胶纤维占-0.27%，物流运输占2.33%，其他业务占6.26%，其他纺织产品占0.34%，电占0.07%。

图表：2022年各产品营收占比 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：2022年各产品毛利占比 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

- 投资建议：公司为国内粘胶短纤龙头企业之一，我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利润1.12、6.73和8.95亿元，EPS分别为0.04、0.26和0.35元，对应2023年11月29日收盘价的PE分别为152、25和19倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期；原材料价格波动；项目建设不及预期等。

图表：中泰化学盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	55,911	50,902	52,062	53,257
增长率（%）	-11.1	-9.0	2.3	2.3
归属母公司股东净利润（百万元）	714	112	673	895
增长率（%）	-74.0	-84.4	502.0	33.1
每股收益（元）	0.28	0.04	0.26	0.35
PE	24	152	25	19
PB	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年11月29日收盘价）



01

供给端运行情况概况

02

需求端运行情况

03

盈利空间&历史复盘

04

重点公司

05

风险提示

CONTENTS

目录





风险提示

- **原材料价格持续上涨。**化工行业属中游行业，受上游原材料价格波动影响较大。近年来国际形势动荡等因素影响，国际油价出现较大的波动，这给我国化工行业带来了较大的不确定性。如果未来化工行业上游原料价格波动幅度过大，可能会影响行业内公司的盈利能力。
- **下游消费需求不达预期。**化工行业下游跟衣食住行紧密相关，国内外经济在后疫情时代复苏不达预期，国内外需求呈现疲软态势。如果未来行业总需求持续低迷，将导致化工品整体价格中枢下移，盈利不确定性因素增加。
- **项目建设不及预期。**诸多公司近期加强高附加值产品产能建设，行业拓展空间大，然而项目进度若是不及预期，将对公司未来营收、业绩产生较大影响。
- **测算误差。**重点公司报告中包含研究员测算过程，仅供参考。

THANKS 致谢

民生化工研究团队：



分析师 刘海荣

执业证号：S0100522050001
电话：13916442311
邮件：liuhairong@mszq.com



研究助理 刘隆基

执业证号：S0100122080049
电话：15000393047
邮件：liulongji@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026





分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司 境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。