

## 化工

### 供需向好促进醋酸产业链景气向上

**国内外供给端均受到一定程度冲击，未来 2 年醋酸新增产能有限：**醋酸行业经历了过去几年的高速扩张期后，2014 年开始逐步回归理性。除 2016 年河南龙宇新增 40 万吨/年装置投产以外，2017~2019 年行业新增产能非常有限，在下游需求维持稳步增长的局面下供需进一步改善。2017 年下半年起，国内环保督察力度大幅趋严，对醋酸行业供给端受到了一定程度的影响，同时国内装置检修密集。海外方面，美国哈维飓风和火灾等不可抗力因素都对当地多套甲醇及醋酸装置产生影响导致停车，17 年下半年以来全球范围内醋酸行业的供给端受到了明显的冲击。

**下游需求持续稳步提升：**醋酸下游包括 PTA、醋酸乙烯、醋酸酯、醋酸酐、双乙烯酮等：1) 其中 PTA 是醋酸的最主要下游之一，17 年受到聚酯行业旺盛影响，PTA 开工率连月创新高，同时多套 PTA 装置的投产和复产明显拉动了醋酸的消费提升；2) 17 年内醋酸酐及双乙烯酮均有新增产能，产量的提升带动了醋酸需求量的提升；3) 醋酸酯行业受环保督查影响明显，终端企业因此限产或停车，但大企业开工率显著提升，总体表现为消费需求提高。因此综合来看醋酸表观消费量同比有了较为明显的上涨。

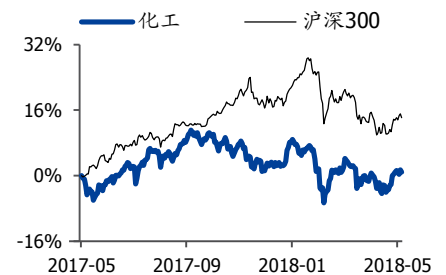
**原料甲醇价格上涨从成本端对醋酸价格形成支撑：**甲醇是甲醇羧基法合成醋酸的主要原材料，而“富煤、贫油、少气”的资源禀赋特点决定我国甲醇生产路线以煤制甲醇为主。煤炭去产能持续推进，加之环保政策趋严，小型焦化厂陆续关停，在产企业开工负荷难以维持高位，而下游 CTO/MTO 需求旺盛，促使甲醇价格位于高位，最终沿产业链传导至醋酸价格上涨。

**投资建议：**重点推荐华鲁恒升，公司是我们持续推荐的氨醇产业链龙头公司，醋酸产能 50 万吨，醋酸价格每上涨 100 元/吨，公司动态利润将增加 3632 万元/吨。四季度起醋酸、己二酸、尿素、乙二醇等核心产品价格持续上涨，17 年四季度新增 100 万吨的合成气投产将大幅增强公司盈利能力；同时建议关注华谊集团，公司具备醋酸产能 130 万吨，醋酸价格每上涨 100 元/吨，公司动态利润将增加 9444 万元/吨。

**风险提示：**环保政策不及预期、下游需求增速放缓、原油价格大幅波动。

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号：S0680518030010

邮箱：luoyating@gszq.com

#### 相关研究

- 《化工：聚焦景气周期龙头股，积极布局新材料》  
2018-05-13
- 《化工：关注持续盈利周期龙头标的，积极布局新材料》  
2018-05-06
- 《化工：继续看多周期景气龙头+新材料真成长》  
2018-05-01



## 内容目录

一、醋酸行业概况 .....	3
二、醋酸需求稳步提升 .....	3
三、国内外供给端均受到一定程度冲击，未来2年新增产能有限 .....	5
四、原料甲醇价格上涨从成本端对醋酸价格形成支撑 .....	6
五、投资建议 .....	7
六、风险提示 .....	7

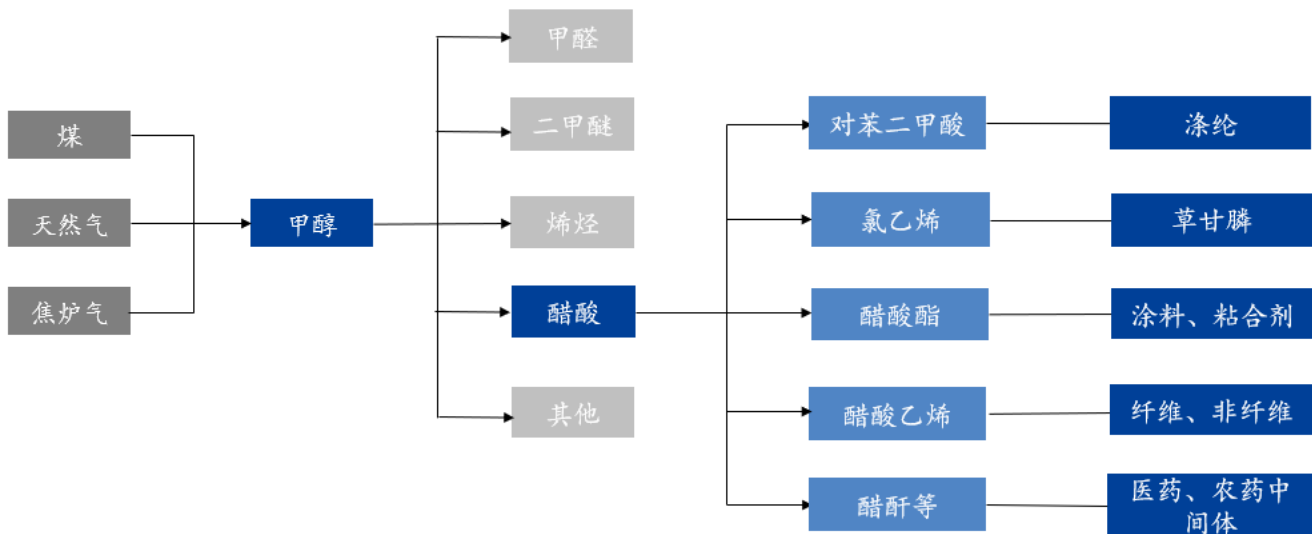
## 图表目录

图表 1: 醋酸产业链 (甲醇羟基法) .....	3
图表 2: 2012-2017 年我国醋酸表观消费量 (万吨) .....	4
图表 3: 2012-2017 年我国醋酸出口量 (万吨) .....	4
图表 4: 醋酸产品消费结构 (2017) .....	4
图表 5: 醋酸区域消费结构 (2017) .....	4
图表 6: 我国醋酸乙酯产能、产量和表观消费量 (万吨) .....	5
图表 7: 我国 PTA 产能、产量和表观消费量 (万吨) .....	5
图表 8: 我国醋酸产能、产量和开工率 (万吨) .....	5
图表 9: 2016-2017 年我国醋酸开工率对比 .....	5
图表 10: 2017 年我国醋酸企业有效产能统计 (万吨/年) .....	6
图表 11: 我国甲醇产能占比 (按原料分) .....	7
图表 12: 我国甲醇价格走势 (元/吨) .....	7
图表 13: 我国醋酸及相关产品价格走势 (元/吨) .....	7

## 一、醋酸行业概况

醋酸又称乙酸、冰醋酸，是一种重要的化工原料和优良的有机溶剂，主要用于生产醋酸乙烯、对苯二甲酸、醋酸酯、醋酸酐等产品，在合成纤维、塑料、涂料、医药、农药、橡胶以及染料等众多领域有着广泛的应用。目前，醋酸的生产工艺有甲醇羧基化法、丁烷氧化法、乙醛氧化法、乙烯氧化法等。其中，甲醇羧基法因具有原料路线多样，副产物少且易处理，催化剂活性高、寿命长等优点，成为我国工业制醋酸的主要方法。

图表 1: 醋酸产业链 (甲醇羧基法)



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

## 二、醋酸需求稳步提升

近年来，我国醋酸消费量整体表现为逐年增长，需求增速有所放缓。2015-2016 年上半年，受宏观经济低迷影响，醋酸下游需求收缩，增速出现大幅回落。随着 2016 年四季度传统旺季到来，需求水平明显提升，2017 年下游产品需求持续向好，复产、扩产项目陆续增加，且开工率提高，进而推动醋酸消费量达到新高。据金联创统计，2017 年我国醋酸表观消费量约为 623.4 万吨，同比增加 7.6 个百分点。预计未来，醋酸仍然保持平稳增长态势。

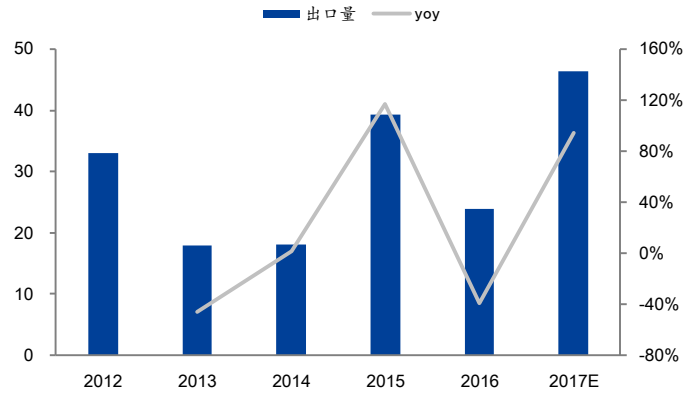
继 2015 年之后，我国醋酸出口量大幅增长。据海关数据显示，预计 2017 年我国醋酸出口量约为 46 万吨，同比上涨 94%。与 2015 年国内行情低迷，出口释放供给压力不同，2017 年主要系国际装置集中检修及不可抗力导致国际供应紧张所致。

图表 2: 2012-2017 年我国醋酸表观消费量 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

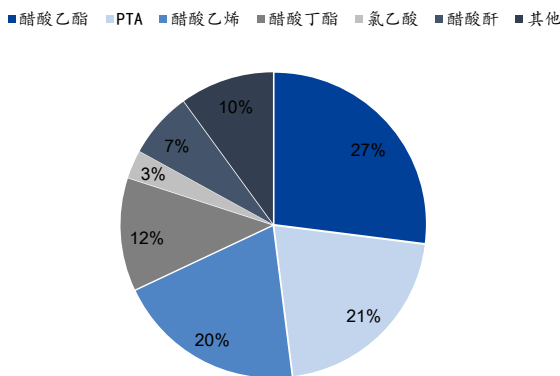
图表 3: 2012-2017 年我国醋酸出口量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

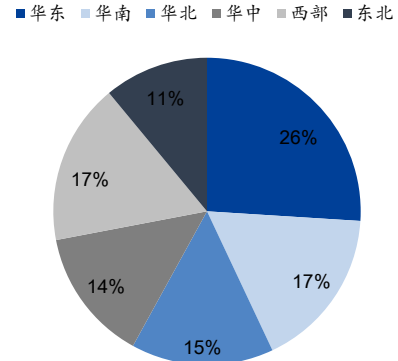
从醋酸下游产品结构来看,醋酸乙酯占比最大约为 27%,其次是 PTA 行业占比约为 21%,再次是醋酸乙烯约占 20%,氯乙酸占比最小约为 3%。从醋酸消费区域来看,主要集中在华东、华南、华北和华中四大区域,占比分别为 26%、17%、15%和 14%。其中,2017 年华东地区需求旺盛,主要与 PTA 装置复产、投产,开工率维持高位有关;华北地区新增需求来自醋酸制乙醇、氯乙酸、双乙烯酮等装置增加;相比之下,华中、西北地区需求基本持稳。

图表 4: 醋酸产品消费结构 (2017)



资料来源: 金联创, 国盛证券研究所

图表 5: 醋酸区域消费结构 (2017)



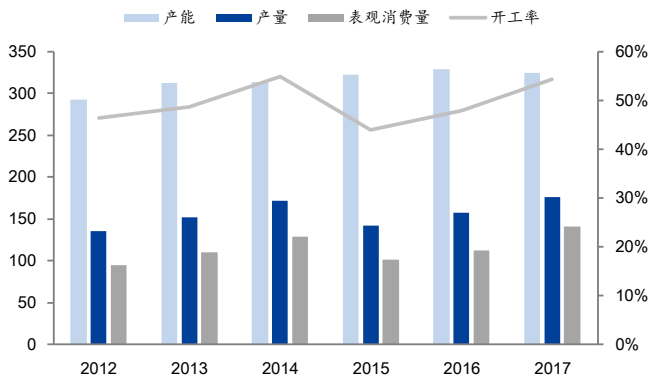
资料来源: 金联创, 国盛证券研究所

醋酸乙酯和 PTA 占据醋酸消费的半壁江山,是醋酸需求的主要驱动力。2017 年我国醋酸乙酯产量为 176.48 万吨,同比增长 12.09%。行业受环保督查影响明显,虽终端涂料油漆等中小企业因此限产或停车,但大企业开工率显著提升,总体表现为醋酸消费需求提高。

2017 年 PTA 装置投产、复产成为支撑醋酸需求增长亮点。我国 PTA 产量由 2010 年的 1414 万吨上涨至 2017 年的 3480 万吨,年均复合增长率达 11.92%。2017 年 PTA 终端聚酯行业需求旺盛,企业开工率持续高位,多套装置重启,且有新增装置投产。具体来看,2017 年 2 月,蓬威石化 90 万吨装置开车,第 4 季度华彬石 140 万吨、翔鹭石化 450 万吨、汉邦 60 万吨旧装置重启,桐昆 220 万吨新装置 11 月份投产,从而拉动醋酸消费

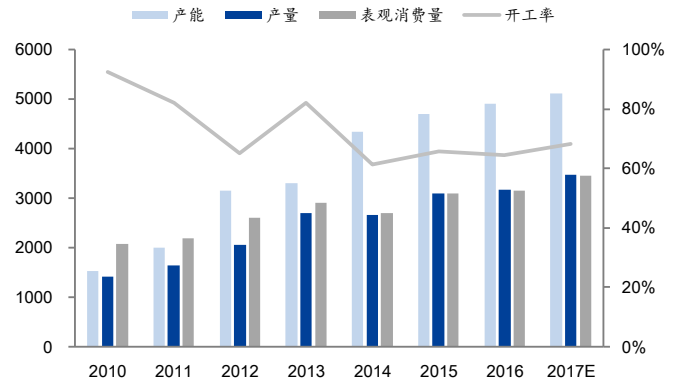
需求大幅提高。

图表 6: 我国醋酸乙酯产能、产量和表观消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 7: 我国 PTA 产能、产量和表观消费量 (万吨)

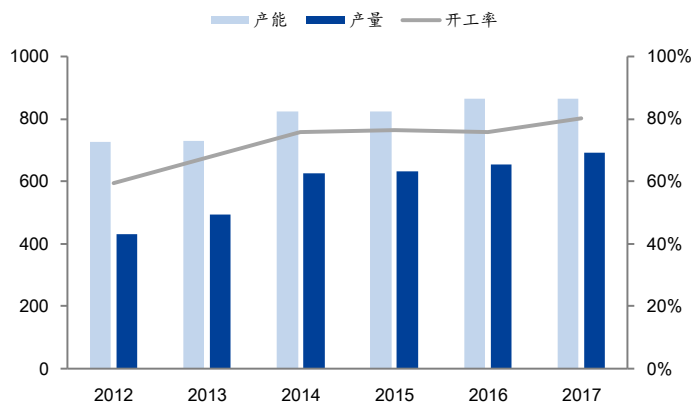


资料来源: Wind, 金联创, 国盛证券研究所

### 三、国内外供给端均受到一定程度冲击, 未来 2 年新增产能有限

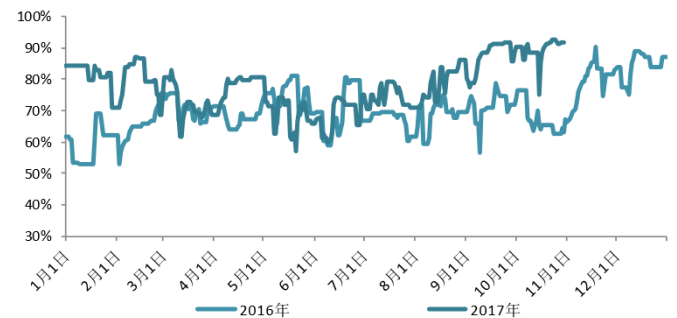
我国醋酸产能在经历高速扩张期后, 2014 年开始逐步回归理性。除 2016 年河南龙宇新增 40 万吨/年装置投产以外, 并无其他新增产能。2017 年我国醋酸合计有效产能约 865 万吨, 年产量约 692 万吨, 表观消费量约 623 万吨, 产能过剩局面有所改善, 因下游新增装置投产, 部分阶段甚至出现供应面紧张。2017 年我国醋酸整体开工率在 80% 左右, 与 2016 年相比提升 4 个百分点。其中 3、5、7 月为装置集中检修期 (多数为计划内检修), 此阶段开工率较低, 其余月份开工率均明显高于 2016 年。

图表 8: 我国醋酸产能、产量和开工率 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 9: 2016-2017 年我国醋酸开工率对比



资料来源: 金联创, 国盛证券研究所

目前, 我国年产能超过 100 万吨的醋酸生产厂商有三家, 分别为江苏索普、塞拉尼斯和兖矿国泰。云南云维、大庆油化以及陕西榆林共计 55 万吨产能已永久退出, 2017 年国内醋酸并无新增产能, 2018 年仅有渤化永利扩产 5 万吨/年装置, 广西钦州华谊的 50 万吨/年醋酸装置正在动工建设, 但据厂家表示投产时间约在 2019 年, 或者更晚时间。由

此判断，近几年国内醋酸几无新增产能，供给较为稳定。

图表 10: 2017 年我国醋酸企业有效产能统计 (万吨/年)

地区	生产企业	产能	备注
华东	江苏索普	140	3套装置
	塞拉尼斯	120	单套装置
	上海吴泾	80	2套装置
	安徽华谊	50	1套装置
	英国 BP (南京)	50	1套装置
	<b>华东合计</b>	<b>440</b>	
山东	兖州国泰	100	3套装置
	华鲁恒升	50	1套装置
	<b>山东合计</b>	<b>150</b>	
津冀	建滔焦化 (河北)	50	1套装置
	渤化永利	25	1套装置
	<b>津冀合计</b>	<b>75</b>	
河南	顺达化工	40	1套装置
	河南龙宇	40	1套装置
	河南义马	20	1套装置
	<b>河南合计</b>	<b>100</b>	
西北	长城能化	30	1套装置
	延长石油	25	1套装置
	<b>西北合计</b>	<b>55</b>	
西南	扬子乙酰	40	1套装置
	<b>西南合计</b>	<b>40</b>	
其他	云南云维	20	1套装置 (停产)
	大庆油化	20	1套装置 (停产)
	陕西榆林	15	1套装置 (停产)
	<b>其他合计</b>	<b>55</b>	
	<b>合计</b>	<b>915</b>	

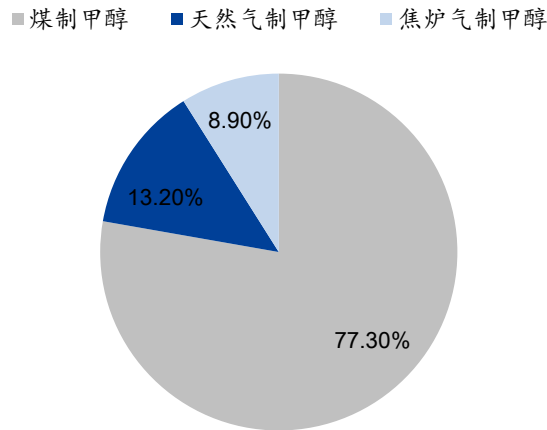
资料来源: 金联创, 国盛证券研究所

17 年下半年起, 国内环保督察力度大幅趋严, 醋酸行业供给端受到了一定程度的影响, 同时国内装置检修密集。海外方面, 美国哈维飓风影响到位于清湖地区装置的运行, 导致多套甲醇及醋酸装置停车。同时 10 月份美国伊士曼 20 万吨产能装置因火灾停产进一步削减了醋酸供应。

#### 四、原料甲醇价格上涨从成本端对醋酸价格形成支撑

甲醇是甲醇羟基法合成醋酸的主要原材料, 而“富煤、贫油、少气”的资源禀赋特点决定我国甲醇生产路线以煤制甲醇为主。煤炭去产能持续推进, 加之环保政策趋严, 小型焦化厂陆续关停, 在产企业开工负荷难以维持高位, 而下游 CTO/MTO 需求旺盛, 促使甲醇价格位于高位, 最终沿产业链传导至醋酸价格上涨。

图表 11: 我国甲醇产能占比 (按原料分)



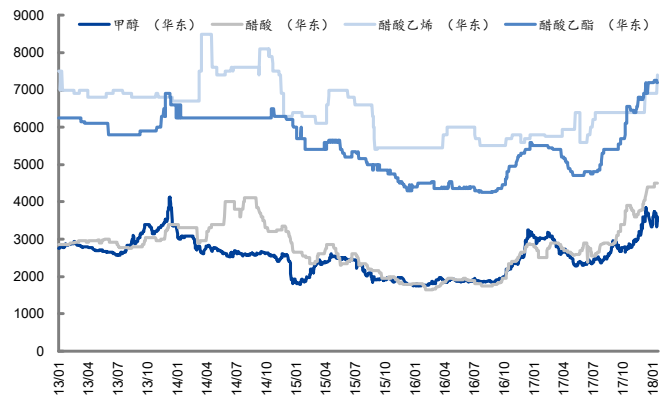
资料来源: 隆重石化, 国盛证券研究所

图表 12: 我国甲醇价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 13: 我国醋酸及相关产品价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

## 五、投资建议

17年下半年以来醋酸供需面持续好转, 并且甲醇从成本端对醋酸价格起到支撑, 带动整条产业链景气整体向上进入良性循环, 在未来2年新增产能有限的情况下, 我们判断醋酸供需面将维持紧平衡的局面, 高景气有望继续延续, **重点推荐华鲁恒升, 公司是我们持续推荐的氨醇产业链龙头公司, 醋酸产能50万吨, 醋酸价格每上涨100元/吨, 公司动态利润将增加3632万元/吨。17年四季度新增100万吨的合成气投产将大幅增强公司盈利能力; 同时建议关注华谊集团, 公司具备醋酸产能130万吨, 醋酸价格每上涨100元/吨, 公司动态利润将增加9444万元/吨。**

## 六、风险提示

环保政策不及预期、下游需求增速放缓、原油价格大幅波动。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市西湖区北京西路88号江信国际金融大厦

邮编：330046

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 9层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com