

化工-深度报告

维持/买入  
目标价20.00元

## 华鲁恒升：“一头”成本优势叠加“多线”

### 柔性生产，共助中长期稳健成长

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL: [yangwei@tpyzq.com](mailto:yangwei@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190517030005

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: [liuqiang@tpyzq.com](mailto:liuqiang@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190518060003

分析师助理：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL: [zhaxli@tpyzq.com](mailto:zhaxli@tpyzq.com)

太平洋证券研究院

2019年4月15日

## 1. 一头多线、柔性生产，拥核心竞争力

公司多年来持续推动技改升级，依托水煤浆气化技术，不断增强洁净煤气化平台成本优势，从而使得**所有与煤气化平台有关联的产品均具备突出盈利优势**。同时公司产品结构进一步丰富，多元化的业务结构有助于公司通过产品结构调整，熨平公司盈利的周期波动。公司**“一头多线”柔性多联产的煤气化平台竞争优势将进一步凸显，成为公司核心竞争力**。

## 2. 主营产品价格回调，成本优势构筑安全边际。

2018年四季度以来，除尿素外，其他产品价格出现不同程度的下跌，2019年至今随着国际油价回暖以及下游需求的逐步恢复，**醋酸、己二酸、DMF、正丁醇价格均有不同程度回升**。公司由“一头多线”柔性生产模式带来的成本优势为各产品构筑了很宽的安全边际。**尿素高景气度持续，DMF行业龙头地位，醋酸供需紧平衡，丁辛醇可切换装置等多方位保障公司业绩稳健发展**。

## 3. 煤制乙二醇低成本护航业绩增量

公司50万吨/年乙二醇项目已于2018年10月投产，目前负荷达到90%稳定运行、质量达到聚酯级。随着下游聚酯行业的快速发展，乙二醇需求增速不减，进口以来短期内难以扭转。**公司凭借多年经验积累以及煤气化平台所带来的成本优势，可以充分受益进口替代的市场空间，为公司带来业绩增量**。

## 4. 新旧动能转换接力远期成长，第二期股权激励落地彰显发展信心。

公司所在园区通过山东省认证，年产150万吨绿色化工新材料项目入选山东省新旧动能转化第一批优选高端化工类项目，长期发展空间广阔，成长新动能强劲。同时，第二期股权激励授予完毕，绑定核心人员利益彰显对公司长期发展信心。



## 5. 投资建议:

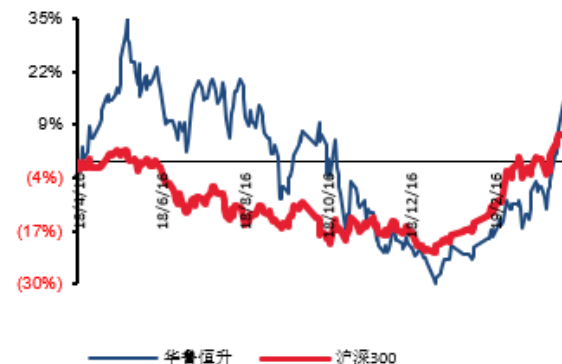
■ 我们预计公司2019-2021年归母净利分别 24.8/27.4/31.4亿元，对应EPS 1.52/1.68/1.93元，PE 10.7/9.7/8.5。行业低迷下成本优势保障公司仍有超额收益，同时借助多联产平台公司可适当规避盈利周期波动，14-16年公司在周期最差情形仍有平均大约87亿收入、19%毛利率、8.7亿净利；在行业平均景气周期下，考虑到公司新投产项目带来的业绩增量，目前价值明显被低估，低成本护城河深厚，看好公司长期发展空间，维持“买入”评级。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,357	15,191	16,210	17,307
(+/-%)	37.94	5.81	6.71	6.77
净利润(百万元)	3,020	2,480	2,738	3,136
(+/-%)	147.10	-17.88	10.4	14.54
摊薄每股收益(元)	1.86	1.52	1.68	1.93
市盈率(PE)	8.8	10.7	9.7	8.5

资料来源: Wind, 太平洋证券

### ■ 走势比较



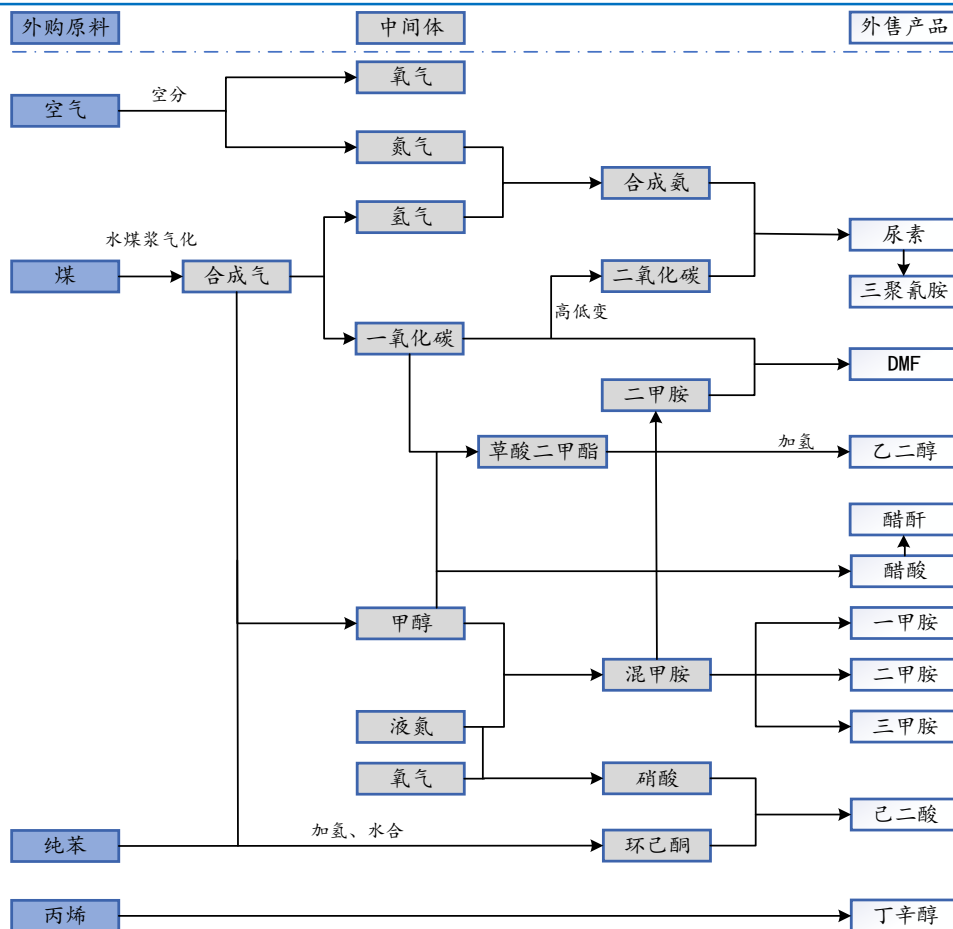
## 6. 风险提示: 宏观经济不及预期; 煤炭、纯苯等原料价格大幅上涨; 产品价格大幅下跌



- 1、一头多线、柔性生产，拥核心竞争力**
- 2、部分产品价格回调，成本优势构筑安全边际**
  - 2.1 尿素：高景气度持续，产能扩张提升业绩
  - 2.2 DMF：行业龙头保持竞争优势
  - 2.3 醋酸：供需紧平衡，价格有望止跌回升
  - 2.4 己二酸：行业低迷，不具备成本优势
  - 2.5 丁辛醇：景气复苏趋势依旧，可切换利润最大化
- 3、煤制乙二醇低成本护航业绩增量**
- 4、新旧动能转换接力远期成长**
- 5、盈利预测及评级**
- 6、风险提示**

图表：公司“一头多线”联产流程图

- 公司实际控制人为山东省国有资产管理委员会，无下设子公司。
- 公司成立之初的业务主要为尿素的生产与销售，经过多年技术整合和优化，依托洁净煤气化平台，现已实现了“一头多线”循环经济柔性多联产，形成了自己的核心竞争力。
- 公司目前主要产品为肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品，多元醇等。

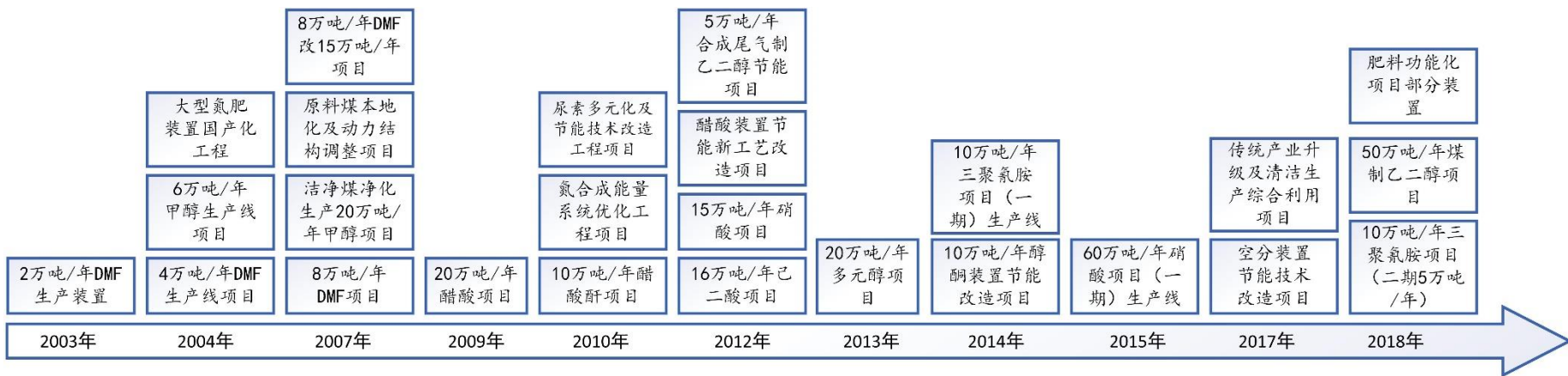


资料来源：公司公告，太平洋证券

**一头多线：**就是以洁净煤气化技术为龙头，以合成气生产为平台，联产合成氨、甲醇和CO等中间产品，经进一步加工可形成尿素、碳一化工、羰基合成等终端产品，**生产中各种产品可以灵活调节，可以最大限度地提高资源的综合利用率。**

- 2007年，形成23万吨/年DMF产能；
- 2010年，形成30万吨/年醋酸产能；
- 2012年，形成5万吨/年乙二醇产能和16万吨/年己二酸产能；
- 2013年，形成20万吨/年多元醇产能；
- 2017年，完成传统产业升级及清洁生产综合利用项目；
- 2018年，形成55万吨/年乙二醇产能和10万吨/年三聚氰胺产能。

图表：公司“一头多线”发展历史简图



## 一头 —— 先进洁净煤气化平台，低成本不惧行业低谷（320万吨氨醇产能）

- 公司作为全行业公认煤化工成本最低标的，煤气化平台采用**改良的德士古高压水煤浆气化技术**，将德士古炉原有单喷嘴改为对置式四喷嘴，强化了热质传递，碳转化率可达到98%以上，同时比煤耗和比氧耗均不同程度降低。
- 依托这一技术优势，公司采用**低价的烟煤作为造气原料**，在改变煤炭消耗结构的同时，主要设备改为蒸汽驱动，能量利用更高效。再结合公司领先的管理优势，专用铁路线的煤炭运输成本优势，煤气化技术平台下游产品成本优势逐步扩大，成为公司核心竞争力。
- 据估算，**公司吨尿素成本比行业平均水平约低200-300元**，其他煤气化平台关联性较高的产品，如DMF、醋酸、乙二醇等，均具备突出盈利优势。
- 在2015、2016年行业低谷的时候，公司的毛利率和净利率仍大幅超越行业水准，即使行业进入低谷期，公司仍然能够凭借成本优势保持合理利润中枢水平。

图表：水煤浆气化技术优势明显

	煤的进料状态	碳转化率，%	优缺点	代表技术
固定床	煤块	85~90	可使用劣质煤，但气化强度低	鲁奇固定床气化技术
流化床	煤粒	85~90	设备简单，操作方便，但气化强度低	U-Gas气化技术
干粉气流床	煤粉	90~95	煤种范围广，但动力消耗大	壳牌煤粉加压气化技术
水煤浆气流床	水煤浆	98~99	进料及操作简单，碳转化率高，但氧耗较高	德士古水煤浆加压气化技术

资料来源：CNKI，太平洋证券

## 公司2018年新投产项目共3个:

- 1) 肥料功能化项目中, 改造和升级的一套合成氨和尿素装置已于2018年5月顺利投产, 50万吨/年尿基复合肥暂缓。
- 2) 50万吨/年乙二醇项目已于2018年10月投产, 目前负荷达到90%稳定运行、质量达到聚酯级
- 3) 三聚氰胺二期5万吨/年项目已于2018年12月投产, 目前已经达到满负荷运行。

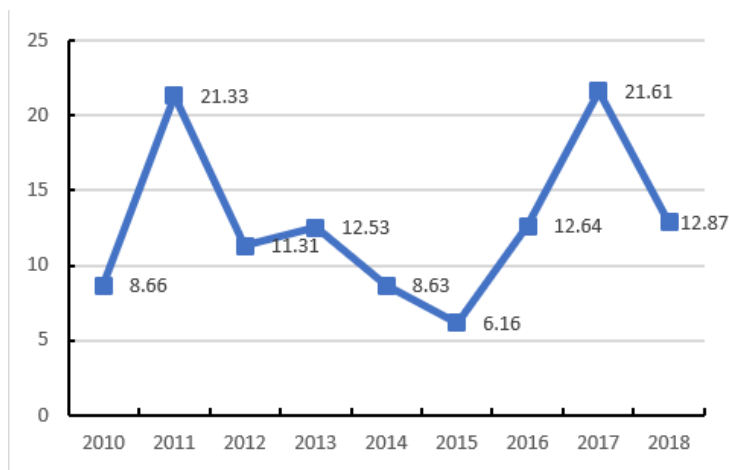
图表: 公司现有产能一览表

板块	产品	现有产能, 万吨/年	备注
氨醇	合成氨	140	满足自用, 少量外售
	甲醇	170	满足自用, 少量外售
	合成气	10	中间产品, 根据生产需要灵活调节
肥料	尿素	220	2018年5月新增100万吨, 淘汰80万吨
	复合肥	30	肥料功能化项目中50万吨/年尿基复合肥装置暂缓
	三聚氰胺	10	一期5万吨/年于2014年4月投产, 二期5万吨/年于2018年12月投产。
有机胺	混甲胺	20	包括作为DMF原料的二甲胺
	DMF	25	
己二酸及中间品	己二酸	16	2012年投产
	环己酮	10	2014年投产
	硝酸	45	15万吨/年硝酸项目于2012年5月投产; 60万吨/年硝酸项目(一期30万吨/年)生产线于2015年1月投产
醋酸及衍生品	醋酸	50	
	醋酐	5	
多元醇	正丁醇	8	2013年7月投产, 根据市场调节生产
	异辛醇	12	
	乙二醇	55	先期5万吨/年乙二醇项目于2012年投产, 50万吨/年于2018年10月投产

资料来源: 公司公告, 太平洋证券

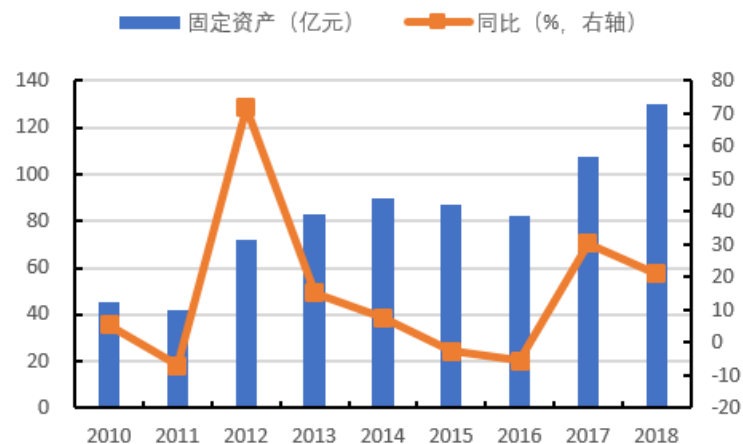
- **2001-2010年之间**，公司累计投资80亿元，建成了全国首套大氮肥国产化装置，将DMF产能做到全球第一，开辟了醋酸衍生物板块，打造了洁净煤气化和羰基合成两大技术平台；
- **2011-2015年之间**，公司累计投资75亿元，构筑了以洁净煤气化为龙头的产品多元、柔性联产体系；
- **2016年至今**，公司主动转型，相继淘汰和更新相对落后的合成氨、尿素装置，完成传统产业升级及清洁生产综合利用项目，实现了三大煤气化平台互联互通，平台规模、效益和安全性能大幅提升，抗风险的能力大大增强。

图表：公司固定资产投资从未停止



资料来源：Wind，太平洋证券

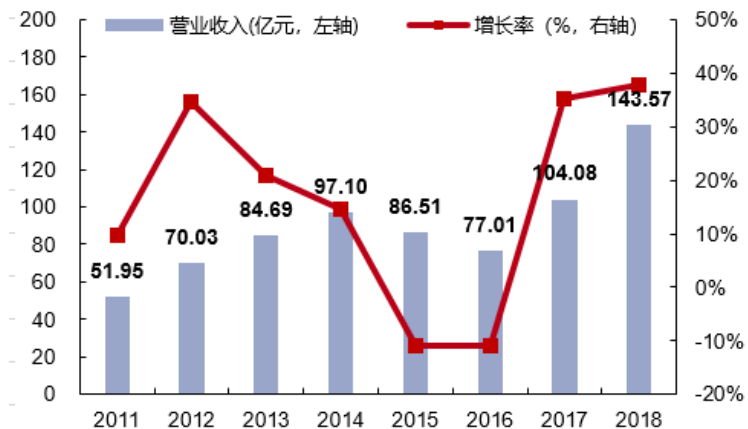
图表：公司固定资产不断提高



资料来源：Wind，太平洋证券

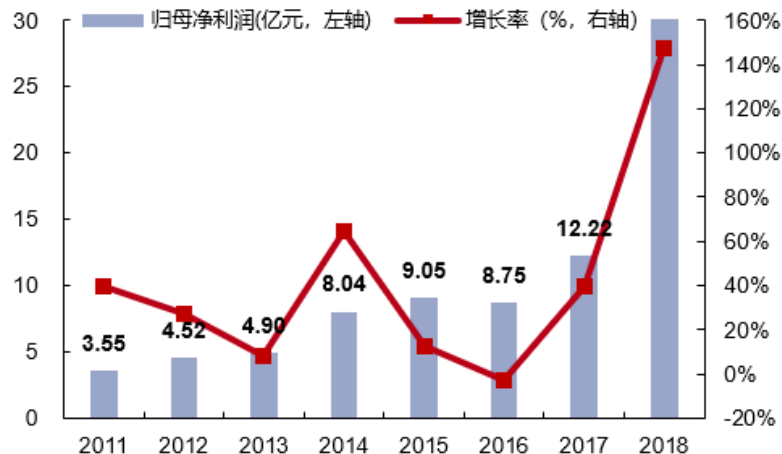
- 公司自上市以来，业绩保持稳定增长，2002-2017年间，营业收入从4.51亿元增长到104.08亿元，增长23.07倍，**年复合增长率为23.27%**；归母净利润从0.46亿元增长到12.22亿元，增长26.51倍，**年复合增长率为24.42%**。
- 公司2018年前三季度因主要产品景气度走高，价格上涨，实现营业收入108.49亿元，同比增长27%；归母净利润为25.35亿，同比增长172%；第四季度因需产品价格及价差回落，叠加装置检修，业绩出现环比下滑，但仍不改全年业绩大幅增长态势。**公司2018年实现营收143.57亿元，同比+37.94%，归母净利润30.20亿元，同比大增147.1%。**

图表：2011-2018Q3公司营业收入走势图



资料来源：Wind，太平洋证券

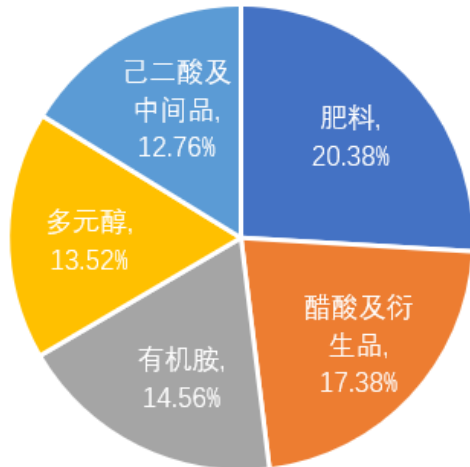
图表：2011-2018Q3公司归母净利润走势图



资料来源：Wind，太平洋证券

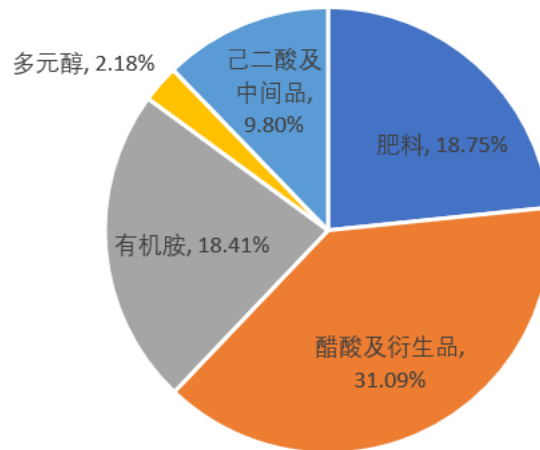
- 公司上市之初，肥料是其主要业务来源，随后公司分别经历了肥料和有机胺双主业格局，肥料、有机胺、醋酸“一线三头”的产品结构，直到目前的“一线多头”循环经济柔性多联产运营模式。
- 目前，公司产品包括**肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇**等产品营业收入和毛利占比都**相对均衡**。2018年，肥料、醋酸及衍生品、有机胺、多元醇、己二酸及中间品的营业收入占比分别为20.4%、17.4%、14.6%、13.5%、12.8%，毛利占比分别为18.8%、31.1%、18.4%、2.2%、9.8%。

图表：2018年各业务板块营收占比



资料来源：Wind，太平洋证券

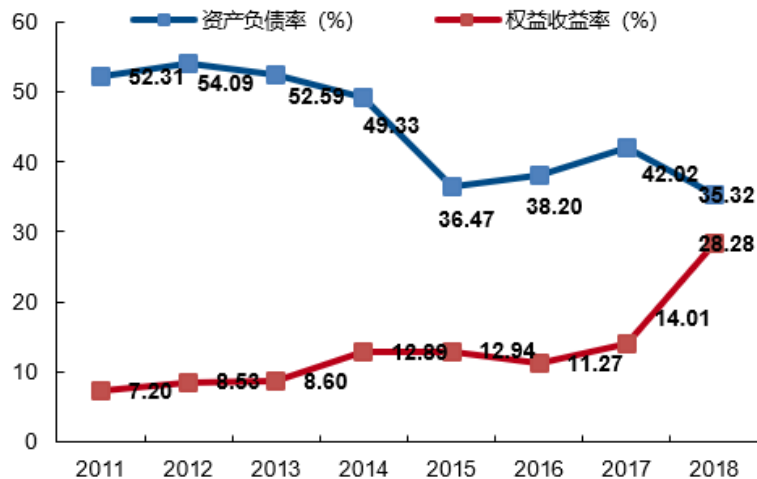
图表：2018年各业务板块毛利占比



资料来源：Wind，太平洋证券

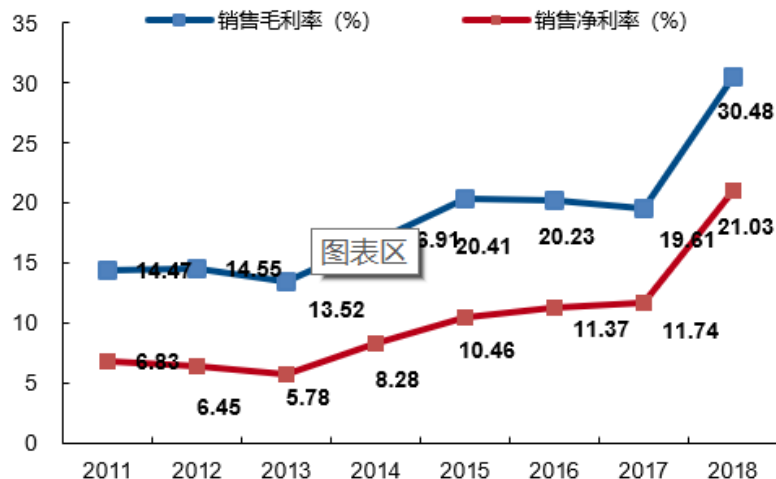
- 公司发挥多元联产优势和产销协同效应，根据市场变化及时调整产品结构，进行产品间、系统间、园区间的联产联调，综合效益显。
- 公司**资产负债率从2017年的42.02%下降至35.32%**，继续保持较低水平；**权益收益率从2017年的14.01%上升至28.28%**。
- **2018年公司整体毛利率较2017年提升10.9%至30.48%，净利率较2017年提升9.29%至21.03%，主要由于各主营产品景气度高，价格上涨所至。**

图表：2011-2018Q3公司负债率及权益收益率



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：2011-2018Q3公司毛利率及净利率

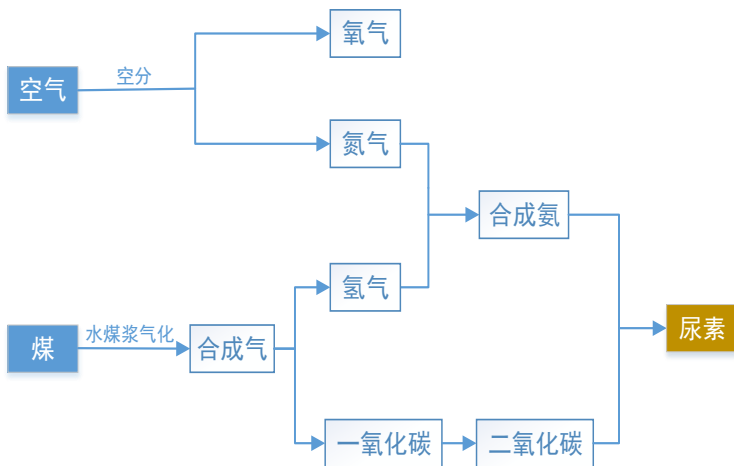


资料来源：Wind，太平洋证券

### ■ 2.1 尿素：高景气度持续，产能扩张提升业绩

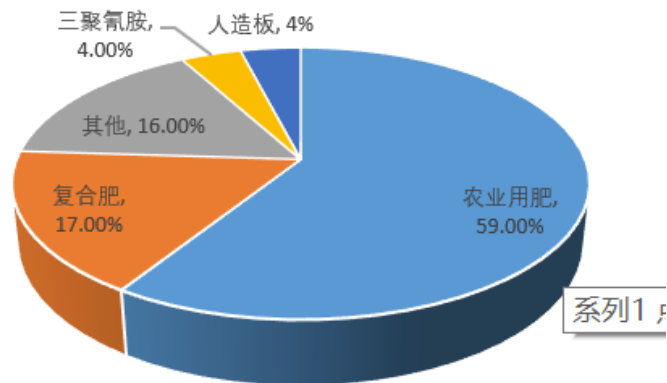
- **尿素，又称碳酰胺** (carbamide)，是目前使用量较大的一种化学氮肥，也是目前含氮量最高的氮肥，在工业上由氨气和二氧化碳合成。
- **消费结构**：主要用于化肥产品，其中农产品用肥和复合肥消费占比分别为59%和17%，合计76%。
- 公司现具备220万吨/年尿素产能

图表：尿素生产工艺



资料来源：太平洋证券整理

图表：2018年尿素下游产品消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

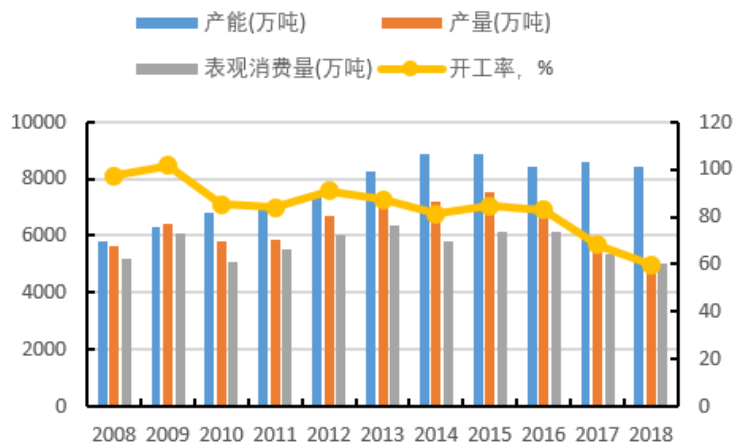
### ■ 尿素产能逐步出清

- 近几年，尿素行业产能过剩，**2015年产能达到8900万吨，为历史最高点。**
- 2016年开始，随着尿素价格下滑，以及供给侧改革推进，过剩产能逐步出清，同时产量、表观消费量逐年降低
- **2018年，尿素产能8400万吨，较2015年高点降低500万吨。**

### ■ 2018年中国尿素市场供需特点：

- 供应继续下降，需求端用量增幅有限，供需格局维持紧平衡状态。
- 开工率再创新低59.7%，低于60%：  
供给侧改革，落后产能淘汰；  
环境污染治理常态化；  
天然气供应偏紧影响气头企业开工。

图表：尿素产能逐步出清



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

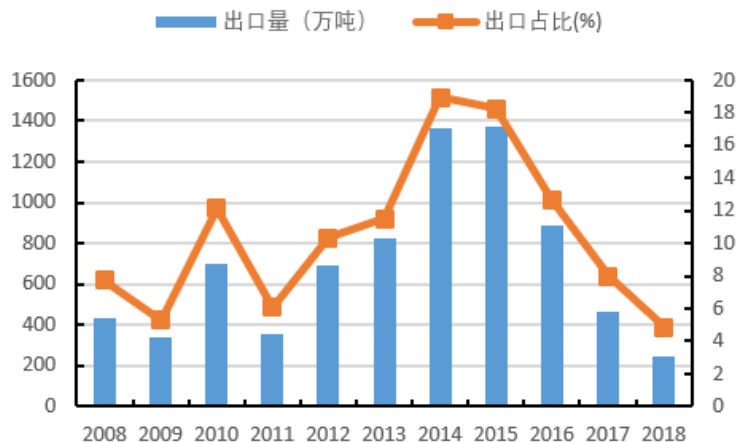
### ■ 尿素出口量持续大幅下滑

- 2015年，尿素出口同样达到历史最高点，为1375万吨，出口占比18%。
- 自2016年开始，因海外低成本产能大规模投放，尤其是中东和美国利用成本低的天然气制尿素产能的投放对我国尿素出口形成了巨大冲击，国内尿素出口价格失去竞争力。尽管国家自2017年起取消尿素出口关税，对我国尿素价格有一定的边际改善，仍难以扭转尿素出口量持续大幅下滑的趋势，2018年仅为244万吨，出口占比仅为4.9%。

图表：尿素出口量持续大幅下滑

### ■ 2018年中国尿素进出口特点：

- 国内供应趋紧，进口量上升；
- 价格内高外低，出口量继续缩减；



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

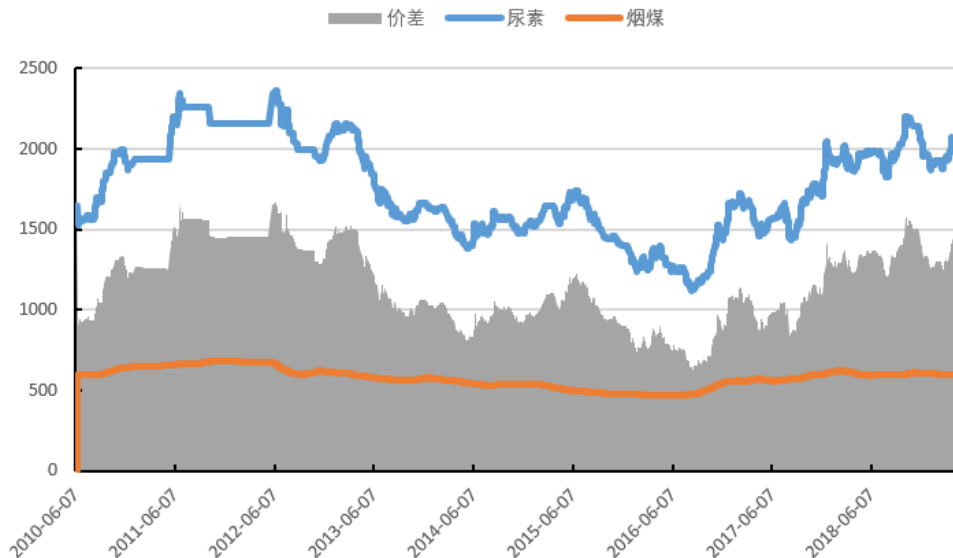
### ■ 近年中国尿素价格走势呈先抑后扬态势。

- 2015年国内尿素市场受到印度标购、铁路运费上涨、电价上涨等利好。
- 2016年国内需求下滑明显，均价较2015年略降，但年底原料大涨拉涨尿素价格。
- 2017年趋势得到延续，年底受限气影响，尿素开工骤降，价格再次出现大幅上涨。
- 2018年受国内开工低位以及国际因素支撑下，价格高位运行。

图表：尿素价格及价差

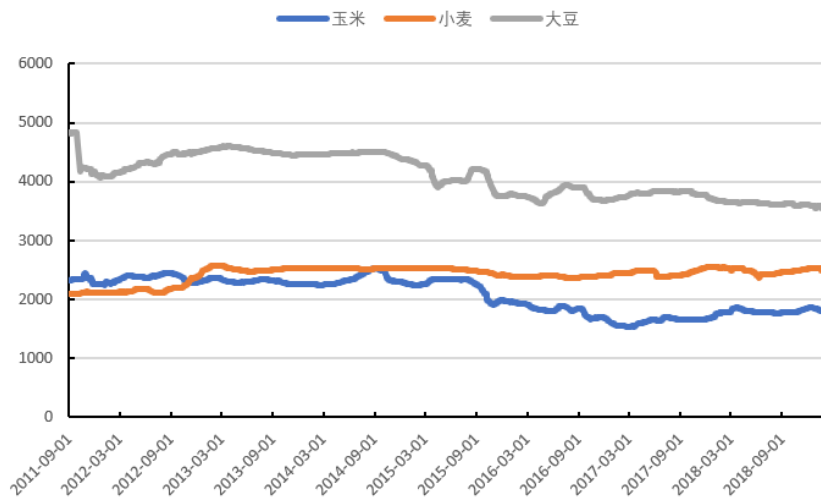
### ■ 2018年中国尿素价格特点：

- 高位整理：  
全年均价1984元/吨，  
相比较于2017年的1630元/吨，上涨22%。



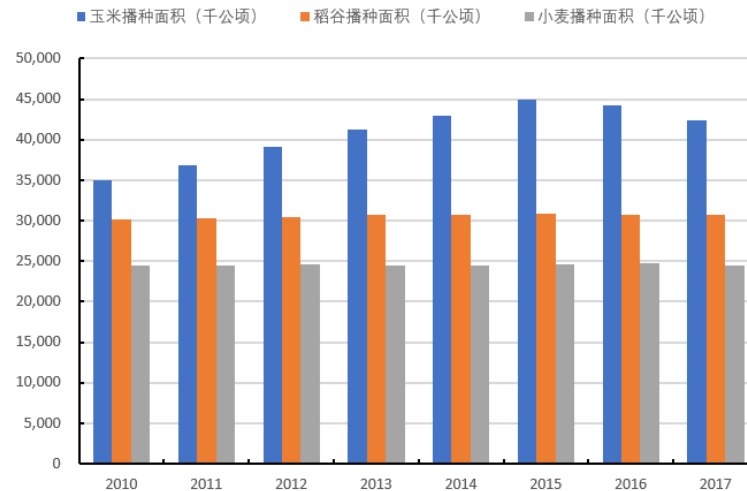
- 2012年国内农产品价格随着全球粮价下跌而进入下滑周期
- 2018年玉米、大豆、小麦的年平均价格分别为1798元/吨、3631元/吨、2487元/吨，相比较于2012年分别下降31.3%、19.5%、14%。
- 未来随着供需改善，**农业产品价格反弹，预计给尿素价格带来一定的上涨空间。**

图表：农产品价格走势（元/吨）



资料来源：wind，太平洋证券

图表：农作物播种面积



资料来源：wind，太平洋证券

### ■ 高景气度持续：

2018Q4均价2100元/吨，与Q3均价1945元/吨相比，环比上涨8%，**是公司产品结构中，2018Q4唯一一个价格环比上涨的产品。**

**供需：**我们预计2019年国内尿素市场供需格局或维持紧平衡状态，出口量仍难有明显放量。但作为尿素主要工业需求的复合肥，在2018年出口量增加明显，且将在2019年取消出口关税政策，无疑将拉动**复合肥的需求增长，进而利好尿素市场。**

**价格：**2019年以来依然维持高位运行，**我们预计这种趋势将延续：**

- 1、落后产能淘汰，供给收缩
- 2、环保及气头尿素开工受限
- 3、2019海外招标开启，国际尿素价格反弹，有望带动国内价格上涨。

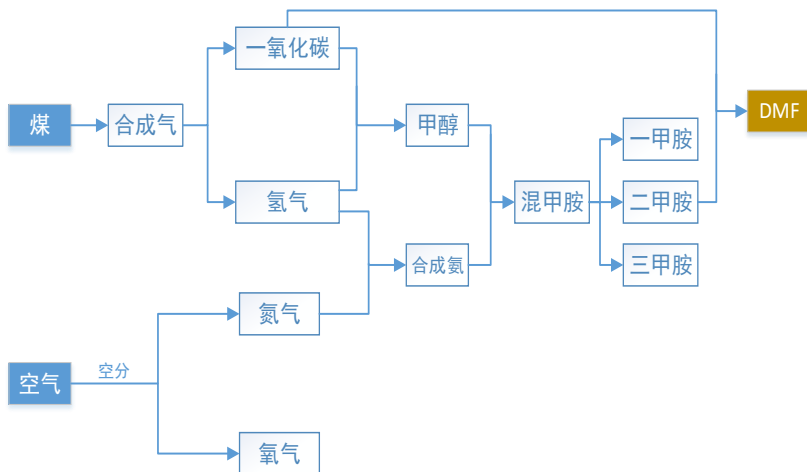
### ■ 产能扩张提升业绩：

2018年5月，公司肥料功能化项目中新建100万吨/年尿素装置投产，淘汰掉80万吨/年产能，**尿素总产能达到220万吨/年，直接提升公司业绩。**

**成本优势显著：**得益于公司先进的清洁煤气化平台技术，下游各产品均具备成本优势，据估算，**公司吨尿素成本比行业平均水平约低200-300元。**

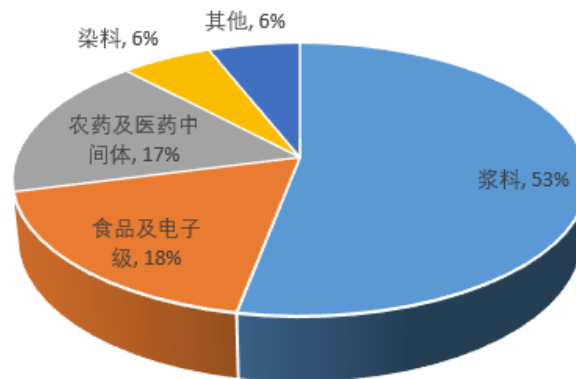
- **N,N-二甲基甲酰胺 (DMF)**，无色透明液体，既是一种用途极广的化工原料，也是一种用途很广的优良的溶剂，具有很强的溶解能力，被誉为“万能溶剂”。被广泛应用于制革、纤维、石油化工、橡胶、染料及油漆等工业领域。
- **DMF生产工艺**：煤气化平台中生产的甲醇和合成氨反应生成混甲胺，其中的二甲胺进一步与CO反应生成DMF，其余的一甲胺和三甲胺分离之后出售。
- **DMF需求结构**：PU浆料行业约占到总需求的53%，食品及电子级、农药及医药中间体分别占总需求的18%、17%。

图表：有机胺及DMF生产工艺



资料来源：太平洋证券整理

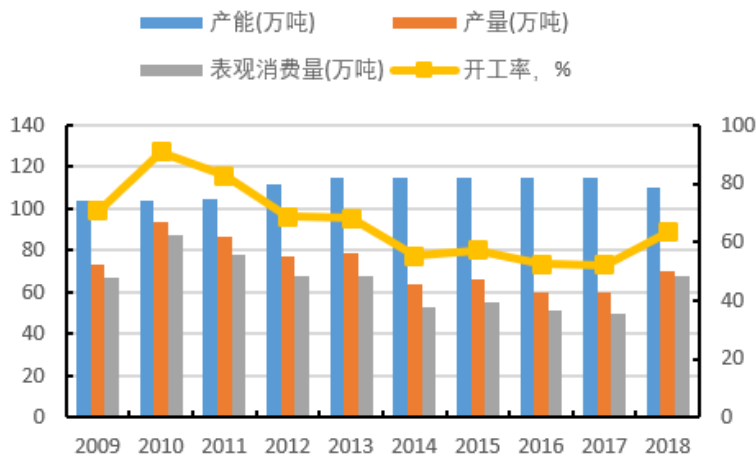
图表：2018年DMF下游产品消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

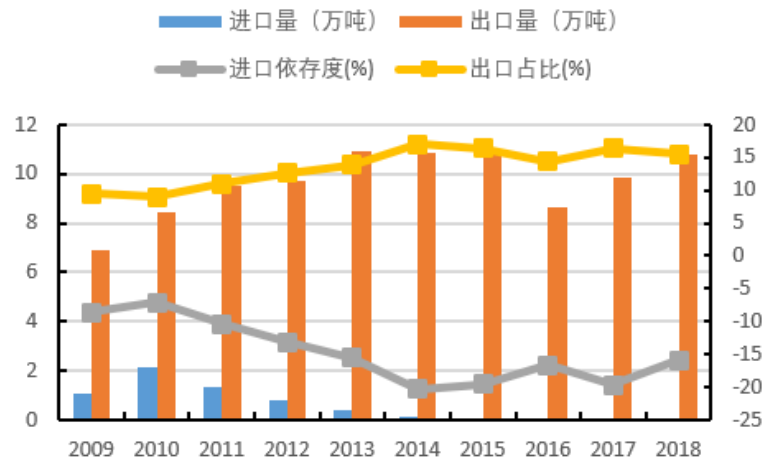
- 中国已经成为DMF第一大生产国和第一大消费国，**整体产能过剩**，开工率维持在60%左右。
- 2018年，国内DMF行业产能为110万吨，基本保持稳定；产量为70万吨，增长迅速；行业开工率为63%。
- **国内DMF行业产能过剩，出口量较高**，18年国内出口DMF10.8万吨，出口占比为15.5%，进口量近年来几乎可以忽略，进口依存度为-16%，整体市场维持动态供需平衡。

图表：DMF整体产能过剩



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：DMF进出口数据



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

### ■ 2018年DMF价格波动很大，全年均价5813元/吨。

一季度在均价6433元/吨附近高位运行，二季度价格一路下行，由四月初的6468元/吨降至6月末的5369元/吨，单季度跌幅达17%；三季度震荡走高，反弹至5917元/吨，而进入四季度则跌至4708元/吨的低位，跌幅更是达到20%。

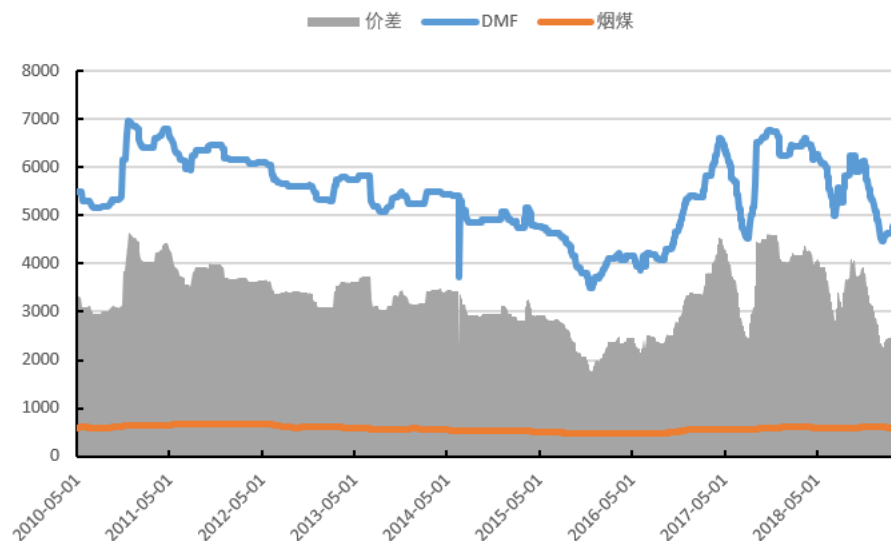
**进入2019年，DMF价格出现止跌回升迹象，近期生产厂家陆续上调产品价格。**

### ■ 我们预计：

■ **DMF价格继续下跌空间有限，随着国际油价触底反弹，春节后需求旺季的临近，DMF价格有望延续反弹趋势。**

■ 公司具备20万吨/年混甲胺产能（包括二甲胺），25万吨/年DMF产能，是全球最大的DMF制造企业，国内市场占有率达33%，具有一定的定价权和突出的成本优势，价格低迷期仍能保持一定的盈利水平。

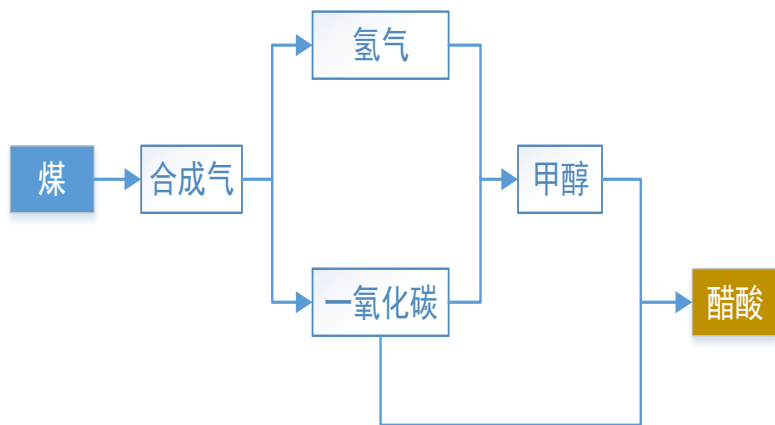
图表：DMF价格企稳回升



资料来源：wind，太平洋证券

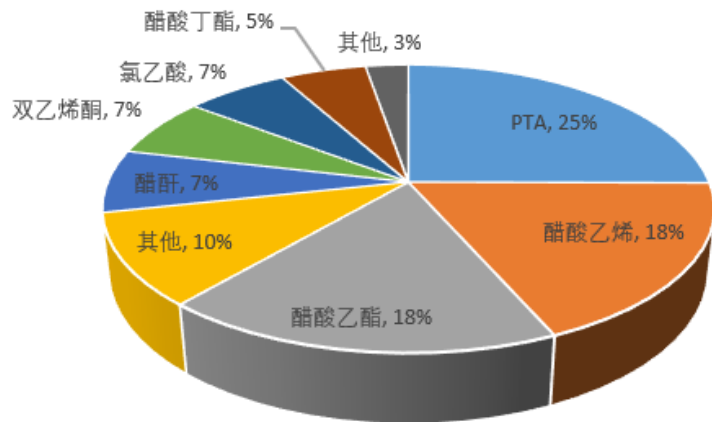
- **醋酸，又名乙酸**，由甲醇和CO羰基合成，主要用于生产醋酸酯、醋酸乙烯、PTA、醋酐、氯乙酸等产品，属于产业链中端的基础原料。
- **醋酸生产工艺**：煤气化平台来的甲醇，再与CO经羰基合成制得。
- **醋酸下游应用领域呈现三足鼎立局面**：2018年，PTA、醋酸乙烯、醋酸乙酯的占比分别是25%、18%、18%，共计61%，集中度较高。
- **公司具备50万吨/年醋酸产能，5万吨/年醋酐产能。**

图表：醋酸生产工艺



资料来源：太平洋证券整理

图表：2018年醋酸下游产品消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

### ■ 中国醋酸市场发展概况：

- 1953年发展初期：上海试剂一厂首先采用乙醇-乙醛-醋酸工艺路线，后续在全国建成许多相同工艺的装置。
- 1996-2001缓慢发展期：1996年，上海吴泾化工从英国BP引进低压甲醇法醋酸装置；1997年，江苏普索建成国内第一套自主研发甲醇法醋酸装置。
- 2001年，国内醋酸产能达到135万吨。
- 2002-2014 快速发展期：甲醇低压羰基合成工艺成为主流工艺，2014年国内产能达到825万吨。
- 2015年至今，市场基本饱和：至2016年，产能达到865万吨，后续新投产能有限。

### ■ 中国醋酸占据全球产能半壁江山

- 2017年，全球醋酸总产能约1650万吨/年，中国大陆醋酸产能865万吨/年，**占比53%**。

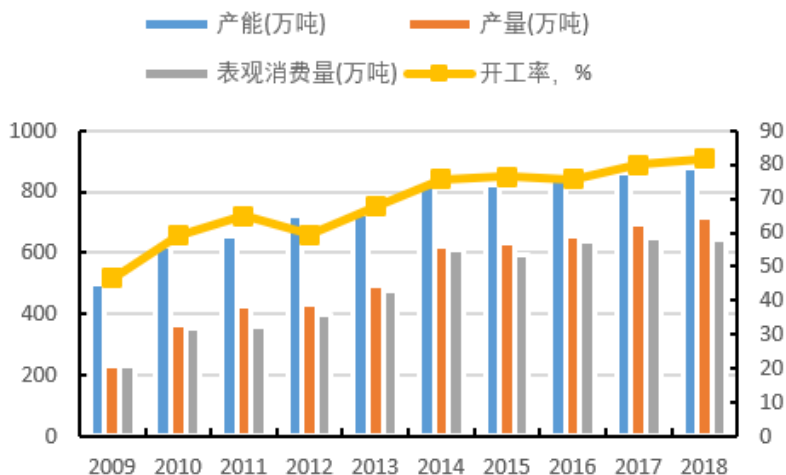
**我国醋酸产能集中度高：**其中江苏索普、塞拉尼斯、兖州国泰、上海吴泾装置产能分别为140万吨、120万吨、80万吨、70万吨，**CR4产能占比50%**；

**2018年，**兖矿国泰退出产能20万吨，同时投产10万吨，天津渤化永利、河南龙宇分别扩产10万吨，河南义马扩产5万吨，**国内醋酸总产能达到880万吨/年。**

**2018年，**在高额利润驱使下，国内醋酸产量为719万吨，同比增加3.8%；**行业开工率达到81.7%，**较2017年提升1.7%。表观消费量为644.6万吨，同比降低0.56%；

图表：国内醋酸产能

图表：醋酸产能



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

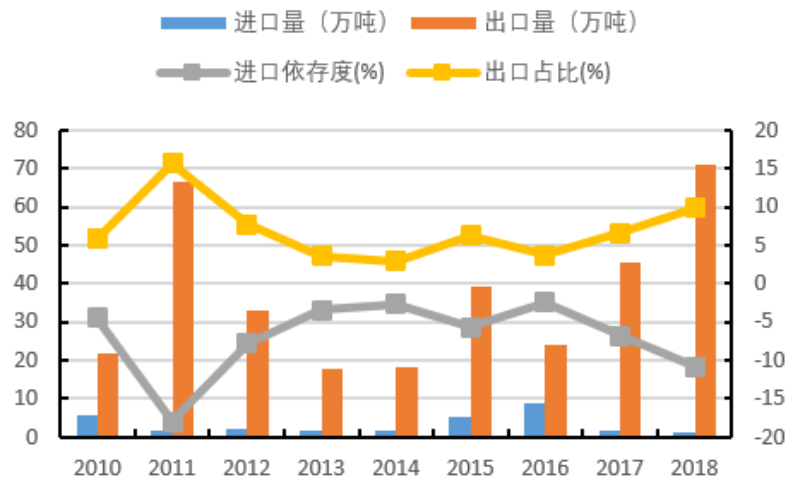
企业	产能 (万吨)	产地	投产时间
江苏索普	20	江苏省	
	40		2007年1月
	80		2010年1月
塞拉尼斯	60	江苏省	2007年6月
	60		2010年1月
兖州国泰	30	山东省	
	50		2007年1月
上海吴泾	10	上海市	2018年8月
	20		
安徽华谊	50	安徽省	2007年1月
华鲁恒升	50	山东省	2013年3月
扬子石化BP	50	江苏省	2009年1月
河北英都气化	50	河北省	2010年1月
扬子乙腈	50	河北省	2009年9月
河南顺达	45	重庆市	
永城龙宇	45	河南省	2008年1月
延长石油	40	河南省	2016年8月
中石化长城能源	10	河南省	2018年11月
天津渤化永利	30	陕西省	2011年1月
义马气化	20	宁夏	2014年5月
天津渤化永利	25	天津市	2011年1月
义马气化	10		2018年8月
义马气化	20	河南省	2014年3月

资料来源：卓创资讯，太平洋证券

近年来，国内醋酸市场供需基本平衡，自产自销为主。近两年来，国内需求增速有所放缓，但**出口量持续增加**。2018年在海外装置故障较多以及需求增长的带动下，出口量达到71万吨的多年高点，同比增加55.2%。

**中国醋酸出口国以印度为主**，2018年中国冰醋酸总出口量约为71万吨，对印度出口在39万吨左右，占总出口量比重约为54.9%。

图表：醋酸出口量持续增加



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

近几年来，醋酸市场一直偏弱，但是自2017年下半年以来，景气度开始回升，价格不断上涨。

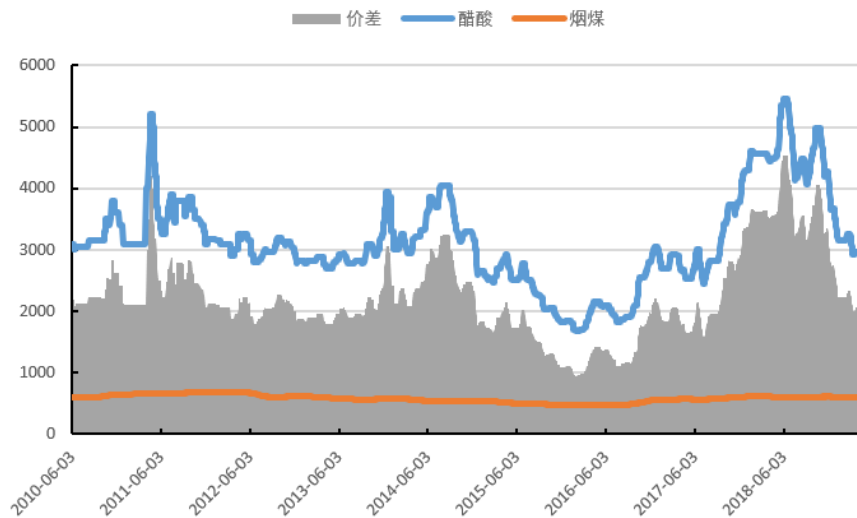
2018年上半年，由于国内外多套装置检修或者故障停工导致供应紧张，叠加出口拉动，一路疯涨至6月初。短短一年时间，由2450元/吨涨至5450元/吨的近10年来高位，涨幅达到122%。之后随着国内外装置陆续恢复正常运行，价格也随着回落。11月之后更是因为供应充足而下游需求乏力，叠加能化大环境低迷，价格一路下行，12月底跌至3500元/吨的年内低点。进入2019年，醋酸价格延续跌势。

### ■ 我们预计：

**供需紧平衡：**近两年冰醋酸价格高位，部分下游企业有建设配套醋酸装置以满足自身需求的计划，目前恒力石化35万吨/年产能计划于2019年10月投产，其他未有新增产能，预计短期内醋酸供给还将持续紧缩。

**价格有望止跌回升：**春节之后下游开工陆续恢复，据了解，3-4月南京BP、上海吴泾等多家装置检修，供应有所减少，预计醋酸价格将延续回升趋势。

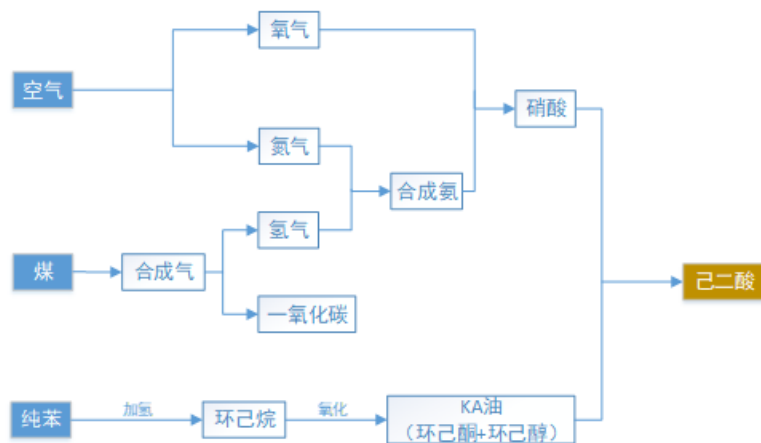
图表：醋酸价格有望止跌回升



资料来源：wind，太平洋证券

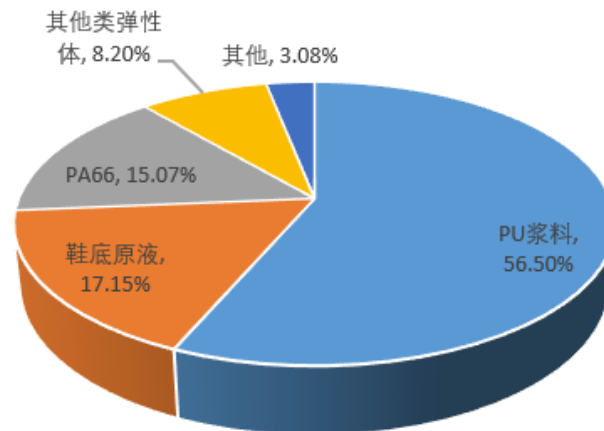
- **己二酸，又称肥酸**，是脂肪族二元酸中最有应用价值的二元酸，在化工生产、有机合成、医药、润滑剂制造等方面都有重要作用。
- **生产工艺**：己二酸目前主要的合成方法包括环己烷法和环己醇法，华鲁恒升采用环己烷法，**主要原料纯苯外购**。
- **消费结构**：己二酸是合成革（PU）、合成橡胶和胶片的主要原料，同时也是合成纤维—尼龙66的主要单体。  
2018年，己二酸下游产品消费结构中，**PU浆料占比达到56.5%**，鞋底原液17.2%，PA66 15.1%。

图表：己二酸生产工艺



资料来源：太平洋证券整理

图表：2018年己二酸下游产品消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：国内己二酸企业产能情况

### ■ 国际己二酸市场

- **中国占据半壁江山**：2017年全球己二酸产能约507万吨，国内己二酸产能为256.5万吨，占全球。
- 己二酸及其下游产业在欧美市场已经成熟，需求增量有限，**2010年后基本无新增产能**。
- 国外经过近年的兼并重组，**市场集中度比较高**，英威达、伊士曼、索尔维、巴斯夫产能分别为53万吨、48万吨、38万吨、30万吨。

### ■ 国内己二酸市场

- **近年来国内己二酸产能增长较快**，国内市场相对饱和。
- **2012年至今的低景气周期持续**，龙头厂商扩产推动行业洗牌。
- **行业集中度高**，CR4=54%

企业	产能（万吨）	产地	投产时间
重庆华峰	16	重庆市	2012年6月
	16		2015年1月
	16		2017年12月
河南神马	5	河南省	2004年1月
	10		2010年1月
	10		2012年9月
	12.5		2016年3月
大丰海力	15	江苏省	2012年9月
	15		2012年12月
山东海力	7.5	山东省	2008年1月
	7.5		2008年6月
	7.5		2010年1月
浙江曙扬化工	16	浙江省	2016年1月
华鲁恒升	8	山东省	2012年3月
	8		2012年7月
唐山中浩	15	河北省	2014年9月
辽宁石化	7	辽宁省	2000年1月
	7		2004年11月
山东洪业	14	山东省	2008年6月
阳煤太化新材料	14	山西省	2017年5月
山西丰富	7.5	山西省	2012年8月
天利高新	7.5	新疆	2009年8月
洪达化工	7	山东省	2016年6月

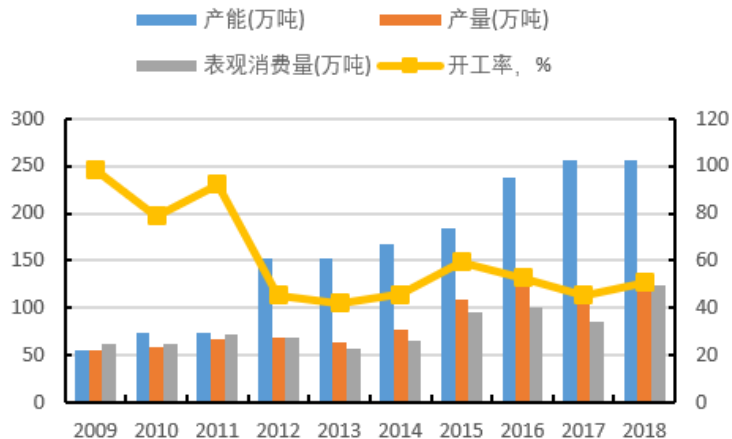
资料来源：卓创资讯，太平洋证券

**2018年，我国己二酸产能为256.5万吨，与2017年持平，产量为130万吨，同比增长11.8%，表观消费量为123.43万吨，同比大增45.2%，开工率为50.7%。**

国内己二酸名义产能过剩明显，但在过去几年低迷期中行业普遍亏损或者微利运行，上游纯苯配套以及与终端市场距离差异，导致部分高成本装置长年处于停工状态，因而国内己二酸实际上开工有限，长期维持在50-60%左右。实际开工装置负荷率可以达到80%以上，所以**国内己二酸供需结构比较均衡。**

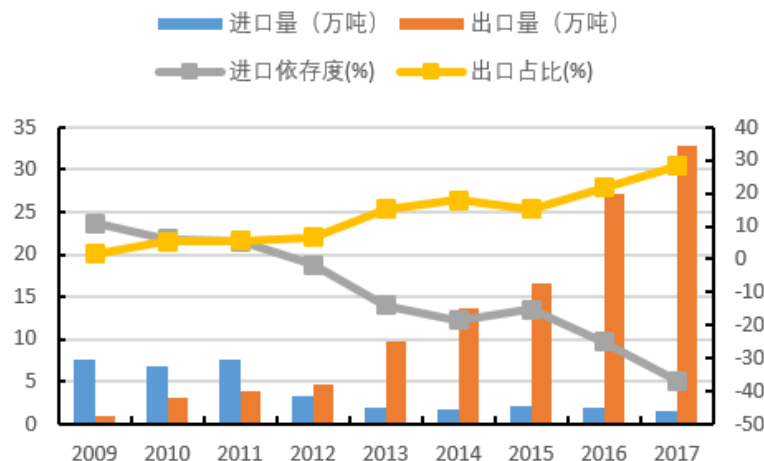
**从2012年开始已从进口国转为净出口国，且出口占比逐年提高。2017年出口量为33万吨，出口占比达到28.3%。**

图表：己二酸供需基本平衡



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：己二酸出口量逐年提高



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

自2012年以来，己二酸长期处于行业景气低谷，直到2017年，受上游原材料涨价和下游需求增加的双重影响，己二酸价格开始呈现上涨态势，行业利润也因此大为改善。

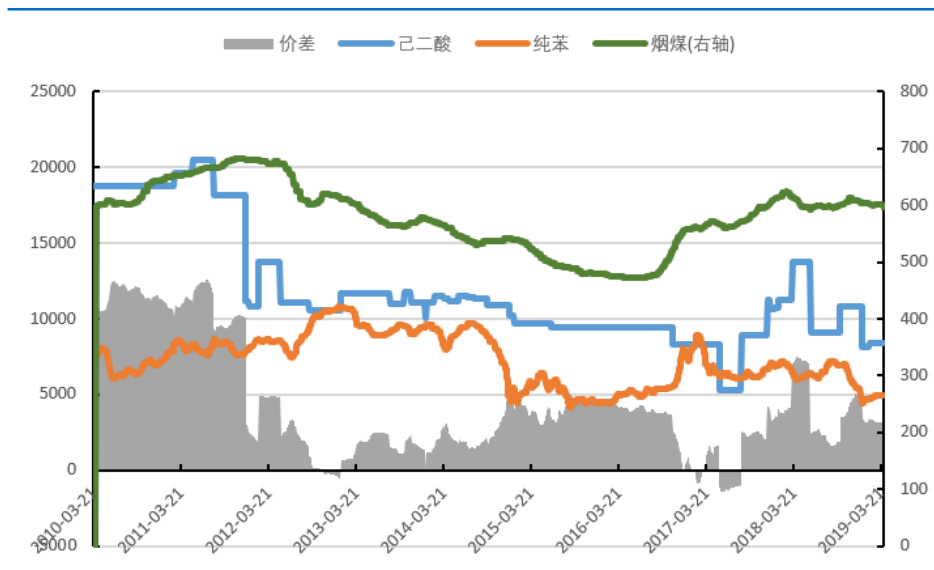
2018年己二酸均价为10914元/吨，相比较于2017年7932元/吨的均价，涨幅37.6%，但是市场大起大落。年初延续2017年末的供应利好，国内装置集中降负荷，整体开工率仅44%，价格持续走高至13750元/吨的年内高位，之后随着装置开工恢复，成本支撑不足，开启暴跌模式，己二酸利润重新回到微利水平。尽管年中有一波涨价行情，但是随着10月份之后原油持续下跌，化工行情逐渐减弱，己二酸跟随大势再度下行至8150元/吨。

2019年，尤其是春节后，多重因素叠加，己二酸市场逐渐回温，这一趋势有望持续。

- 1、原料端走势向好：随着国际原油市场企稳回升，原料纯苯的价格跟随升高，从而对己二酸形成一定支撑，
- 2、供需面利好：供应偏紧，下游需求逐渐复苏。

公司己二酸成本主要与外购纯苯有关，与煤气化平台关联度不高，相比较于其他产品，**缺乏成本优势。**

图表：己二酸价格和价差



资料来源：wind，太平洋证券

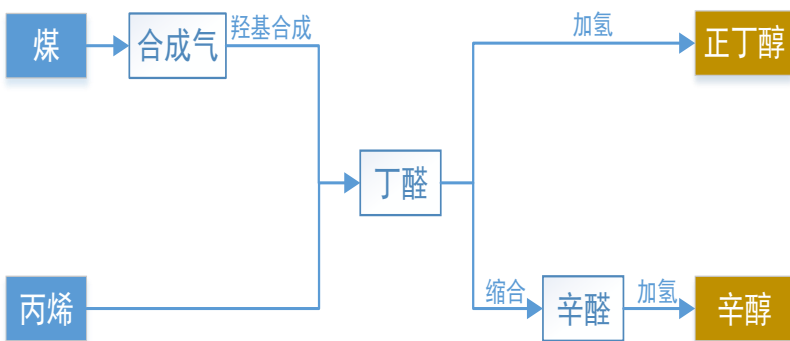
**丁醇和辛醇由于可以在同一套装置中用羟基合成的方法联产，故习惯称为丁辛醇。**

丁辛醇是合成精细化工产品的重要原料，主要用于生产增塑剂、溶剂、脱水剂、消泡剂、分散剂、浮选剂、石油添加剂及合成香料等。

**丁醇下游消费**主要为丙烯酸丁酯、醋酸丁酯、DBP，分别占比53%、21%、11%。

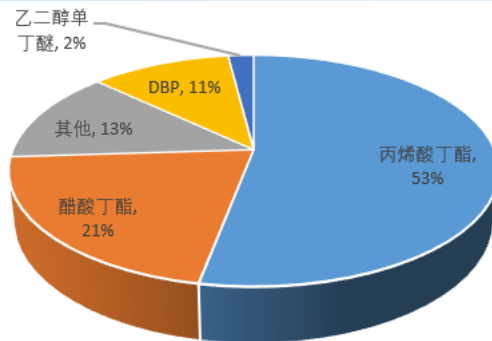
**辛醇下游消费**主要为PVC塑料的增塑剂，其中DOP、DOTP分别占比43%、35%，合计78%。

图表：丁辛醇生产工艺

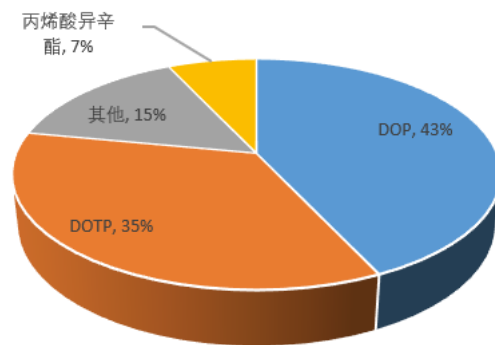


资料来源：太平洋证券整理

图表：2018年丁醇消费结构



图表：2018年消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

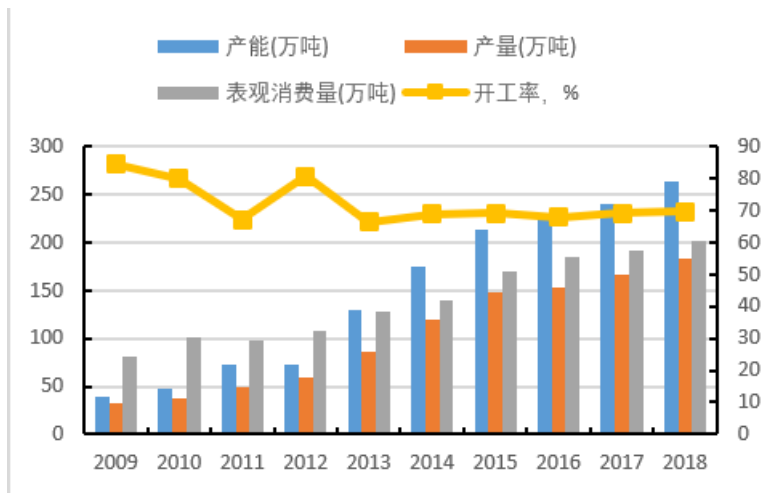


### ■ 丁辛醇供需格局相似：

**正丁醇：**2018年，我国产能为263.2万吨，同比+9.8%；产量为183.7万吨，同比+10.8%，开工率为69.8%，较2017年提升0.6%；表观消费量为202.5万吨，同比+5.8%。

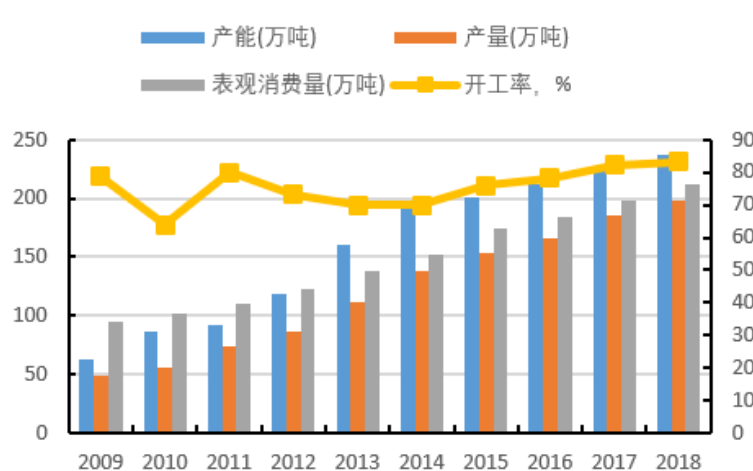
**辛醇：**2018年，我国产能为237.5万吨，同比+5.3%；产量为197.9万吨，同比+6.7%，开工率为83.3%，较2017年提升1%；表观消费量为212.5万吨，同比+7.5%。

图表：丁醇产能



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：辛醇产能



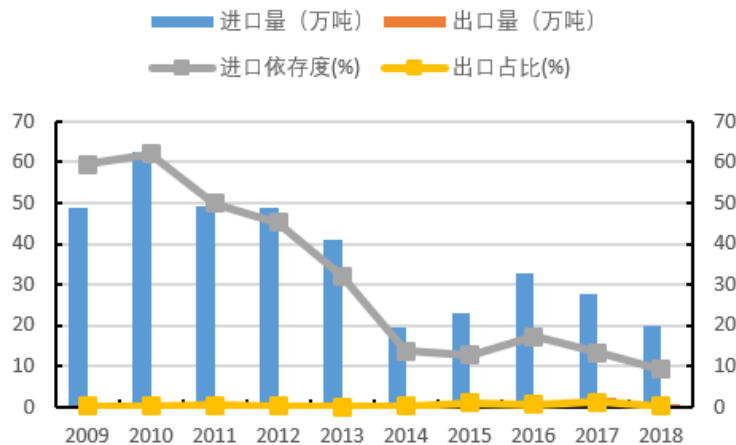
资料来源：卓创资讯，太平洋证券



### ■ 丁辛醇进出口格局相似：

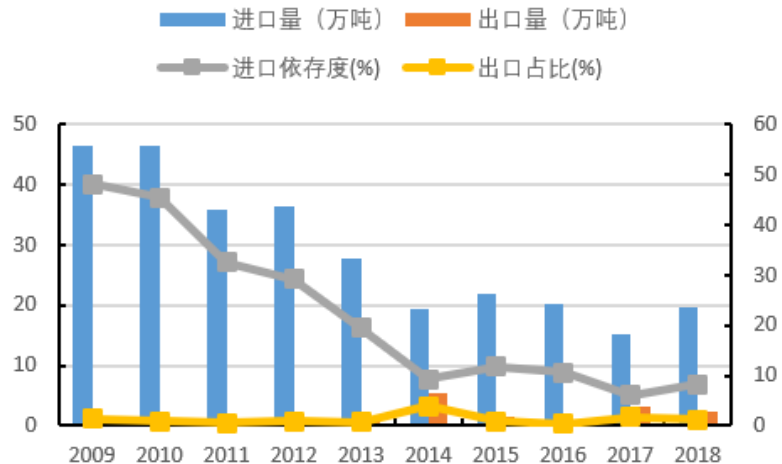
- **正丁醇**：2018年净进口量为19.2万吨，对外依存度9.3%；
- **辛醇**：2018年净进口量为17.37万吨，对外依存度8.2%；

图表：正丁醇进出口



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：辛醇进出口



资料来源：卓创资讯，太平洋证券



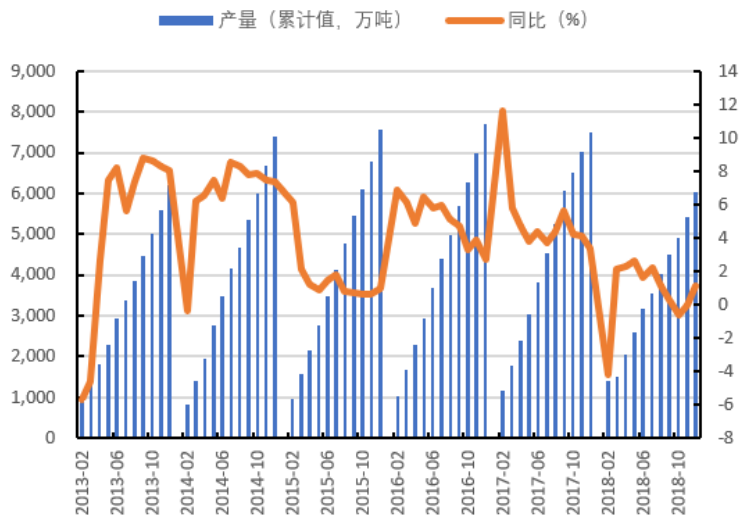
### ■ 丁辛醇下游消费支撑

丁辛醇的终端下游消费主要用于塑料和涂料行业，两行业均保持稳定增速，这对丁辛醇的需求起到了一定的支撑。

**塑料：**2018年，我国产量为6042万吨，同比+1.1%；

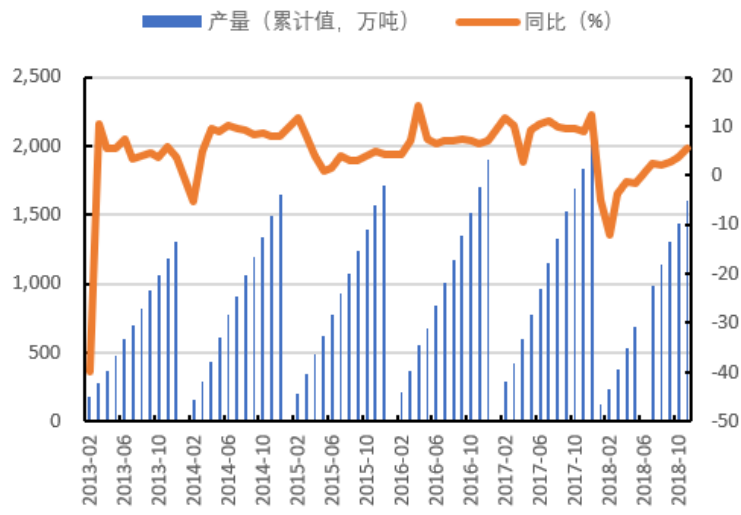
**涂料：**截止到2018年11月，我国产量为1602万吨，同比+5.4%。

图表：国内塑料产量稳定增长



资料来源：wind，太平洋证券

图表：国内涂料产量稳定增长

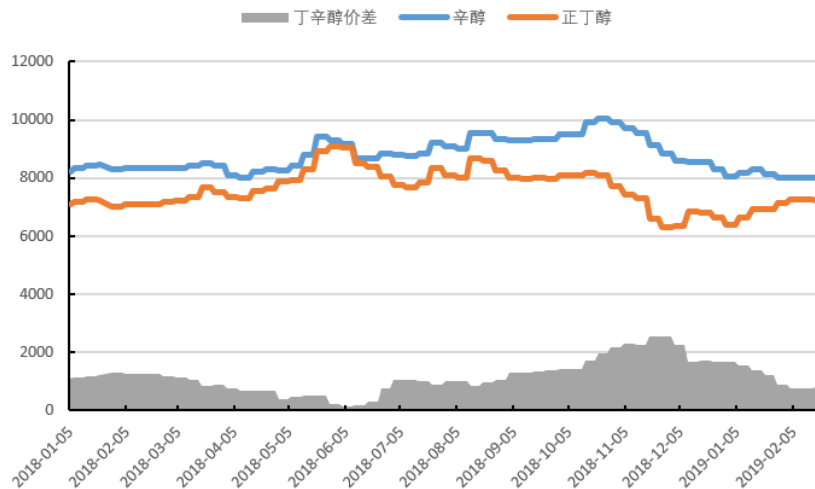


资料来源：wind，太平洋证券

### ■ 2018年丁辛醇市场走势——价格变化趋势相同，却隐藏着价差的不同。

- 2018Q1，国内丁辛醇价格均窄幅震荡，价格平稳。
- 2018Q2，丁辛醇价格均上涨，但正丁醇上涨幅度更大，时间更长，价差逐渐缩小至140元/吨。
- 2018Q3，丁辛醇价格均回调整理，价差回归正常水平。
- 2018Q4，丁辛醇价格均大幅下跌，但正丁醇跌幅更大，价差逐渐扩大至2540元/吨。

图表：2018年丁辛醇价格背离



资料来源：wind，太平洋证券

图表：2018年丁辛醇价格及价差归纳走势

时间	价格走势	价差变化
2018Q1	横盘	平稳
2018Q2	上涨	缩小（最低140）
2018Q3	横盘	平稳
2018Q4	下跌	扩大（最大2540）
2019至今	回归	平稳

资料来源：太平洋证券整理

### ■ 丁辛醇价差波动——产品利润的变动——丁辛醇装置的切换

目前国内丁辛醇可切换装置共有4套，分别是吉林石化、华鲁恒升、南京诚志和华昌二期，总产能将达到77万吨，在国内丁辛醇总产能中占比达到15.4%。

丁辛醇可切换装置对于维持合理差价将起到较强的正向刺激作用，后期正丁醇与辛醇涨跌波动的联动性和同步性将出现加强。

图表：国内丁辛醇可切换装置产能

产能，万吨/年	正丁醇	辛醇
华鲁恒升	8	12
吉林石化	12	12
江苏华昌（二期）	8	
南京诚志	12.5	12.5
合计	77	

### 2010年之后，国内辛醇行业盈利普遍高于正丁醇

- 近年来部分丁醇装置长期切换辛醇
- 虽然正丁醇设计产能较辛醇更大，但丁醇行业开工率却低于辛醇

资料来源：卓创资讯，太平洋证券

### ■ 华鲁恒升具有8万吨/年正丁醇产能+12万吨/年辛醇产能

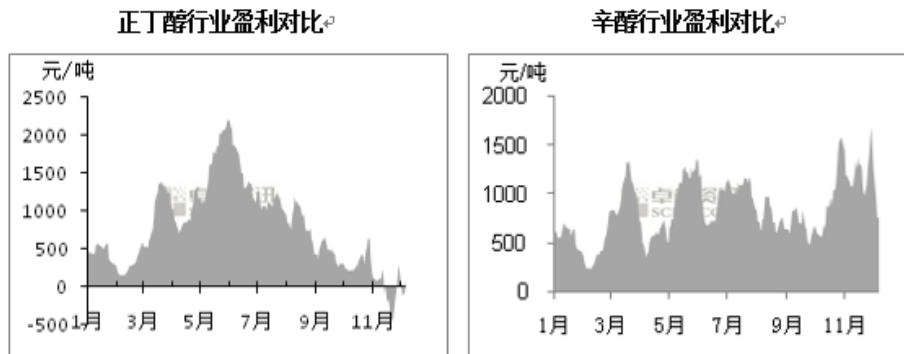
- 装置自2016年之后8万吨/年正丁醇装置**长期切换生产辛醇**。虽然在2017-2018年期间也曾尝试切换过正丁醇，但运行时间不长并再度切换辛醇。
- **2018Q2**：丁辛醇价差逐渐收窄，正丁醇盈利高于辛醇盈利700元/吨，**辛醇转产正丁醇**；
- **2018Q4**，丁辛醇价差逐渐扩大，正丁醇盈利重回盈亏边缘，而辛醇维持全年平均1000元/吨的盈利水平，**正丁醇转产辛醇**。

图表：2018年公司丁辛醇装置动态

时间	辛醇—正丁醇价差	装置动态
2018Q2	逐渐收窄，最低140元/吨	5月初，辛醇装置转产正丁醇
2018Q4	逐渐扩大，最高2540元/吨	11月初，正丁醇装置转产辛醇

资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：2018年丁辛醇盈利对比



资料来源：卓创资讯，太平洋证券



- **价格：2016年以来，丁辛醇在长达3年的时间内整体震荡向上，一直持续到现在。**

2018年，正丁醇均价7678元/吨，同比+13.4%；

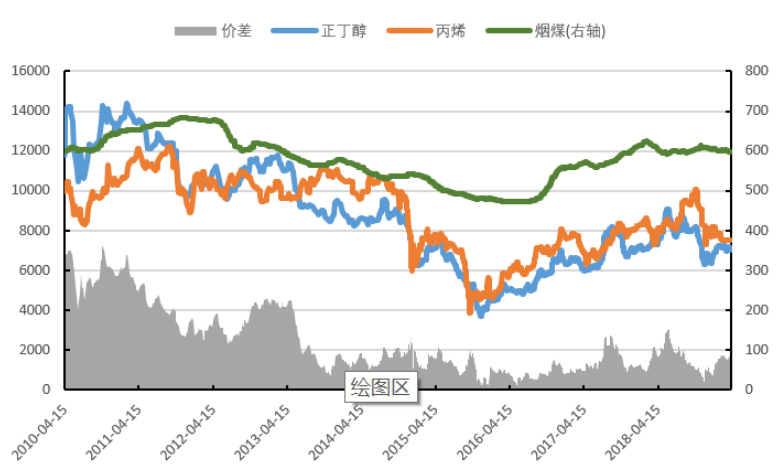
辛醇均价8853元/吨，同比+11%。

- **盈利：2016年以来，丁辛醇盈利不断改善。**

2018年，正丁醇盈利为734.26元/吨，

辛醇848.23元/吨，为近5年来新高（卓创数据）

图表：丁醇价格回升



资料来源：wind，太平洋证券

图表：辛醇价格及价差



资料来源：wind，太平洋证券

### ■ 我们的判断：景气复苏趋势依旧

- **供给端无增量：**未来2-3年少有新产能投放，缓解行业过剩，优化供需格局

原因：1、丙烯下游产品配套中，首选聚丙烯，其次是丙烯腈、环氧丙烷，丁辛醇盈利能力较差。

2、原料除丙烯外，还有合成气，煤化工装置审批、环保、技术层面难度较大。

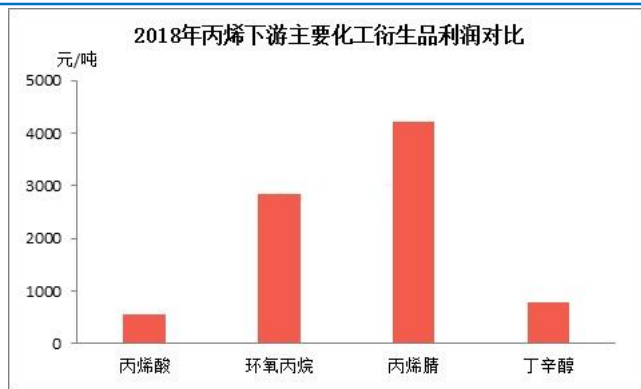
- **需求端稳定增长：**近几年来行业表观消费量增速在7%左右。

图表：丁醇价格及价差



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：丁醇价格及价差



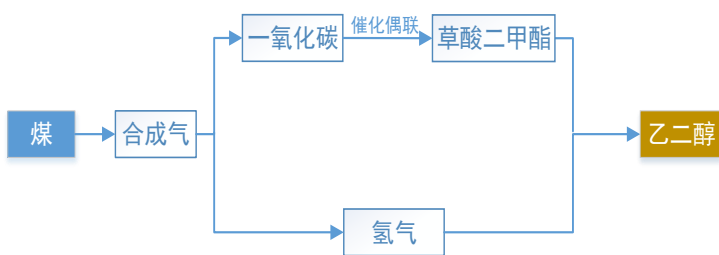
资料来源：卓创资讯，太平洋证券

**乙二醇 (EG)** 是一种重要的石油化工基础原料，主要用于生产聚酯纤维、防冻剂、不饱和聚酯树脂。

**消费结构集中度高**——我国乙二醇主要消费领域为**聚酯**，2018年占比90.8%，其次为防冻液。其中，**涤纶长丝**又是聚酯行业中主要消费领域，占比64%

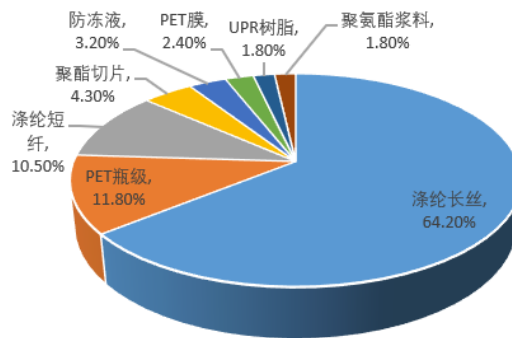
**来源及生产工艺多元化：**石油——石脑油一体化  
天然气——MTO制乙二醇  
煤——制乙二醇

图表：煤制乙二醇生产工艺



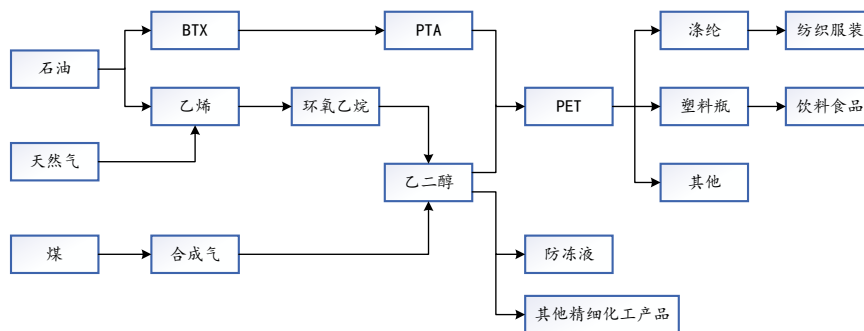
资料来源：太平洋证券整理

图表：2018年乙二醇下游消费构成



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：乙二醇产业链结构



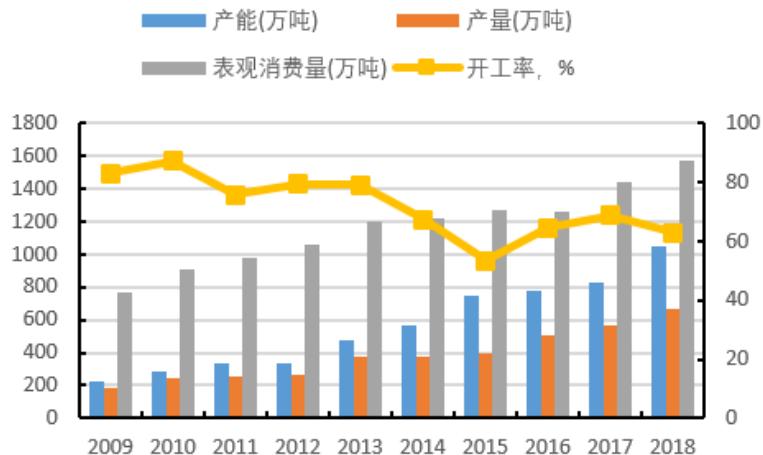
资料来源：太平洋证券整理

**全球己二醇产能：**2018年全球乙二醇产能2616.4万吨，其中中国1051万吨，占比40%。

年内新增产能主要集中在中国市场，新增195万吨。

- 中国乙二醇市场特点：**
- 1、产能产量稳步提升**——产能：2009年为221.3万吨，2018年为1051万吨，年均复合增长率为19%；  
产量：2009年为183.8万吨，2018年为662.5万吨，年均复合增长率为15%。
  - 2、消费规模大**——2018年我国乙二醇的表观消费量为1567.4万吨，同比增长8.5%；
  - 3、开工率不高**——2018年为63%。

图表：乙二醇产能产量稳步提升



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：2018年乙二醇新增产能集中在中国

	国内	国际	
企业	产能	企业	产能
华鲁恒升	50	美国SASOL	28
新疆天业	10	沙特卡扬	20
新疆天盈	15		
黔西化工	30		
内蒙古易高	12		
安徽红四方	30		
惠州炼化	48		
合计	195	合计	48

资料来源：卓创资讯，太平洋证券

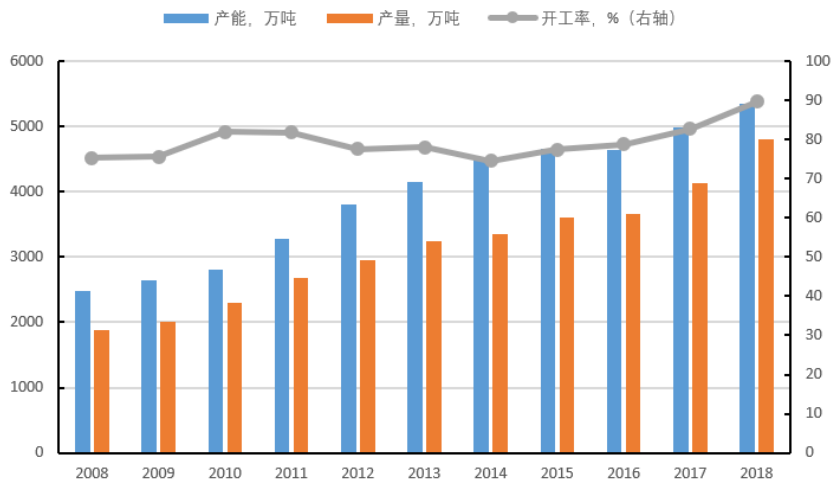
**中国乙二醇市场特点： 4、对外依存度高——乙二醇一直是国内高度依赖进口的品种之一。**

- a. 近几年的进口依存度一直维持在60-65%；
- b. 2018年进口量达980万吨，同比增长12%；进口依存度为62.5%，依然很高。
- c. 下游聚酯行业持续快速增长，依赖进口的局势短期内难以出现明显改观。

**下游聚酯行业处于高景气周期：**产能从2008年2490万吨增长到2018年的5352万吨，9年内增长幅度115%。CAGR接近9%。

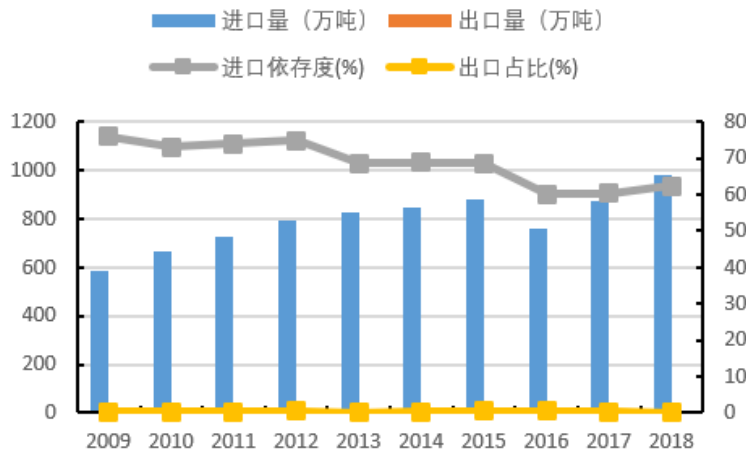
开工率自2014年逐年攀升，2018年达到87%，预计2019年仍能保持85-90%的高位水平。

图表：下游聚酯产能持续增长



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：乙二醇进口依存度较高



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

## 乙二醇生产工艺

### 1、石油——石脑油——乙烯——环氧乙烷——乙二醇（石脑油一体化）

国内工业化应用最广，技术最成熟，但是流程长、能耗大，完全依赖石油，竞争性随原油价格涨跌而波动。

同时，该路线受乙烯产量限制，产能增长缓慢，不能满足市场需求。

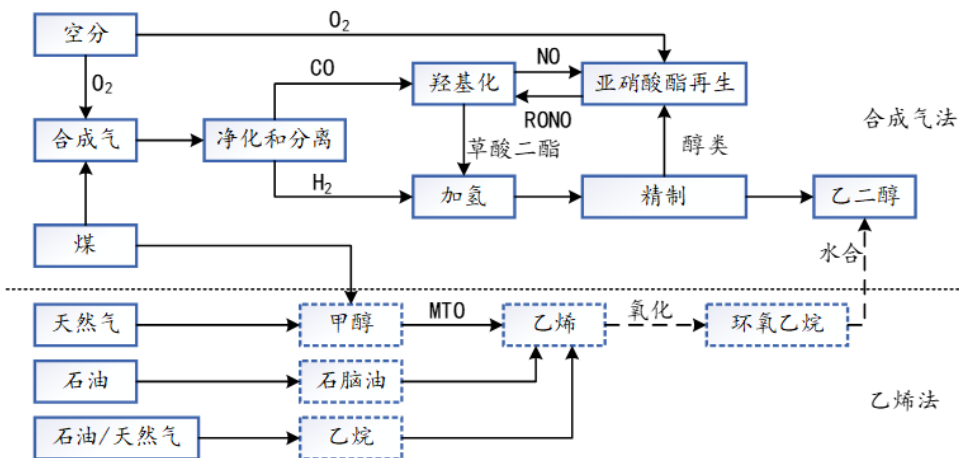
### 2、乙烷/丙烷——乙烯——环氧乙烷——乙二醇

这是北美及中东地区生产乙二醇的主要方法。

依赖廉价的原料乙烷，具有较强的成本竞争力，主要面向中国等亚洲市场出口。

### 3、煤——合成气——乙二醇

图表：乙二醇生产工艺



资料来源：太平洋证券整理

### 3、煤——合成气——乙二醇

#### 方式一：烯烃法：

由煤制得合成气，经甲醇合成，甲醇制烯烃（MTO）得到乙烯，再由传统石油路线从乙烯制得乙二醇。  
该过程将煤制烯烃与传统石油路线乙二醇相结合，技术较为成熟，但成本相对较高。

#### 方式二：直接法：由煤制得合成气(CO+H<sub>2</sub>)，再由合成气一步直接合成乙二醇。

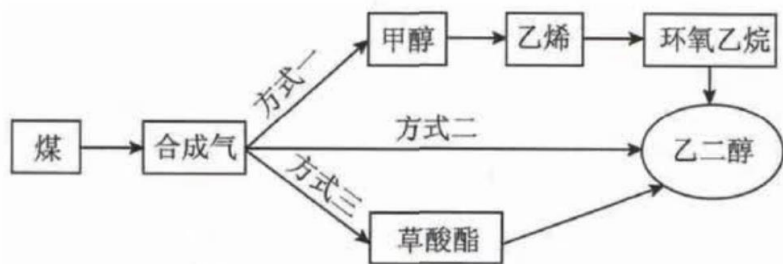
此技术的关键是催化剂的选择，在相当长的时期内难以实现工业化。

#### 方式三：草酸酯法：由煤制得合成气提纯得 CO 和 H<sub>2</sub>，CO 通过催化偶联合成草酸酯，再与H<sub>2</sub> 进行加氢反应制得乙二醇。

该工艺流程短、中间环节少、成本低，是国内关注度最高的煤制乙二醇技术。

**以合成气制草酸酯加氢为代表的技术路线取得工业化成功，有望成为我国乙二醇生产又一重要途径。**

图表：煤制乙二醇工艺路线



资料来源：CNKI，太平洋证券整理

图表：乙二醇生产路线成本对比

原料	路线	乙二醇成本，元/吨
石油	石脑油一体化	5600
乙烷丙烷	中东伴生气	4500
	北美页岩气	4800
煤	经甲醇乙烯法	7400
	草酸酯法	5200

资料来源：太平洋证券整理

**国内产能占比：**石脑油制52%，煤制占42%，甲醇制占5%

图表：国内石脑油乙烯法制乙二醇企业产能

企业	产能, 千吨	产地
镇海炼化	650	浙江省
上海石化	610	上海市
远东联化学	450	江苏省
福建联合	400	福建省
三江化工	380	浙江省
中沙天津石化	360	天津市
中海壳牌	360	广东省
四川石化	360	四川省
扬巴石化	320	江苏省
武汉石化	280	湖北省
扬子石化	260	江苏省
辽宁北化	200	辽宁省
辽阳石化	200	辽宁省
吉林石化	110	吉林省
茂名石化	110	广东省
燕山石化	60	北京市
独山子石化	60	新疆
天津石化	42	天津市
抚顺石化	40	辽宁省
合计	5252	

资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：国内煤制及MTO制乙二醇企业产能

企业	产能, 千吨	产地
<b>煤制乙二醇</b>		
河南煤业	1,000	河南省
阳煤集团	620	山西省
华鲁恒升	550	山东省
鄂尔多斯新杭	300	内蒙古
安徽红四方	300	安徽省
黔西煤化工	300	贵州省
通辽金煤化工	300	内蒙古
新疆天业	250	新疆
内蒙易高三维	200	内蒙古
湖北化肥	200	湖北省
天盈石化	150	新疆
安徽淮化	100	安徽省
合计	4270	
<b>MTO制乙二醇</b>		
富德能源	500	浙江省
斯尔邦石化	40	江苏省
合计	540	

资料来源：卓创资讯，太平洋证券

#### ■ 未来乙二醇新增产能依旧保持稳健的增速。

- 2018年新增乙二醇产能共195万吨，除惠州炼化48万吨之外，均为煤制乙二醇工艺，占比达到75%。
- 2019年国内乙二醇依旧有较大的产能增长潜力，预计新增300万吨，国内产能有望达到1351万吨，产能增速28.5%。
- 与2018年新增产能构成不同，2019年由于大炼化的石脑油一体化产能集中投放，如恒力石化和浙江石化，使得煤制乙二醇工艺占比35%，一体化路线占比57%。
- 国外新增产能主要集中在美国及中东地区，工艺路线多为石脑油一体化或者乙烷裂解路线。

图表：2019年海外新增乙二醇产能

企业	产能, 千吨	地区
Yasab	140	沙特
AxianII/乐天	700	美国
Sasol	280	美国
Neglobal	750	美国
马来西亚石油公司	750	马来西亚
合计	2620	

资料来源：卓创资讯，太平洋证券

图表：国内2019-2020年新增乙二醇产能

企业	产能, 千吨	所在省份	投产时间
煤制乙二醇			
内蒙古久泰	1,000	内蒙古	Feb-20
中安联合	900	安徽省	Jan-20
新疆天业	500	新疆	Oct-20
山西襄矿泓通能用	300	山西省	Jun-19
三宁化工	300	湖北省	Dec-19
永煤龙宇	200	河南省	Dec-19
吉林康乃尔	200	吉林省	Apr-19
辛集化工	60	河北省	Aug-19
合计	3460	占比	59%
乙烯制乙二醇			
恒力大连	900	辽宁省	Jun-19
宁波大榭	800	浙江省	Dec-19
中科(广东)炼化公司	400	广东省	Jul-20
合计	2100	占比	36%
MTO制乙二醇			
斯尔邦石化	300	江苏省	Sep-19
合计	300	占比	5%
总计	5860		

资料来源：卓创资讯，太平洋证券

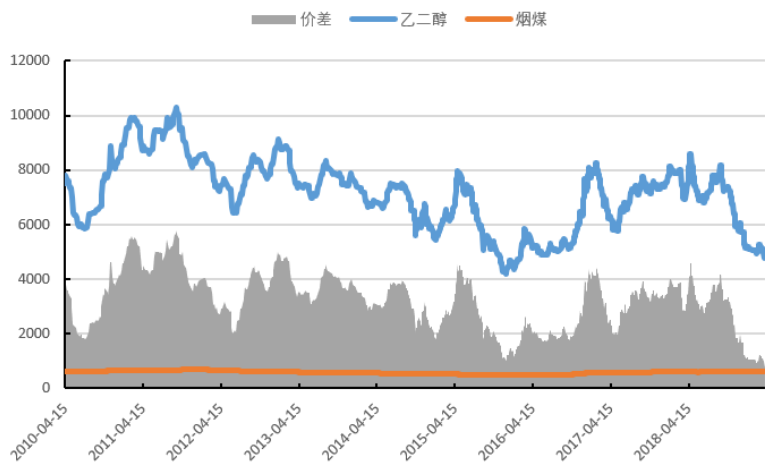
#### 2018年国内乙二醇市场呈现宽幅震荡行情

1-5月份，借助自身良好的基本面一路上涨至年内高点8757元/吨，之后窄幅波动；

10月份之后随着国际油价大幅下挫而进入快速回落通道，价格创年内新低5273元/吨，但受益于上半年价格推涨，2018年均价为7264元/吨，较2017年7207元/吨仍有所抬升。

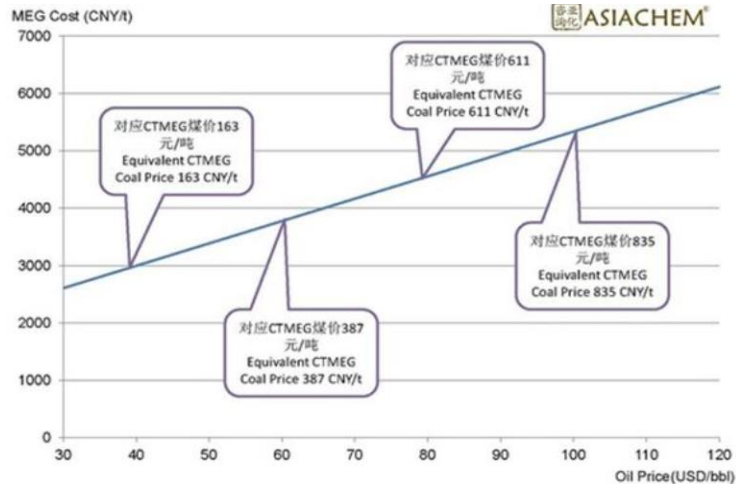
进入2019年，由于短期内下游聚酯需求转淡以及库存压力增大等原因，乙二醇价格继续探底，目前已经跌破5000元/吨。

图表：乙二醇价格持续下跌



资料来源：wind，太平洋证券

图表：煤制乙二醇与石油制乙二醇成本对比



资料来源：亚化咨询，太平洋证券

### 公司50万吨乙二醇顺利投产，2019年开始贡献业绩增量

#### 1、顺利投产，产品达到聚酯级。

公司5万吨/年煤制乙二醇节能项目于2012年顺利投产，近几年通过对其研究、改造和运行，已全面掌握了合成气制乙二醇生产技术，具备大型工业化生产条件。

公司于2016年4月30日公告拟投资26.7亿元建设50万吨/年乙二醇生产装置，建设期为两年，该项目已于2018年10月顺利投产，目前负荷达到90%，运行平稳，产品质量达到聚酯级，性能稳定。预计可实现年营业收入19亿元，利润约3亿元，进一步提高企业盈利能力，同时缓解国内乙二醇大量依靠进口的局面，经济和社会效益显著。

#### 2、成本优势明显

我国乙二醇需求严重依赖进口，随着人民币贬值导致进口价格上涨，且下游聚酯大幅涨价带动乙二醇需求高增。当前公司乙二醇产能55万吨，依托现有煤化工平台，**成本低至4000元/吨，成本优势明显**。近期乙二醇价格较为低迷，跌至5000元/吨左右。国内大部分煤制乙二醇装置已经亏损，但公司凭借突出的成本优势仍然可实现盈利。未来即使景气度下滑仍能保证较大的盈利空间；

#### 3、受益进口替代的市场空间

展望未来，乙二醇的格局存在一些不确定性，大量新增及规划中的煤制乙二醇产能或许会对行业格局产生冲击。但受限于工艺路线与投资进度，乙二醇的进口依赖局面在两到三年内难以扭转，公司可充分受益进口替代的广阔空间。

#### ■ 我们的判断:

- 价格：下跌空间有限，后期有望企稳反弹。

原因：

- 1、下游聚酯行业具有明显的淡旺季，一季度由于春节长假原因，行业需求大幅降低，因此基本也是乙二醇的淡季。预计随着织造及印染行业的开机率回升，需求也将逐步回升。
- 2、受益于减产推动下基本面改善及中美贸易谈判的带动，油价得以支撑回暖对化工板块有所支撑。

- 技术：煤制乙二醇有望成为市场主流技术

原因：

- 1、煤制乙二醇色度、纯度问题均得到一定程度解决，质量提升已经迎来拐点，在下游消费中占比将不断提高；
- 2、相比较于石脑油及甲醇制乙二醇路线，煤制乙二醇具有明显的成本优势，而且也更符合我国能源结构特点。

### ■ 新旧动能转换接力远期成长

- 2018年2月22日，山东省人民政府发布了关于印发《山东省新旧动能转换重大工程实施规划》的通知。明确提出“坚决遏制过剩产能扩张，严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策，加快淘汰落后产能。完善化工园区产业升级与退出机制，全面推动散、乱、危、小化工企业进园入区，力争到2022年进园入区比例达到40%左右”。
- 公司所在园区通过山东省认证，园区及环保壁垒高，将持续受益。同时，公司年产150万吨绿色化工新材料项目（年产150万吨乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺基尼龙等）入选山东省新旧动能转化第一批优选高端化工类项目，长期发展空间广阔，成长新动能强劲。
- 我们认为供给侧改革从“量的去化”升级为“量的优化”，优秀的龙头公司将充分受益由此带来的市场格局调整与政策大力支持，进一步打开成长空间。

### ■ 第二期股权激励落地彰显发展信心

- 截至2019年1月10日，第二期股权激励授予完毕，对象包括公司董事、高管以及核心技术、管理、业务和技能等骨干人员共计160人，业绩考核条件为以2016年营业收入为基数，2019/2020/2021年营业收入增长率不低于70%/80%/90%，且每年分红高于0.15元/股。新一轮激励计划绑定核心人员利益彰显对公司长期发展信心。

■ 我们预计公司2019-2021年归母净利分别 24.8/27.4/31.4 亿元，对应EPS 1.52/1.68/1.93 元，PE 10.7/9.7/8.5。行业低迷下成本优势保障公司仍有超额收益，同时借助多联产平台公司可适当规避盈利周期波动，14-16年公司在周期最差情形仍有平均大约87亿收入、19%毛利率、8.7亿净利；在行业平均景气周期下，考虑到公司新投产项目带来的业绩增量，目前价值明显被低估，低成本护城河深厚，看好公司长期发展空间，维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,357	15,191	16,210	17,307
(+/-%)	37.94	5.81	6.71	6.77
净利润(百万元)	3,020	2,480	2,738	3,136
(+/-%)	147.10	-17.88	10.4	14.54
摊薄每股收益(元)	1.86	1.52	1.68	1.93
市盈率(PE)	8.8	10.7	9.7	8.5

资料来源：Wind，太平洋证券

- 宏观经济增长不及预期；
- 煤炭、纯苯等原料价格大幅上涨；
- 产品价格大幅下跌。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,283	2,208	5,099	10,790	营业收入	14,357	15,191	16,210	17,307
应收票据	1,079	1,079	1,079	1,079	营业成本	9,980	11,610	12,358	13,064
应收账款	23	25	26	28	营业税金及附加	98	104	111	119
预付账款	171	199	212	224	销售费用	261	273	289	303
存货	557	648	690	729	管理费用	141	144	154	164
其他流动资产	1,202	1,202	1,202	1,202	财务费用	177	126	62	-49
流动资产合计	4,317	5,362	8,309	14,053	资产减值损失	76	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	12	0	0	0
固定资产	12,976	12,999	12,718	12,050	营业利润	3,569	2,932	3,237	3,707
在建工程	203	1,325	1,835	830	营业外收入	1	1	1	1
无形资产	696	696	696	696	营业外支出	4	4	4	4
其他非流动资产	459	459	459	459	利润总额	3,565	2,929	3,233	3,703
非流动资产合计	14,333	15,478	15,708	14,035	所得税	546	448	495	567
资产合计	<b>18,650</b>	<b>20,840</b>	<b>24,017</b>	<b>28,088</b>	净利润	3,020	2,480	2,738	3,136
短期借款	270	700	500	600	少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,020	2,480	2,738	3,136
应付账款	1,568	1,824	1,941	2,052	NOPLAT	3,283	2,590	2,794	3,098
预收款项	303	321	343	366	EPS (摊薄)	1.86	1.52	1.68	1.93
其他应付款	88	88	88	88					
一年内到期的非流动负债	1,338	1,338	1,338	1,338					
其他流动负债	411	411	411	411					
流动负债合计	3,978	4,681	4,620	4,854					
长期借款	2,594	1,600	2,100	2,800					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	17	17	17	17					
非流动负债合计	2,612	1,617	2,117	2,817					
负债合计	<b>6,589</b>	<b>6,298</b>	<b>6,737</b>	<b>7,672</b>					
归属母公司所有者权益	12,068	14,548	17,287	20,423					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	12,068	14,548	17,287	20,423					
负债和股东权益	<b>18,657</b>	<b>20,847</b>	<b>24,024</b>	<b>28,095</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,421	4,238	4,364	4,616
现金收益	4,551	4,088	4,284	4,539
存货影响	-156	-91	-42	-39
经营性应收影响	-522	-29	-14	-14
经营性应付影响	234	274	139	134
其他影响	-686	-3	-3	-3
投资活动现金流	-1,768	-2,622	-1,710	225
资本支出	-2,372	-2,622	-1,710	225
股权投资	12	0	0	0
其他长期资产变化	592	0	0	0
融资活动现金流	-1,050	-691	238	849
借款增加	-632	-564	300	800
财务费用	-177	-126	-62	49
股东融资	-241	0	0	0
其他长期负债变化	0	0	0	0

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	37.9%	5.8%	6.7%	6.8%
EBIT增长率	141.4%	-21.1%	7.9%	10.9%
非母公司净利润增长率	147.3%	-17.9%	10.4%	14.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.5%	23.6%	23.8%	24.5%
净利率	21.0%	16.3%	16.9%	18.1%
ROE	25.0%	17.0%	15.8%	15.4%
ROIC	20.4%	15.4%	14.4%	12.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.3%	30.2%	28.0%	27.3%
债券权益比	35.0%	25.1%	22.9%	23.3%
流动比率	108.5%	114.5%	179.8%	289.5%
速动比率	94.5%	100.7%	164.9%	274.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	57	57	57	57
存货周转天数	20	20	20	20
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.86	1.52	1.68	1.93
每股经营现金流	2.10	2.61	2.68	2.84
每股净资产	7.42	8.94	10.63	12.56
<b>估值比率</b>				
P/E	8.8	10.7	9.7	8.5
P/B	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.1	6.8	6.5	6.0

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566