

推荐 (维持)

产业链延伸推动内生成长，受益油价触底大反弹

风险评级：中风险

华鲁恒升（600426）深度报告

2019年4月26日

投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

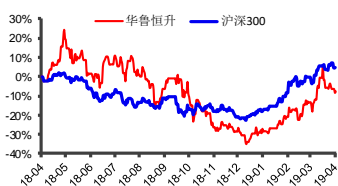
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据

2019年4月25日

收盘价(元)	15.35
总市值(亿元)	249.69
总股本(亿股)	1,626.66
流通股本(亿股)	1,617.42
ROE(TTM)	23.01%
12月最高价(元)	21.60
12月最低价(元)	11.12

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 公司简介：优质煤化工白马龙头，仍在快速成长。**目前公司形成了合成氨320万吨/年、尿素180万吨/年、复合肥60万吨/年、DMF25万吨/年、醋酸50万吨/年、己二酸16万吨/年、乙二醇55万吨/年、硝酸30万吨/年、多元醇20万吨/年、三聚氰胺10万吨/年、醋酐5万吨/年的产能，已经成功发展为国内具有竞争力的大型煤化工企业。上市以来，**2002-2018年，16年公司收入增长了30.8倍，复合增长率24.1%；净利润增长了64.7倍，复合增长率29.9%**。2019年1季度，公实现营业收入35.43亿元，同比增长3.03%，环比增长0.98%；归母净利润6.42亿元，同比下降12.51%，环比增长32.40%。
- 公司盈利能力明显好于同类上市公司。**2014-2018年，公司净资产收益率分别为12.92%、12.98%、11.27%、14.02%、28.33%，资产收益率都在10%以上，明显好于同类上市公司，并且波动较小。特别是在2015、2016年，这两年大多数化工产品价格低迷，产能过剩，很多企业微利或者陷入亏损，而华鲁恒升仍然能保持较好的盈利，这是典型的“路遥知马力”。
- 原因分析。**公司盈利能力连续多年明显好于同类上市公司，这个并不是偶然性，而是必然性，这是一个企业的内在因素所决定，这些内在因素成为公司能从行业中脱颖而出的核心竞争力。我们这里主要从下面几个方面去分析公司的**内在因素**：**1、技术优势成就公司成本优势**，公司使用先进洁净煤气技术能使用价格较低的烟煤（褐煤）作为主要生产原料；另外，公司非常注重降本增效，持续通过技术技改、优化生产工艺，提高生产效率，降低能耗等措施实现公司生产成本进一步降低。**2、“一头多线”产业链优势，柔性生产，效益最大化。****3、公司费用控制能力**，公司期间费用率和管理费用率只有同行业可比公司一半左右，这对传统的产能过剩行业竞争中尤为重要。
- 产业链延伸继续推动公司内生成长。**2018年10月9日，公司公告50万吨/年乙二醇项目生产装置近日打通全部流程，达到70%负荷稳定运行，生产出优等品，进入试生产阶段，今年将贡献业绩。另外，2019年3月，公司公告拟投资15.72亿元建设16.66万吨/年己二酸项目，建设期24个月，预计年均实现营业收入19.86亿元、利润总额2.96亿元；拟投资49.8亿元建设酰胺及尼龙新材料项目（30万吨/年），建设期30个月，预计年均实现营业收入56.13亿元，利润总额4.46亿元。
- 投资建议。**公司依托洁净煤气化技术，专注于资源综合利用，打造了“一头多线”的循环经济柔性多联产运营模式，可根据产品市场变化及时调整生产模式和产品结构，实现效益最大化。预计公司2019年、2020年EPS分别1.70元、1.87元，目前股价对应PE分别为9.0倍、8.2倍，仍具备估值优势，维持公司“推荐”投资评级。
- 风险提示：**产品价格下跌，需求低于预期。

目 录

1. 公司简介：优质煤化工白马龙头，仍在快速成长.....	3
2. 公司盈利能力明显好于同类上市公司.....	4
3. 公司盈利能力明显好于同类上市公司原因分析.....	5
3.1 技术优势成就公司成本优势.....	5
3.2 “一头多线”产业链优势，柔性生产，效益最大化.....	7
3.3 公司费用控制能力.....	8
4. 产品价格：受益石油触底大反弹，醋酸、乙二醇等煤化工产品有望企稳反弹.....	8
5. 产业链延伸继续推动公司内生长.....	10
6. 投资建议.....	13

插图目录

图 1：华鲁恒升股权结构.....	3
图 2：公司“一头多线”的产品结构.....	3
图 3：公司营业收入和净利润情况（亿元）.....	4
图 4：公司主营业务收入结构（2018）.....	4
图 5：华鲁恒升与同行业上市公司 ROE 对比.....	5
图 6：华鲁恒升与同行业上市公司毛利率对比.....	5
图 7：无烟煤和烟煤价格对比.....	6
图 8：公司与同行业上市公司尿素毛利率对比.....	6
图 9：公司与同行业可比公司期间费用率比较.....	8
图 10：公司与同行业可比公司管理费用率比较.....	8
图 11：华鲁恒升尿素（小颗粒）出厂价走势（元/吨）.....	9
图 12：华鲁恒升醋酸出厂价走势（元/吨）.....	9
图 13：华东地区乙二醇市场价（中间价）.....	10
图 14：己二酸市场价格.....	10
图 15：国际原油期货价格走势.....	10
图 16：华鲁恒升与其他煤制乙二醇企业开工率对比.....	11
图 17：乙二醇价格走势.....	11
图 18：国内乙二醇产能、产量、进口量（万吨）和产能利用率情况.....	12

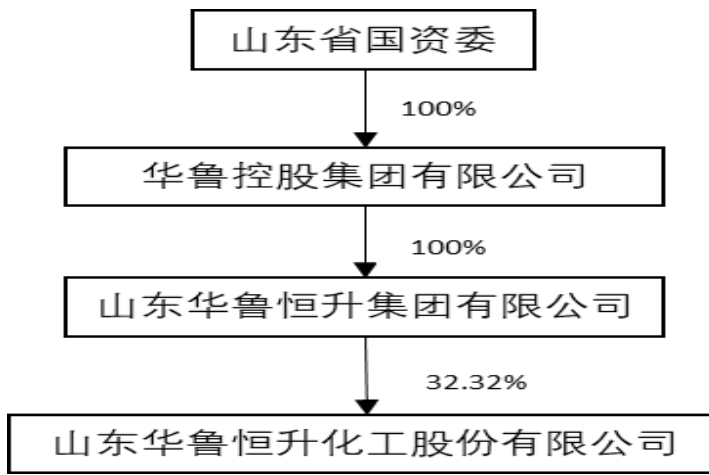
表格目录

表 1：德士古（Texaco）水煤浆气化炉与 UGI 炉比.....	5
表 2：煤头尿素成本对比.....	6
表 3：公司部分技改项目明细.....	7
表 4：公司拟新建项目情况.....	13
表 5：公司盈利预测简表.....	14

1. 公司简介：优质煤化工白马龙头，仍在快速成长

华鲁恒升是以山东华鲁恒升集团有限公司作为主发起人，联合其他几家山东大型国有企业共同发起，2000年实现股份制改制，2002年6月上市。当时公司主营业务为尿素的生产和销售，经过不断扩大产品规模，延伸产业链条，依托洁净煤气化技术，专注于资源综合利用，打造了“一头多线”的循环经济柔性多联产运营模式。主要业务包括生产和销售化肥及化工产品，主要产品包括尿素、醋酸及衍生品、DMF、己二酸及中间体、有机胺、乙二醇等。公司通过持续不断的节能环保技改，保持煤化工同行业领先的技术和成本优势。

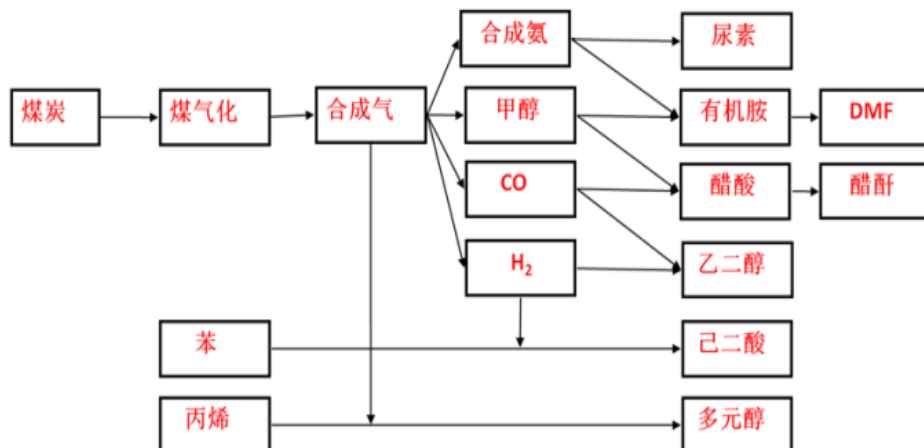
图1：华鲁恒升股权结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

目前公司形成了合成氨320万吨/年、尿素180万吨/年、复合肥60万吨/年、DMF25万吨/年、醋酸50万吨/年、己二酸16万吨/年、乙二醇55万吨/年、硝酸30万吨/年、多元醇20万吨/年、三聚氰胺10万吨/年、醋酐5万吨/年的产能，已经成功发展为国内具有竞争力的大型煤化工企业。

图2：公司“一头多线”的产品结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

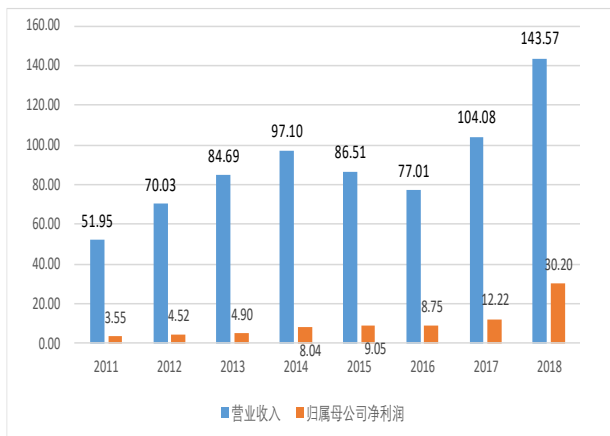
公司充分发挥多元联产优势，根据市场变化及时调整生产模式和产品结构，深入挖掘平台增效潜力，并持续开展增收节支活动，以实现效益最大化。上市以来，2002-2018年，16年公司收入增长了30.8倍，复合增长率24.1%；净利润增长了64.7倍，复合增长率29.9%。

2018年，公实现营业收入143.57亿元，同比增长37.94%；实现归属于上市公司股东的净利润30.20亿元，同比增长1.47倍；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为30.11亿元，同比增长1.45倍；实现EPS为1.86元。每股经营活动产生的现金流净额2.42元，现金流非常健康。

公司柔性多联产产业链优势再次体现。尿素价格从2018年9月份开始大幅上涨，公司加大了尿素生产。第四季度公司肥料产量65.48万吨，同比大幅增长57.94%；销量52.25万吨，同比增长39.74%。醋酸价格从2018年11月开始环比大幅下降，公司减少了醋酸的生产。第四季度公司醋酸及衍生品产量15.18万吨，同比下降6.24%；销量14.59万吨，同比下降8.81%。

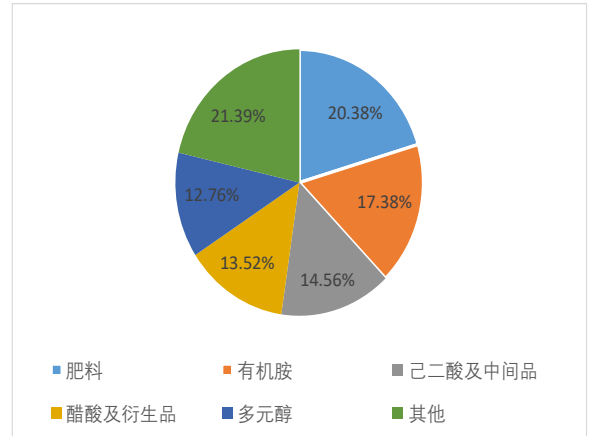
业绩环比企稳。2019年1季度，公实现营业收入35.43亿元，同比增长3.03%，环比增长0.98%；实现归属于上市公司股东的净利润6.42亿元，同比下降12.51%，环比增长32.40%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为6.36亿元，同比下降13.39%。**价格同比下降是公司盈利下降的主要原因。**2019年1季度，主营业务产品肥料、有机胺、乙二醇及中间体、醋酸及衍生品和多元醇生产量分别为62.72万吨、9.09万吨、8.4万吨、15.87万吨、17.04万吨，分别同比增长56.4%、-3.7%、1.9%、-0.8%、216.1%；销售量分别为57.51万吨、8.55万吨、5.85万吨、15.23万吨、17.37万吨，分别同比增长56.7%、0.9%、10.8%、1.1%、219.9%；销售均价（不含税）分别为1428元/吨、4901元/吨、7402元/吨、2791元/吨、4905元/吨，分别同比下降3.7%、21.8%、26.5%、30.9%、28.0%。

图3：公司营业收入和净利润情况（亿元）



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图4：公司主营业务收入结构（2018）



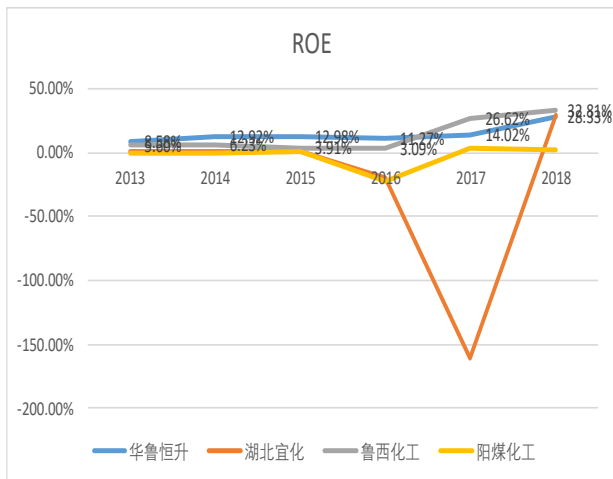
资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

2.公司盈利能力明显好于同类上市公司

2014-2018年，公司净资产收益率分别为12.92%、12.98%、11.27%、14.02%、28.33%，资产收益率都在10%以上，明显好于同类上市公司，并且波动较小。特别是在2015、2016年，这两年大多数化工产品价格低迷，产能过剩，很多企业微利或者陷入亏损，而华鲁恒升仍然能保持较好的盈利，这是典型的“路遥知马力”。2018年，公司净资产收益率高达28.33%，再创新高。

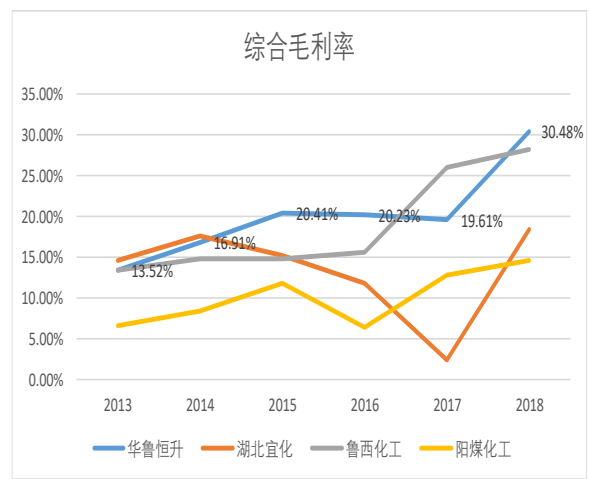
2014-2018年，公司产品综合毛利率分别为16.91%、20.41%、20.23%、19.61%、30.48%，基本上是在20%左右，明显好于同类上市公司，并且波动较小。

图5：华鲁恒升与同行业上市公司ROE对比



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图6：华鲁恒升与同行业上市公司毛利率对比



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

3.公司盈利能力明显好于同类上市公司原因分析

公司盈利能力连续多年明显好于同类上市公司，这个并不是偶然性，而是必然性，这是一个企业的内在因素所决定，这些内在因素成为华鲁恒升能从行业中脱颖而出的核心竞争力。

我们这里主要从下面几个方面去分析公司的内在因素：1、技术优势成就公司成本优势；2、“一头多线”产业链优势，柔性生产，效益最大化；3、公司费用控制能力。

3.1 技术优势成就公司成本优势

华鲁恒升产业链一个关键点就是煤气化，煤气化合成合成气是其核心生产技术，同时是控制生产成本的主要步骤。煤气化技术是指把经过适当处理的煤送入反应器如气化炉内，在一定的温度和压力下，通过氧化剂（空气或氧气和蒸气）以一定的流动方式（移动床、流化床或携带床）转化成气体，得到粗制水煤汽，通过后续脱硫脱碳等工艺可以得到精制一氧化碳气。

公司采用水煤浆气化技术替代传统的 UGI 固定床气化工造气技术，该技术运用多喷嘴（四喷嘴）水煤浆加压气化技术，属加压气流床工艺。该技术的气化炉将德士古炉单喷嘴改为对置式多喷嘴，强化了热质传递，碳转化率可达到 98%以上，比煤耗可降低约 2.2%，比氧耗可降低 6.6%，同时调节负荷比单喷嘴气化炉灵活。

表 1：德士古（Texaco）水煤浆气化炉与 UGI 炉比

优势	UGI 煤气炉	GE（德士古）水煤浆气化炉
煤种适用性	无烟煤（25-80mm 的块煤）或焦炭	可采用次烟煤、烟煤、焦、石油焦等为原料，煤种适用性广，且不受灰熔点和煤块度大小限制
生产连续性	间歇式	连续进料，操作稳定性强。

气化压力	压力低,单炉最大产气量仅 12000Nm ³ /h	气化压力高,单炉产气量大,节省后续合成气压缩能耗。
合成气质量	CO+H ₂ 仅 70%	有效组份(CO 和氢气)含量高
气化温度	1000~1250℃	运行温度 1100~1540℃,碳转化率 96%~98%,可回收生产高压蒸汽。
安全性能		湿法磨煤,避免干法磨煤安全隐患。
环保性能	碳转化率低,炉渣中含碳 22%以上,含氰废水和吹风气	气化温度高,焦油、酚等污染物少。

资料来源:东莞证券研究所

先进洁净煤气技术能使用价格较低的烟煤(褐煤)作为主要生产原料,而行业内大量使用传统的固定床工艺,生产中被迫使用价格较高的无烟块煤,国内烟煤价格低于无烟块煤价格300-500元/吨,这样华鲁恒升合成气的成本明显低于行业平均水平,公司以合成气生产产品尿素、甲醇等煤化工产品生产成本低于行业平均水平,体现为公司产品毛利率高于行业同类上市公司。

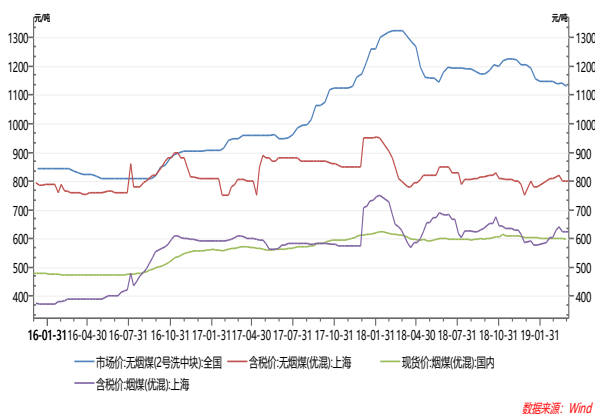
2014-2018年,公司产品综合毛利率分别为16.91%、20.41%、20.23%、19.61%、30.48%,基本上是在20%左右,明显好于同类上市公司,并且波动较小。2014年-2018年,公司尿素毛利率分别为16.01%、27.83%、18.41%、12.94%、28.04%,毛利率基本上是好于同类上市公司。

表2:煤头尿素成本对比

	无烟煤	烟煤
原料吨耗	0.84 吨	0.87 吨
煤价	1000 元/吨	600 元/吨
电耗	800-1100 度	350-400 度
电价	0.40-0.45 元/度	0.40-0.45 元/度
动力煤价	550 元/吨	550 元/吨
动力煤耗(动力蒸汽)	0.5-0.6 吨	0.5-0.6 吨
人工、折旧	100-150 元	100-150 元
总成本	1650 元/吨左右	1100 元/吨左右

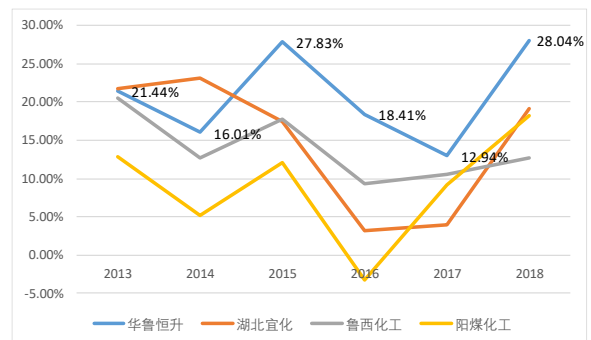
资料来源:百川资讯,东莞证券研究所

图7:无烟煤和烟煤价格对比



资料来源:wind资讯,东莞证券研究所

图8:公司与同行业上市公司尿素毛利率对比



资料来源:wind资讯,东莞证券研究所

另外，公司非常注重降本增效，持续通过技术技改、优化生产工艺，提高生产效率，降低能耗等措施实现公司生产成本进一步降低，进一步提升公司的成本优势，使公司在行业陷入产能严重过剩的境况下，公司仍然能够实现盈利。

案例：

2016年4月，公司发布《投资建设空分装置节能技术改造项目公告》，拟投资5.06亿元进行空分装置节能技术改造。公司原有1#、2#空分装置分别为大型氮肥国产化技术改造项目和原料煤本地化与动力结构调整项目所配套，均为国产装置，生产规模较小，装备水平低，单位产出运行能耗较高，造成制氧成本较高。此外2#空分装置空压机由于压缩机的喘震问题无法达到设计产能，影响下游配套系统生产。新建的空分装置为10万Nm³/h供氧能力的大型装置，采用先进节能型的生产工艺，项目完成后，将大大降低单位氧气产品的能耗和新鲜水用量。在建的空分节能技术改造项目完成后，年可节约标准煤123720吨。2017年12月，公司公告空分装置节能技术改造项目投产。

2014年8月26日，公司公告称拟投资建设传统产业升级及清洁生产综合利用项目；该项目计划投资额28.31亿元，新项目采用先进的水煤浆气化技术，建设年生产能力为13.68亿Nm³的羰基合成气（CO+H₂）生产装置（约折合100万吨氨醇合成能力），替代采用传统UGI固定床气化技术的合成气生产装置，可进一步降低原料煤和公用工程消耗，有效减少环境污染。2017年10月9日，公司公告传统产业升级及清洁生产综合利用项目试车成功。

表 3：公司部分技改项目明细

项目名称	开始时间	完工时间	预算金额（亿元）
氨合成能量系统优化项目	2009年2月	2010年4月	1.2
尿素产品多元化及节自筹能技术改造项目	2009年2月	2010年4月	1.9
醋酸装置节能新工艺改造项目	2010年12月	2013年9月	44.2
5万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目	2010年2月	2014年6月	4.5
10万吨/年醇酮装置节能改造项目	2012年3月	2014年8月	5.1
空分装置节能技术改造项目	2016年4月	2017年12月	5.06
传统产业升级及清洁生产综合利用项目	2014年8月	2017年10月	28.3

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.2 “一头多线”产业链优势，柔性生产，效益最大化

所谓“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，经进一步加工可生产尿素、碳一化工、羰基合成等终端产品，因为在生产中各种产品可以灵活调节，故称柔性多联产。按照这种生产模式，原料利用率很高，基本没有废弃物产生，所有从煤头出来的气体均用于生产产品，高原料利用率也摊薄了各产品的成本。

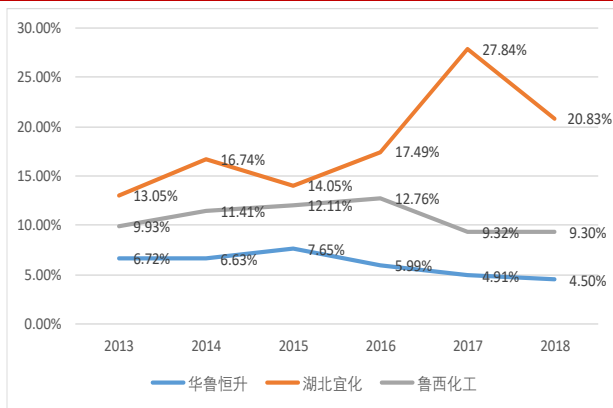
公司在实际运行中可根据市场变化进行产品间、系统间、园区间的联产联动，那种产品价格高、能创造效益就多产那一种。比如：合成氨和甲醇可以调节，在尿素价格高时就多产液氨生产尿素，在醋酸价格高时就多产甲醇生产醋酸，2016年中尿素价格一度跌破1200元/吨时，生产尿素基本无利可图，公司可将尿素开工率将至最低，同时增加甲醇产量，降低甲醇外采数量，实现成本节约；2018年9月份开始尿素价格大幅上涨，

公司加大了尿素生产。2018年第四季度公司肥料产量65.48万吨，同比大幅增长57.94%；销量52.25万吨，同比增长39.74%。2018年11月开始醋酸价格环比大幅下降，公司减少了醋酸的生产。2018年第四季度公司醋酸及衍生品产量15.18万吨，同比下降6.24%；销量14.59万吨，同比下降8.81%。二甲胺和三甲胺可以联产，而二甲胺又可直接生产DMF，这样也可以根据市场变化进行联动。这些与市场高度对接的联产使得公司原料综合利用率特别高，协同效应强，实现效益最大化，在一定程度上也能抚平行业周期波动的冲击。

3.3 公司费用控制能力

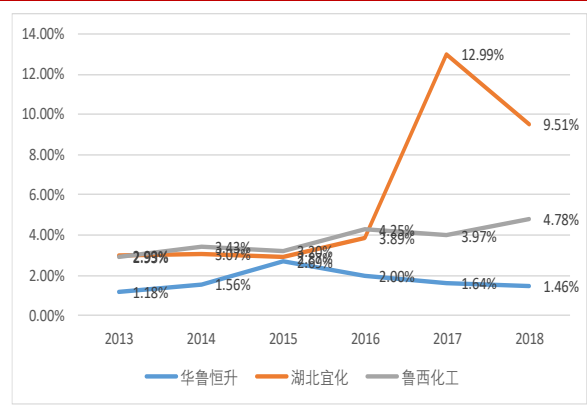
公司费用率显著低于行业平均水平，近几年公司期间费用率在7%左右，其中管理费用率在2%左右，在整个制造企业中这个费用率是非常低的，体现出公司非常优秀的管理能力。以2018年为例，公司期间费用率为4.50%，同行业可比公司湖北宜化、鲁西化工（前三季度）期间费用率分别为20.83%、7.50%；其中公司管理费用率为1.46%，同行业可比公司湖北宜化、鲁西化工（前三季度）管理费用率分别为9.51%、2.59%。**相当于公司费用率只有同行业可比公司一半**，这对传统的产能过剩行业竞争中实现盈利尤为重要。

图9：公司与同行业可比公司期间费用率比较



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

图10：公司与同行业可比公司管理费用率比较

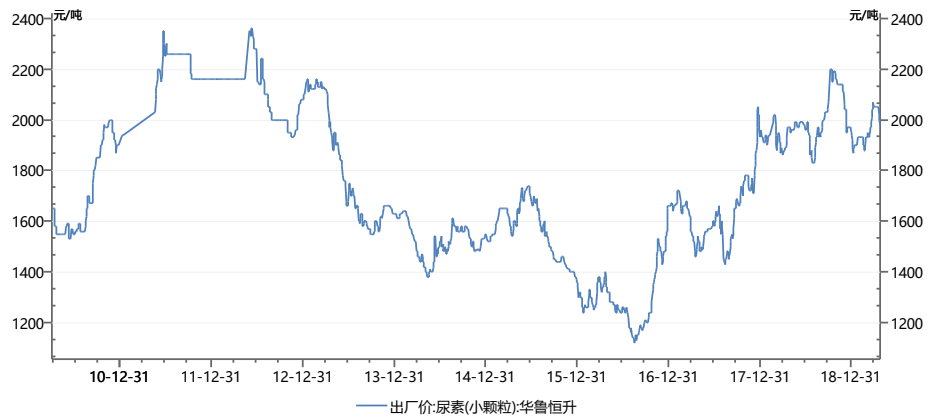


资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

4. 产品价格：受益石油触底大反弹，醋酸、乙二醇等煤化工产品有望企稳反弹

尿素：华鲁恒升尿素（小颗粒）2019年4月24日出厂价为1980元/吨，维持相对高位；2018年均价为1984元/吨，2017年均价1630元/吨。

图11：华鲁恒升尿素（小颗粒）出厂价走势（元/吨）

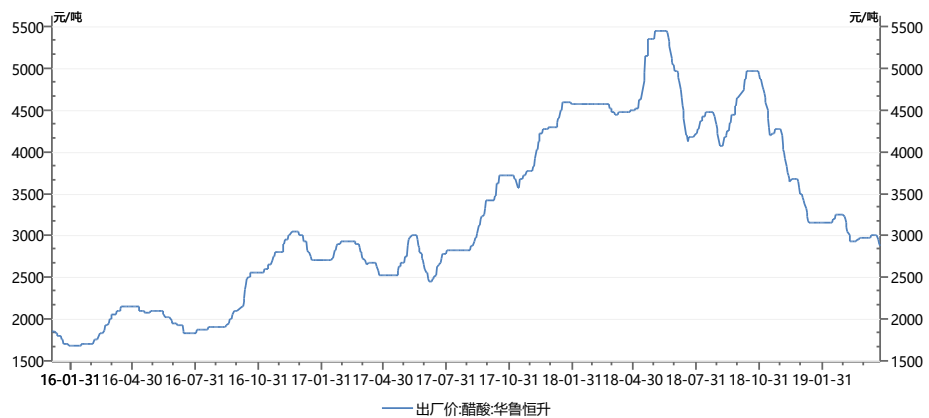


数据来源：Wind

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

醋酸：华鲁恒升醋酸2019年4月24日出厂价为2875元/吨，2018年公司醋酸出厂均价为4541元/吨，2017年均价为3033元/吨。

图12：华鲁恒升醋酸出厂价走势（元/吨）



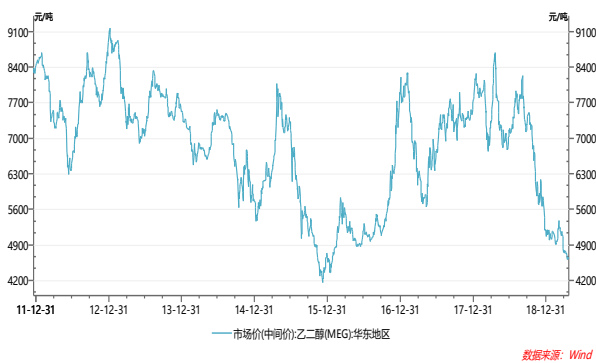
数据来源：Wind

资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

乙二醇：目前华东地区乙二醇市场价（中间价）最新为4630元/吨，2018年均价为7232元/吨，2017年均价为7103元/吨。

己二酸：华东地区己二酸（中间价）最新价格为8100元/吨，2018年均价为10746元/吨，2017年均价为10152元/吨。

图13：华东地区乙二醇市场价（中间价）



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

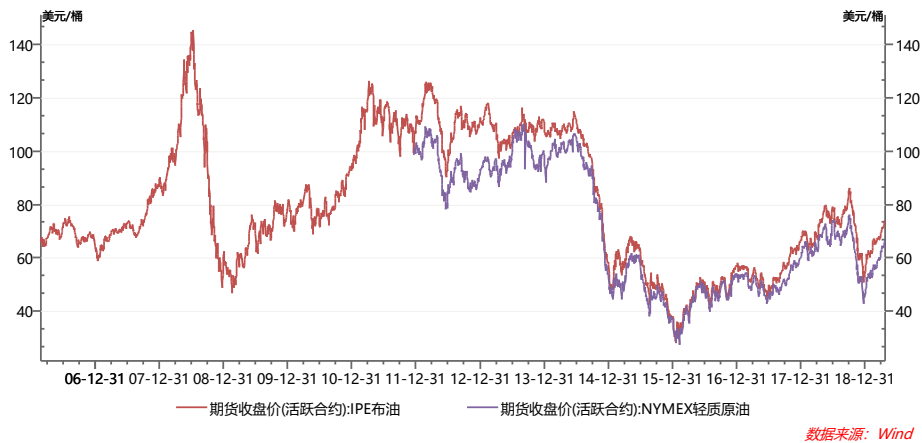
图14：己二酸市场价格



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

布伦特原油期货价4月23日为73.73美元/桶，较2018年12月底点的50.68美元/桶环比大幅上涨45.5%。纽约原油期货价4月23日为66.18美元/桶，较2018年12月底点的42.68美元/桶环比大幅上涨55.1%。

图15：国际原油期货价格走势



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

煤化工产品价格与原油价格关联度非常大，并有一定的滞后性。随着原油价格触底反弹，醋酸、乙二醇等煤化工产品价格也逐渐企稳并有所反弹。

5.产业链延伸继续推动公司内生成长

最新投产和拟在建项目：

1) 乙二醇

2016年4月30日，公司公告投资建设50万吨/年乙二醇项目，投资金额26.74亿元，建设期2年。2018年10月9日，公司公告50万吨/年乙二醇项目生产装置近日打通全部流程，达到70%负荷稳定运行，生产出优等品，进入试生产阶段。

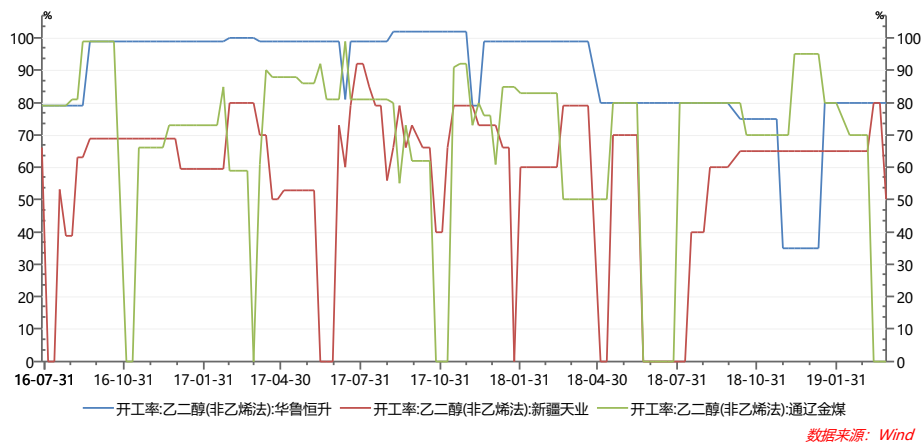
此前公司5万吨/年乙二醇项目投资超过5亿元，50万吨乙二醇项目每吨产品折旧费用将大幅降低，加上规模化效应及生产效率提升，公司未来乙二醇成本有望大幅降低。

乙二醇产品主要用于生产聚酯树脂、防冻液以及粘合剂、油漆溶剂、耐寒润滑油、表面活性剂等。目前主要有传统乙烯法乙二醇和煤制乙二醇两种工艺，传统工艺主要来自甲醇和石脑油生产乙烯，经过氧化、水合两道工艺合成乙二醇；煤制乙二醇包括从天然气或煤炭出发的直接法（合成气-乙二醇）、间接合成法（烯烃法、草酸酯法等）以及从生物质出发的生物质法。我国乙二醇以乙烯法工艺为主，约占总生产能力的 70%。

公司全面掌握了合成气制乙二醇生产技术

近几年通过 5 万吨/年合成尾气制乙二醇节能项目的研究、改造和运行，公司已全面掌握了合成气制乙二醇生产技术。公司从下面图可以看出，煤制乙二醇企业中，华鲁恒升开工率最高，随着 50 万吨/年乙二醇项目投产，公司开工率一度出现下跌，但是随着装置的稳定，公司目前乙二醇开工率维持在 80%，并且生产非常稳定。

图16：华鲁恒升与其他煤制乙二醇企业开工率对比

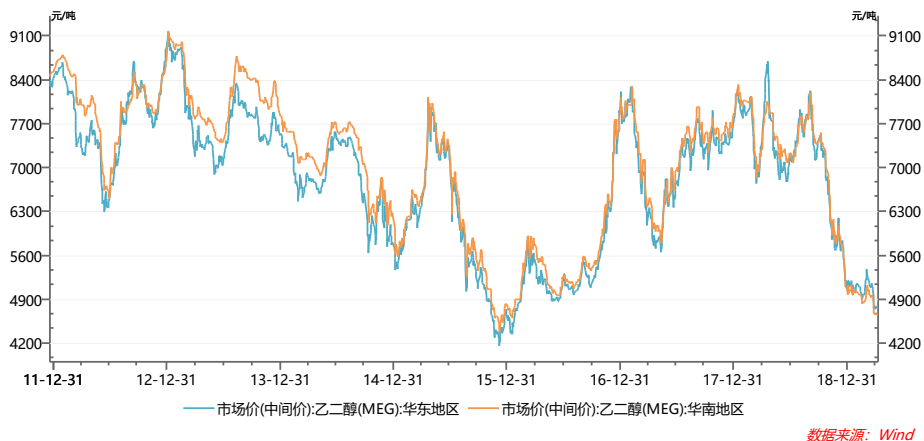


资料来源: wind资讯, 东莞证券研究所

原油价格触底大幅反弹，乙二醇价格有望逐渐企稳反弹

原油价格自 2018 年 12 月以来，触底大幅反弹，最新布伦特原油期货和纽约原油期货价格分别为 71.57 美元/桶和 64.61 美元/桶，较 2018 年 12 月低点 50.68 美元/桶和 42.53 美元/桶，分别上涨了 41.2%和 51.9%。乙二醇价格与原油价格关联度较高，相对比较滞后，随着原油价格触底大幅反弹，乙二醇价格有望逐渐企稳反弹。

图17：乙二醇价格走势



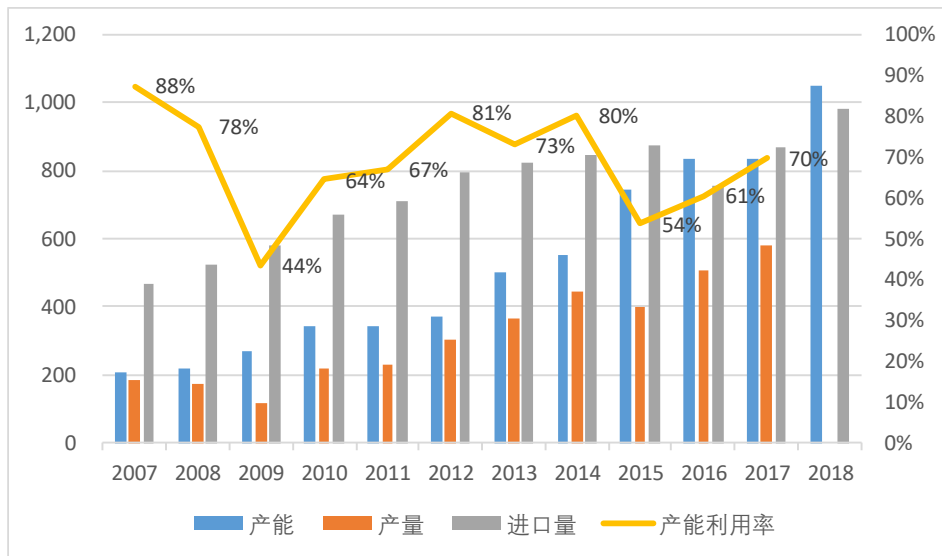
资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

乙二醇进口替代空间大

受制于原料乙烯供应不足，以及煤化工技术不完善，国内乙二醇长期存在较大的供需缺口，依赖于进口。2007 年国内乙二醇产能为 208 万吨，产量 182 万吨，产能利用率 87.5%；2017 年产能为 837 万吨，产量 583 万吨，产能利用率 70%。虽然国内乙二醇产能扩张较快，但是由于扩张产能主要是煤制乙二醇，由于技术不完善，装置不能稳定生产，产品质量达不到聚酯标准，国内乙二醇产能利用率仍然不高。2018 年国内乙二醇产能为 1051 万吨。

由于国内乙二醇新增产量无法满足下游需求的快速增长，2016 年乙二醇表观消费量达 1259 万吨，而产量仅为 506 万吨，进口量达 757 万吨，进口依存度达 60%。2017 年我国乙二醇进口高达 872 万吨，同比增长 15.3%，进口依存度 60%。2018 年我国乙二醇进口量 981 万吨，同比增长 12.6%。

图18：国内乙二醇产能、产量、进口量（万吨）和产能利用率情况



资料来源：wind资讯，东莞证券研究所

2) 己二酸项目

2019 年 3 月，公司公告投资建设精己二酸品质提升项目，投资金额 15.72 亿元。精己二酸品质提升项目以苯为原料，采用先进成熟的生产技术，建设 16.66 万吨/年己二酸生产装置，并配套环己醇装置以及相应公用工程。建设期为 24 个月。项目建成投产后，预计年均实现营业收入 19.86 亿元、利润总额 2.96 亿元。

国内己二酸作为聚氨酯原料用量占 70%，其余作为尼龙 66 和增塑剂等原料。随着我国经济的快速发展，聚氨酯大量应用和应用领域的扩展，我国对己二酸原料的需求量将与日俱增，同时，下游产品对己二酸产品质量的差异化需求逐步显现，对高端己二酸产品的需求也不断凸显。但目前国内具备替代进口高端己二酸的生产商还未形成规模，且产品质量较国外高端己二酸产品还存在一定差距。提高己二酸的产品质量，必将成为下阶段各生产厂商争夺市场的关键手段。

3) 己内酰胺及尼龙新材料项目

2019年3月，公司公告投资建设己内酰胺及尼龙新材料项目（30万吨/年），投资金额49.8亿元。项目以苯和氢气为原料，采用先进的工艺技术，主体建设环己醇、环己酮和己内酰胺装置，配套建设双氧水、甲酸、硫酸装置。将发展环己酮-己内酰胺-尼龙6（聚酰胺）切片产业链，打造一体化新材料产业基地。建设期为30个月，项目建成投产后，可年产己内酰胺30万吨（其中20万吨自用）、甲酸20万吨、尼龙6切片20万吨、硫铵48万吨等。预计年均实现营业收入56.13亿元，利润总额4.46亿元。

己内酰胺（CPL）是生产尼龙6（纤维、膜、工程塑料）的重要单体，具有优异的热稳定性、加工性、机械性和耐化学品性。在国外，己内酰胺的主要消费领域为纤维（民用丝、工业丝、地毯丝）、工程塑料和食品包装膜，并广泛应用于汽车、船舶、医疗制品、日用品、电子和电子元件等领域。2018年全球己内酰胺消费量继续保持快速增长，全球总消费量预计约为600万吨左右，而且其增长主要来自中国。目前，我国己内酰胺总体消费有三大领域：尼龙6纤维、工程塑料和薄膜、尼龙工业丝，其中民用尼龙6纤维约占己内酰胺总消费量的54%左右，最近几年，国内尼龙工程塑料和薄膜发展较快，对己内酰胺消费约占24%左右。

表4：公司拟新建项目情况

拟新建项目	投资金额	建设期	预计营业收入	预计利润总额
己二酸品质提升项目	15.72 亿	24 个月	19.86 亿	2.96 亿
己内酰胺及尼龙新材料项目	49.8 亿	30 个月	56.13 亿	4.46 亿

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

6.投资建议

公司依托洁净煤气化技术，专注于资源综合利用，打造了“一头多线”的循环经济柔性多联产运营模式，可根据产品市场变化及时调整生产模式和产品结构，实现效益最大化。预计公司2019年、2020年EPS分别1.70元、1.87元，目前股价对应PE分别为9.0倍、8.2倍，仍具备估值优势，维持公司“推荐”投资评级。

风险提示：产品价格下跌，需求低于预期。

表 5：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E
营业总收入	10,408	14,357	14,788	16,266
营业总成本	8,959	10,802	11,528	12,681
营业成本	8367	9980	10647	11712
营业税金及附加	76	98	89	98
销售费用	189	261	311	342
管理费用	170	141	145	159
研发费用	-	68	148	163
财务费用	152	177	185	203
其他经营收益	1	14	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	12	0	0
其他收益	1	2	0	0
营业利润	1449	3569	3259	3585
加 营业外收入	1	1	0	0
减 营业外支出	13	4	0	0
利润总额	1438	3565	3259	3585
减 所得税	216	546	489	538
净利润	1222	3020	2770	3047
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	1222	3020	2770	3047
基本每股收益(元)	0.75	1.86	1.70	1.87

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn