

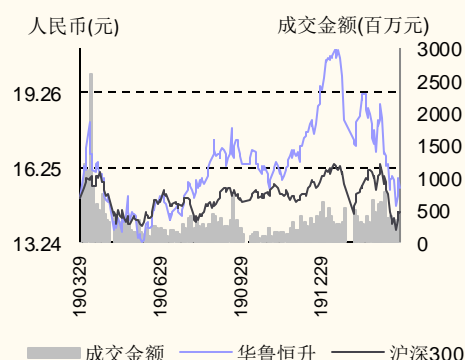
华鲁恒升 (600426.SH) 买入 (上调评级)

公司深度研究 (二)

市场价格 (人民币): 15.43 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	16.27
已上市流通 A 股(亿股)	16.20
总市值(亿元)	250.99
年内股价最高最低(元)	18.79/14.70
沪深 300 指数	3710
上证指数	2772



相关报告

- 《成本管控增厚盈利中枢，多链条布局分散周期波动风险-【国金化工...】》，2019.10.27
- 《有效调控下游产品生产，分散风险实现长期稳健发展-【国金基化】...》，2019.8.8
- 《成本管控优势突出，再度彰显公司实力-【国金化工】华鲁恒升公司...》，2019.4.23
- 《华鲁恒升，一家“专注”而“长情”的煤化工标杆企业-【国金化工...】》，2019.3.30

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyiyong@gjzq.com.cn

低油价背景下，公司核心价值深度显现

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.864	1.508	1.308	1.455	1.506
每股净资产(元)	7.42	8.75	9.84	10.95	12.10
每股经营性现金流(元)	2.42	2.30	2.22	2.45	2.71
市盈率(倍)	6.48	13.18	11.80	10.61	10.25
净利润增长率(%)	147.10%	-18.76%	-13.26%	11.22%	3.50%
净资产收益率(%)	25.02%	17.24%	13.29%	13.29%	12.44%
总股本(百万股)	1,620.33	1,626.66	1,626.66	1,626.66	1,626.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 2019 年公司实现营业收入 141.9 亿元，同比降低 1.16%，归母净利润 24.53 亿元，同比下降 18.76%。受到产品价格波动的影响，公司整体的营收及盈利水平略有下行，但受益于公司产线的高效稳定运行，公司多产品产量维持高位，有效产能获得持续突破，持续为公司提供“造血”能力。
- 多产线布局，抵御油价下落对煤化工行业的冲击。公司多年来专注布局煤化工行业，以煤气化平台为基础横纵双向进行产业链延伸。农资产品在石油能源链条剧烈波动下，具有相对更稳定的盈利基础，公司借助氨醇的产线调整，可以大幅规避原油价格波动带来化工产品的联动影响。而在化工产品领域，公司进行了精细化工原料供应链和化纤产业原料供应链条，布局的三甲胺及醋酸产品下游主要应用于饲料添加剂、医药、粘合剂等多领域，贴近下游的原料供应，行业格局良好，受到原油价格下跌的延伸冲击相对较小。
- 多年成本优化构建“缓冲带”，持续提高风险抵抗能力。2016 年以来，公司借助第三套煤气化装置，实现了煤气化平台的统一协调布局，公司不断降低产品煤耗和电耗，以合成氨成本计算，经过 3 年的持续改进，相比于 2016 年油价大跌阶段，公司前段通过技术工艺优化有望实现约 1.75 亿元的成本节约，从而提升公司产业链盈利中枢；通过工艺优化和产线配套，2019 年公司乙二醇单吨成本下降超过 15%，己二酸产品具有领先行业的成本优势，夯实了公司的成本优势，保持领先于行业的盈利水平。
- 原油价格大跌位于低位，煤价或将有所松动，有望部分修复煤化工产业的盈利空间。2020 年一季度，原油受到供需双重影响大幅下落，部分石化及延伸产品失去成本支撑，叠加疫情影响需求，产品价格也呈现明显的下滑趋势。公司作为煤化工标杆企业，部分受到“油-煤”的相对价格空间影响。此次油价下跌迅速，国内煤炭价格尚未有明显反应，若原油价格持续位于低位，煤炭价格或将有所松动，从而部分修复煤化工产业的盈利空间。

投资建议及盈利预测

- 公司多年发展稳健有序，具有多元产品布局优势和成本优势，抵御周期波动风险能力较强，在原油价格下行及新冠疫情影响下，公司部分产品价格下行，但内在价值获得深度体现，看好公司长期发展。下调公司 2020 年盈利预测 22%，预测 2020~2022 年归母净利润分别为 21.28、23.67、24.49 亿元，对应 PE 为 11.8、10.6、10.3 倍，上调至“买入”评级。

风险提示

- 原油价格剧烈波动风险；下游需求大幅恶化风险；终端产品价格大幅下跌。

内容目录

一、2019 年度业绩分析.....	4
二、油价下落，煤化工核心氨醇产品“分势而行”.....	6
三、多元产品灵活调整，结构优化提升综合抗压能力.....	9
3.1、醋酸产业竞争有序，具有基础盈利空间.....	10
3.2、有机胺产线联动，优势产品稳定获利空间.....	11
四、成本持续优化，增厚产线的基础盈利空间.....	12
4.1、煤气化成本优势显著，增厚前段基础盈利空间.....	12
4.2、煤制乙二醇盈利受冲击，成本优势构筑公司“缓冲垫”.....	13
4.3、己二酸行业两极分化，多方布局构筑竞争壁垒.....	16
五、盈利预测及投资建议.....	19
5.1、投资建议.....	19
5.2、盈利预测.....	20
六、风险提示.....	22

图表目录

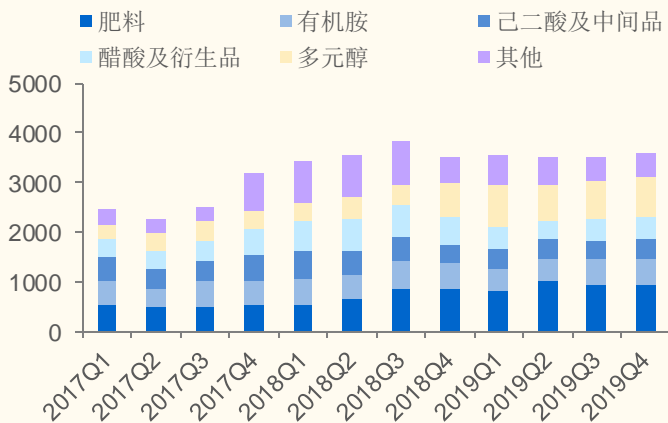
图表 1：公司分产品营业收入（百万元）.....	4
图表 2：公司分产品盈利情况（百万元）.....	4
图表 3：公司各产品销量变化（万吨）.....	4
图表 4：公司各产品盈利变化.....	4
图表 5：公司各产品单位制造费用变化（元/吨）.....	5
图表 6：公司的研发支出和研发人员变化（百万元）.....	5
图表 7：公司资产负债率和 ROE 变化.....	6
图表 8：公司营运效率持续提升.....	6
图表 9：原油及煤炭价格变动情况.....	6
图表 10：煤化工的产业布局情况.....	7
图表 11：氨纶产品价格及价差变化（元/吨）.....	7
图表 12：甲醇的下游应用占比.....	8
图表 13：我国合成氨和甲醇的产量变化（万吨）.....	8
图表 14：尿素产量及出口变化（万吨）.....	8
图表 15：尿素国内外价差（元/吨）.....	8
图表 16：甲醇同石油的价格联动性不断增强.....	9
图表 17：合成氨及甲醇产品价差（元/吨）.....	9
图表 18：公司的产品多元化布局.....	9
图表 19：公司醋酸及有机胺业务盈利变化情况.....	10
图表 20：我国醋酸企业产能（万吨）.....	10
图表 21：醋酸行业开工率.....	11
图表 22：公司醋酸产品价差变化（元/吨）.....	11

图表 23: 三甲胺生产企业市场占比.....	11
图表 24: DMF 下游应用领域占比.....	11
图表 25: 我国 DMF 生产企业产能情况 (万吨)	12
图表 26: 公司前段煤气化生产成本持续降低 (以合成氨成本计算, 元/吨) ..	13
图表 27: 我国乙二醇自给程度不断提升.....	13
图表 28: 2019 年我国乙二醇产品进口国家分布.....	13
图表 29: 我国乙二醇产能及产量变化情况 (万吨)	14
图表 30: 乙二醇主要的生产路径.....	14
图表 31: 我国煤质乙二醇产能变化 (万吨)	14
图表 32: 乙二醇各工艺行业平均成本对比 (元/吨)	15
图表 33: 煤制乙二醇价差 (元/吨)	16
图表 34: 我国己二酸进出口情况 (万吨)	16
图表 35: 我国己二酸产量及消费情况 (万吨)	16
图表 36: 己二酸行业整体开工维持低位.....	17
图表 37: 国内己二酸生产企业产能情况 (万吨)	17
图表 38: 己二酸生产工艺分析对比情况.....	18
图表 39: 公司己二酸生产工艺情况.....	18
图表 40: 己二酸各工艺行业成本对比 (元/吨)	19
图表 41: 己二酸产品价差变化 (元/吨)	19
图表 42: 油价下行对公司主要产品盈利的冲击分析.....	20
图表 43: 公司未来 3 年分产品盈利预测 (百万元)	21

一、2019 年度业绩分析

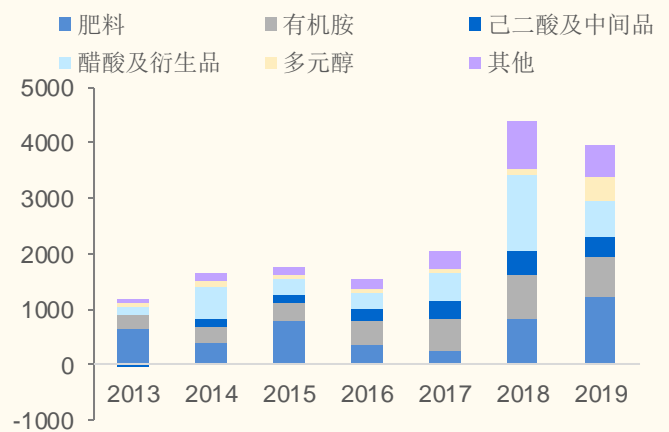
- 2019 年公司实现营业收入 141.9 亿元，同比降低 1.16%，归母净利润 24.53 亿元，同比下降 18.76%。
- 煤气化平台高效稳定运行，各业务高负荷运行。2019 年，受到产品价格波动的影响，公司整体的营收及盈利水平略有下行，但受益于公司产线高效稳定运行，公司多产品的产量维持高位，煤气化平台全年维持高开工满负荷运行，通过公司设备联通和技术改造，公司的有效产能获得持续突破，持续为公司提供“造血”能力。公司以肥料功能化项目对合成氨装置的升级和尿素新建产能的释放，公司 2019 年化肥产量大幅提升，使得公司具有更充裕的农、化产品调节空间。

图表 1：公司分产品营业收入（百万元）



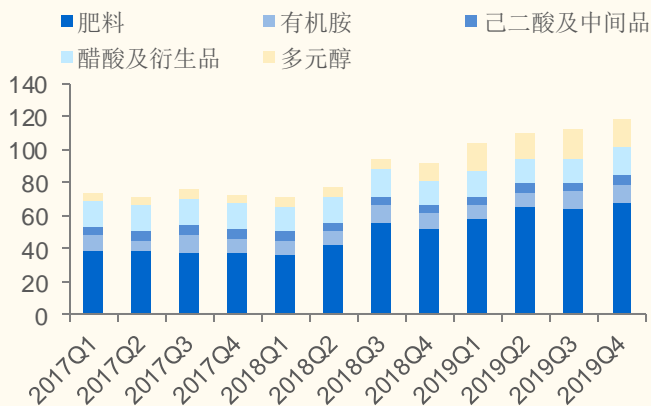
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司分产品盈利情况（百万元）



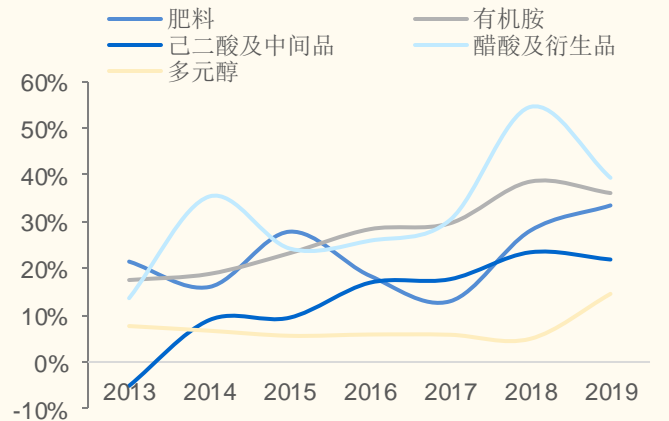
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司各产品销量变化（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

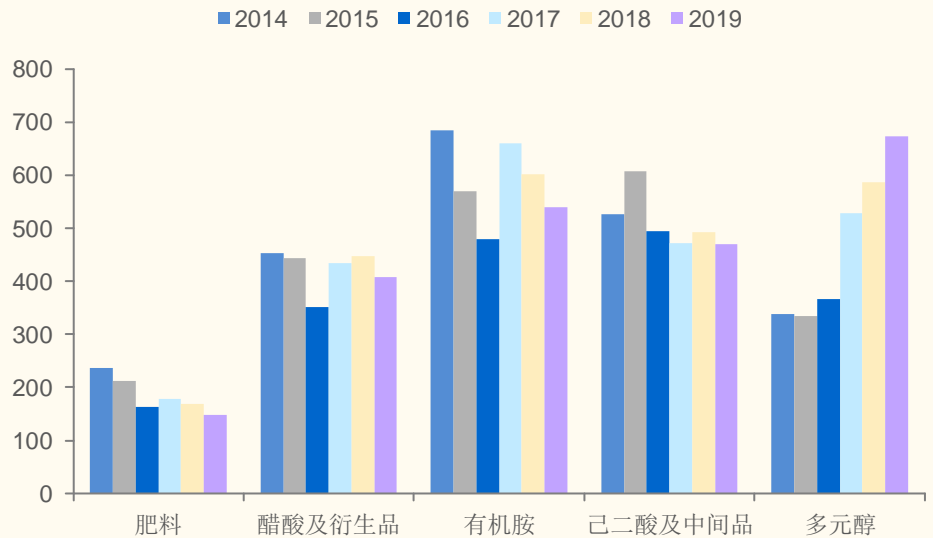
图表 4：公司各产品盈利变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 技术优化提供产线效率，产品的生产成本进一步优化。2019 年，公司员工人数 3921 人，同比增长 5%，人均薪酬突破 21 万元，同比增长 11%，然而公司在保证员工福利的基础上通过技术改进和工艺优化，持续提升公司产线的生产效率，多业务实现了单位制造费用的再度降低，从而在行业进行周期性波动过程中，不断通过降低自身的生产成本构建行业竞争壁垒，从而增厚公司自身的利润中枢，有效抵御周期波动风险。

图表 5：公司各产品单位制造费用变化（元/吨）

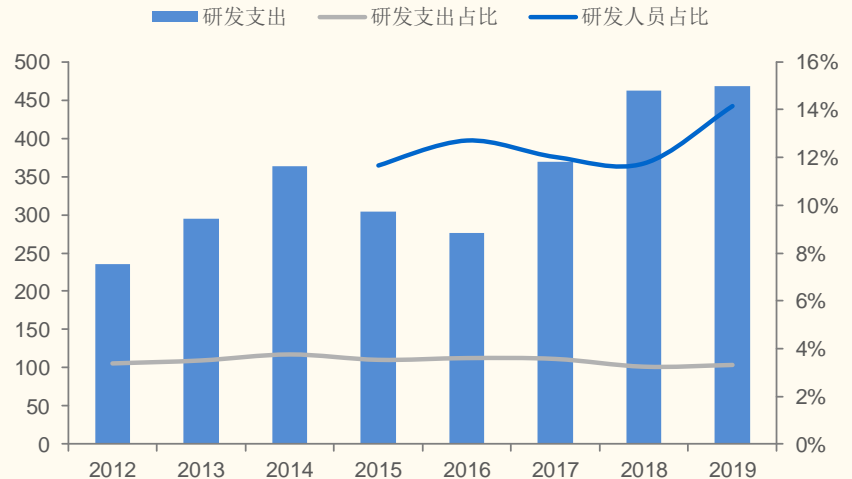


注：多元醇受到乙二醇试运行及投产影响，制造费用提升

来源：公司公告，国金证券研究所

- **高研发持续投入推动公司“降本增效”。**多年来公司持续进行高水平的研发投入，不断通过技术优化促进公司生产工艺的持续更新升级。2019年，公司持续对现有产业链进行降本增效，研发支出 4.68 亿元，基本与 2018 年持平，同时公司大量引进研发人员，对现有及未来新建精己二酸、己内酰胺等产品进行技术研发和工艺优化，凭借大量的研发投入和人员储备，公司将持续拉大同行业竞争对手的成本差距，构建竞争优势。

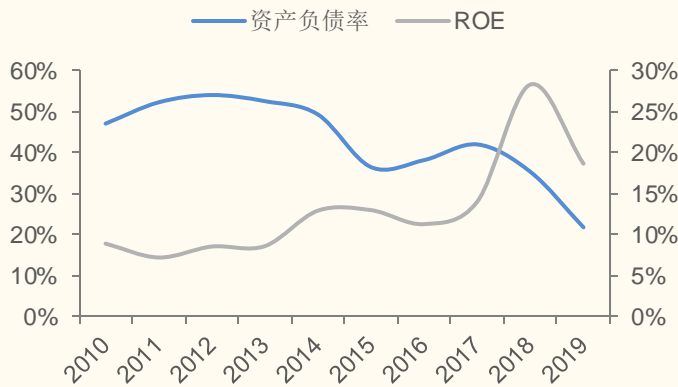
图表 6：公司的研发支出和研发人员变化（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

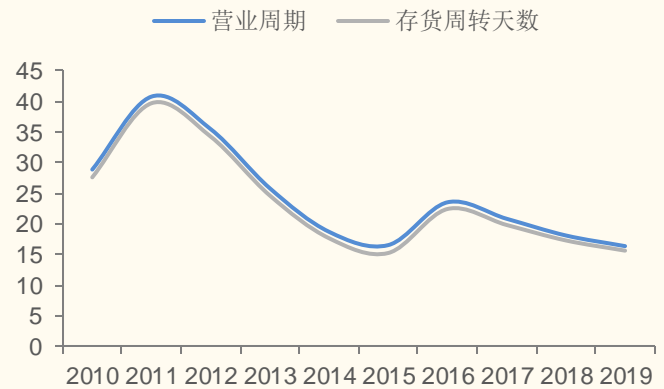
- **公司多年有序发展，稳健运营，具有良好的抵御风险能力。**公司一直坚持稳健有序发展，在阶梯式提升产能的同时，不断优化现有发展业务，形成扎实的发展基础。经过多年的发展，公司在自身业务领域已经实现了良好的上下游产业链布局，经营效率持续提升，同时借助公司自身强大的造血能力，公司以自有资金进行下一阶段的产业布局，资产负债率逐年下行。低负债水平，高运营效率有效降低了公司的个体风险，在行业波动中也可长久持续发展。

图表 7：公司资产负债率和 ROE 变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：公司营运效率持续提升

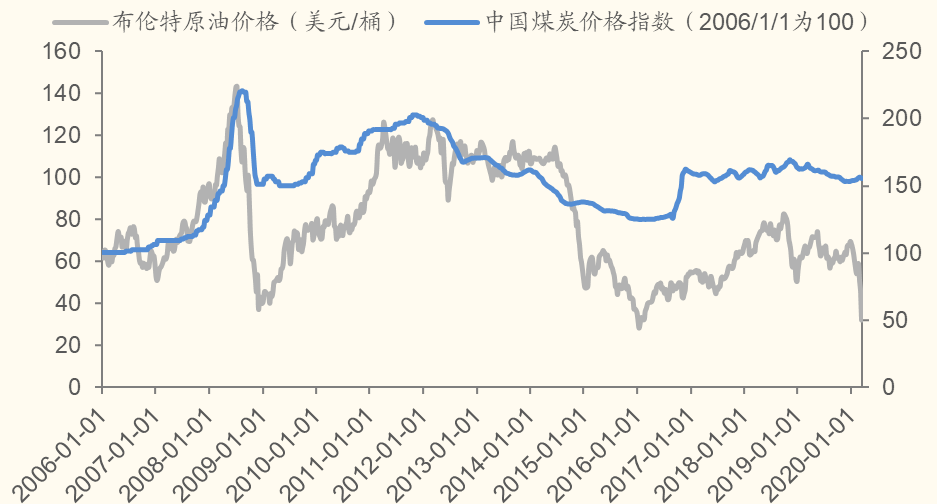


来源：Wind，国金证券研究所

二、油价下落，煤化工核心氨醇产品“分势而行”

- 从 2020 年以来，国际原油价格一路下行，3 月开始受到原油供给增加，疫情影响需求的双重影响，国际原油加速下落到历史低位，“油”同“煤”价格空间快速拉大，煤化工产业运行短期受到影响。
- 回顾历史，2015 年全球油价大幅下落到历史地位，多数化工产品价格大幅下落，煤化工整体承压。而从 2020 年以来，国际原油价格一路下行，3 月开始受到原油供给增加，疫情影响需求的双重影响，国际原油加速下落到历史低位，“油”同“煤”价格空间快速拉大，煤化工产业运行短期受到影响，但历史是否会再度重演？根据公司布局的产品线，多产品详细分析。

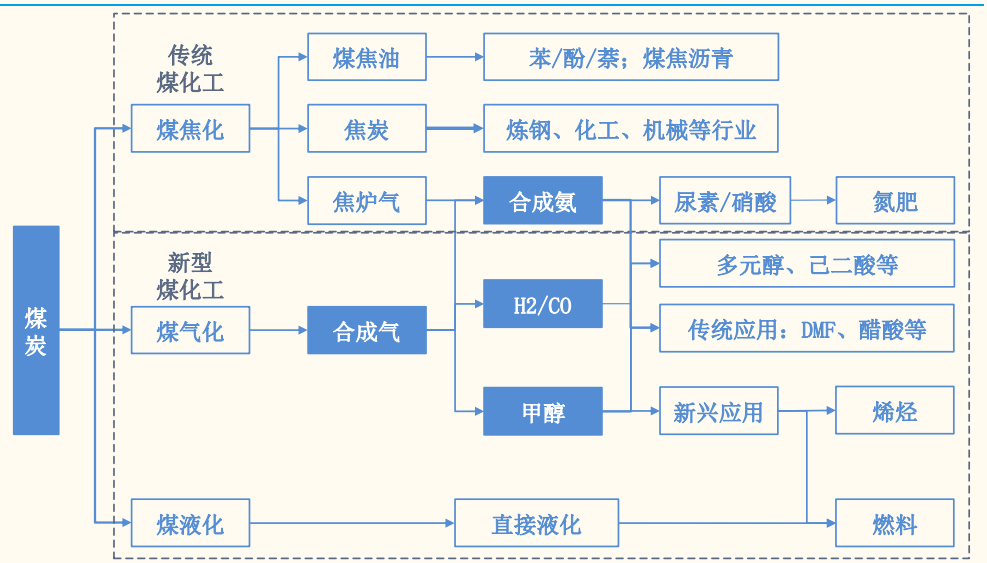
图表 9：原油及煤炭价格变动情况



来源：Wind，国金证券研究所

- 多年来我国“多煤少油缺气”的资源格局，使得我国的低碳产业链布局同全球产业链发展具有显著差异，煤炭作为我国碳一产业链发展的主要源头之一，已经逐步形成了较为丰富的产业布局，而随着煤气化的技术不断优化，新型煤化工获得快速延伸，形成了煤炭由能源品向化工品的延伸发展。
- 氨醇作为新型煤化工产业的核心产品，主导行业发展基础。随着我国煤制技术的不断突破，煤化工的产品种类持续扩充，形成了以甲醇、合成氨为核心中间品的产业链布局。不同于全球低碳产品的原料布局，我国超过 7 成以上的合成氨和甲醇都是以煤炭作为原料进行生产，因而作为基础化工产品，我国煤制氨醇产品在全球产业链布局中占比有限，但在国内煤化工产业链中占据主导力量。

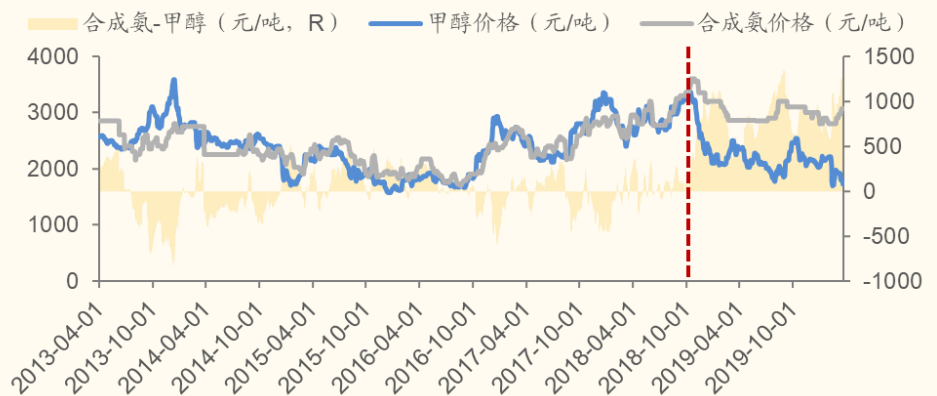
图表 10：煤化工的产业布局情况



来源：国金证券研究所

- 氨醇下游应用差异明显，但早期联动生产及成本因素使得氨醇产品价格走势大致趋同。在合成氨的下游应用中，除约 1-2 成的产品用于化工生产外，超过 7 成的产品用于下游氮肥生产，主要为尿素产品生产；而甲醇是大宗的基础化工产品，下游主要应用于烯烃、甲醛、醋酸等化工产品领域。虽然农、化产品呈现较为明显的发展差异，但由于我国早期布局煤气化的企业多数采用氨醇联产的产线布局，在以相同的煤气化原料的基础上，氨醇联动发展成为行业的长期发展状态，合成氨和甲醇的价格走势也大致相同。

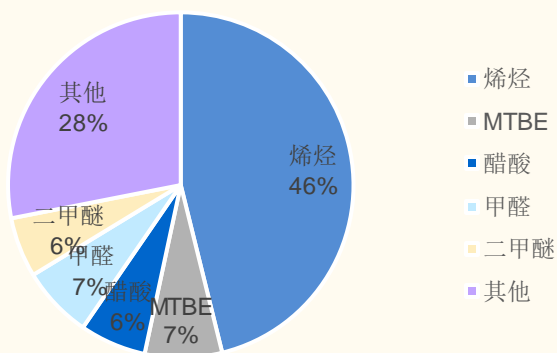
图表 11：氨醇产品价格及价差变化（元/吨）



来源：国金证券研究所

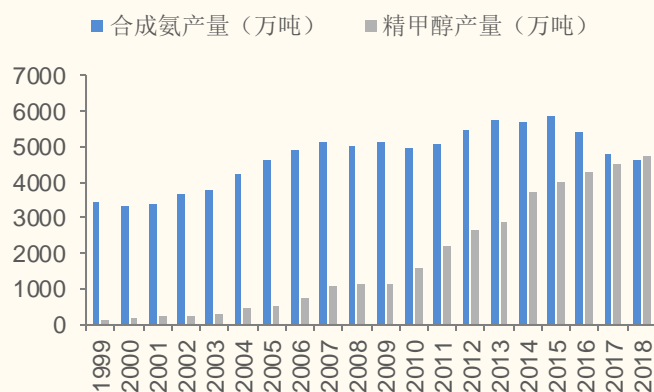
- 甲醇产业链的一体化布局持续，氨醇走向差异逐步拉大。随着 MTO 至烯烃工艺的不断成熟，MTO/P 在甲醇下游应用占比不断提升，而传统甲醇应用发展逐步进入成熟阶段，占比不断压缩，甲醇的下游向烯烃等新兴应用领域侧重，而烯烃生产企业也开始进行甲醇产业链一体化建设，氨醇联产的新建装置大幅减少。同时由于早期的煤气化主要采用固定床生产工艺，生产成本高，环境污染大，在国家不断提升环境保护要求后，小规模落后产能逐步退出，氨醇联产装置占比下行，氨醇联动的调节机制逐步被打破。

图表 12: 甲醇的下游应用占比



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

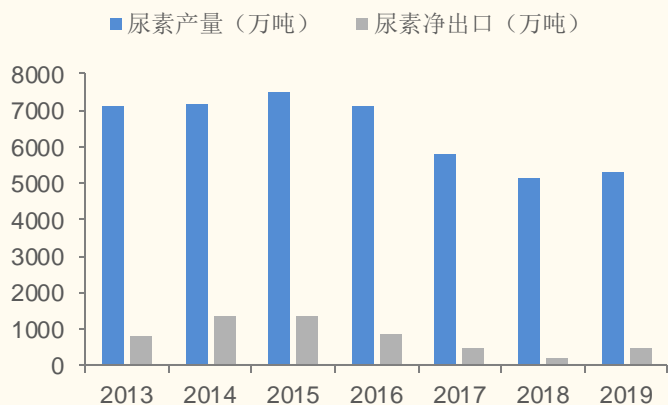
图表 13: 我国合成氨和甲醇的产量变化 (万吨)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

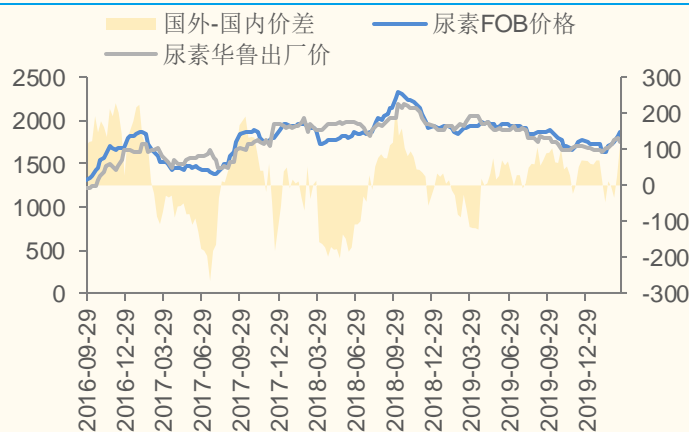
- **化肥下游需求相对刚性, 合成氨受供需影响相对直接。**合成氨下游主要用于化肥产品生产, 我国作为农业大国, 化肥需求量大, 且属于刚性需求, 除农业耕种的季节性因素外, 产品整体的需求波动相对平缓。而合成氨最大的下游产品尿素整体产量相对平稳, 2019年尿素净出口约476万吨, 约占尿素产量的9%。原油价格下跌, 海外气头尿素的成本将有所下降, 但整体我国尿素出口占比已至低位, 若海外价格下跌, 或对国内尿素出口略有影响, 但影响相对有限。

图表 14: 尿素产量及出口变化 (万吨)



来源: 百川资讯, Wind, 国金证券研究所

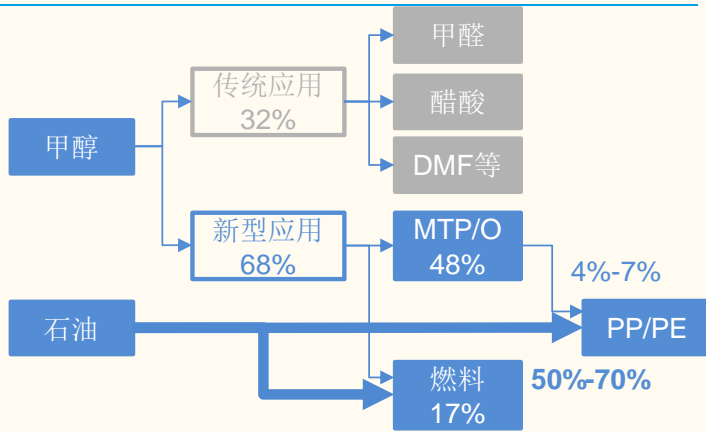
图表 15: 尿素国内外价差 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

- **甲醇同油价联动性增强, 油价下跌或将带动甲醇价格承压。**甲醇制烯烃的占比不断提升, 使得甲醇参与到以石油作为主导的产业链供给当中, 石油价格的变化通过下游反向传导, 加剧了石油对甲醇行业需求的影响。因而原油价格的大幅下跌, 产业链价格持续调整将带动以石油作为主要原料的烯烃产品价格下行, 进而逆向传导使得甲醇价格承压, 截止目前甲醇价格已经跌至行业内煤制甲醇成本线上下, 预期甲醇产品将承压运行。
- **联产设备以生产合成氨为主, 低位油价对合成氨压力有限。**2019年以来, 甲醇价格持续位于低位, 而合成氨的产品盈利较好, 因而在行业内氨醇联产企业, 基本侧重于合成氨产品生产, 也导致2019年合成氨及尿素产量皆有小幅提升。2020年, 原油价格低位, 行业内氨醇联产设备进一步加大合成氨供给的空间不大, 因而对合成氨及氮肥供给影响相对有限, 在煤化工下游, 化肥的产品抵御风险能力稍强。

图表 16：甲醇同石油的价格联动性不断增强



来源：国金证券研究所

图表 17：合成氨及甲醇产品价差（元/吨）

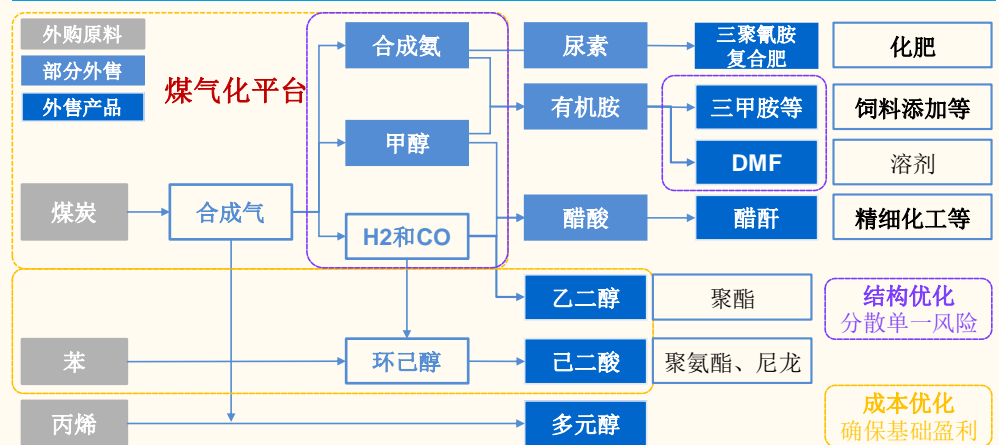


来源：Wind，百川资讯，国金证券研究所

三、多元产品灵活调整，结构优化提升综合抗压能力

- **农、化两线布局，联产优势抵御波动风险。**公司作为典型的煤化工生产企业，长期延续多产品综合布局路线，以先进的水煤浆气化工艺，进行氨醇联产，而凭借农、化双向延伸布局，公司成为目前行业中少数具有氨醇联动调节能力的生产企业。氨醇走向分化，农资产业石油能源链条剧烈波动下，具有相对更高盈利基础，借助氨醇的产线调整，公司将有望最大限度规避原油价格波动带来化工产品的联动影响。

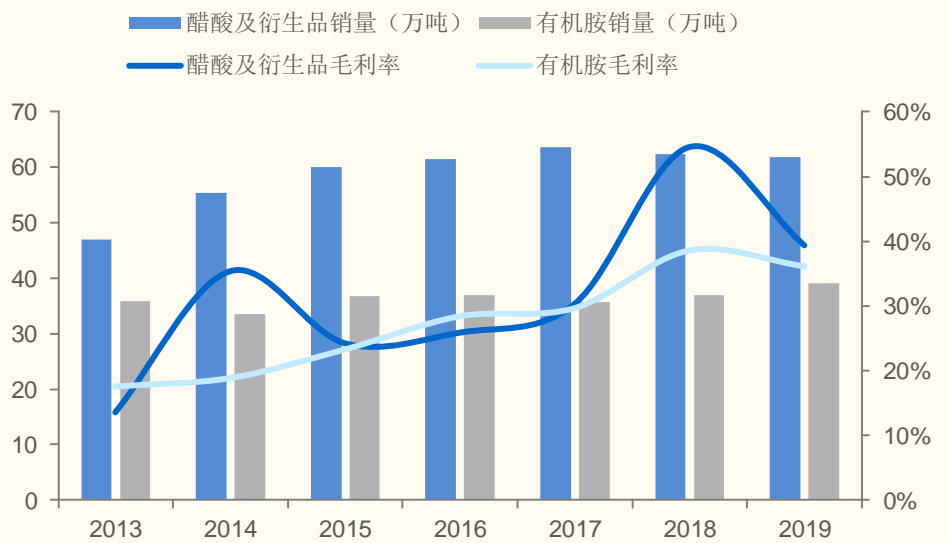
图表 18：公司的产品多元化布局



来源：国金证券研究所

- **多领域布局产品，精细产品原料供应，降低石化产业的延伸冲击。**公司在化工产品布局方面形成两大发展方向：①以三甲胺、醋酸等产品为基础的精细化工原料供给产业链；②以乙二醇、己二酸、DMF 等产品布局的化纤产业原料供应链。相比于一般产业，化纤产业链同石油炼化联动密切，产业链传导效应直接，此次疫情影响需求叠加石油供给压力提升，化纤产业链将面临成本及需求的双重影响，因而参与到化纤产业链的煤化工延伸产品，压力相对较大。而公司布局的三甲胺及醋酸产品下游主要应用于饲料添加剂、医药、粘合剂等多领域，贴近下游的原料供应受到延伸冲击相对较小。

图表 19：公司醋酸及有机胺业务盈利变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

3.1、醋酸产业竞争有序，具有基础盈利空间

- **醋酸产品格局相对稳定，产业竞争有序。**醋酸经过多年的发展，已经逐步进入成熟行业，各区域醋酸企业基本形成相对稳定的客户供应结构，行业竞争较为有序，产品保持相对良好的盈利空间。醋酸生产虽以甲醇低压羰基法合成，但国内除塞拉尼斯和南京 BP 以外购甲醇生产醋酸外，其他企业皆以煤气化为源头，进行了产业链一体化布局，从产品本身看，醋酸产品受供需影响为主，醋酸价格受甲醇价格下行影响有限。

图表 20：我国醋酸企业产能 (万吨)

企业	地点	产能 (万吨)	说明
江苏索普集团	江苏	140	#1 装置 20 万吨闲置，#2&3 装置 40+80 万吨开工
塞拉尼斯 (南京)	江苏	120	外购甲醇生产醋酸
华谊集团	上海	70	上海吴泾
	安徽	50	安徽华谊
兖矿国泰化工	山东	100	
河北英都气化	河北	50	
南京 BP	江苏	50	外购甲醇生产醋酸
华鲁恒升	山东	50	有效产能接近 60 万吨
河南顺达化工科技	河南	45	
扬子江乙酰化工	重庆	45	
河南永城龙宇煤化	河南	50	
中国石化长城能源化工	宁夏	30	
恒力石化	辽宁	35	2019 年 5 月投产
陕西延长石油榆林煤化	陕西	30	2020 年技改扩增 10 万吨产能
天津渤化永利化工	天津	35	2019 年技改增加 10 万吨产能
河南省煤气集团义马气化	河南	25	2019 年 7 月后停产
总计		925	有效产能 890

来源：卓创资讯，百川资讯，国金证券研究所

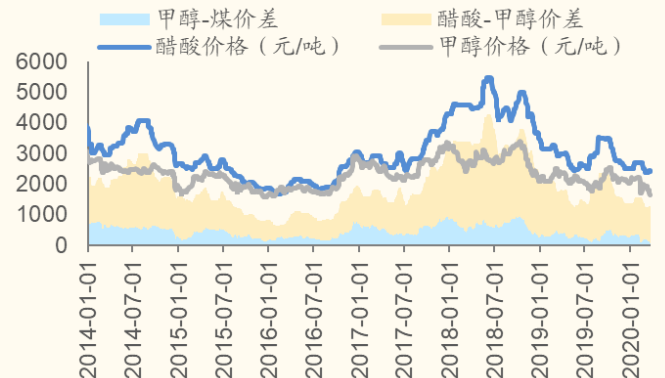
- 2019年7月后，义马气化厂爆炸事故后，醋酸行业生产安全性要求大幅提升，醋酸企业检修明显增多。同时由于行业整体的协同性相对较好，行业内企业可以通过检修或主动降低开工负荷实现产品的供给调节，使得醋酸产品整体维持相对良好的盈利空间。综合公司的醋酸价差拆分来看，醋酸的盈利水平部分受到甲醇产品的影响，但整体影响幅度相对有限。

图表 21：醋酸行业开工率



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 22：公司醋酸产品价格变化 (元/吨)



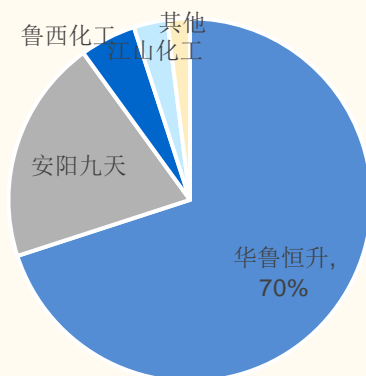
注：醋酸-甲醇，甲醇-煤的价差为两环节价差拆分，合计为醋酸-煤价差（已按比例计算）

来源：Wind，国金证券研究所

3.2、有机胺产线联动，优势产品稳定获利空间

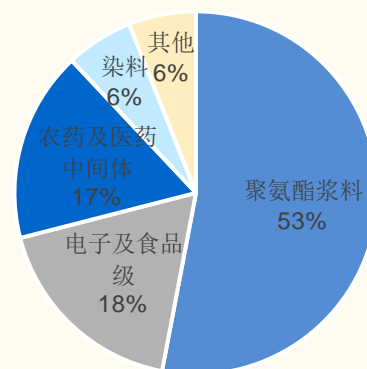
- **有机胺产线联动布局，三甲胺产品优势突出。**公司在进行有机胺产品布局时进行了联动产品设计，通过甲醇、合成氨催化合成混甲胺进一步分离生产 DMF 及三甲胺等产品。三甲胺主要应用于饲料添加剂、医药、有机合成等领域，下游需求稳步提升。虽然国内有近 10 家进行 DMF 生产企业，但由于技术及规模限制，仅有华鲁恒升、安阳九天、鲁西化工、江山化工少数企业能够进行三甲胺产品的有效供给。公司自 2008 年开始布局高端三甲胺产品生产以来，通过持续的技术改造和产能扩充，公司有效产能超过 10 万吨，市场占比超过 7 成，兼具成本及技术领先优势。
- **DMF 短期受到需求影响，有机胺业务灵活调整生产结构。**DMF 作为应用广泛的有机溶剂，在聚氨酯、腈纶、氨纶等化纤产业链应用较为广泛。受疫情影响，化纤下游需求下行，开工复合相对较低，对 DMF 需求支撑不足，DMF 产品运行承压。公司借助有机胺产线结构，调整 DMF 开工负荷至 8 成左右，减少 DMF 产品供给，增加公司优势产品三甲胺的产品生产，从而大幅降低整体有机胺业务受到的影响。

图表 23：三甲胺生产企业市场占比



来源：饲料行业信息网，国金证券研究所

图表 24：DMF 下游应用领域占比



来源：卓创资讯，国金证券研究所

- **DMF 市场占比持续提升，市场影响进一步加深。**随着 DMF 下游增长速度逐步放缓，DMF 的国内需求逐步稳定在 60 万吨上下，经过近几年来环保

整治和行业洗牌，2019年DMF产能下行至101万吨，其中有效产能约为95万吨，CR5占比接近8成，行业集中度明显提升。2020年，江山化工预计将于年中关闭其18万吨DMF产能，公司将依托技改提升DMF产能约10万吨左右，并根据市场情况逐步投放，通过此次的产能更换，公司在DMF行业的市场影响进一步提升，借助自身联通产线的调整，公司调整有机胺产品盈利将相对平稳。

图表 25：我国 DMF 生产企业产能情况（万吨）

地区	企业	2012年 产能	2019年 产能	说明
山东	华鲁恒升	25	25	2020年将新建产能
浙江	江山化工	18	18	2020年中预期将关停
河南	安阳九天	15	15	3万吨装置长期停车
山东	晋煤日月	12	12	
山东	鲁西化工	10	10	
陕西	延长兴化	10	10	
江苏	扬子石化	4	4	
江苏	特胺菱天	4	4	
河南	河南骏化	3	3	长期停车
安徽	安徽淮化	5	-	
江苏	江苏新亚	4	-	
辽宁	盘锦新兴	2.5	-	
内蒙	内蒙兴远	10	-	
总计		122.5	101	

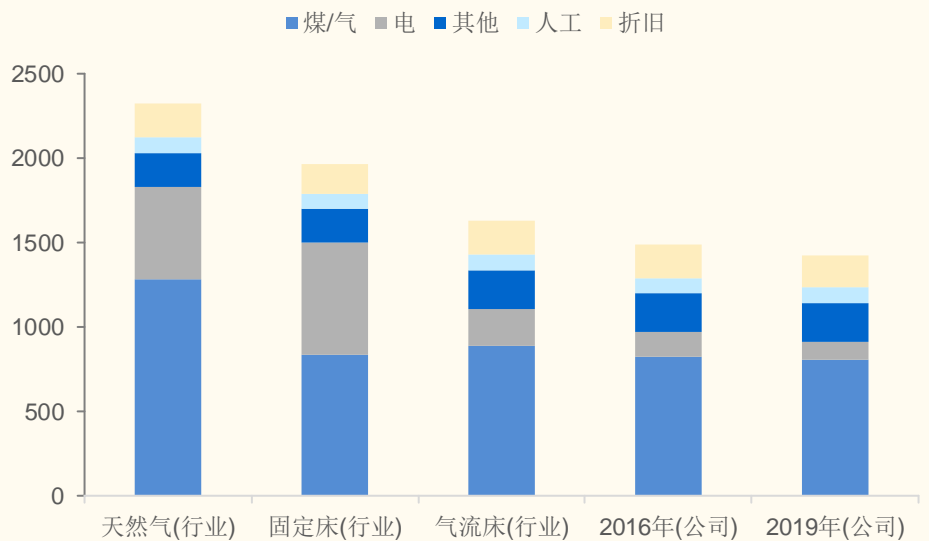
来源：百川资讯，公开资料，国金证券研究所

四、成本持续优化，增厚产线的基础盈利空间

4.1、煤气化成本优势显著，增厚前段基础盈利空间

- **煤气化平台持续优化，产线整合夯实基础优势。**公司自2014年启动传统产业升级及清洁生产综合利用项目，对老厂的固定床气化装置和大氮肥项目中的1套装置进行替换，建设100万吨氨醇产能。经过3年建设，公司将所有的煤气化装置以管道联通，形成煤气化平台的统一的中控管理，将前段氨、醇、气三方产能实现合理配置，最高氨醇产能有望突破360万吨。自2016年以后，公司新产能替换和平台联通大幅提升了前段产线的利用效率和规模扩充。
- **技术持续优化，增厚煤化工产业前端基础利润。**自2016年以来公司持续进行前段煤气化产线的技术优化和工艺升级，采用大体量的水煤浆气化炉进行规模化生产，并通过“开多备一”煤气化装置设置，实现煤气化设备高效持续运行，并降低设备折旧。通过多产线联通和就工艺改进，公司不断降低产品煤耗和电耗，从而不断加深公司在平台生产领域的成本优势，提升公司产业链盈利中枢。从2016年至2019年，公司经过工艺改进实现吨氨成本下降超过50元。

图表 26：公司前段煤气化生产成本持续降低（以合成氨成本计算，元/吨）



注：公司成本测算：以相同煤价，计算 2016、2019 年公司合成氨成本

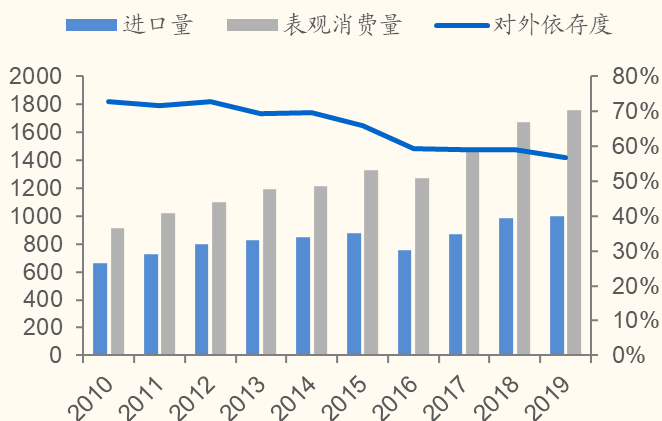
来源：Wind，百川资讯，国金证券研究所

- **化纤产业原料供给，成本优化是基础。**公司布局的己二酸、乙二醇产品为化纤产业链原料，产品市场规模较大，供应企业相对分散，是典型的大宗化工产品，生产企业的议价能力有限，受到产业链影响较大。因而在产品周期性波动中，进行成本优化是抵御风险，保证产品盈利的基础。

4.2、煤制乙二醇盈利受冲击，成本优势构筑公司“缓冲垫”

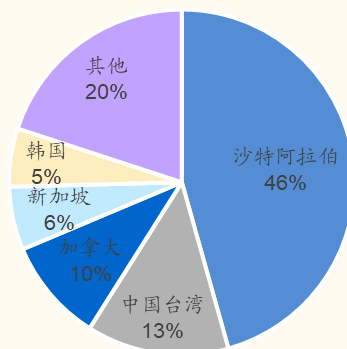
- **国内乙二醇快速扩展，进口依赖度有所下行。**乙二醇是一种基础有机原料，可以用于生产聚酯、防冻液、润滑剂、涂料等多种产品，在其下游应用中超过 9 成的产品都用于聚酯产品生产。随着我国聚酯产业的快速发展，国内乙二醇需求大幅提升。早期乙二醇主要以石脑油制乙烯生产乙二醇为主，由于我国石油资源有限，产能严重不足，乙二醇的市场需求约有 7 成以上产品缺口，而随着国内乙二醇行业的不断发展，我国乙二醇的自给程度不断提升，产品的进口依赖度有所下滑。但尽管如此，我国仍然需要从沙特、台湾以及加拿大等国家进口乙二醇来满足市场需求，国内乙二醇市场仍然面临着海外低成本产品竞争。

图表 27：我国乙二醇自给程度不断提升（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：2019 年我国乙二醇产品进口国家分布

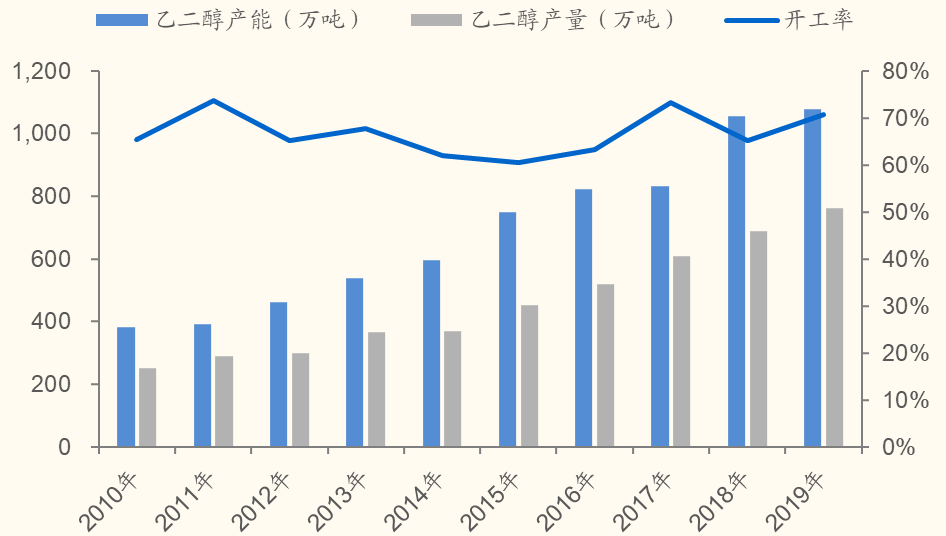


来源：Wind，国金证券研究所

- **国内企业大量兴建乙二醇产线，乙二醇产能快速提升。**一方面由于乙二醇下游聚酯产能仍在不断提升，另一方面国内乙二醇进口依赖度依然很高，

国内企业不断进行乙二醇产能建设。2019年，我国乙二醇产量较2010年增长2倍，产能提升至1079万吨。

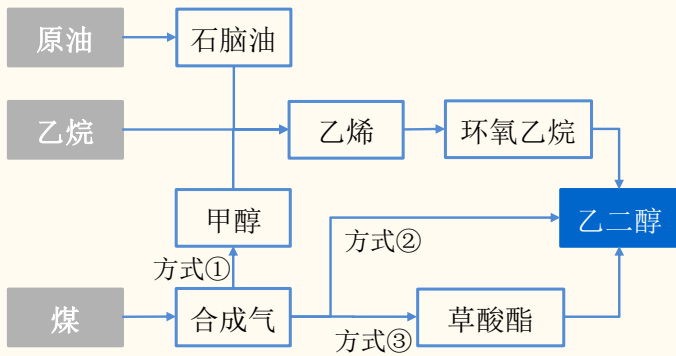
图表 29：我国乙二醇产能及产量变化情况（万吨）



来源：Wind，中纤网，公开资料，国金证券研究所

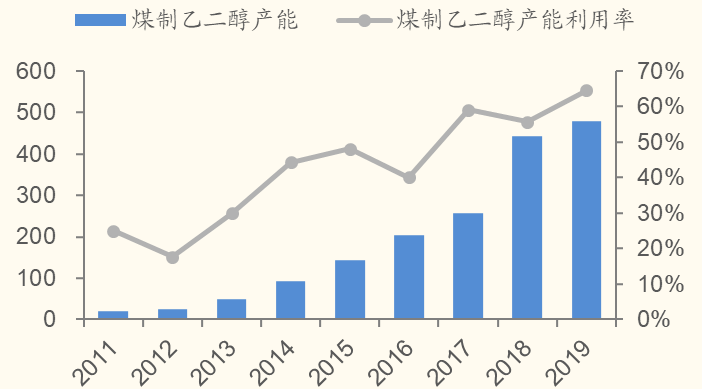
- **煤制技术获得突破，煤头乙二醇产能占比大幅提升。**在乙二醇生产过程中，大体分为油头、气头和煤头三大生产路线。由于我国的资源禀赋差异，国内持续进行煤制乙二醇的技术研发，经过多种路径的研发，草酸酯法获得有效突破，2016年开始，国内煤质乙二醇项目陆续兴建，至2019年我国煤制乙二醇产能已经接近480万吨，同时伴随着生产技术的不断改进，煤制乙二醇项目的开工负荷逐步提升。

图表 30：乙二醇主要的生产路径



来源：CNKI，国金证券研究所

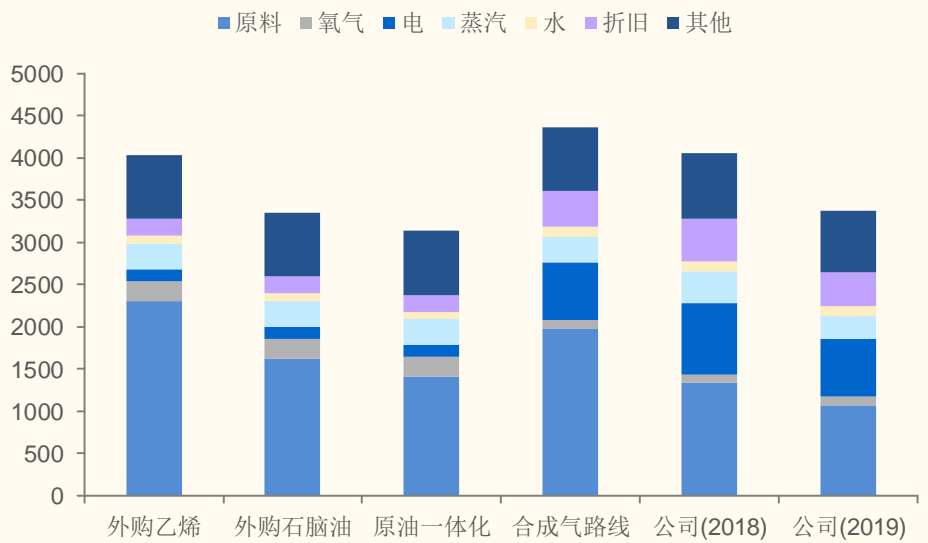
图表 31：我国煤质乙二醇产能变化（万吨）



来源：浦景能源，中纤网，公开资料，国金证券研究所

- **低油价成本下，煤制乙二醇的利润空间逐步丧失。**虽然近几年煤制乙二醇的产线迅速增多，占据了国内近一半的产能，但在全球来看，海外乙二醇仍以煤头和气头为主，国内超过一半的乙二醇需要进口，油头产线仍然主导行业发展。2020年以来，原油价格的大幅下跌使得油头乙二醇的成本迅速下降，失去成本支撑后，乙二醇价格随之大幅下跌，根据各个工艺的乙二醇成本测算，国内目前主要为一一体化的油头乙二醇生产企业可以盈利，煤质乙二醇的盈利空间逐步丧失。

图表 32：乙二醇各工艺行业平均成本对比（元/吨）



注：以 30 美元/桶的油价水平计算气头、油头行业平均成本
公司成本以煤为源头，以现阶段煤价统一计算成本

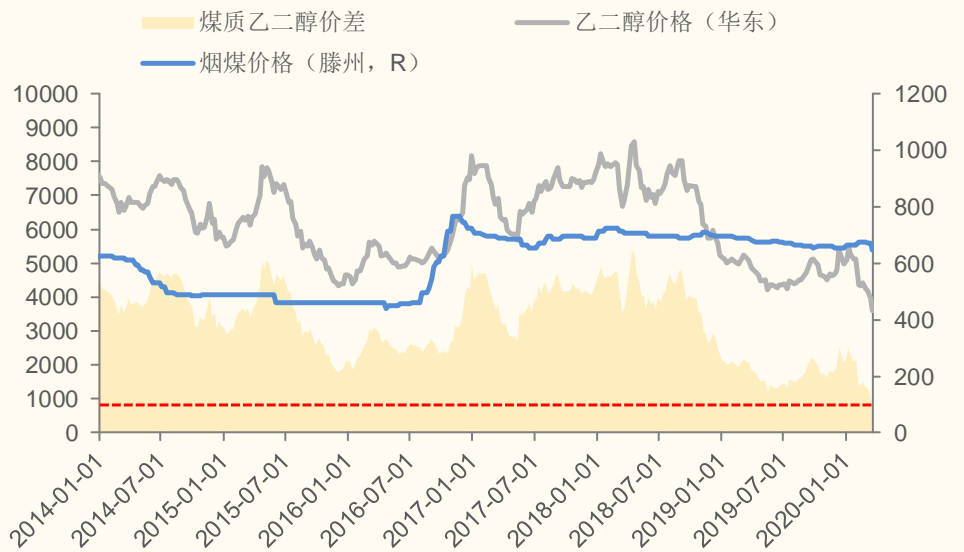
来源：CNKI，百川资讯，浦景能源，国金证券研究所

- **依托平台基础构建原料优势，减轻乙二醇的盈利压力。**公司作为煤制乙二醇的典型代表，随着油价下探，乙二醇的盈利空间也迅速下降。而公司经过 5 万吨乙二醇试验线的运行经验，公司 50 万吨的乙二醇的投资成本较预算下降 13.4%，使得乙二醇的单吨投资额迅速下降，产品高效运行，大幅压低产线的运行成本；依托煤气化平台的合成气成本优势，在原料端大幅降低产品成本；借助园区内热电一体化布局，进一步压缩蒸汽及用电成本。

2018 年公司 50 万吨乙二醇产线投产，经过 1 年多的升级优化，公司的乙二醇的单吨成本下降超过 15%，依托平台优势、园区配套、工艺优化，纵使原油价格位于低位，公司乙二醇的成本基本可以同外购石脑油成本大体持平，相比于煤质乙二醇行业水平形成了良好价格“缓冲垫”。

- **多数乙二醇生产企业难以盈利，乙二醇价格冲击有望逐步缓和。**不同于纯石油炼化产业链，以现阶段的产品价格而言，国内乙二醇多数生产企业都处于亏损状态，行业整体盈利已经跌至历史低位，伴随着海内外疫情的逐步改善，聚酯下游需求有望逐步回暖，乙二醇的价格冲击在成本支撑下有望逐步缓和。

图表 33: 煤制乙二醇价差 (元/吨)

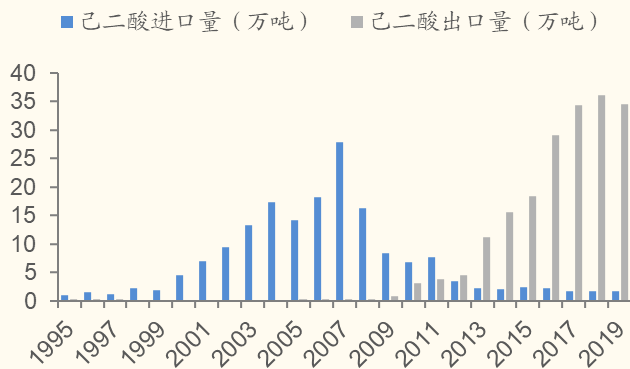


来源: Wind, 百川资讯, 国金证券研究所

4.3、己二酸行业两极分化，多方布局构筑竞争壁垒

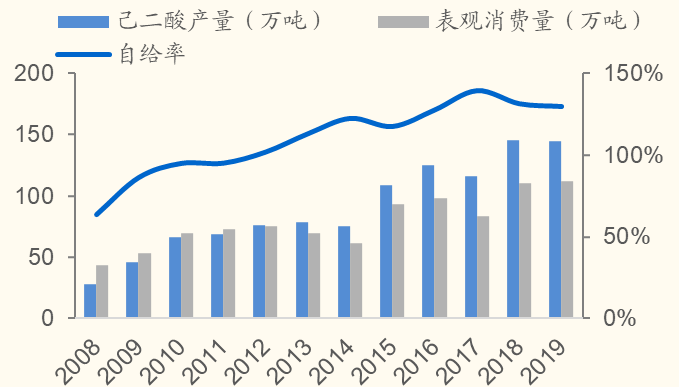
- **需求缓步增长，行业发展逐步成熟。**己二酸是重要的有机二元酸，产品主要应用于下游尼龙、聚氨酯等材料生产。己二酸行业发展也经历了技术突破后的爆发式发展，我国也逐步由己二酸进口依赖国成为产品出口国，但伴随下游的需求增长逐步趋缓，我国己二酸行业发展经历了产能集中扩张至结构化淘汰的发展历程。

图表 34: 我国己二酸进出口情况 (万吨)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

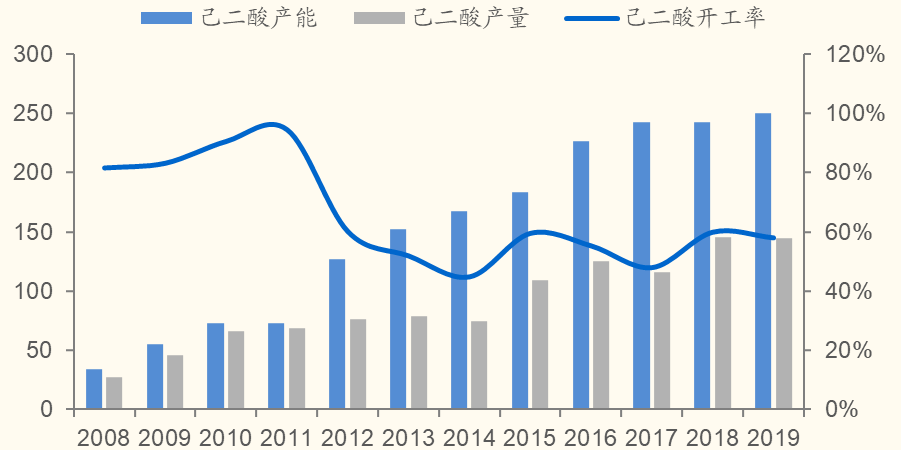
图表 35: 我国己二酸产量及消费情况 (万吨)



来源: Wind, CNKI, 卓创资讯, 百川资讯, 国金证券研究所

- **行业呈现两极分化，行业面临结构性调整。**2012 年以来，环乙烯法生产己二酸工艺逐步成熟，国内己二酸产能快速扩充，导致行业产能充裕，行业整体开工持续下行。至 2019 年，我国己二酸行业开工仍然位于低位，整体产能利用率仅为 6 成，行业开始出现明显的两极分化状态，行业领先企业开工稳定，而部分企业开工难以持续，部分产能处于闲置状态。

图表 36: 己二酸行业整体开工维持低位 (万吨)



来源: Wind, 百川资讯, 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 37: 国内己二酸生产企业产能情况 (万吨)

省份	企业名称	2019年产能 (万吨)	装置运行说明
重庆	重庆华峰化工有限公司	48	实际有效产能有望达到54万吨
河南	神马尼龙化工	32.5	
河南	中国平煤神马集团尼龙科技	15	一期15万吨投产, 二期仍规划扩展
山东	华鲁恒升化工股份有限公司	16	
河北	唐山中浩化工有限公司	15	
辽宁	中石油天然气辽阳石化分公司	14	1套7万吨装置运行
山西	阳煤集团太原化工新材料	14	
新疆	新疆天利高新石化股份	7.5	
江苏	江苏海力化工	30	装置停车, 申请复产中
山东	山东海力化工	22.5	18年12月停车, 19年2月恢复7.5万吨装置
山东	山东宏达集团	14	装置长期停车
山东	山东洪业化工	14	装置长期停车
山西	山西阳煤丰喜集团	7.5	装置停车
	总计	250	

来源: 国金证券研究所

- **公司双工艺布局, 降低整体生产成本。**己二酸经过发展实现了生产原料的逐步更替, 而以苯作为原料, 己二酸的生产路径也在持续优化, 最早的环己烷法工艺在国内应用较为广泛, 其后升级的环己烯法原料消耗低, 产品纯度高成为新建装置的主要选择。

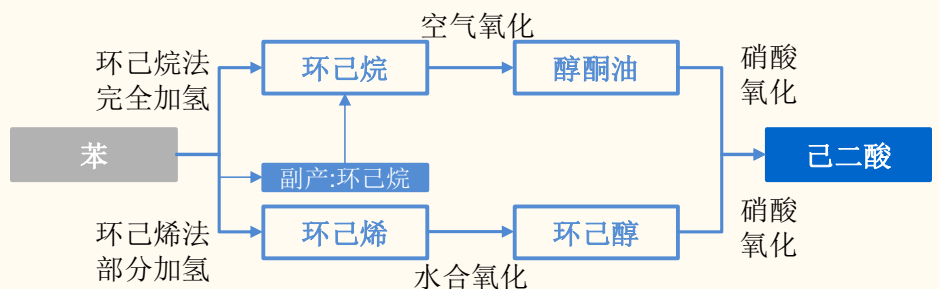
图表 38: 己二酸生产工艺分析对比情况

工艺	苯酚法	环己烷法 (KA 油法)	环己烯法	环己烯直接氧化法	丁二烯法	生物氧化法
原料	苯酚	苯	苯	苯	C4	生物资源
反应过程	苯酚 (加氢) → 环己醇 (硝酸氧化) → 己二酸	苯 (完全加氢) → 环己烷 (空气氧化) → KA 油 (硝酸氧化) → 己二酸	苯 (部分加氢) → 环己烯 (水合氧化) → 环己醇 (硝酸氧化) → 己二酸	苯 (部分加氢) → 环己烯 (H ₂ O ₂ 等氧化) → 己二酸	德国巴斯夫、美国杜邦、英国壳牌等公司先后开发出以 C4 作为原料的技术, 多种方法都仍存在	反应条件相对温和, 不会对环境造成污染, 是一种具有良好生态效应的绿色合成工艺, 但反应机理复杂, 过程控制难, 产品纯度低, 难以大规模工业化生产。
优势	能耗低, 选择性强, 产品纯度高, 工艺简单	工艺较为成熟, 以苯为原料, 成本可控	原料消耗低、纯度高、产品收率高, 反应温和, 生产安全	采用绿色氧化剂进行氧化, 工艺流程短, 减少污染	问题 (过程复杂, 产品分离困难, 副产品较多等), 仍需持续优化。	
不足	原料少, 成本高, 逐步被苯作为原料的工艺取代	反应流程长, 能耗高, 硝酸氧化环节会有环境污染	苯加氢生成环己烯的收率不够理想, 硝酸氧化仍会有环境污染	双氧水消耗过多仍需优化, 尚未形成推广条件		
副产物		副产物较多包括丁二酸、戊二酸等	副产物较少, 为环己烷			

来源: CNKI, 国金证券研究所

- 公司 2012 年 16 万吨两条产线先后投产, 分别采用环己烷和环己烯工艺, 而通过生产工艺的双重布局, 公司可以借助环己烷产线消化环己烯产线的副产物环己烷, 实现原料苯的充分利用, 进而有效降低整体己二酸产品的生产成本, 实现产线整体的协同布局。公司目前环己烷和环己烯工艺各占一半, 未来伴随公司精己二酸产线投产, 环己烯工艺占比将进一步提升, 公司整体双工艺布局的优势将更为显著, 己二酸成本优势将进一步提升。

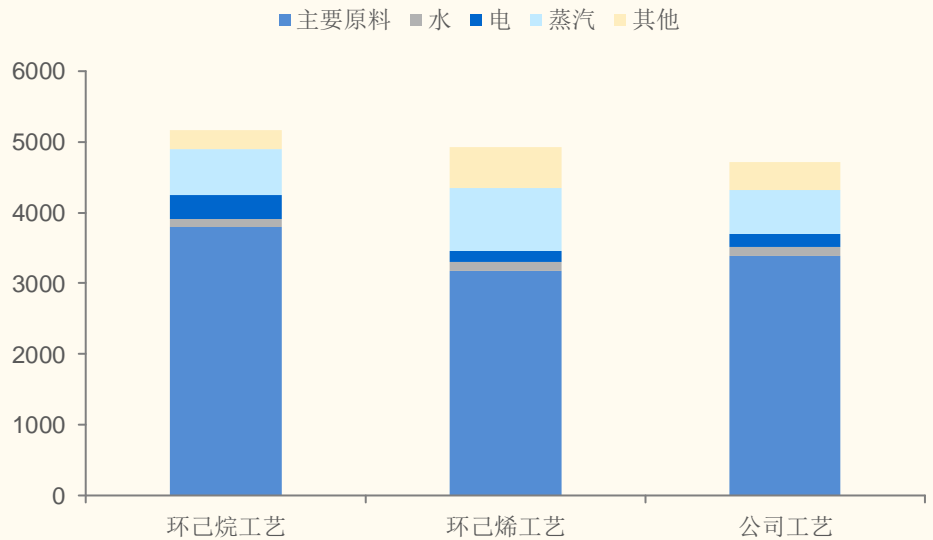
图表 39: 公司已二酸生产工艺情况



来源: 公司公告, 公开资料, 国金证券研究所

- 产业链一体化布局, 构建原料自给的成本优势。公司通过外采苯进行生产, 借助煤气化生产的氢气和化肥产线布局的硝酸为原料, 形成产业链的一体化布局。同时借助双线路工艺布局, 公司能有效的降低原料苯的消耗, 从而源头实现降低产品的生产成本, 从而形成成本优势。

图表 40：己二酸各工艺行业成本对比（元/吨）

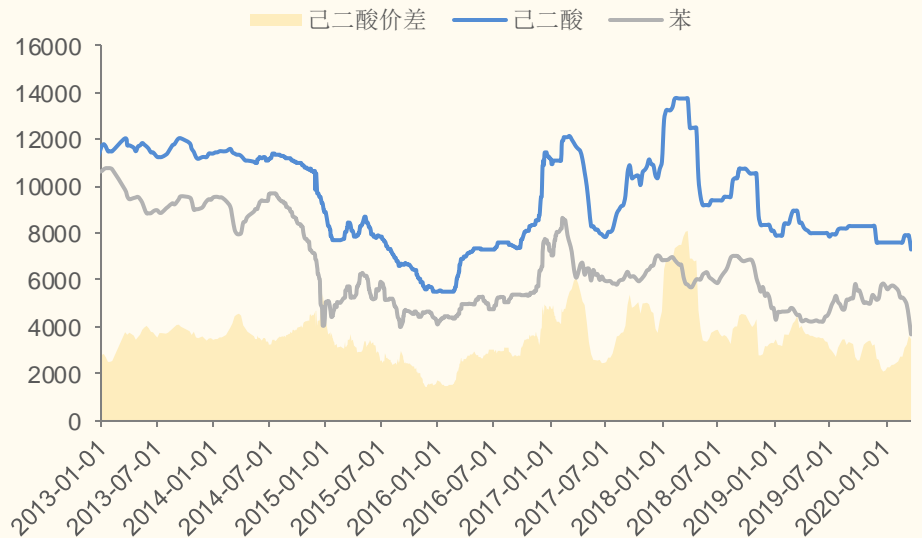


注：以苯 3000 元/吨测算，环己烯工艺原料成本扣除环己烷外卖收入
公司以煤为源头，实现硝酸、氢气自供，以现阶段煤价统一计算成本，

来源：百川资讯，CNKI，公开资料，国金证券研究所

- 随着原油价格下行，带动原料苯价格下落，己二酸产品价格下调幅度相对较为缓和，产品价差短期略有修复。

图表 41：己二酸产品价差变化（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

5.1、投资建议

- 一季度，由于海内外新冠疫情爆发，国内化工企业或多或少都受到一定程度的影响，而公司位于山东省，贴近河北省，在疫情期间，公司生产基本稳定，产品销售运输等恢复也较为迅速，伴随国内下游化纤等行业等企业逐步复工，公司生产运行也已经逐步进入正轨。
- 多产线布局，抵御油价下落对煤化工行业的冲击。公司多年来专注布局煤化工行业，以煤气化平台横纵双向进行产业链延伸。凭借农、化双向延伸布局，公司具有氨醇联动调节能力，农资产业在石油能源链条剧烈波动下，

具有相对更高盈利基础，借助氨醇产线调整，公司将有望最大限度规避原油价格波动带来化工产品的联动影响。而在化工产品领域，公司进行了精细化工原料供应链和化纤产业原料供应链条布局。公司布局的三甲胺及醋酸产品下游主要应用于饲料添加剂、医药、粘合剂等多领域，贴近下游的原料供应受到原油价格下跌的延伸冲击相对较小。

- **多年成本优化构建“缓冲带”，持续提高风险抵抗能力。**2016年以来，公司借助第三套煤气化装置，完整构建了公司的煤气化平台，公司三套设备联通，统一协调布局，实现了煤气化平台持续高效持续运行。通过多产线联通和工艺改进，公司不断降低产品煤耗和电耗，以合成氨成本计算，经过3年的持续改进，相比于2016年油价大跌阶段，公司前段通过技术工艺优化有望实现约1.75亿元的成本节约，从而提升公司产业链盈利中枢。借助前段平台优势，公司乙二醇、己二酸生产工艺、配套设施等方面不断完善，进一步夯实了产品的成本优势，在原油价格下跌过程中，仍能保持领先于行业的盈利水平。

图表 42：油价下行对公司主要产品盈利的冲击分析

产品	2016年1月 平均价差	2019年3月 平均价差	价差比值	下行空间预期
甲醇	698	622	0.89	产品价差基本筑底
合成氨	1219.7	2115	1.73	产品运行受到冲击影响有限
DMF	1509	1788	1.18	公司将调低DMF开工，提高三甲胺产量
己二酸	1536	3352	2.18	己二酸或将受到一定的影响
醋酸	745	1242	1.67	产品运行受到冲击影响有限
己二醇	2418	1462	0.60	产品价差基本筑底

来源：Wind，百川资讯，国金证券研究所

- **原油价格大跌位于低位，煤价或将有所松动，有望部分修复煤化工产业的盈利空间。**2020年一季度，原油受到供需双重影响大幅下落，部分石化及延伸产品失去成本支撑，叠加疫情影响需求，产品价格也呈现明显的下滑趋势。公司作为煤化工标杆企业，虽然通过多元化布局 and 成本优势具有较强的风险抵抗能力，但整体仍然受到“油-煤”的相对价格空间影响。此次油价下跌迅速，国内煤炭价格尚未有明显反应，若原油价格持续位于低位，煤炭价格或将有所松动，从而部分修复煤化工产业的盈利空间。

5.2、盈利预测

- 根据公司布局产品的现状以及我们对行业未来发展预判，对公司的各部分业务的业绩进行如下预测：
 - **价格及盈利水平：**2019年公司部分产品价格仍处于下行区间，2020年受到原油价格的大幅下落影响，部分产品的价格亦受到联动影响，预期化纤产业链相关产品价格将有所下行，而化肥、醋酸、三甲胺等产品受到影响相对有限；
 - **产品生产及销售：**相比于化工产品，化肥产品的波动相对较小，公司在低油价状态下，公司依然保持合成氨产线高负荷生产状态，醋酸行业格局相对稳定，预期公司销售基本稳定；化纤产业链产品乙二醇、己二酸等产品下游需求略有影响，部分调低产品销量，考虑到2020年下半年DMF技改扩产，补充行业退出产能，提升DMF产品销量。
 - 公司精己二酸、己内酰胺等项目预计将于2021-2022年投产，但具体时间尚未明确，暂未考虑在盈利预测之内。
- **预测 2020~2022 年公司营收分别为 131.64、140.20、143.64 亿元，归母净利润分别为 21.28、23.67、24.49 亿元，EPS 为 1.31、1.46、1.51 元。**原油价格的大幅下跌，对煤化工行业有所冲击，但通过对公司产品的详细拆分，公司多个产品的抗压能力较强，己二酸、DMF、乙二醇等产品将略有影响，但公司通过成本优化和生产结构调整将大幅转移相关风险，相比于2016年公司的中枢利润明显提升，2020-2022年公司股价对应PE为

11.81 倍、10.6 倍、10.25 倍，看好公司长期的成本优化能力和抵御风险的能力，同时未来新建精己二酸项目和己内酰胺等项目将提供未来增量，给予公司长期约 14 倍 PE，上调公司至“买入”评级。

图表 43：公司未来 3 年分产品盈利预测（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
肥料	产品销量（万吨）	152	187	255	250	255	260
	产品价格（元）	1299	1567	1440	1374	1400	1400
	产品收入（百万元）	1980	2926	3672	3435	3570	3640
	同比增速	1.0%	47.8%	25.5%	-6.4%	3.9%	2.0%
	产品毛利润（百万元）	256	820	1228	1073	1125	1147
	毛利率	12.9%	28.0%	33.5%	31.2%	31.5%	31.5%
有机胺	产品销量（万吨）	36	37	39	46	48	50
	产品价格（元）	5332	5660	4933	4998	5000	5000
	产品收入（百万元）	1902	2091	1924	2274	2400	2500
	同比增速	31.6%	9.9%	-8.0%	18.2%	5.5%	4.2%
	产品毛利润（百万元）	563	806	694	802	864	900
	毛利率	29.6%	38.5%	36.1%	35.3%	36.0%	36.0%
己二酸及中间品	产品销量（万吨）	21	20	22	20	21	22
	产品价格（元）	8548	9170	7355	6668	6700	6700
	产品收入（百万元）	1831	1832	1641	1347	1407	1474
	同比增速	42.4%	0.1%	-10.4%	-17.9%	4.5%	4.8%
	产品毛利润（百万元）	323	429	359	315	324	339
	毛利率	17.7%	23.4%	21.9%	23.4%	23.0%	23.0%
醋酸及衍生品	产品销量（万吨）	64	62	62	62	62	63
	产品价格（元）	2633	4007	2670	2455	2650	2650
	产品收入（百万元）	1675	2496	1653	1517	1643	1670
	同比增速	47.1%	49.0%	-33.8%	-8.2%	8.3%	1.6%
	产品毛利润（百万元）	508	1360	650	491	559	584
	毛利率	30.3%	54.5%	39.3%	32.4%	34.0%	35.0%
多元醇	产品销量（万吨）	22	29	68	60	65	67
	产品价格（元）	6461	6598	4640	3783	4000	4000
	产品收入（百万元）	1407	1941	3140	2270	2600	2680
	同比增速	26.7%	37.9%	61.8%	-27.7%	14.5%	3.1%
	产品毛利润（百万元）	81	95	456	199	260	268
	毛利率	5.8%	4.9%	14.5%	8.8%	10.0%	10.0%
其他	产品收入（百万元）	1613	3071	2161	2320	2400	2400
	同比增速	112.4%	90.4%	-29.6%	7.4%	3.4%	0.0%
	产品毛利润（百万元）	309	865	563	530	576	576
	毛利率	19.1%	28.2%	26.0%	22.8%	24.0%	24.0%
总计	产品收入（百万元）	10408	14357	14190	13164	14020	14364
	同比增速	35.2%	37.9%	-1.2%	-8.3%	-1.2%	9.1%
	产品毛利润（百万元）	2041	4376	3951	3410	3707	3814
	毛利率	19.6%	30.5%	27.8%	25.9%	26.4%	26.6%

来源：公司公告，国金证券研究所

六、风险提示

- 能源价格波动风险：公司的中间产品甲醇同原油价格的联动性较高，原油价格的剧烈波动影响下游产品价格，部分挤压关联产品的盈利空间。
- 疫情影响终端需求风险：一季度海内外爆发新冠疫情，公司布局的部分产品应用于化纤产业链，若下游需求明显恶化，将带来市场需求萎缩，产品价格下滑的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	10,408	14,357	14,190	13,164	14,020	14,364	货币资金	754	1,283	715	1,253	1,310	2,002
增长率	37.9%	-1.2%	-7.2%	6.5%	2.5%		应收账款	698	1,103	968	947	1,008	1,033
主营业务成本	-8,367	-9,980	-10,239	-9,753	-10,313	-10,550	存货	402	557	332	428	452	462
%销售收入	80.4%	69.5%	72.2%	74.1%	73.6%	73.4%	其他流动资产	394	1,373	1,477	1,640	1,648	1,652
毛利	2,041	4,376	3,951	3,410	3,707	3,814	流动资产	2,247	4,317	3,491	4,267	4,418	5,149
%销售收入	19.6%	30.5%	27.8%	25.9%	26.4%	26.6%	%总资产	14.0%	23.1%	19.2%	20.4%	19.2%	20.7%
营业税金及附加	-76	-98	-93	-90	-94	-96	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	12,205	13,186	12,467	14,444	16,145	17,026
营业费用	-189	-261	-372	-290	-280	-287	%总资产	76.2%	70.7%	68.5%	68.9%	70.1%	68.4%
%销售收入	1.8%	1.8%	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	无形资产	596	761	1,123	1,336	1,526	1,675
管理费用	-170	-209	-488	-448	-456	-452	非流动资产	13,775	14,340	14,697	16,685	18,626	19,746
%销售收入	1.6%	1.5%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%	%总资产	86.0%	76.9%	80.8%	79.6%	80.8%	79.3%
息税前利润 (EBIT)	1,606	3,808	2,998	2,584	2,877	2,978	资产总计	16,022	18,657	18,187	20,952	23,044	24,895
%销售收入	15.4%	26.5%	21.1%	19.6%	20.5%	20.7%	短期借款	1,720	1,608	914	1,596	1,576	1,300
财务费用	-152	-177	-154	-89	-102	-105	应付账款	1,725	1,959	1,250	1,573	1,666	1,704
%销售收入	1.5%	1.2%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动负债	155	411	270	245	268	276
资产减值损失	-6	-76	-5	0	0	0	流动负债	3,601	3,978	2,434	3,415	3,510	3,280
公允价值变动收益	0	0	13	0	0	0	长期贷款	3,115	2,594	1,504	1,522	1,722	1,922
投资收益	0	12	42	20	23	22	其他长期负债	17	17	18	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.3%	1.4%	0.8%	0.8%	0.8%	负债	6,733	6,589	3,956	4,942	5,237	5,208
营业利润	1,449	3,569	2,899	2,515	2,798	2,895	普通股股东权益	9,289	12,068	14,231	16,010	17,807	19,687
营业利润率	13.9%	24.9%	20.4%	19.1%	20.0%	20.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-11	-3	-2	-2	-3	-3	负债股东权益合计	16,022	18,657	18,187	20,952	23,044	24,895
税前利润	1,438	3,565	2,896	2,513	2,795	2,892	比率分析						
利润率	13.8%	24.8%	20.4%	19.1%	19.9%	20.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-216	-546	-443	-385	-428	-443	每股指标						
所得税率	15.0%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	0.754	1.864	1.508	1.308	1.455	1.506
净利润	1,222	3,020	2,453	2,128	2,367	2,449	每股净资产	5.733	7.419	8.749	9.842	10.947	12.103
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.056	2.423	2.297	2.215	2.454	2.715
归属于母公司的净利润	1,222	3,020	2,453	2,128	2,367	2,449	每股股利	0.150	0.200	0.200	0.350	0.350	0.350
净利率	11.7%	21.0%	17.3%	16.2%	16.9%	17.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.16%	25.02%	17.24%	13.29%	13.29%	12.44%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	7.63%	16.19%	13.49%	10.16%	10.27%	9.84%
净利润	1,222	3,020	2,453	2,128	2,367	2,449	投入资本收益率	9.66%	19.82%	15.25%	11.44%	11.54%	11.01%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	992	1,297	1,302	1,327	1,497	1,840	主营业务收入增长率	35.15%	37.94%	-1.16%	-7.24%	6.51%	2.45%
非经营收益	170	180	122	88	107	118	EBIT增长率	36.51%	137.11%	-21.27%	-13.82%	11.34%	3.52%
营运资金变动	-673	-556	-142	61	21	8	净利润增长率	39.58%	147.10%	-18.76%	-13.26%	11.22%	3.50%
经营活动现金净流	1,711	3,941	3,736	3,604	3,991	4,416	总资产增长率	21.33%	16.45%	-2.52%	15.20%	9.99%	8.03%
资本开支	-2,150	-1,287	-1,856	-3,317	-3,441	-2,963	资产管理能力						
投资	0	-1,080	-200	0	0	0	应收账款周转天数	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
其他	0	12	42	20	23	22	存货周转天数	20.1	17.5	15.8	16.0	16.0	16.0
投资活动现金净流	-2,150	-2,356	-2,014	-3,297	-3,418	-2,941	应付账款周转天数	44.8	53.0	42.6	45.0	45.0	45.0
股权募资	0	55	0	0	0	0	固定资产周转天数	375.9	330.1	306.9	344.5	324.0	402.2
债权募资	954	-632	-1,784	689	180	-76	偿债能力						
其他	-384	-477	-507	-457	-696	-707	净负债/股东权益	43.93%	24.19%	2.88%	3.57%	3.90%	-0.37%
筹资活动现金净流	571	-1,055	-2,291	232	-516	-783	EBIT利息保障倍数	10.6	21.6	19.4	28.9	28.1	28.4
现金净流量	132	530	-569	538	57	692	资产负债率	42.02%	35.32%	21.75%	23.59%	22.73%	20.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	5	33
增持	0	0	2	3	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.38	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

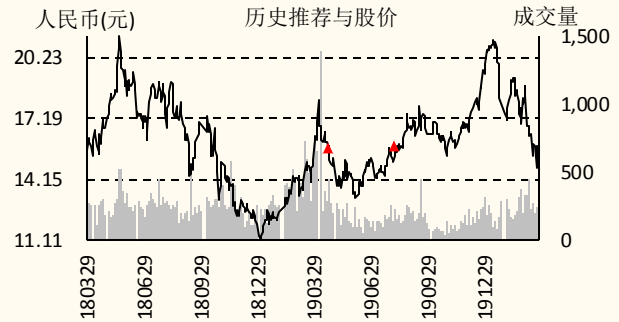
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-30	增持	15.29	17.13~17.13
2	2019-04-23	增持	16.25	N/A
3	2019-08-08	增持	15.30	N/A
4	2019-10-27	增持	16.29	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH