



华鲁恒升 (600426.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

深度跟踪：行业筑底，规划新方向

公司为煤气化龙头，形成尿素、醋酸、有机胺、己二酸、己内酰胺、多元醇等产品体系，丰富度明显提升，单一产品的占比逐步下行，周期大幅波动过程中，能够一定程度分散单一产品产生的影响。

TDI 规划解读

公司计划在荆州基地建设 30 万吨/年 TDI 项目，项目总投资 69.837 亿元。TDI 受到工艺生产和技术的双向限制，行业壁垒相对较高，万华获得了巨力的控制权后，行业 CR3 已经接近 8 成；受行业供给压力提升影响，产品盈利回落。在 TDI 生产中，原材料占比相对较高，公司在规划上基本实现了产业链的完整配套，成本优势需更多关注软实力兑现，公司在工艺优化、成本管控、技术改造、统筹管理等方面有优势，有望助力公司实现单耗节约、投资效率提升。

系列专栏

丁辛醇：丁辛醇短期价差已有回落，2025 年行业有新增产能，但要贴近年尾释放，短期看将以区间波动为主，目前开工还维持在较高位，供给端的集中变化将是这一阶段影响盈利的关键因素；中长期看，行业后续还有较多产能新增，且还有企业规划项目，进入到新的产能释放阶段，需求的消化能力将是影响盈利中枢的关键。

行业分析

尿素：短期已进入行业底部，对尿素价格形成成本支撑，价格调整空间有限，2025 年有新增产能，出口和产能释放节奏将成为关键。有机胺：DMF 需求暂未有明显增长点，行业的格局改善需要依靠供给端控量，或者中长期的小规模产能退出，预期区间运行。

醋酸：2025 年醋酸将有超过 300 万吨的产能规划，供给压力有所提升，供给端的生产节奏对盈利产生影响。

己二酸：行业企业已经进入亏损状态，新增产能释放节奏需观察。己内酰胺：原材料价格上行，产能供给充裕，产品价差跌入近几年内最低水平，进一步调整空间有限。

投资建议

目前公司多数产品已进入底部区间，在成本支撑下，价格仅一步大幅下行的空间极为有限，预估行业进入区间震荡状态，若需求或出口能够有一定的供给消化，多数产品将有一定的盈利改善空间。预估 2024-2026 年营收 340.60、387.66、429.63 亿元，归母净利润 38.14、43.63、51.11 亿元，EPS 为 1.80、2.06、2.41 元，当前股价对应的 PE 分别为 12.03、10.52、8.98，维持“买入”评级。

风险提示

行业格局恶化风险；原材料剧烈波动风险；产品需求不及预期风险；出口政策变动风险。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：杨翼莹 (执业 S1130520090002)

yangyiyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.60 元

相关报告：

- 《华鲁恒升公司点评：检修有影响，竞争加剧进一步优化成本》，2024.10.30
- 《华鲁恒升公司点评：抗风险持续兑现，公司长期稳健运行》，2024.8.22
- 《华鲁恒升公司点评：产销量进一步提升，盈利环比改善》，2024.4.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	34,060	38,766	42,963
营业收入增长率	13.55%	-9.87%	24.95%	13.82%	10.83%
归母净利润(百万元)	6,289	3,576	3,814	4,363	5,111
归母净利润增长率	-13.30%	-43.14%	6.64%	14.41%	17.15%
摊薄每股收益(元)	2.962	1.684	1.796	2.055	2.407
每股经营性现金流净额	3.30	2.22	2.55	3.78	4.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.36%	12.38%	12.11%	12.77%	13.76%
P/E	7.30	12.83	12.03	10.52	8.98
P/B	2.10	1.92	1.46	1.34	1.24

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、煤化工产业链多元化布局，产品种类丰富.....	5
二、TDI 方向新规划，软实力的兑现是未来跟踪关键.....	6
2.1、TDI 属于高壁垒行业，产能释放后出口供给海外.....	6
2.2、软实力的兑现预期将是未来产品竞争的关键因素.....	9
三、系列专栏：丁辛醇行业出现多轮波动，年内供给端持续关注.....	10
3.1、辛醇行业较易形成短期波动，供给端影响较大.....	10
3.2、行业新增产能释放较多，行业产能消化需要时间.....	15
四、尿素观察春耕后的出口政策，碳六链产品表现相对承压.....	16
4.1、尿素行业供给压力年中明显体现，春耕后出口政策是重点关注方向.....	16
4.2、DMF 产品盈利压力明显，尚未迎来明显拐点.....	18
4.3、醋酸行业短期供给相对有序，库存压力暂缓.....	20
4.4、己二酸需求支撑相对较弱，原料坚挺运行挤压利润空间.....	23
4.5、原料硫磺价格持续抬升，己内酰胺产能带来价差压力.....	26
五、盈利预测与投资建议.....	27
六、风险提示.....	27

图表目录

图表 1： 华鲁恒升煤化工产业链多元化布局.....	5
图表 2： 公司产能分布情况（万吨）.....	5
图表 3： 公司分产品营收变化（亿元）.....	6
图表 4： 公司分产品销量变化（万吨）.....	6
图表 5： 近两年 TDI 产能提升，行业保持高开工.....	6
图表 6： TDI 行业集中度相对较高.....	6
图表 7： 2024 年全球 TDI 产能分布占比.....	7
图表 8： 2025 年预计全球 TDI 产能分布占比.....	7
图表 9： 海绵制品占 TDI 下游需求大头.....	7
图表 10： TDI 需求连续两年表现增长（万吨）.....	7
图表 11： TDI 出口量获得较大提升（万吨）.....	7
图表 12： TDI 出口相对分散，欧美占比较低.....	7
图表 13： TDI 行业开工及库存变化情况（万吨）.....	8
图表 14： 2024 年 TDI 产品价差回归较多（元/吨）.....	8
图表 15： 下半年 TDI 月度出口量逐步提升（万吨）.....	9



图表 16: 沧州大化 TDI 的成本构成.....	9
图表 17: 沧州大化的 TDI 产品的营收及毛利率变化.....	9
图表 18: TDI 反应过程中需要.....	10
图表 19: 以丙烯为原材料, 生产企业多有丁辛醇联合产能.....	11
图表 20: 辛醇下游主要用于增塑剂生产.....	11
图表 21: 2024 年辛醇行业产能分布情况.....	11
图表 22: 辛醇行业开启了新增的产能供给 (万吨).....	11
图表 23: 丁醇和辛醇价格具有明显的联动性 (元/吨).....	12
图表 24: 丁醇的下游应用分布.....	12
图表 25: 2022 年中国增塑剂市场主要品种消费量占比.....	12
图表 26: 2016 年中国增塑剂市场主要品种消费量占比.....	12
图表 27: 辛醇产品自供比例达到 9 成左右.....	13
图表 28: 丁醇产品已经基本实现了产品自给.....	13
图表 29: 辛醇前期主要跟随原材料价格变化, 近几年来走出独立行情.....	13
图表 30: 2021 年 DOTP 产能快速提升形成辛醇需求支撑.....	14
图表 31: 丙烯酸丁酯的开工大幅提升带动正丁醇需求.....	14
图表 32: 丁辛醇需求量表现出需求共振, 形成阶段性供给紧张 (万吨).....	14
图表 33: 辛醇供给端管控促使产品表现阶段性上行行情.....	14
图表 34: 辛醇开工的集中波动仍将对产品景气度产生阶段性影响.....	15
图表 35: 辛醇行业两大阵营加大产能规划力度和布局 (万吨).....	16
图表 36: 尿素产能近 3 年来持续提升 (万吨).....	16
图表 37: 装置升级改造, 固定床工艺占比下降.....	16
图表 38: 尿素开工及库存变化情况 (万吨).....	17
图表 39: 尿素产量连续两年产量较大提升 (万吨).....	17
图表 40: 尿素往年出口占比 1 成左右 (万吨).....	17
图表 41: 今年来尿素出口明显受限 (万吨).....	17
图表 42: 尿素 2025 年仍有计划新增产能 (万吨).....	18
图表 43: 尿素产品价差进入行业底部区间 (元/吨).....	18
图表 44: 新增产能集中释放, 供给压力较大.....	19
图表 45: DMF 行业格局较之前更为分散.....	19
图表 46: DMF 行业低负荷运行消化库存 (万吨).....	19
图表 47: DMF 压力较大, 价差跌入历史底部 (元/吨).....	19
图表 48: 甲胺产能扩充后开工率明显回调.....	20
图表 49: 甲胺和 DMF 价格大方向一致, 阶段性差异.....	20
图表 50: 醋酸产能持续提升, 开工率仍然位于高位.....	20



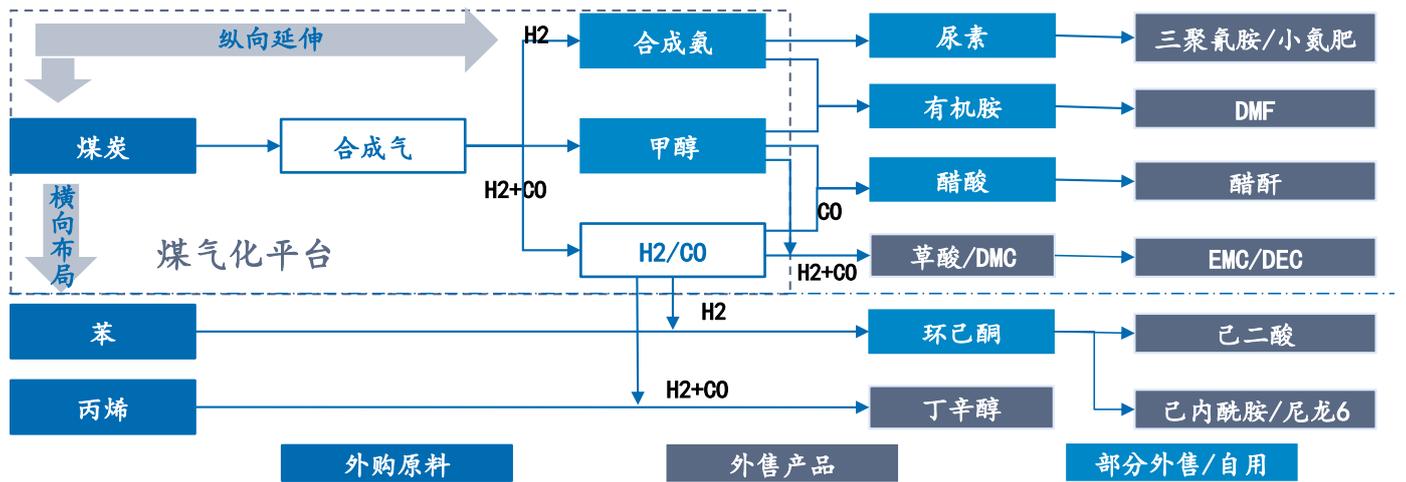
图表 51: 醋酸行业头部积极扩产, 参与企业数量增多	20
图表 52: 醋酸企业根据库存不断调整开工生产 (万吨)	21
图表 53: 醋酸价差 4 季度开始呈现震荡式下行 (元/吨)	21
图表 54: 2023 年醋酸出口地区分布	21
图表 55: 2024 年醋酸出口支撑相对较好 (万吨)	21
图表 56: PTA 产能投放后供给稳定位于高位 (万吨)	22
图表 57: 醋酸乙烯、醋酸乙酯产量迅速提升 (万吨)	22
图表 58: 2023 年醋酸下游应用占比	22
图表 59: 2024 年醋酸消费持续提升, 部分消化供给压力	22
图表 60: 醋酸规划新增产能, 行业存在进一步供给压力 (万吨)	22
图表 61: 己二酸行业产能持续大幅提升 (万吨)	23
图表 62: 己二酸行业参与企业相对较多	23
图表 63: 己二酸出口占比在 2 成左右	23
图表 64: 己二酸下游主要应用于化纤、聚氨酯等领域	23
图表 65: 尼龙 66 产能规划较多释放略有滞后 (万吨)	24
图表 66: PBAT 在未有政策驱动下市场暂未开启 (万吨)	24
图表 67: 己二酸产业链图	24
图表 68: 2023 年纯苯下游应用占比	25
图表 69: 2024 年纯苯供给小幅提升	25
图表 70: 纯苯下游产量大幅提升, 需求支撑明显	25
图表 71: 纯苯 2024 年的价格明显强于原油 (元/吨)	25
图表 72: 己二酸价差在供给压力下持续收窄 (元/吨)	25
图表 73: 己内酰胺产能持续提升带来行业供给增量	26
图表 74: 己内酰胺行业开工持续位于高位	26
图表 75: 己内酰胺出口量有所提升 (万吨)	26
图表 76: 尼龙 6 产能释放带动上游己内酰胺需求提升	26
图表 77: 己内酰胺价差在 2024 年 4 季度有明显调整	27
图表 78: 公司产品营收及盈利变化情况 (亿元)	27



一、煤化工产业链多元化布局，产品种类丰富

公司以煤化工为核心，产品多领域延伸分布。公司煤气化发展起家，多年来持续进行产业链延伸布局，目前已经形成了化肥、有机胺、醋酸、新材料等主要大的布局板块，其中新材料领域涵盖碳酸酯系列、草酸、己二酸及产业链、己内酰胺及产业链、多元醇等产品。公司以煤作为主要原材料，以煤气化形成核心供应环节，借助其他石化原料形成六大产品系列，不同于其他煤化工企业，公司的煤气化管网联通，产品布局种类丰富，具有氨醇联动能力，能够实现终端产品的有效调节。

图表1：华鲁恒升煤化工产业链多元化布局



来源：公司公告，国金证券研究所整理绘制

近3年来公司双线布局：一方面积极推进荆州基地的建设，依托公司煤气化优势进行尿素、有机胺、醋酸板块的优势复核，在荆州基地规划并建成100万吨尿素、100万吨醋酸及30万吨有机胺，构建基地的优势平台，2024年11月技改优化的52万吨尿素产能投产；另一方面，公司在德州基地进一步延伸产业链，丰富产品品类，技改优化提升产能效率，已经实现了己二酸、己内酰胺、碳酸酯等产品的延伸拓展和产能扩建，现拥有52.66万吨己二酸、30万吨己内酰胺、60万吨碳酸二甲酯和20万吨尼龙6产能。

图表2：公司产能分布情况（万吨）

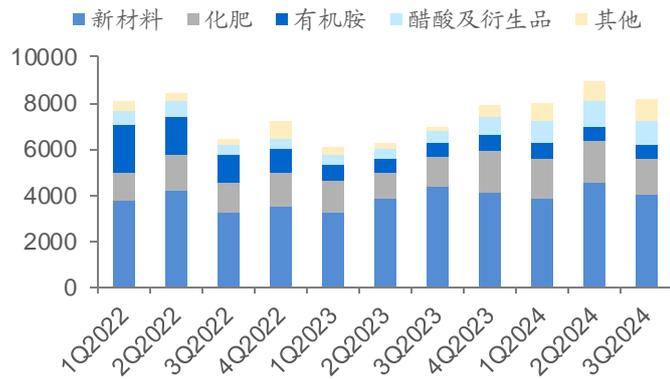
产品	产能	基地
尼龙6切片	20万吨	德州基地
己内酰胺	30万吨	德州基地
己二酸	52.66万吨	德州基地
异辛醇	20万吨	德州基地
碳酸二甲酯	60万吨	德州基地
尿素	307万吨	德州+荆州基地
DMF	48万吨	德州+荆州基地
醋酸	150万吨	德州+荆州基地

来源：公司公告，国金证券研究所

公司的多产品布局助力分散风险，产品体系更为丰富。公司多年来一直以产业链延续布局为主，产品丰富度明显提升，使得单一产品的占比逐步下行，在行业周期大幅波动过程中，能够一定程度分散单一产品产生的影响。

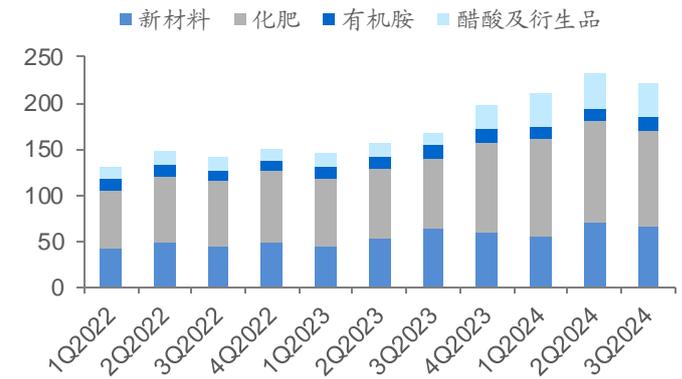


图表3: 公司分产品营收变化 (亿元)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表4: 公司分产品销量变化 (万吨)



来源: iFinD, 国金证券研究所

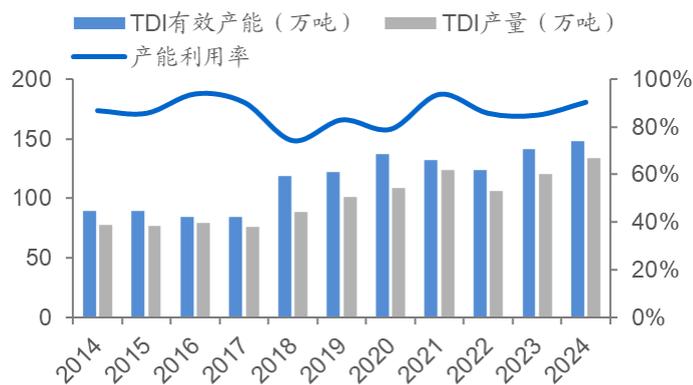
二、TDI 方向新规划，软实力的兑现是未来跟踪关键

2.1、TDI 属于高壁垒行业，产能释放后出口供给海外

TDI 受到工艺生产和技术的双向限制，行业壁垒相对较高。和一般大体量化工品不同，TDI 和 MDI 有一定的相似性，行业的壁垒相对较高。TDI 反应过程相对较长，对生产工艺、流程管控的要求有所提升，而又和一般的精细化工产品不同，TDI 的市场规模相对较大，产品需要满足规模化生产的连续稳定状态，技术上具有较高要求。在此之上，TDI 的常规规模化生产过程需要使用到光气，而光气是剧毒气体，我国对于光气的管理极其严格，光气指标的申请相对较难，因而 TDI 在生产技术工艺要求之上，还存在光气的审批制约，TDI 形成相对更高的产品壁垒，使得行业内的企业数量多年维持在较少水平。

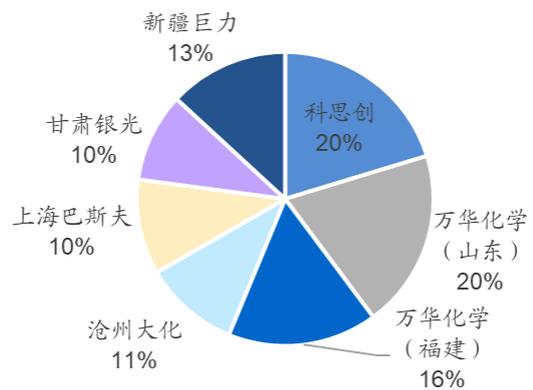
行业集中度相对较高，万华化学产能占比突出。TDI 受到行业进入壁垒限制，行业新进入的企业相对较少，伴随部分行业内企业的整合或退出，TDI 行业的市场集中度开始有了明显提升，目前国内主要的 TDI 生产企业约 6 家左右，其中包括巴斯夫和科思创两家外资企业。2023 年万华获得了巨力的控制权后，TDI 行业集中度再次提升，目前行业 CR3 已经接近 8 成，行业的集中度较高。

图表5: 近两年 TDI 产能提升，行业保持高开工



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表6: TDI 行业集中度相对较高

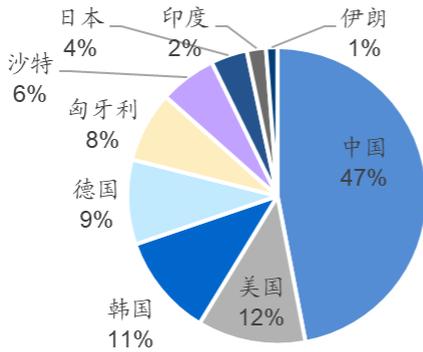


来源: 卓创资讯, 百川资讯, 国金证券研究所

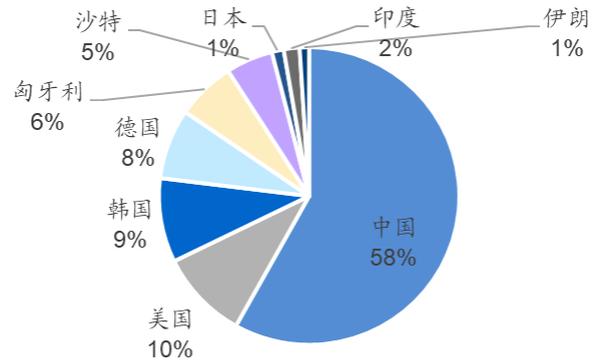
中国成为全球产能扩充主阵地，后续仍将有较多新增产能。自 2018 年以来，国内 TDI 装置开始呈现出显著的规模化趋势，海外 TDI 装置受到盈利影响，德国、日本、阿根廷陆续有老旧产能关停，而国内 TDI 龙头企业通过规模化装置建设或者技改扩产，实现低成本的产能扩厂，全球 TDI 供给开始向中国转移，中国成为全球最大的 TDI 产能供给国。2024 年我国拥有 TDI 产能 153 万吨，约占全球 TDI 产能的 47%，而进入 2025 年万华福建、沧州大化等企业都将进入扩建或者新建产能释放阶段，同时预计科思创上海基地还将有技改扩产，带动 2025 年产能大幅提升，中国 TDI 产能占比将有望提升至 58%。



图表7: 2024 年全球 TDI 产能分布占比



图表8: 2025 年预计全球 TDI 产能分布占比

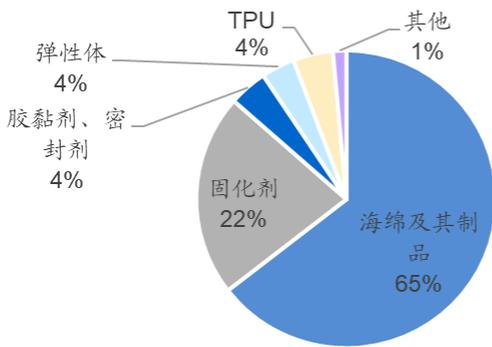


来源: 卓创资讯, 百川资讯, 国金证券研究所

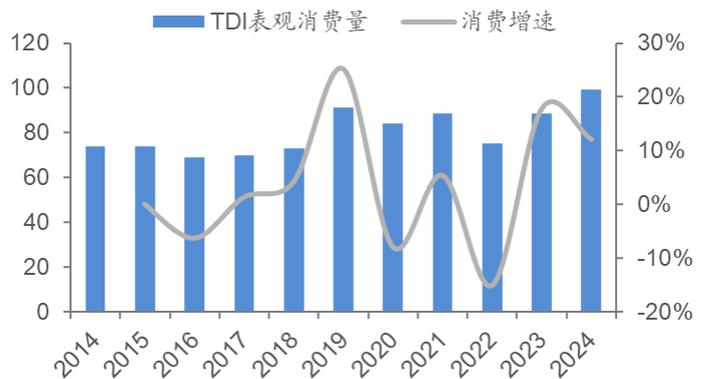
来源: 卓创资讯, 百川资讯, 国金证券研究所

TDI 下游应用中, 海绵制品占比达到 6 成以上, 伴随消费需求的逐步修复, TDI 的国内表观消费量连续两年表现出提升, 国内需求提升超越了 2019 年, 伴随国内持续刺激消费, 预计 TDI 的消费量可能将获得一定的提升, 带动部分产能消化。

图表9: 海绵制品占 TDI 下游需求大头



图表10: TDI 需求连续两年表现增长 (万吨)

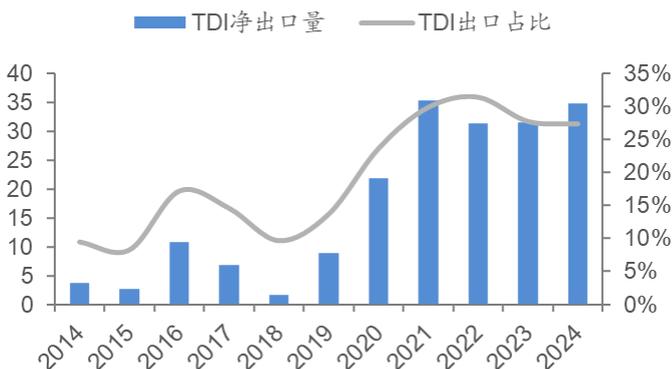


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所 (2023 年)

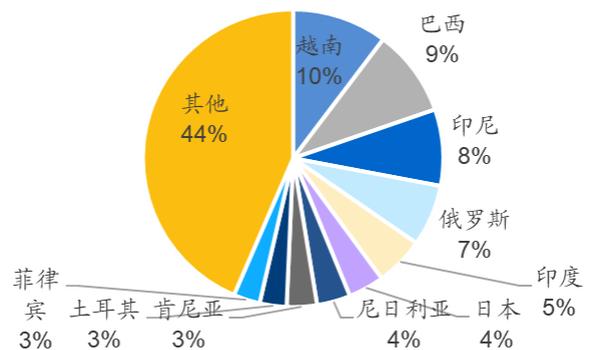
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

TDI 目前出口占比约为 3 成, 自 2018 年以来, 国内 TDI 规模化产能开始建设, 我国 TDI 出口出现明显提升, TDI 出口占比也由 1-2 成提升至近 3 成状态, 而伴随海外日本、阿根廷的产线逐步关停, 国内企业的市场份额预计还将有进一步增长。2024 年我国 TDI 出口 36.65 万吨, 其中主要的出口地集中于亚洲、南美洲等地区, 欧美地区的占比相对较低。从后续的发展来看, 国内 TDI 装置相较于海外的小规模、老旧装置而言, 是具备效率优势的; 同时国内的产业链配套也相对完善, 预计成本优势将一直持续, 因而通过出口来占据更多的全球份额预计将成为未来行业的重要方向。

图表11: TDI 出口量获得较大提升 (万吨)



图表12: TDI 出口相对分散, 欧美占比较低



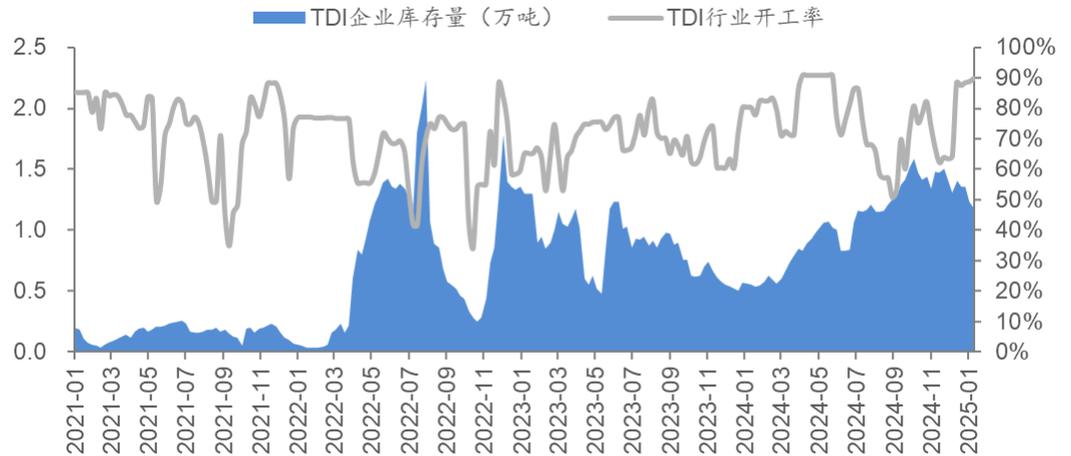


来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：百川资讯，国金证券研究所（2024 年）

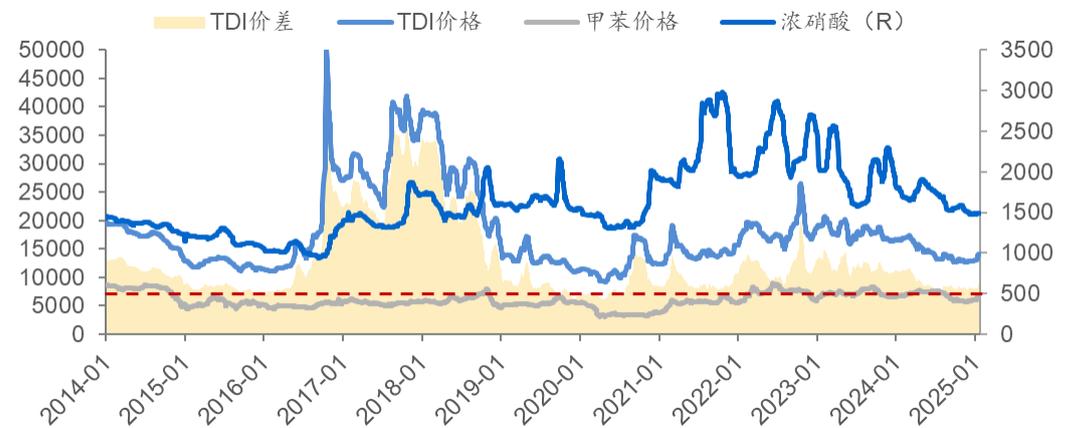
TDI 产品在 2024 年经历了明显的价格调整，中间需求支撑不足。2024 年春节后，TDI 报价上行，行业整体的开工率维持较高水平，但需求支撑持续性有限，至二季度开始行业的供给压力就明显提升，生产企业明显降低开工负荷，但下游需求采购并未有明显起色，企业库存仍然在持续累积，TDI 价格大幅调整向下，进入下半年 TDI 价差基本已经回落至偏底部区间，行业进入成本挺价阶段，开工调整后消化库存，产品盈利进入底部区间震荡。

图表13: TDI 行业开工及库存变化情况 (万吨)



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表14: 2024 年 TDI 产品价差回归较多 (元/吨)

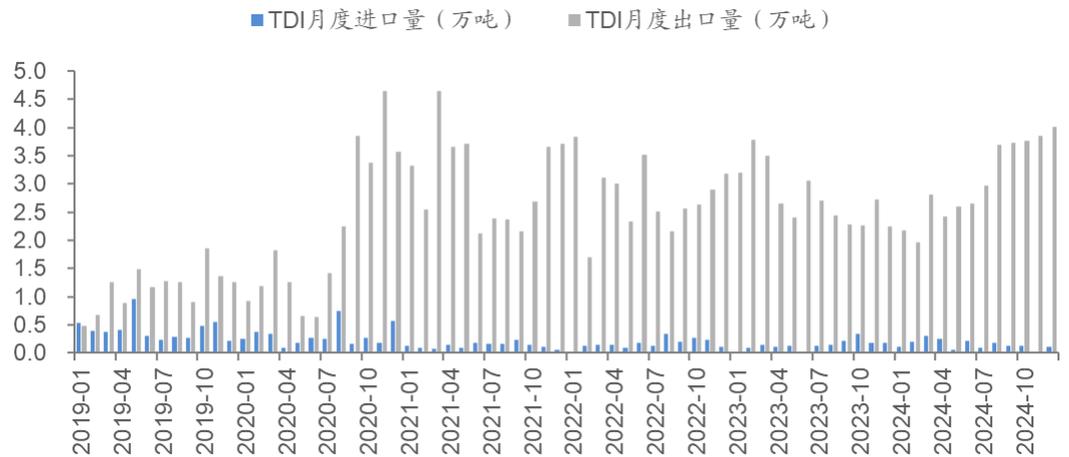


来源：卓创资讯，国金证券研究所

2024 年，行业内技改产能逐步释放。沧州大化、甘肃银光、新疆巨力的技改产能逐步释放，行业供给压力提升后，TDI 价格回落至相对地位运行，盈利空间受到了较大压缩。2025 年预计国内行业还将有较大产能投产，供给端压力预计仍将大幅提升，但从新增产能的位置来看，将主要以沿海区域为主，预计出口方向将是消化产能的主要方向，建议关注 TDI 产能释放的节奏，同时关注产品出口的变化。



图表15：下半年 TDI 月度出口量逐步提升（万吨）



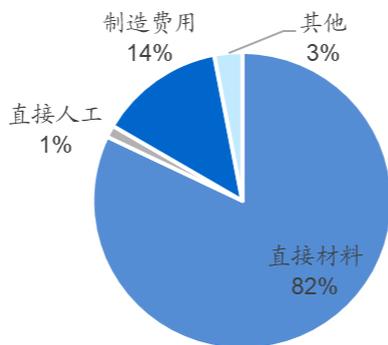
来源：卓创资讯，国金证券研究所

2.2、软实力的兑现预期将是未来产品竞争的关键因素

根据中国石油和化学工业联合会消息，华鲁恒升（荆州）有限公司近日发布信息，规划在荆州市江陵县经济开发区煤电港化产业园建设 30 万吨/年 TDI 项目，项目总投资 69.837 亿元。目前项目已获省发改委备案，正在办理前期手续，建设内容包括 36 万吨/年 DNT 装置、60 万吨/年度酸浓缩装置、23 万吨/年 TDA 装置、30 万吨/年 TDI 装置，同时配套建设 30 万吨/年离子膜烧碱装置（其中 40% 以上采用工业废盐的离子膜烧碱）、27 万吨/年硝酸装置、21 万吨/年氯化铵等装置及公辅设施。

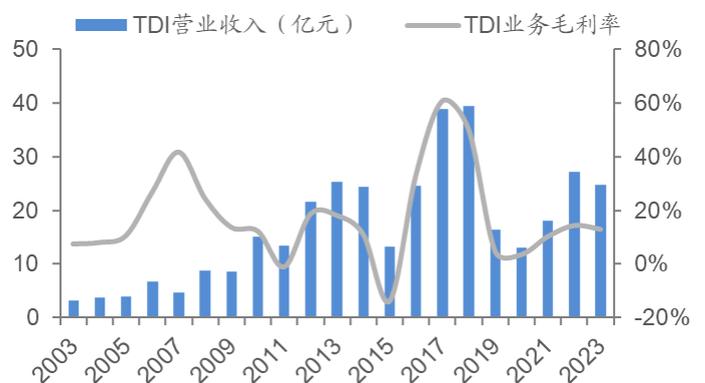
原材料占比相对较高，通过技术工艺的优化降低单耗是关键。TDI 属于碳六链延伸产品，材料成本占比相对较高，根据沧州大化的年报数据披露来看，TDI 的生产成本中原材料的占比相对较高，能够达到生产成本的 8 成左右。而在我国 TDI 的生产工艺主要采用液相光气法，国内仅有上海科思创采用气相光气法，多数企业的生产流程和反应路径具有一定的相似性，那么工艺优化、流程合理管控，将是材料段进行成本优化的关键。而从华鲁恒升历年来的发展来看，公司在工艺优化，产品链管控方面具有较多经验，现有产品生产上已经能够实现低成本、低能耗优势。若进行 TDI 项目建设，预估公司还将有一定的可降本优化的空间。

图表16：沧州大化 TDI 的成本构成



来源：iFind，国金证券研究所

图表17：沧州大化的 TDI 产品的营收及毛利率变化



来源：iFind，国金证券研究所

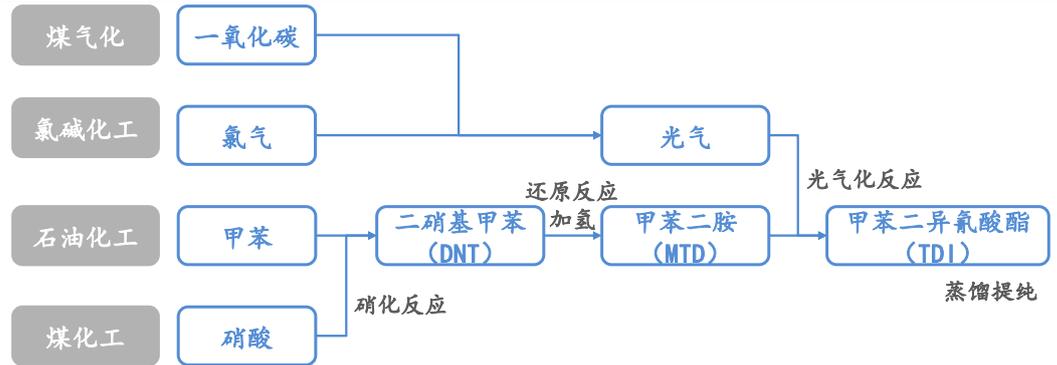
新建装置投资较大，华鲁技改扩能的能力相对较强。近几年来，除万华福建一期 TDI 装置为新建产能外，多数新增产能为技改扩建，能够节约部分产业链及公用设施的投资，根据近期几个公司的扩建项目单位投资强度看，扩建产能的 TDI 名义投资（公示投资额）大约为 1.5 亿/万吨。根据公司过往项目看，公司投资资金使用相对高效，此次公司 30 万吨 TDI 一体化产业链项目投资约 69.84 亿元，预计后续实际投资额将明显低于名义规划，公司通过节约化投资有望向技改扩能的单吨投资额靠近。在此之上，公司历史上多次以技改



优化扩能的方式破除核心产能限制（典型醋酸产品），以极低成本投入实现大规模产能扩充，从行业目前的技改扩能方向看，华鲁新建装置投产后，也有望进一步通过技改优化大幅降低单吨投资成本，实现制造成本的进一步优化。

TDI 项目一体化布局，基本实现现有生产装置的产业链完整配套。根据目前华鲁 TDI 项目看，公司 TDI 项目配套了 DNT、TDA、离子膜烧碱、硝酸产能，同时有废酸浓缩、氯化铵等副产物或循环装置，叠加公司原本在荆州兼有煤气化装置，针对 TDI 生产过程中需要的浓硝酸、液氯、氢气、一氧化碳具有一体化供应能力，且能够借助现有产业链实现废盐消化。作为主要材料甲苯，行业内的企业多数都需要进行原材料外购，从规划上，华鲁恒升的配置基本算是现有产业链的完整配套，能够最大限度形成协同优势。

图表18: TDI 反应过程中需要



来源：沧州大化年报等，国金证券研究所绘制

煤气化优势有望进一步延续到 TDI 产品，和现有产业链能够实现较好搭配。无论是光气生产还是后端加氢还原过程，其中都需要用氢气和 CO，公司现有荆州一期的煤气化装置产能充足，在新增的尿素装置投产后，仍有液氨外售，能够满足原料气和后续费盐的消化原料供给。而公司在煤气化装置领域具有 20 多年的生产经验，且成本管控能力优秀，此次新项目的延伸亦将承接公司煤气化装置的成本优势，形成一定的材料成本节约。

优势的兑现不仅仅局限于煤气化平台，优势产品的扩展是未来发展的必经之路。公司自上市以来一直从事煤气化生产，产品涉及到氨醇、化肥、有机胺等产品，公司持续成本管控使得公司在前段煤气化平台领域形成了比较突出的成本优势。但公司自 2018 年发展至今，公司不断向下游进行产业链延伸，虽然部分产品由于行业等因素并未带来非常好的单环节盈利加持，但公司的产品生产和成本管控已经不仅仅局限于原本的煤气化和就近环节，公司的产品品类拓展和工艺改造能力也在不断加强，比如乙二醇产线改产草酸等。此次考虑布局 TDI 从大方向看，公司作为新的进入者，从投资、产业链配套方向上尽可能形成联动优势，基本实现了行业的硬件配套，而能够形成后期稳固的成本优势或将更多依赖公司的软实力兑现：

- ① 成本优化能力——结合现有工艺和自身研发改造能力，形成原材料的尽可能节约，实现直接材料部分的管控；
- ② 落地的成本管理——对多环节生产、配套、管理等维度形成管控，对于配套环节等形成全方面梳理考核；
- ③ 技术改造能力——通过破除限制瓶颈，提升装置生产效率，降低单位固定成本，形成部分关键材料的高效利用；
- ④ 统筹优化能力——在进行现有产品生产过程中，尽可能形成装置或者产线的充分利用，扩产品类或者产值。

三、系列专栏：丁辛醇行业出现多轮波动，年内供给端持续关注

3.1、辛醇行业较易形成短期波动，供给端影响较大

辛醇产品包括正辛醇和异辛醇，正辛醇是一种生物燃料，也可用作香精、化妆品等，异辛醇作为化工产品应用占比较多，也是目前国内厂商供给的主要产品，可用于生产增塑剂、消泡剂、分散剂、选矿剂和石油添加剂，也用于印染、油漆、胶片等方面。辛醇的生产主要采用羰基合成法，以丙烯和合成气为主要原料，经过甲酰化装置可以同时生产丁醇和辛

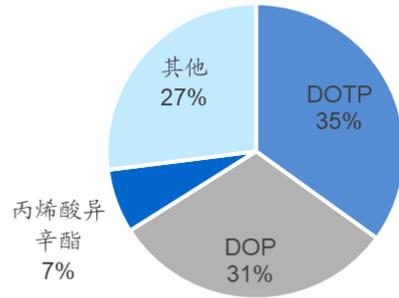
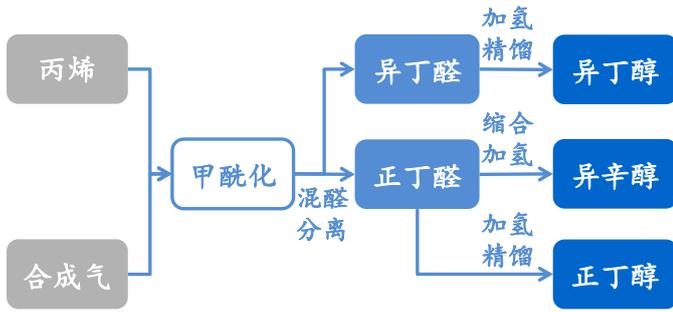


醇，因而国内企业多同时具备丁醇和辛醇的生产能力，且有一定的调节能力。

辛醇下游以增塑剂和丙烯酸异辛酯为主，增塑剂主要用于 DOP 和 DOTP。DOP（邻苯二甲酸二辛酯）是传统增塑剂，DOTP（对苯二甲酸二辛酯）是绿色增塑剂，广泛应用于 PVC 塑料、橡胶、涂料等领域，由于涉及 PVC 手套料的生产，因此在公共事件前后，辛醇行业也跟随需求出现较大波动；丙烯酸异辛酯属于日用丙烯酸酯，主要用于合成维尼纶，也用于粘合剂和涂料领域，延伸至建筑领域。

图表19：以丙烯为原材料，生产企业多有丁辛醇联合产能

图表20：辛醇下游主要用于增塑剂生产



来源：鲁西化工，国金证券研究所

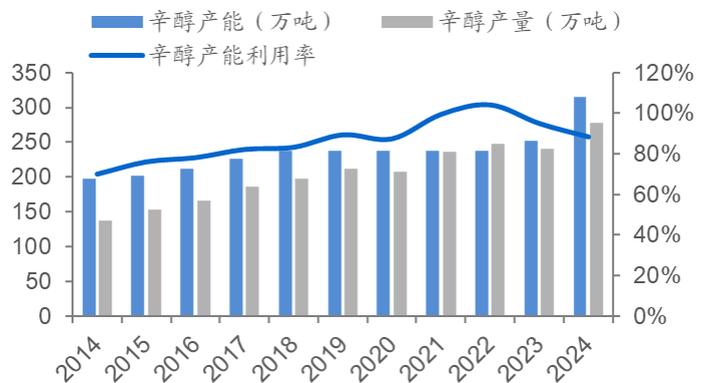
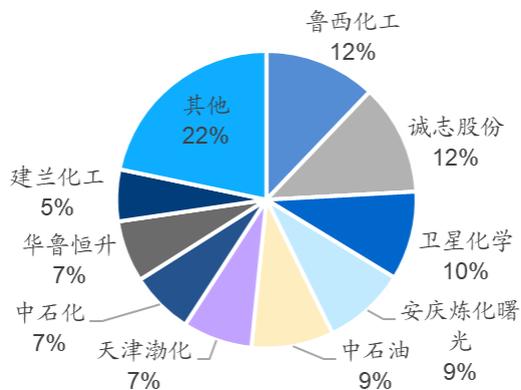
来源：卓创资讯，国金证券研究所

企业多跟随产业链布局，辛醇行业的格局相对分散，多数以丰富产业链配置为主。辛醇在我国经过十几年的布局，生产工艺已经相对成熟，且已经实现了规模化装置建设。在技术突破后，陆续有新的企业布局，促使行业内企业数量不断增多，市场分散度提升。2024 年辛醇行业产能超过 300 万吨，其中鲁西化工、诚志股份、卫星化学占据市场份额 10% 以上，行业 CR5 约为 52%，从业企业数量达到 18 家。由于辛醇整体市场规模有限，行业集中度不高，行业内多数企业以综合一体化企业布局为主，以辛醇为代表的多元醇多数是现有产业链的延伸配套，在很多企业生产经营中，辛醇在常规状态下的盈利贡献占比一般。

辛醇行业产能长时间未有新增规划，盈利景气周期后，行业进入新一轮大规模扩产。自 2010 年以来，国内辛醇规模快速提升，行业内持续进行辛醇项目规划，一直到 2018 年，辛醇产能达到规模后开始进入相对平稳阶段，行业连续近 5 年未有新增产能投产。而经过 2020 年公共卫生事件后，辛醇的需求出现阶段性明显抬升，产品盈利提升促使行业内企业进行扩产，外部企业开始布局辛醇产品，规划项目大幅增多，自 2023 年开始，辛醇产能大幅提升，产能供给释放后带来行业开工率明显回落，行业逐步进入产能充裕状态。

图表21：2024 年辛醇行业产能分布情况

图表22：辛醇行业开启了新增的产能供给（万吨）



来源：百川资讯，卓创资讯等，国金证券研究所

来源：百川资讯，国金证券研究所

由于生产线有一定的共通性，丁辛醇常常联动布局，生产有可调整空间，导致价格具有明显的联动性。丁辛醇的生产通常采用羰基合成法，所用原料相同，催化剂通用，设备和反应器相似，且具有相似的物理和化学性质，因而多数企业常常同时布局，且在生产经营过程中可以有一定调整生产的空间，这也导致丁醇和辛醇价格具有非常明显的联动表现，仅

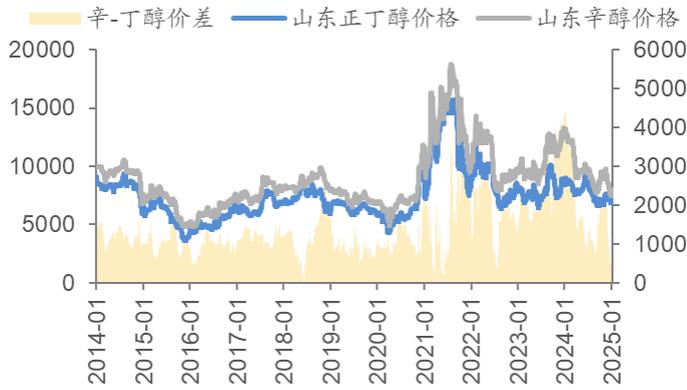


有少数单一产品的下游出现明显需求变化后，形成阶段性的产品价格差异变化。

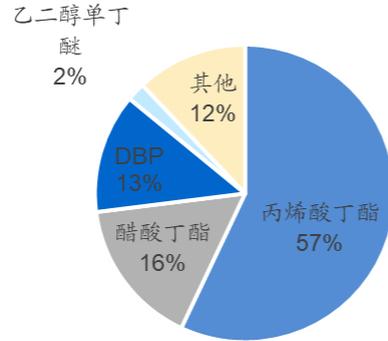
丁醇下游需求领域相对集中。丁醇包括四种异构体（正异仲叔），正丁醇是丁醇主要产品类型。丁醇主要用于生产丙烯酸丁酯、醋酸丁酯、邻苯二甲酸二丁酯(DBP)、丁胺、乙二醇单丁醚等下游产品，应用在涂料、胶粘剂、纺织助剂、增塑剂等领域。丙烯酸丁酯占正丁醇需求的一半以上，用于丙烯酸乳液（建筑涂料）、胶粘剂和胶带母卷等领域；醋酸丁酯、DBP 占比达到 1 成多，分别用于涂料油墨和增塑剂。

图表23: 丁醇和辛醇价格具有明显的联动性 (元/吨)

图表24: 丁醇的下游应用分布



来源：卓创资讯，国金证券研究所

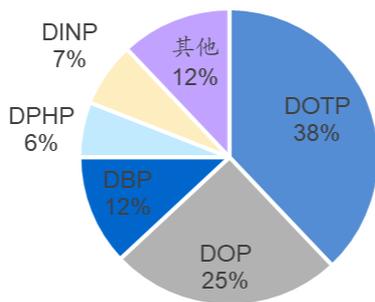


来源：卓创资讯，国金证券研究所

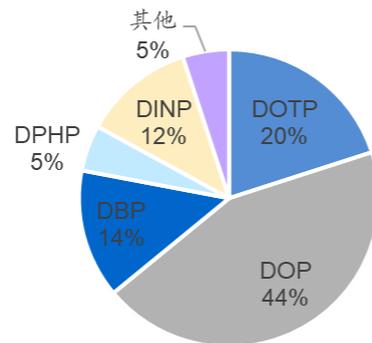
增塑剂产品种类的调整促使丁辛醇下游产能建设的变化。增塑剂可分类为非环保型和环保型增塑剂，欧盟 reach 法规对邻苯二甲酸盐类增塑剂实施严格管控，我国也先后制定了 17 项标准分别针对食品包装、饮用水、化妆品、卫生医疗等领域中邻苯二甲酸酯类化合物的用量进行限制，常见的 DOP、DBP 邻苯系列增塑剂无法通过欧美市场的环保法规测试，未来发展趋势受到制约。从 2016 年到 2022 年，增塑剂中邻苯类的品种份额比大都在下降，尤以 DOP 与 DINP 的下降幅度最为显著，DBP 份额有微幅收缩；而由于 DOTP 不含邻苯二甲酸盐，不在欧盟及其他国家限制使用的增塑剂范围之内，所以在环保性上更具优势，国内陆续进行较大规模的产能建设和规划，伴随 DOTP 对其他邻苯类增塑剂的替代，市场份额不断提升，对于辛醇形成了一定的需求支撑。

图表25: 2022 年中国增塑剂市场主要品种消费量占比

图表26: 2016 年中国增塑剂市场主要品种消费量占比



来源：嘉肯咨询，国金证券研究所

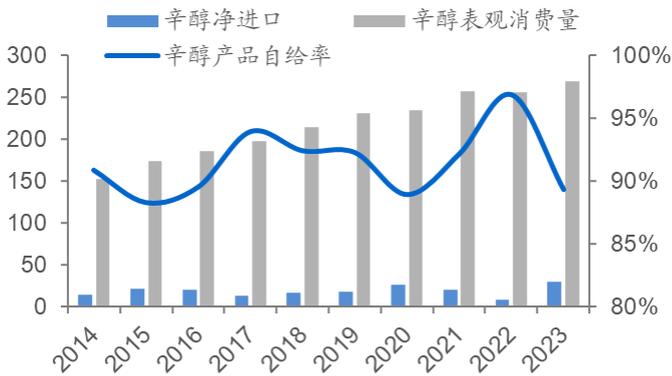


来源：嘉肯咨询，国金证券研究所

经过国内持续的产能扩充，丁辛醇基本实现了高度自给，进出口占比相对较低。我国辛醇产能持续建设，已经能够形成高度自给，丁辛醇的产品自给率基本保持在 9 成以上。由于国内下游产品布局规模较大，国际上占比较多，因而作为中间链条的产品，丁辛醇较少参与全球贸易。



图表27: 辛醇产品自供比例达到9成左右



图表28: 丁醇产品已经基本实现了产品自给

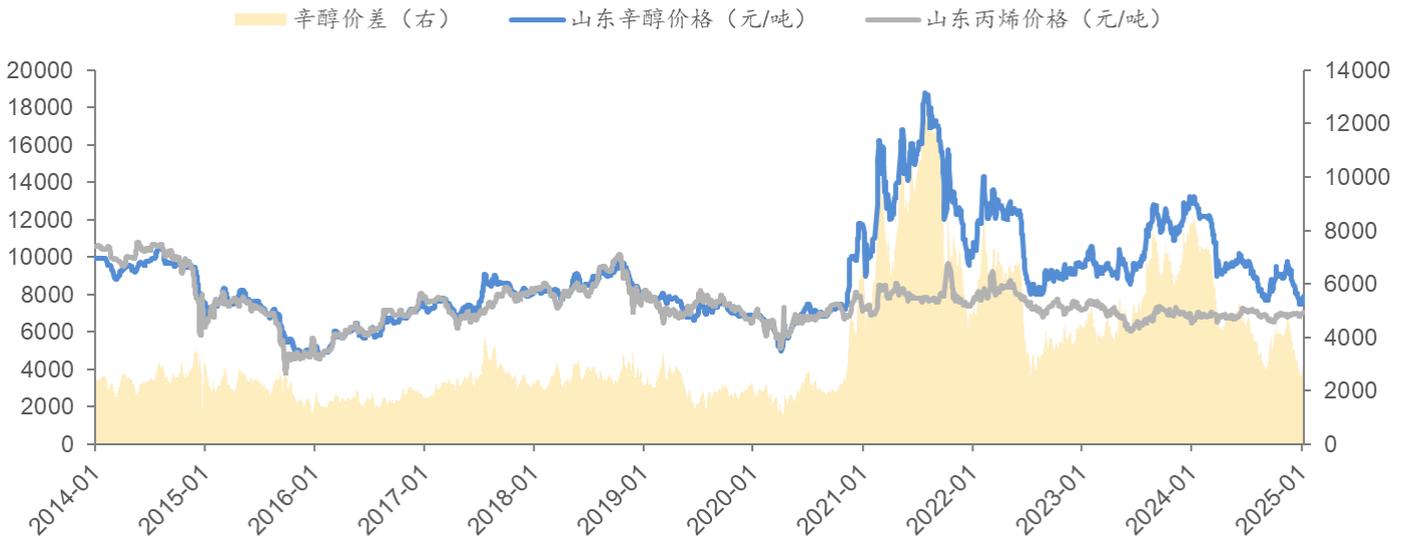


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

辛醇行业过去长期维持相对平稳的盈利空间, 近几年来价格波动表现格外明显。2020年之前, 辛醇的产品价格基本跟随原材料丙烯价格进行波动, 产品价差虽然也跟随供需存在一定波动, 但基本并未出现明显的产品独立行情。但近几年来, 辛醇受到需求阶段性释放以及供给的波动影响, 产品价格出现了较大的波动。

图表29: 辛醇前期主要跟随原材料价格变化, 近几年来走出独立行情



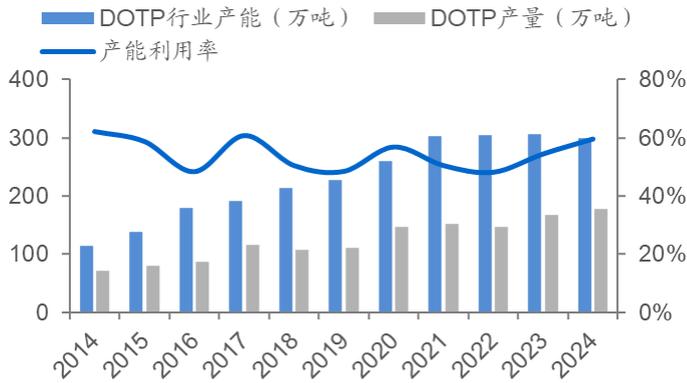
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

需求短期提振, 2021年行业迎来明显的景气周期。2021年辛醇下游DOTP等产品产能持续释放, 下游增塑剂等需求大幅提升, 辛醇下游需求支撑明显, 但国内辛醇产能未有明显新增, 行业的供需格局迎来阶段性翻转, 产品进入明显的上行周期; 同时丁醇下游的主要产品丙烯酸丁酯的产量也在持续提升, 带动丁醇的下游需求支撑也有明显增长; 对于丁辛醇装置, 整体下游需求有明显支撑, 形成较好的供需格局大环境。



图表30: 2021年DOTP产能快速提升形成辛醇需求支撑

图表31: 丙烯酸丁酯的开工大幅提升带动正丁醇需求



来源: 百川资讯, 卓创资讯, 国金证券研究所

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

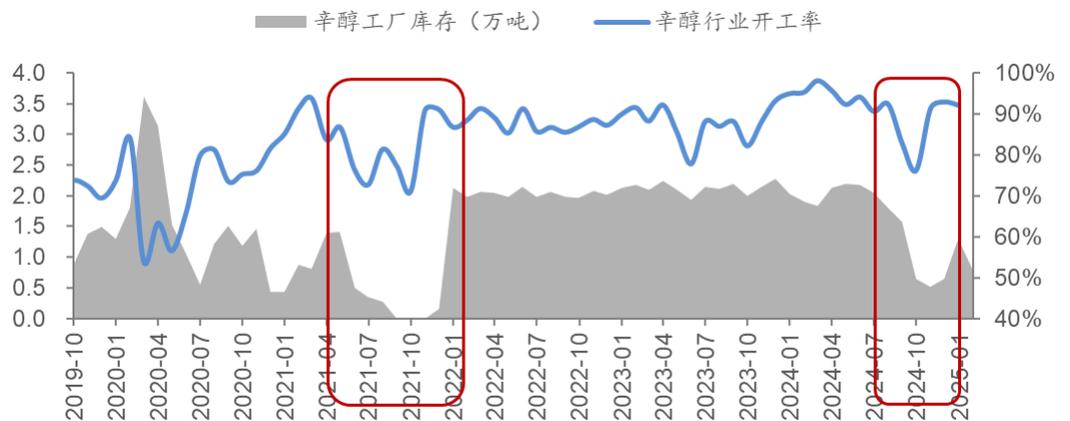
图表32: 丁辛醇需求量表现出需求共振, 形成阶段性供给紧张(万吨)



来源: 百川资讯、卓创资讯等, 国金证券研究所

供给端的限制明显加大了2021年辛醇产品价格的上行幅度。受到能耗等因素影响, 2021年2季度开始, 行业开工率开始明显下行, 供给受限, 企业进入阶段性无库存状态, 产品供给紧张, 供给阶段性限制与行业大方向的供需形成共振, 带动辛醇产品价格明显快速上行。

图表33: 辛醇供给端管控促使产品表现阶段性上行行情



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

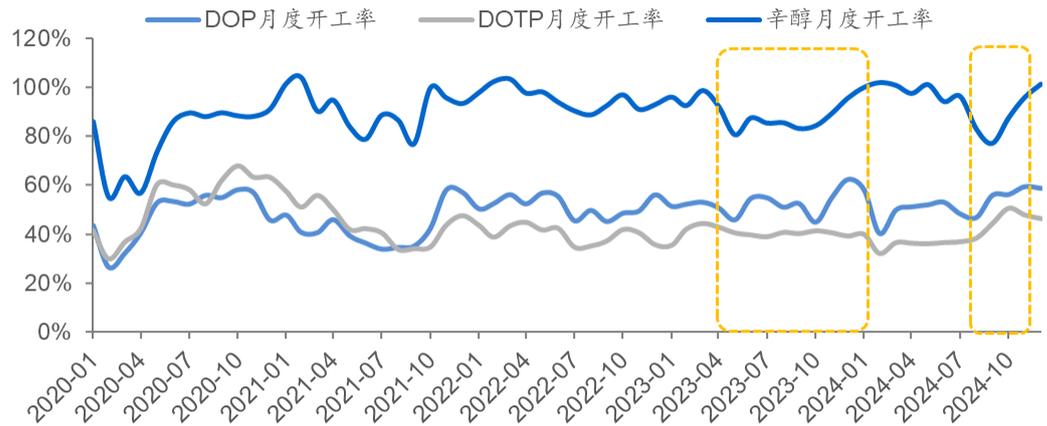
大规模产能投放后, 行业的周期波动逐步关注供给的短周期调整。在2021-2022年的辛醇



大行情后，行业内规划新建的产能明显增多，自 2023 年开始，行业产能大幅增加，行业阶段性的供需紧张格局被明显扭转，辛醇产品价差明显回落，在整体需求变动逐步回归后，产品新的波动将更多集中于供给端的变化。自 2023 年以来，辛醇价格也出现了两轮短时间的价格波动：

- ① 2023 年 7 月，行业集中检修停产，下游需求保持平稳状态，带动进入短期的供需好转，价格出现一定程度抬升；
- ② 2024 年 9 月，行业库存低位，供给端集中检修，导致供给下行，但下游需求小幅提升，形成小幅度的产品涨价；

图表34：辛醇开工的集中波动仍将对产品景气度产生阶段性影响



来源：卓创资讯，国金证券研究所

3.2、行业新增产能释放较多，行业产能消化需要时间

辛醇布局集中于两类企业：石化企业产业链延伸和借助煤气化氢气延伸多元醇企业。辛醇以丙烯和合成气为原材料，多数布局企业主要为产业链延伸拓展。过去五年丙烯装置持续大规模扩建，煤制烯烃、油头烯烃产能大幅提升，同时沿海地区规划了较多 PDH 装置，基本实现了丙烯大范围自供。受丙烯产能持续释放影响，气头丙烯单环节利润受到较大压缩，PDH 装置的盈利空间相对较低，在原材料丙烯方面，能够自供的气头丙烯生产企业多数旨在丰富下游产品布局，分散单一产品的风险，尽可能提升产品附加值，在经济性方面，丙烯的优势短期暂不明显，能够形成一定的运输费用节约；而在合成气方面，前期企业多以合成气方向进行产品延伸布局，在经济性上，辛醇部分依然需要关注合成气的来源和成本管控能力。

碳三链产品布局扩展到丁辛醇，丁辛醇产能预计仍将持续增加。由于国内丙烯供给不断提升，传统的聚丙烯、环氧丙烷规划建设相对较多，单环节的产品盈利被大幅挤压，很多企业开始分散产品布局，提升产品丰富度，使得较多企业开始延伸丁辛醇布局，短期看丁辛醇的供给压力尚可，2025 年行业将有 4 套装置进入到投产期，但多数装置在年底投入，行业新增产能带来的压力短期尚可，但进入 2026 年及后期将有较多产能投放，且现阶段还有富海石化、延长石油、潍焦集团、荣盛内蒙古也有相关规划，若后续项目落地，行业的压力将有所提升。



图表35：辛醇行业两大阵营加大产能规划力度和布局（万吨）

公司	项目	丁辛醇产能	辛醇产能	预计投产时间
江苏华昌化工	建设年产 30 万吨多元醇及配套项目	25		预计 2025 年二季度
天津渤化永利	辛醇优化及安全提升项目		45	预计 2025 年底
巴斯夫	巴斯夫（广东）一体化项目	50	20	预计 2025 年底
恒力石化	160 万吨/年精细化工项目	30		预计 2025 年底
揭阳巨正源	巨正源（揭阳）新材料基地项目	30	15	预计 2026 年
广西华谊	32 万吨丁辛醇及丙烯酸酯项目	32	16	预计 2026 年下半年
江苏盛景新材料	盛虹炼化烯烃产业链项目	30		预计 2026 年
榆林佰嘉瑞	年产 260 万吨醇、酯系列精细化项目	60		预计 2027 年初
中石化镇海炼化	镇海基地二期（2）项目		30	预计 2027 年

来源：百川资讯，卓创资讯等，国金证券研究所

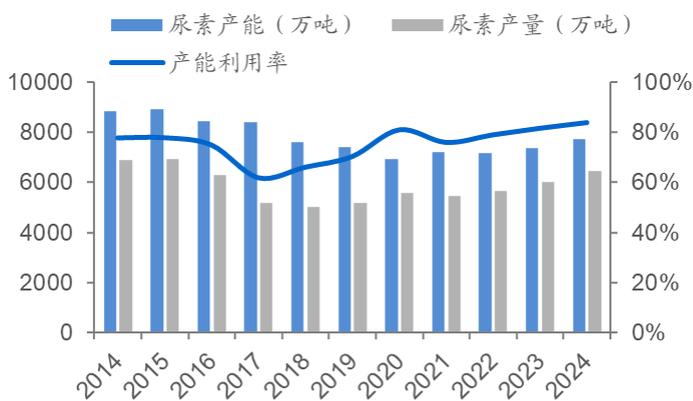
从目前的情况看，丁辛醇行业短期价差已经有所回落，进入 2025 年行业有新增产能，但要贴近年尾释放，短期看行业的运行将以区间波动为主，目前辛醇行业的开工率还维持在较高区间，供给端的集中变化将是这一阶段影响产品盈利的关键因素；而从中长期来看，辛醇行业后续还将有较多产能投放，且还有较多企业处于规划建设中，进入到新的产能释放阶段，需求的消化能力将是影响盈利中枢的关键。公司有 20 万吨辛醇产能，若行业出现阶段性供给协同，有望带动公司辛醇产品出现阶段性的盈利改善。

四、尿素观察春耕后的出口政策，碳六链产品表现相对承压

4.1、尿素行业供给压力年中明显体现，春耕后出口政策是重点关注方向

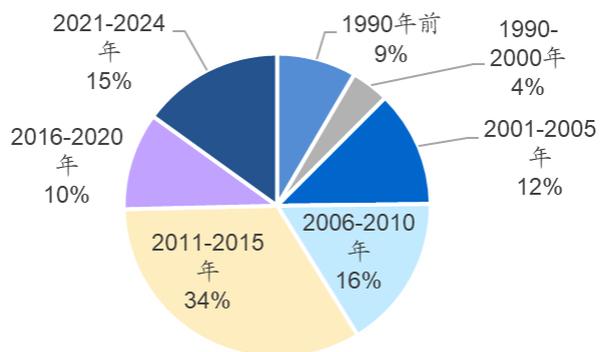
尿素行业连续三年进行产能投放，产能压力不断加大。自 2015 年以来国内尿素产能持续下行，至 2020 年行业产能低于 7000 万吨，但行业格局的优化带动产品盈利明显改善，行业开始进入新的产能扩充周期，自 2021 年开始，国内尿素行业产能连续提升，至 2024 年行业产能已经提升至 7700 万吨以上，较 2020 年产能扩充了 10%。根据目前行业产能分布来看，预估还有 2 成左右的装置未来将进入置换状态，而老旧产能的开工一般是明显低于行业水平的，置换成为新产能后，行业还将面临供给净增的状态。

图表36：尿素产能近 3 年来持续提升（万吨）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表37：装置升级改造，固定床工艺占比下降

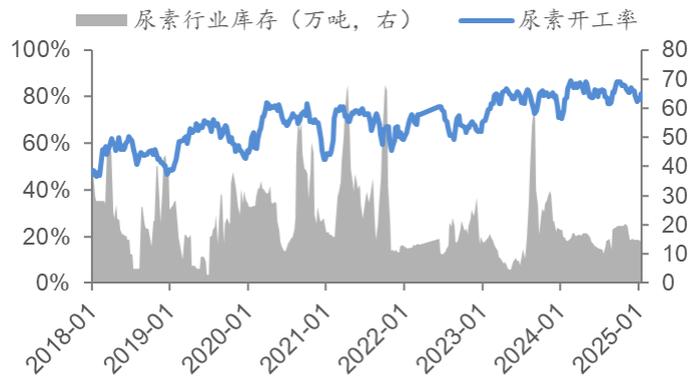


来源：卓创资讯，百川资讯，国金证券研究所

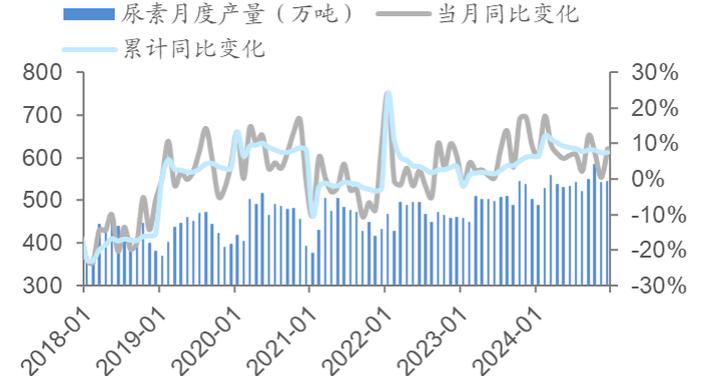
新增规模化装置，尿素行业有效供给明显提升。由于国内新增产能多数为气流床装置，新工艺的开工也维持更稳定水平，带动行业整体开工率持续提升，自 2020 年以来，行业的开工率水平不断提升，至 2024 年尿素开工基本已经稳定在 6-7 成以上的水平，全年的产量较 2020 年提升约 16%，明显高于产能增量。产能提升叠加开工率提升，行业的供给压力较大，自 2024 年下半年多套尿素装置投产后，行业的库存出现明显的累积，直至后期行业调整供给才稍有缓解。



图表38: 尿素开工及库存变化情况 (万吨)



图表39: 尿素产量连续两年产量较大提升 (万吨)



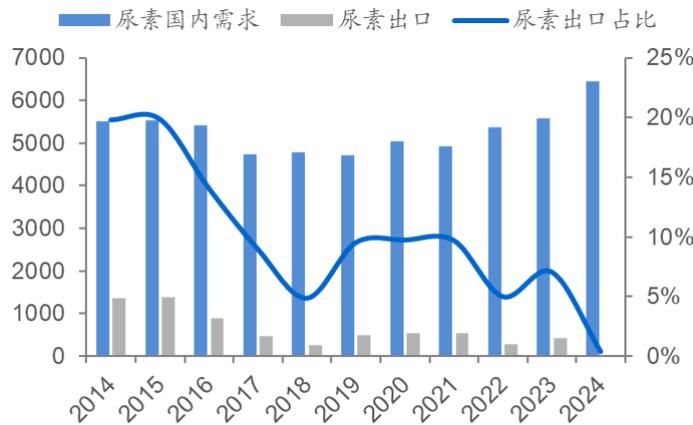
来源: 百川资讯, 隆众资讯, 国金证券研究所

来源: 百川资讯, 国金证券研究所

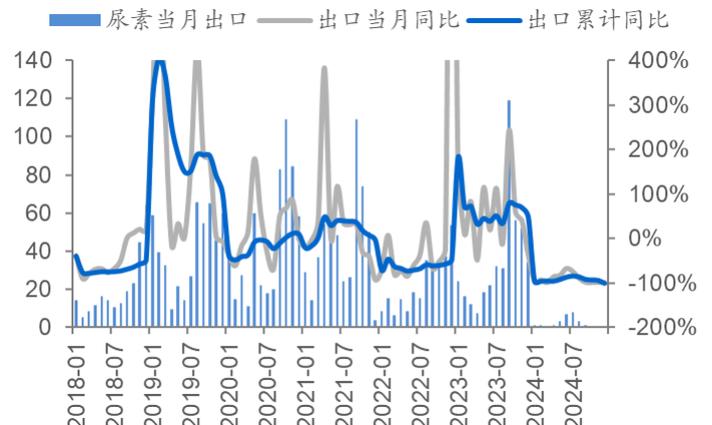
尿素过去有1成左右产品供给出口海外,今年尿素持续处于出口受限状态。我国尿素主要以煤作为主要原料,伴随我国煤化工的加速发展,国内进行了大规模的尿素产能建设,在满足国内需求外,还出口至周边国家。然而自2021年10月开始后,尿素出口开始出现明显限制,进入2024年我国尿素出口26万吨,明显低于历史水平,出口对于供给的消化明显受阻,导致国内产能释放后的压力大幅提升。

尿素出口若能够放开,将有助于国内供给增量的消化,带动行业盈利的小幅修复。2023年国内尿素出口425万吨,若能够恢复出口,将有望对2024年后期新增的供给形成较好消化,行业的压力或将阶段性改善。

图表40: 尿素往年出口占比1成左右 (万吨)



图表41: 今年来尿素出口明显受限 (万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

2025年尿素仍有新增产能,产能投放节奏仍需观测。2025年行业仍然有规划新增产能,多数为置换改造产能,新投产能主要集中于新疆地区或者企业自供为主,新疆地区的尿素产能由于原材料优势具有明显的成本优势,但由于尿素的单吨价值量不高,疆内尿素出疆运输成本较高,多数以区域供应为主。借鉴2024年的产能投放来看,2024年年初尿素盈利尚可,但伴随尿素价格持续回落,产能投放或推迟或停滞,原本全年投放的产能更多推迟于下半年。目前尿素盈利压力相对较大,2025年的新增产能不排除会有推迟状况。



图表42: 尿素 2025 年仍有计划新增产能 (万吨)

省份	企业	产能 (万吨)	投产日期
陕西	陕西陕化煤化工	60	2025 年 1 月上旬投产
甘肃	靖远煤业集团刘化化工	35	预计 2025 年 1 月 20 日前后投产
江苏	江苏晋煤恒盛化工	80	预计 2025 年 3 月
新疆	新疆新冀能源化工	80	预计 2025 年 3 月
新疆	新疆奥福化工	52	预计 2025 年 3 月
甘肃	甘肃能化金昌能源化工	30	预计 2025 年 6 月之前
江西	江西心连心化学	70	预计 2025 年 6-7 月
安徽	安徽晋煤中能化工	40	预计 2025 年 7-8 月
山东	山东晋控日月新材料	15	预计 2025 年 10 月
河北	河北正元氢能科技	52	预计 2025 年年底

来源: 百川资讯等, 国金证券研究所

尿素短期已经进入行业底部阶段, 进一步下行的空间有限。从 2024 年行业运行情况看, 上半年尿素以震荡运行为主, 新增产能并集中投放, 国内需求提升一定程度上消化了出口受限的压力, 行业依然保持了一定的盈利空间, 但进入下半年新增产能释放后, 出口依然受限, 产能供给问题开始凸显, 行业盈利快速收窄, 四季度盈利已经进入底部区间, 行业内已经出现部分企业亏损状态; 尿素下游需求相对平稳, 能够一定程度上对尿素价格形成成本支撑, 短期看如果没有放开出口, 国内产能还有一定的消化压力, 行业拐点尚需时间, 因而从行业跟踪的角度看出口和产能释放将成为关键因素。

图表43: 尿素产品价差进入行业底部区间 (元/吨)



来源: 百川资讯, Wind, 国金证券研究所

公司拥有 307 万吨尿素产能, 尿素新增产能+出口受限使得行业进入底部区间, 若行业能够在春耕后能够放开出口, 尿素将有望形成一定的利润修复。

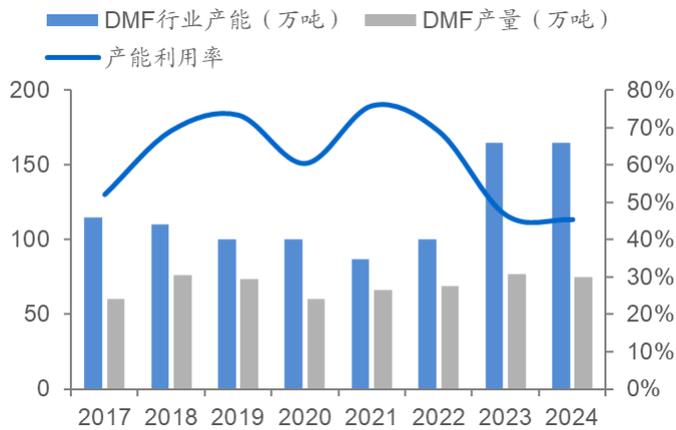
4.2、DMF 产品盈利压力明显, 尚未迎来明显拐点

DMF 经过两年的产能扩张, 供给压力有明显提升。DMF 作为万能溶剂, 行业进入相对成熟阶段, 需求基本保持相对平稳, 2020 年, 江山产能退出后, 行业进入阶段性供给紧张状态, 产品价格大幅提升, 叠加一甲胺下游 NMP 受益于新能源需求提升, 规划产能大幅提升, 行业进入产能大幅提升阶段, 2023 年开始 DMF 产能超过 160 万吨, 但由于需求变化有限, 行业产能利用率大幅下行, 供给端压力持续。

行业产能扩张周期虽然结束, 但格局较前期有了一定的恶化。受到盈利驱动和新能源影响, DMF 行业企业数量明显增长, 行业集中度明显降低, 产能供给过剩的情况下, 产品基本维持低位运行。

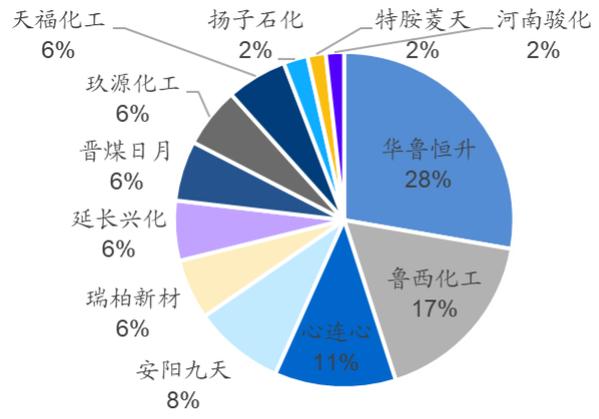


图表44: 新增产能集中释放, 供给压力较大



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

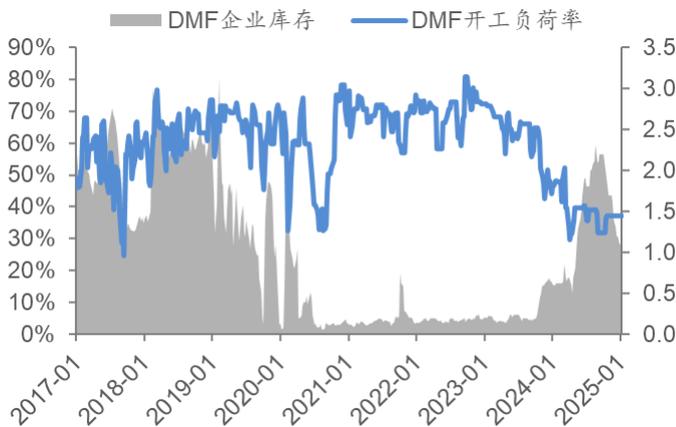
图表45: DMF 行业格局较之前更为分散



来源: 百川资讯, 卓创资讯, 国金证券研究所

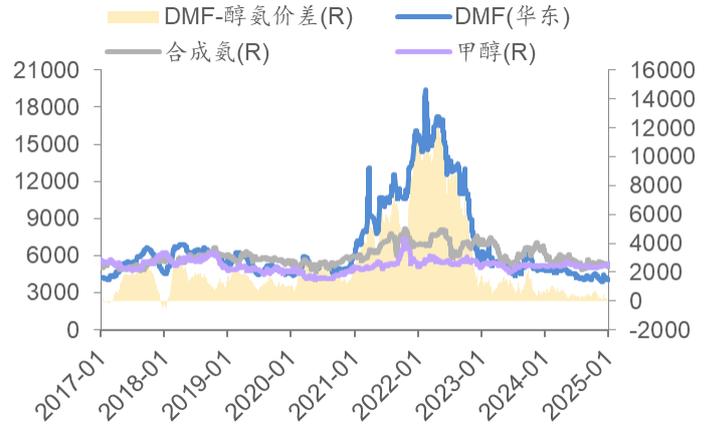
2023 年行业产能逐步提升后, 行业开工开始明显回落, 需求支撑不足的情况下, 企业库存不断累积, 倒逼产品价格继续下行, 至目前 DMF 行业的开工仅维持 4 成左右, 库存虽然较高点有明显回落, 但行业分散度提升, 供给低负荷开工的情况下, 产品盈利压力较大, 目前多数企业已经进入亏损阶段。从短期看, DMF 不同于丁辛醇, 行业开工负荷极低才保证行业库存可控, 预计短期供给端的协同难以形成明显的盈利波动, 行业预计仍将处于低位运行, 但考虑到行业多数亏损状态, 成本抗价也使得产品价格难以继续大幅下跌。

图表46: DMF 行业低负荷运行消化库存 (万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表47: DMF 压力较大, 价差跌入历史底部 (元/吨)

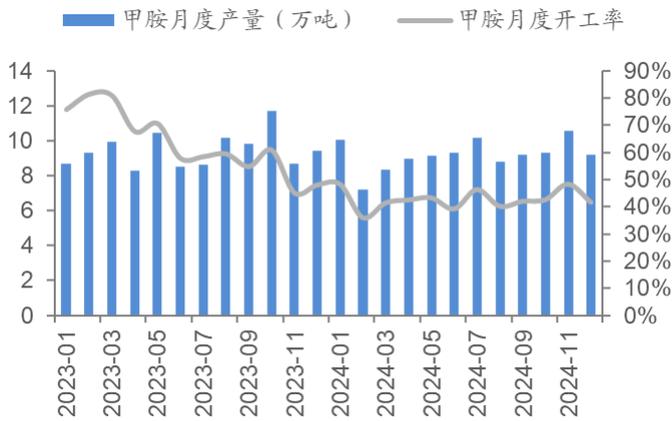


来源: 百川资讯, Wind, 国金证券研究所

甲胺产能经过扩充后, 产能利用率也出现明显回落, 行业同步出现供给充裕状态。受到新能源的影响, 行业扩充 DMF 同时也进行了甲胺的方向布局, 产能提升相对较多, 带动甲胺开工率也出现明显下降, 由于甲胺下游有新能源的需求增量消化, 产品盈利较 DMF 略好, 但仍然也处于趋势性下行。

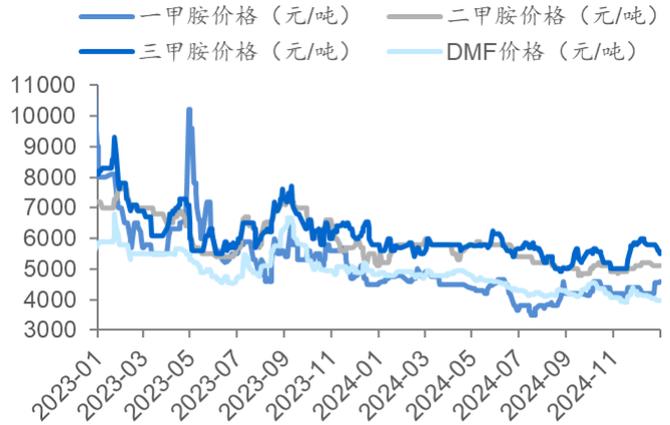


图表48: 甲胺产能扩充后开工率明显回调



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表49: 甲胺和 DMF 价格大方向一致, 阶段性差异



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

公司拥有 48 万吨 DMF 产能, 现阶段行业成本抗价, 短期看 DMF 的需求暂未有明显增长点, 行业的格局极端性改善需要依靠供给端的控量, 或者中长期的小规模产能退出。甲胺的格局略好于 DMF, 但由于大方向仍然有新增产能和供给压力, 产品盈利也表现出一定的压力。

4.3、醋酸行业短期供给相对有序, 库存压力暂缓

醋酸行业产能持续提升, 行业仍然处于份额竞争阶段。自 2021 年以来, 醋酸行业产能持续提升, 新增产能多数以新建大型装置为主, 行业供给端大幅提升。此前醋酸行业的参与者相对稳定, 虽然陆续有一定的技改扩产, 但基本格局并未发生较大变化, 但自 2021 年以来, 醋酸进入大规模产能扩充阶段, 存量企业新建装置扩充产能, 同时还有新的企业规划参与行业竞争, 导致行业产能提升的同时, 参与企业数量也有提升。2020 年, 醋酸名义产能约为 900 多万吨, 行业内从业企业大约 15 家左右, 其中 CR5 占比达到 57.3%。而 2024 年醋酸行业从业企业提升到 17 家, CR5 占比约为 58.6%。头部企业纷纷扩产促使醋酸行业再度进入市场竞争状态, 在市场消化、产业链布局等方面, 行业内的企业依然处于市场摸索阶段, 尚未进入稳平衡阶段。

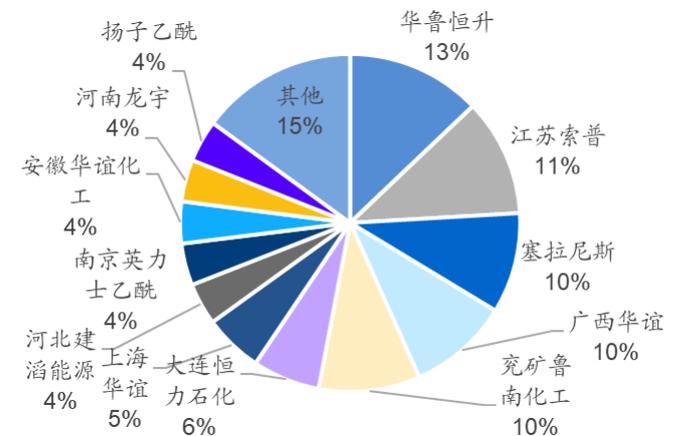
规模化产能投产, 行业开工维持高位, 2024 年供给压力阶段性提升。2024 年华鲁、恒力的装置投产进入稳定运行区间, 行业内其他企业技改扩能的装置也处于相对稳定的运行状态, 致使 2024 年醋酸行业的开工率位于相对高位, 供给量同比增长超过 2 成。

图表50: 醋酸产能持续提升, 开工率仍然位于高位



来源: 卓创资讯, 百川资讯, 国金证券研究所

图表51: 醋酸行业头部积极扩产, 参与企业数量增多



来源: 卓创资讯, 百川资讯, 国金证券研究所

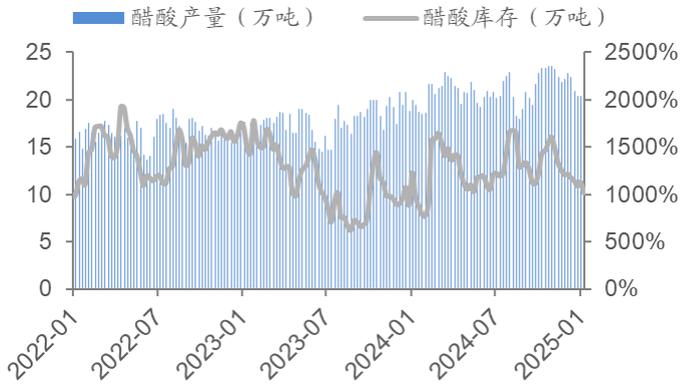
由于醋酸液体的储存和运输相对受限, 醋酸的开工阶段性小幅受到库存的影响。在我国醋酸及前段原材料甲醇主要以煤作为主要原料进行生产, 且为规模化连续生产, 但由于醋酸的运行和储存存在一定的要求, 因而醋酸的库存成为阶段性影响醋酸报价的关键因素之一。今年以来, 我国醋酸装置运行基本算是相对平稳, 但开工率仍然受到行业库存的影响, 在



醋酸库存压力持续提升后，醋酸的生产会有一定程度上调节开工用以消化库存，同时也会在报价上出现小幅让利；而在库存相对较低的状态下，企业报价就会明显坚挺，除不可抗力外，也会有逐步的供给提升。

图表52: 醋酸企业根据库存不断调整开工生产 (万吨)

图表53: 醋酸价差 4 季度开始呈现震荡式下行 (元/吨)



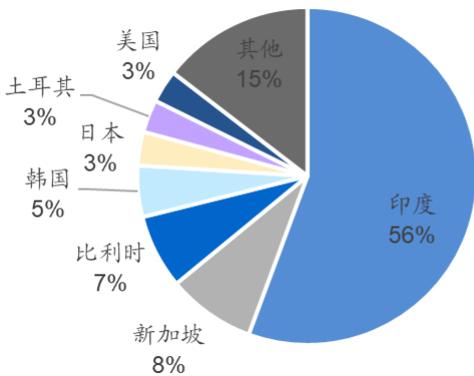
来源: 百川资讯, 国金证券研究所

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

24 年海外醋酸供给不稳定, 叠加国内供给大幅提升, 醋酸出口量大幅增长。由于醋酸属于酸性液体, 一般运输半径相对有限, 因而我国醋酸出口占比不到 1 成, 其中印度出口占据我国出口一半以上。2024 年出口印度醋酸量逐步企稳, 叠加日韩、美国的装置运行稳定性不高, 24 年醋酸出口维持相对高位, 一定程度上消化了国内醋酸供给的压力。

图表54: 2023 年醋酸出口地区分布

图表55: 2024 年醋酸出口支撑相对较好 (万吨)



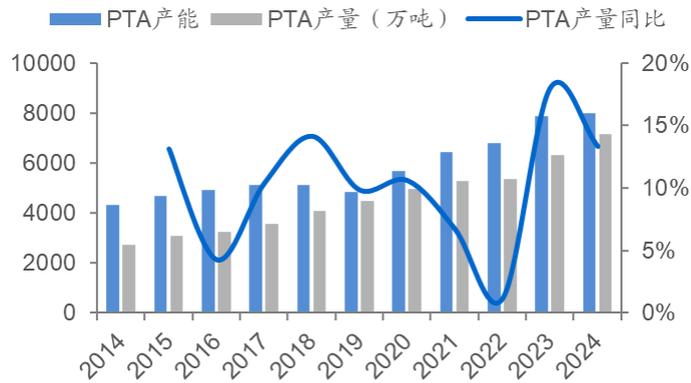
来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 百川资讯, 国金证券研究所

醋酸下游 PTA 新投产装置贡献提升, 醋酸乙烯、醋酸乙酯形成需求增量。2023、2024 年我国 PTA 装置持续投产, 经过爬坡达产后, 2024 年 PTA 产量进一步攀升, 同比增长约为 13%; 同时醋酸下游醋酸乙烯、醋酸乙酯新增产能逐步进入兑现阶段, 带动产量大幅提升, 2024 年产量同比增长约 20%、16%, 对上游的醋酸行业形成了一定的需求支撑。

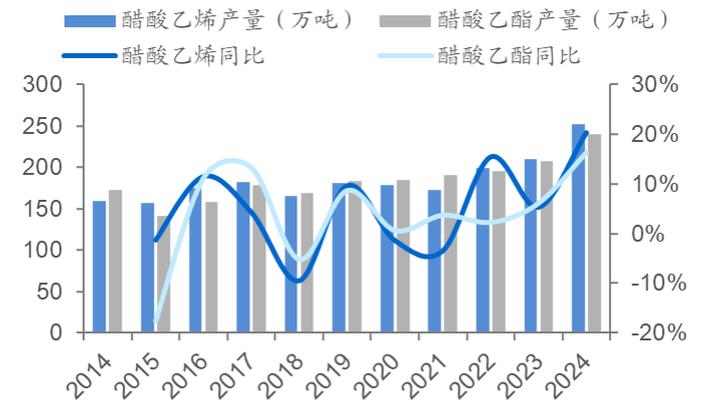


图表56: PTA 产能投放后供给稳定位于高位 (万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

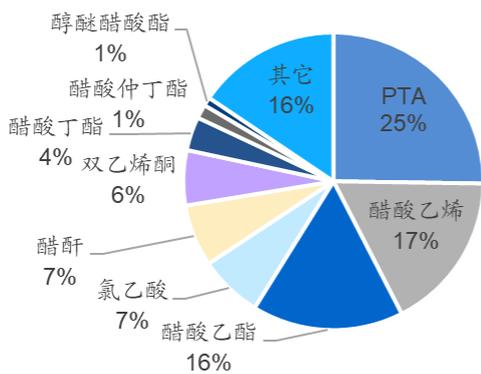
图表57: 醋酸乙烯、醋酸乙酯产量迅速提升 (万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

叠加出口和国内下游需求的支撑, 2024 年前期醋酸需求有所支撑, 醋酸的供需格局表现相对平稳, 四季度醋酸的供给量抬升后, 行业的供给压力有一定的提升, 带动醋酸的价格和盈利有所回落。

图表58: 2023 年醋酸下游应用占比



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表59: 2024 年醋酸消费持续提升, 部分消化供给压力



来源: 百川资讯, 卓创资讯, 国金证券研究所

2025 年行业仍将有新增产能投放, 以新进企业为主。近几年来醋酸行业产能建设主要集中于龙头企业产能扩建和下游企业上游材料延伸, 进入 2025 年, 醋酸行业将大规模迎来行业新的进入者, 以目前投产规划来看, 2025 年还将有超过 300 万吨的产能投产, 行业的供给压力阶段性仍然维持相对高位, 供给端的生产节奏将是阶段性行业盈利变化的重要影响因素。

图表60: 醋酸规划新增产能, 行业存在进一步供给压力 (万吨)

企业	地点	产能	预估投产时间
建滔(河北)焦化	河北	80	预计 2025 年初
新疆中和合众新材料	新疆	100	预计 2025 年 4 月
巨正源股份	广东	150	预计 2025 年上半年
谦信化工集团	湖北	60	暂计划 2025 年 10 月投产
盛虹石化集团	江苏	100	预计 2026 年上半年
百宏化学	福建	35	2026 年底全面建成, 醋酸为一期项目
浙江石油化工	浙江	100	预计 2026 年
内蒙古汇能煤电集团	内蒙古	50	处于规划阶段
总计		675	

来源: 百川资讯, 卓创资讯等, 国金证券研究所



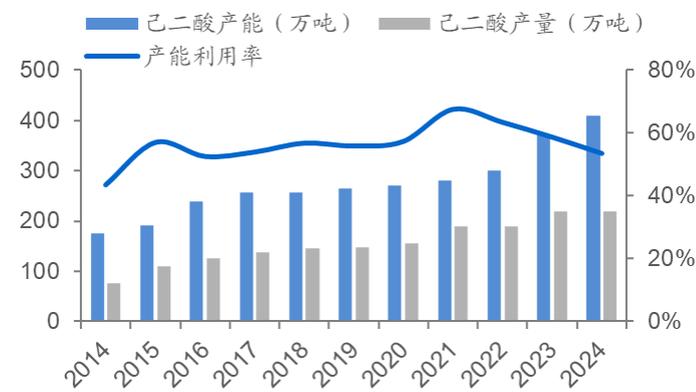
公司拥有 150 万吨醋酸产能，醋酸装置运行稳定，除检修外极少停产降负，且公司产能分别位于德州和荆州基地，具有相对稳固的客户群，高负荷稳定运行将支撑公司以低成本状态远兴，现阶段醋酸企业供给端有调整能力，25 年有新增产能，供给格局稍有影响。

4.4、己二酸需求支撑相对较弱，原料坚挺运行挤压利润空间

己二酸行业供给持续提升，行业分散度相对较高。近两年来，我国己二酸产能持续提升，行业内己二酸企业华峰、华鲁等先后进行了规模化的扩产，同时新的企业恒力、昊源也相继进行产品投建，使得近 2 年来己二酸产能大幅提升，产能增长超过 100 万吨，增幅相对较高。而由于己二酸属于大宗产品，生产工艺技术也相对成熟，行业内的参与的企业相对较多，因而行业内基本形成了两极分化，头部企业的规模相对较大，CR5 达到 80%，集中度位于明显较高的状态，但尾部还有数量较多的小规模企业。

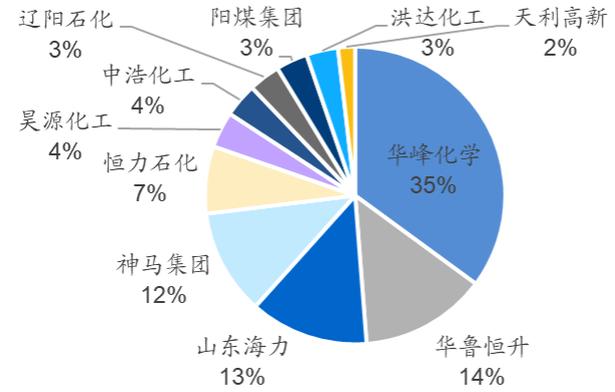
行业供给充裕，产能开工维持相对低位。2024 年国内己二酸产能已经超过 410 万吨，但 2024 年国内己二酸产量和 2023 年的产量基本持平，在明显新增产能的情况下，行业的需求消化相对有限，行业的开工水平明显下行，开工率仅有 5 成多，需求支撑不足的情况下，行业产能消化压力较大。

图表61：己二酸行业产能持续大幅提升（万吨）



来源：卓创资讯，百川资讯，国金证券研究所

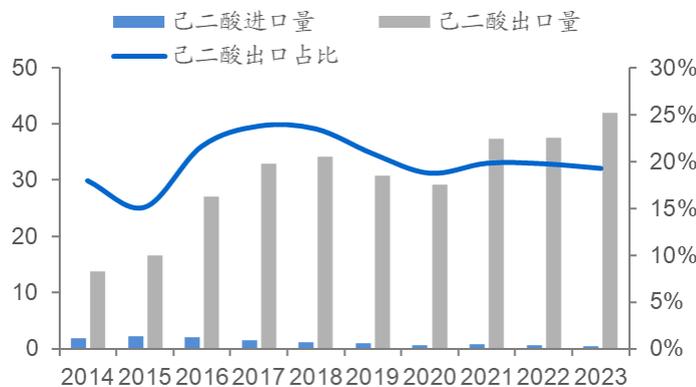
图表62：己二酸行业参与企业相对较多



来源：百川资讯，国金证券研究所

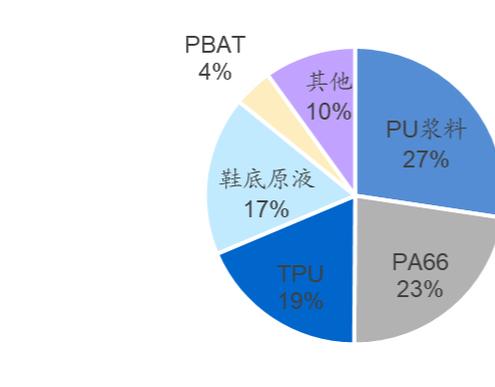
己二酸出口占比接近 2 成，下游主要以聚氨酯、化纤、塑料等领域为主。我国己二酸工程化已经经历了超过 40 年的时间，伴随生产工艺不断成熟，国内己二酸产能快速扩建，在满足自身需求的基础上进一步出口海外市场，近几年来，己二酸出口约占国内产量的 2 成左右。2024 年前 11 月，我国己二酸出口量达到 43.3 万吨，同比增长约 14%，但相较于供给的大幅提升，出口还是较难形成有效支撑。

图表63：己二酸出口占比在 2 成左右



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表64：己二酸下游主要应用于化纤、聚氨酯等领域



来源：卓创资讯，国金证券研究所

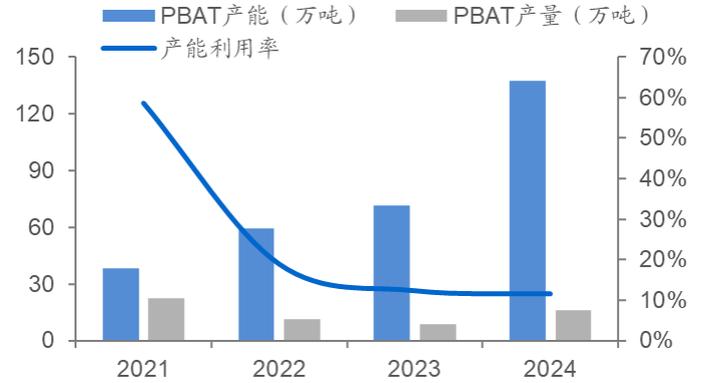
尼龙 66 和 PBAT 新增产能规划相对较多，有望在未来形成需求支撑，但节奏仍需跟踪。我国一直在布局尼龙 66 产业链国产化，但在己二腈环节一直并未有效突破，尼龙 66 产业链未有效实现规模化扩产，近几年己二腈产能开始逐步释放，带动尼龙 66 的规划布局也有



所提升，但目前己二腈尚未完全实现国产化和成本管控，新建的尼龙 66 产能并未完全充分利用，因而对上游己二酸的需求增量还未有效释放，后续尼龙 66 仍有规划新增产能，但是节奏仍然需要跟踪。PBAT 在可降解塑料的方向带动下，行业大规模规划新增产能，而 PBAT 的产业链壁垒有限，行业产能实现了大量提升，但由于推进政策并未全面落实执行，行业需求再次回落，多数企业并未进行产品供给和生产，对于己二酸需求也明显较少。

图表65: 尼龙 66 产能规划较多释放略有滞后 (万吨)

图表66: PBAT 在未有政策驱动下市场暂未开启 (万吨)



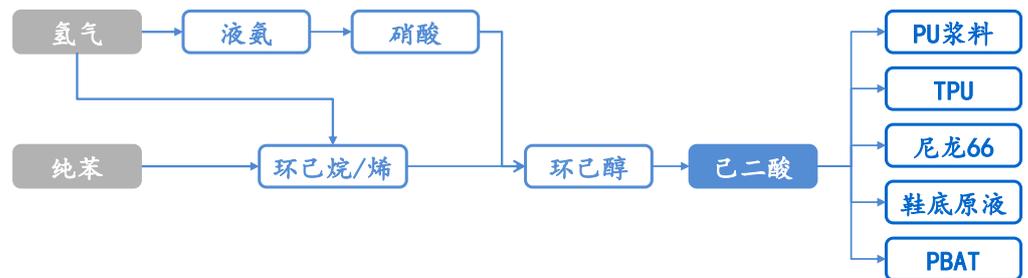
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

来源: 百川资讯, 国金证券研究所

己二酸企业多数外购苯为原料，少数企业能够形成产业链一体化布局。己二酸的主要原料为环己醇和硝酸，在生产布局上多数企业外购苯为原料，进行己二酸的布局，仅有少数企业能够实现纯苯自供；而在硝酸方面，多数企业能够借助自身的产业链实现氢气或者合成氨的配套来实现了硝酸方向的原料供给。

而在下游布局上，由于较多新增己二酸的新增的规划是以尼龙 66 和 PBAT 一体化规划为目的进行产能建设和扩充的，在短期内尼龙 66 和 PBAT 市场尚未大幅提升，多数企业的己二酸产能建设产品外售为主，仅有少数企业以自身产业链供给为主，因而在己二酸行业内很多企业的盈利敏感度相对较高，单环节的盈利压力明显承压阶段将明显影响产品开工。

图表67: 己二酸产业链图



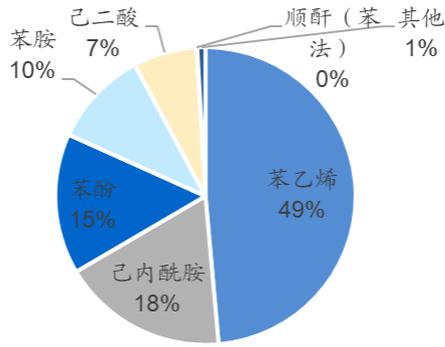
来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

纯苯供给增长略有趋缓，下游需求支撑较好，带动产品表现相对强势。纯苯生产主要通过炼油路径获得，因而纯苯产量和石油炼化的开工息息相关，今年来纯苯产量小幅提升，前 11 月产量同比增长约 8.6%，供给增长相对有限。

作为己二酸的主要原材料纯苯，是多数碳六链产品的主要原材料，可以用于生产苯乙烯、己内酰胺、苯酚、苯胺等主流大宗产品，约占纯苯下游需求的 9 成以上。2024 年来下游己内酰胺、苯酚、苯胺等产品的开工皆有明显上行，苯乙烯也呈现出小幅提升的状态，四大碳六产品的整体产量同比提升了约 12%，需求端的增长明显高于供给侧，因而虽然纯苯大方向也受到原油价格波动的影响，但供需差异化增长仍然促使纯苯价格保持强势运行，上半年价格上行明显，使得己二酸成本端压力明显。

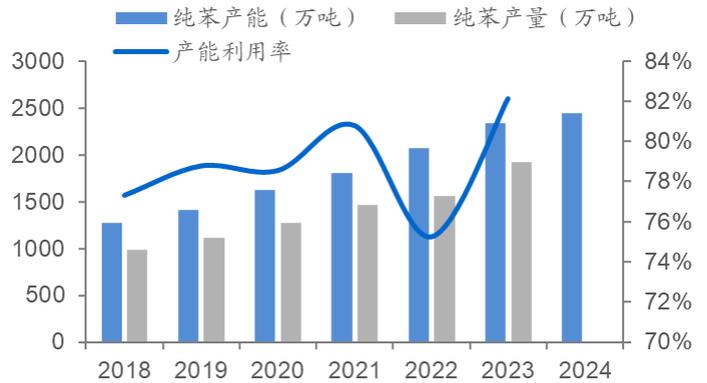


图表68: 2023年纯苯下游应用占比



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表69: 2024年纯苯供给小幅提升



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表70: 纯苯下游产量大幅提升, 需求支撑明显



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

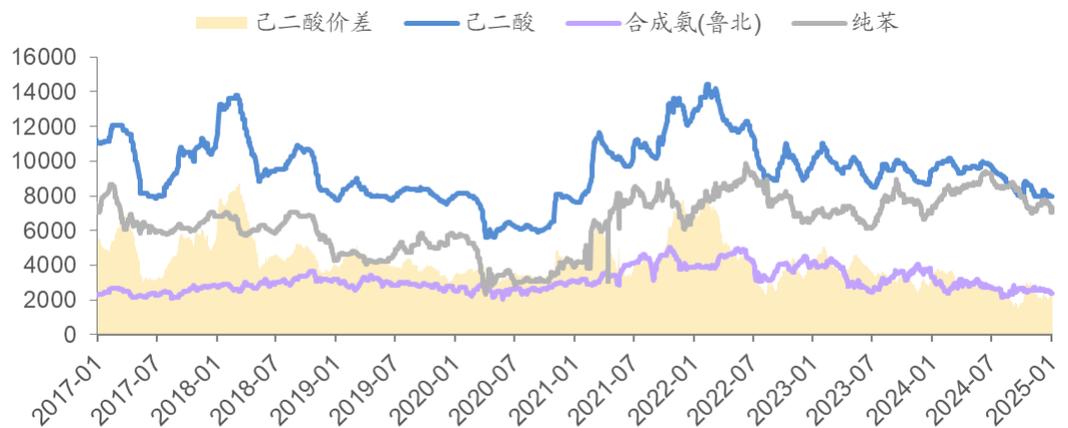
图表71: 纯苯2024年的价格明显强于原油(元/吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

2024年上半年, 纯苯价格持续抬升, 但由于己二酸下游需求支撑明显疲软, 且行业处于明显的供给充裕状态, 己二酸成本传导较差, 价差开始持续单向收窄, 进入三季度己二酸价差已经跌破近几年的最低值, 行业进入大面积亏损阶段, 进入四季度, 伴随纯苯价格的逐步调整回落, 虽然己二酸价格也跟随调整, 价差略有小幅修复, 但己二酸的盈利依然表现出明显承压。

图表72: 己二酸价差在供给压力下持续收窄(元/吨)



来源: 百川资讯, Wind, 国金证券研究所

己二酸仍有规划产能, 而目前行业基本处于不盈利状态, 新增产能的投放节奏还需观察。公司拥有 52.66 万吨己二酸产能, 预计后期进一步压缩盈利的空间有限, 但行业拐点尚需



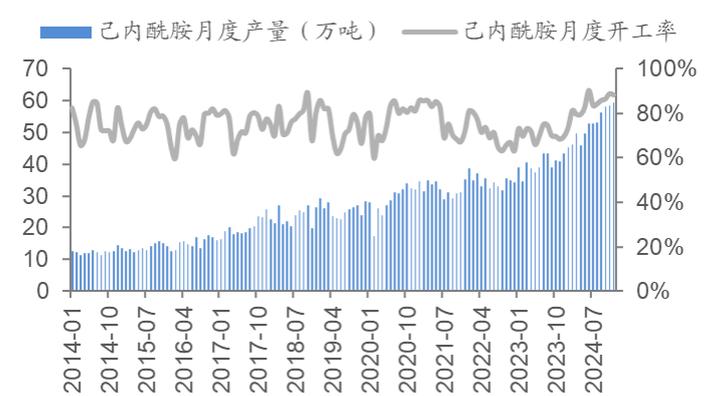
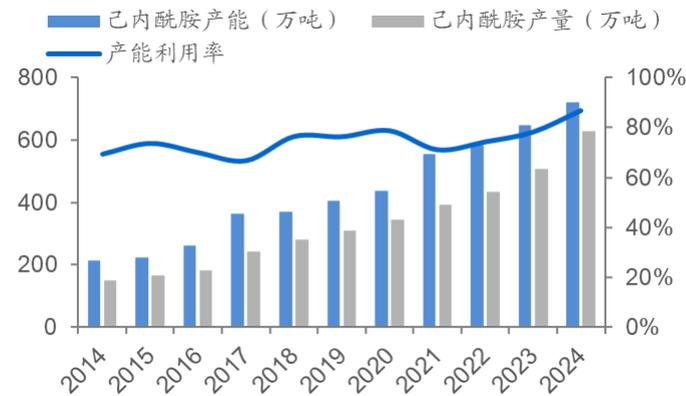
时间。

4.5、原料硫磺价格持续抬升，己内酰胺产能带来价差压力

己内酰胺供给端大幅提升，行业开工明显上行。2024年3套己内酰胺装置投产带动行业供给呈现大幅提升，新装置投产行业开工率抬升，2024年己内酰胺产量提升了约24%，行业供给大幅增长。

图表73：己内酰胺产能持续提升带来行业供给增量

图表74：己内酰胺行业开工持续位于高位



来源：卓创资讯，国金证券研究所

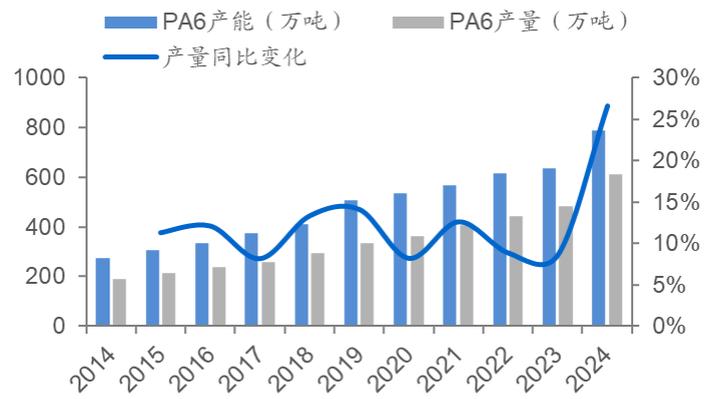
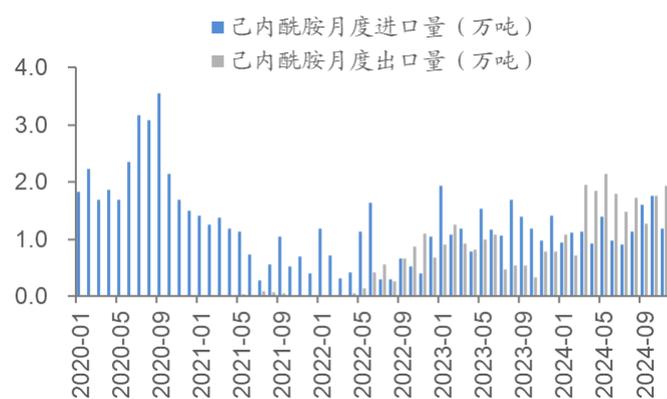
来源：卓创资讯，国金证券研究所

己内酰胺国内供给大幅提升后，进口减少，出口提升。此前我国己内酰胺有少量产品进口，出口量较少，但自2023年以来，己内酰胺产量持续抬升，国内供给充裕后，己内酰胺进口量大幅收窄，出口开始明显增长，但占比仍然位于相对低位。

下游尼龙6产能释放后，对于己内酰胺需求形成一定的支撑。2024年国内尼龙6产能有较大提升，同比增长100多万吨，产能释放带动产能有了明显增长，2024年国内尼龙6产量超过600万吨，同比增长约27%，带动了己内酰胺国内产量的消化。

图表75：己内酰胺出口量有所提升(万吨)

图表76：尼龙6产能释放带动上游己内酰胺需求提升



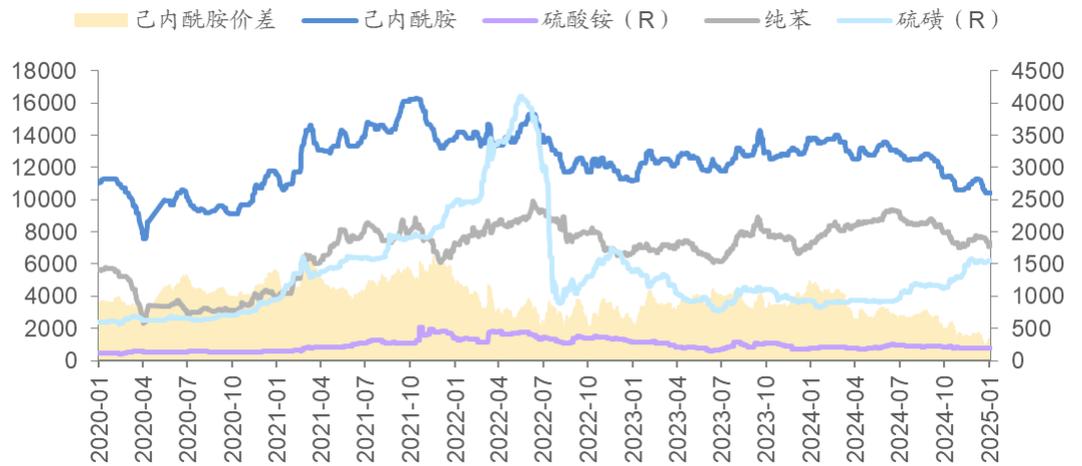
来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，国金证券研究所

下半年硫磺价格开始持续提升，叠加纯苯价格提升，成本压力开始压缩己内酰胺价差。受到产能释放的影响，供给压力带动了己内酰胺的价格回落，而上半年纯苯价格维持坚挺状态，带动了己内酰胺的价差在二季度出现了明显的回落，而进入下半年，海外硫磺价格持续提升，国内硫磺价格跟随性上涨，多数己内酰胺生产企业都需要依赖硫磺外购，进入四季度，己内酰胺的价格再次收窄，行业内企业已经出现不盈利状态。公司拥有30万吨己内酰胺产能，凭借自身的成本管控，仍然能够有盈利空间，但目前己内酰胺的价差已经跌入近几年内最低水平，行业内其他企业的压力较大，进一步向下调整的空间将会相对有限。



图表77：己内酰胺价差在2024年4季度有明显调整

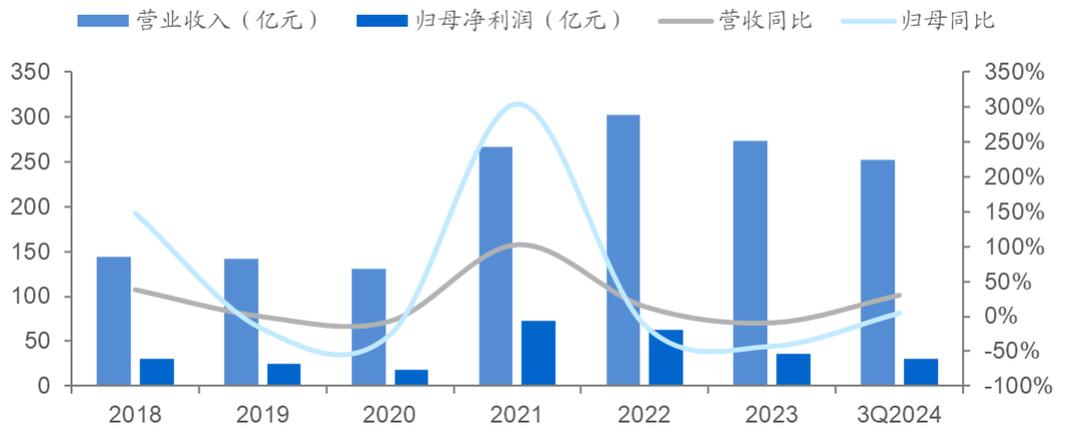


来源：百川资讯，Wind，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

受到行业新增产能逐步释放的影响，公司的产品受到周期性影响，盈利下行较多；但目前多数行业产品已经进入底部区间，在成本支撑下，价格仅一步大幅下行的空间极为有限，预估行业进入区间震荡状态，若需求或出口能够有一定的供给消化，多数产品将有一定的盈利改善空间。预估2024-2026年营收340.60、387.66、429.63亿元，归母净利润38.14、43.63、51.11亿元，EPS为1.80、2.06、2.41元，当前股价对应的PE分别为12.03、10.52、8.98，维持“买入”评级。

图表78：公司产品营收及盈利变化情况（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

六、风险提示

行业格局恶化风险：公司较多产品属于大宗品，具有一定的供需周期波动，若行业产能持续大规模投放，将提升行业供给压力，形成盈利压力；

原材料剧烈波动风险：公司以煤炭作为主要原材料，部分产品涉及到煤油联动领域，若原材料价格有剧烈波动，将导致公司产品盈利出现影响；

产品需求不及预期风险：公司的产品下游布局领域相对较多，涉及到农资、化纤、新能源等等，若终端需求不及预期，将导致行业产能消化节奏之后，影响产品盈利；



出口政策变动风险：现阶段公司的产品出口占比相对较低，但伴随公司产品丰富度提升，后续布局的产品出口将有所提升，且尿素等产品的盈利也跟随出口政策相关，建议持续关注出口政策及关税等。



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)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	26,636	30,245	27,260	34,060	38,766	42,963	货币资金	1,884	1,849	2,041	1,899	4,099	6,226	
增长率	13.6%	-9.9%	24.9%	13.8%	10.8%		应收款项	3,862	2,961	2,362	3,149	3,585	3,973	
主营业务成本	-17,182	-21,491	-21,576	-27,825	-31,610	-34,721	存货	1,039	1,173	1,493	1,525	1,732	1,903	
%销售收入	64.5%	71.1%	79.1%	81.7%	81.5%	80.8%	其他流动资产	1,606	2,598	2,026	2,145	2,295	2,414	
毛利	9,453	8,754	5,684	6,235	7,156	8,242	流动资产	8,391	8,581	7,923	8,718	11,711	14,515	
%销售收入	35.5%	28.9%	20.9%	18.3%	18.5%	19.2%	%总资产	29.3%	24.5%	18.0%	18.8%	23.4%	26.9%	
营业税金及附加	-135	-217	-190	-238	-271	-301	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	17,320	20,617	32,142	33,250	33,743	34,781	
销售费用	-63	-52	-60	-75	-85	-95	%总资产	60.4%	58.9%	73.0%	71.6%	67.4%	64.3%	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,530	1,760	2,247	2,400	2,536	2,695	
管理费用	-276	-262	-336	-375	-426	-473	非流动资产	20,262	26,424	36,129	37,718	38,347	39,543	
%销售收入	1.0%	0.9%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	70.7%	75.5%	82.0%	81.2%	76.6%	73.1%	
研发费用	-368	-611	-578	-562	-659	-730	资产总计	28,653	35,005	44,051	46,436	50,058	54,058	
%销售收入	1.4%	2.0%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	670	473	482	280	219	223	
息税前利润 (EBIT)	8,610	7,613	4,520	4,985	5,714	6,644	应付款项	2,238	1,885	4,060	3,434	3,901	4,285	
%销售收入	32.3%	25.2%	16.6%	14.6%	14.7%	15.5%	其他流动负债	1,311	1,212	1,246	1,239	1,409	1,579	
财务费用	-96	-59	-68	-183	-165	-120	流动负债	4,219	3,571	5,788	4,952	5,529	6,087	
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	长期贷款	1,705	3,257	7,348	7,948	7,948	7,948	
资产减值损失	-42	-24	-36	0	0	0	其他长期负债	23	258	478	195	216	235	
公允价值变动收益	1	1	-6	0	0	0	负债	5,948	7,085	13,614	13,095	13,693	14,270	
投资收益	30	38	8	9	30	30	普通股股东权益	22,256	26,923	28,891	31,494	34,159	37,147	
%税前利润	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	其中：股本	2,112	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123	
营业利润	8,509	7,604	4,428	4,861	5,589	6,564	未分配利润	17,040	21,642	23,520	26,059	28,723	31,711	
营业利润率	31.9%	25.1%	16.2%	14.3%	14.4%	15.3%	少数股东权益	450	998	1,547	1,847	2,207	2,642	
营业外收支	18	-193	-148	7	0	0	负债股东权益合计	28,653	35,005	44,051	46,436	50,058	54,058	
税前利润	8,527	7,411	4,281	4,868	5,589	6,564	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	32.0%	24.5%	15.7%	14.3%	14.4%	15.3%	每股指标							
所得税	-1,273	-1,123	-658	-755	-866	-1,017	每股收益	3.435	2.962	1.684	1.796	2.055	2.407	
所得税率	14.9%	15.2%	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%	每股净资产	10.538	12.680	13.607	14.833	16.088	17.495	
净利润	7,254	6,288	3,622	4,114	4,723	5,546	每股经营现金净流	2.323	3.296	2.221	2.550	3.778	4.312	
少数股东损益	0	-2	47	300	360	435	每股股利	0.800	0.800	0.600	0.600	0.800	1.000	
归属于母公司的净利润	7,254	6,289	3,576	3,814	4,363	5,111	回报率							
净利率	27.2%	20.8%	13.1%	11.2%	11.3%	11.9%	净资产收益率	32.59%	23.36%	12.38%	12.11%	12.77%	13.76%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	25.32%	17.97%	8.12%	8.21%	8.72%	9.46%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	29.20%	20.40%	9.99%	10.13%	10.84%	11.70%	
净利润	7,254	6,288	3,622	4,114	4,723	5,546	增长率							
少数股东损益	0	-2	47	300	360	435	主营业务收入增长率	103.10%	13.55%	-9.87%	24.95%	13.82%	10.83%	
非现金支出	1,468	1,808	2,101	2,941	3,238	3,519	EBIT 增长率	291.46%	-11.58%	-40.63%	10.29%	14.62%	16.27%	
非经营收益	63	34	46	201	193	193	净利润增长率	303.37%	-13.30%	-43.14%	6.64%	14.41%	17.15%	
营运资金变动	-3,879	-1,130	-1,054	-1,841	-132	-102	总资产增长率	39.44%	22.17%	25.84%	5.41%	7.80%	7.99%	
经营活动现金净流	4,906	6,999	4,715	5,415	8,023	9,157	资产管理能力							
资本开支	-3,660	-6,931	-8,705	-4,518	-3,867	-4,715	应收账款周转天数	0.7	0.7	0.6	0.9	0.9	0.9	
投资	0	-400	1,400	0	0	0	存货周转天数	13.9	18.8	22.6	20.0	20.0	20.0	
其他	31	38	25	9	30	30	应付账款周转天数	38.8	32.4	41.8	38.0	38.0	38.0	
投资活动现金净流	-3,629	-7,292	-7,280	-4,509	-3,837	-4,685	固定资产周转天数	220.4	188.2	387.5	311.3	271.8	241.4	
股权募资	270	754	500	69	0	0	偿债能力							
债权募资	-57	1,350	4,106	385	-61	4	净负债/股东权益	-2.26%	1.70%	19.02%	18.98%	11.19%	4.89%	
其他	-769	-1,828	-1,948	-1,499	-1,922	-2,346	EBIT 利息保障倍数	89.7	129.4	66.3	27.2	34.6	55.3	
筹资活动现金净流	-556	276	2,658	-1,045	-1,983	-2,342	资产负债率	20.76%	20.24%	30.90%	28.20%	27.35%	26.40%	
现金净流量	717	-13	101	-139	2,203	2,129								

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	1	6	16	41	83
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.06	1.02	1.00

来源：聚源数据

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

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究