

证券研究报告
化工行业
2020年10月13日

万华化学深度报告之十一： MDI价格为何上涨？

首席分析师：李永磊
分析师：董伯骏
联系人：赵小燕

执业证书编号：S1220517110004
执业证书编号：S1220520060003

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

www.foundersc.com

研究目的：

自2020年7月份以来，聚合MDI价格和纯MDI价格不断上涨，万华化学连续三个月上调中国地区聚合MDI和纯MDI挂牌价。MDI价格为何上涨？MDI价格上涨能否持续？这是我们本篇报告研究希望回答的问题。

主要结论：

- MDI价格大幅上涨，一方面是需求端的拉动，另一方面是检修导致供给收缩。自5月份以来，海外需求拉动了国内冰箱冰柜的出口，同时，汽车、管道保温、无醛板等领域的需求均好转，带动MDI需求的大幅增加。供给端，全球MDI装置生产检修和不可抗力事件频发发生，我们分析主要是国际竞争对手亏损压力增加，装置被迫关停，导致价格暴涨。
- 未来半年时间，我们预测MDI的盈利仍有望维持在较高水平。在MDI供给端仍有检修的情况下，需求是影响价格的主导因素，目前冰箱、冰柜出口需求大幅增加，一方面是海外需求好转，另一方面是海外冰箱、冰柜的生产受阻，在新冠疫情二次加剧的背景下，国外对冰箱和冰柜的旺盛需求仍有望维持。而国内控制疫情得力，汽车、管道保温、无醛板等领域的需求仍有望持续好转。
- 从更长期的角度，我们更看重万华化学在MDI领域相较于竞争对手的成本壁垒及发展趋势，我们发现万华化学较竞争对手的成本优势巨大，且不断扩大。

预计公司2020-2022年归母净利润分别为84.94、135.38、169.33亿元，对应PE分别为29、18、15倍，维持“强烈推荐”评级。

图表39：盈利预测

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68050.67	75732.00	98770.00	108684.00
(+/-) (%)	12.26	11.29	30.42	10.04
净利润	10129.99	8493.70	13537.64	16932.52
(+/-) (%)	-4.53	-16.15	59.38	25.08
EPS (元)	3.23	2.71	4.31	5.39
P/E	20.79	29.24	18.35	14.67

资料来源：wind，方正证券研究所

- 供需
- 内需
- 外需
- 供给
- 未来预判
- 投资建议
- 风险提示

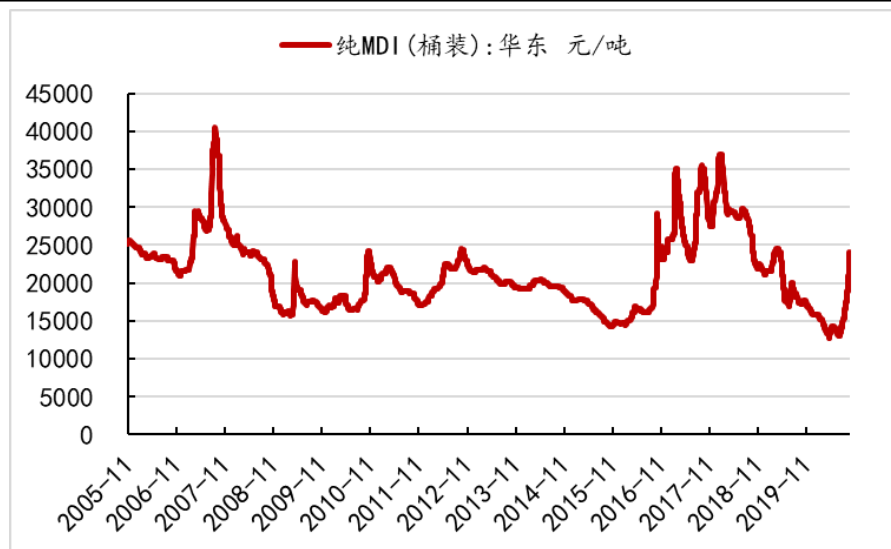
聚合MDI和纯MDI价格大幅上涨

- 自2020年7月份以来，聚合MDI价格和纯MDI价格不断上涨，万华化学连续三个月上调中国地区MDI挂牌价。截止到9月24日，国内市场主流商谈在16800-17600元/吨桶装含税现金自提或周边送到。
- 7月份开始全球MDI装置密集检修和遭遇不可抗力，7月1日万华烟台60万吨装置开始停产检修，检修期45天左右；隆众资讯7月16日报道，巴斯夫重庆MDI装置因故停车；科思创德国MDI装置因故障停车，7月23日科思创对欧洲、中东和非洲地区的产品宣布不可抗力；8月8日万华BC 30万吨装置开始陆续停车检修，检修40天左右。9月初，上海某厂因库存紧张暂停桶装货源接单及发货，散水货源仅保证长约客户供应，韩国厂家9月份货源销售完毕对中国市场不报价。各种利好支撑下，市场拉涨气氛浓厚。

图表1：聚合MDI价格

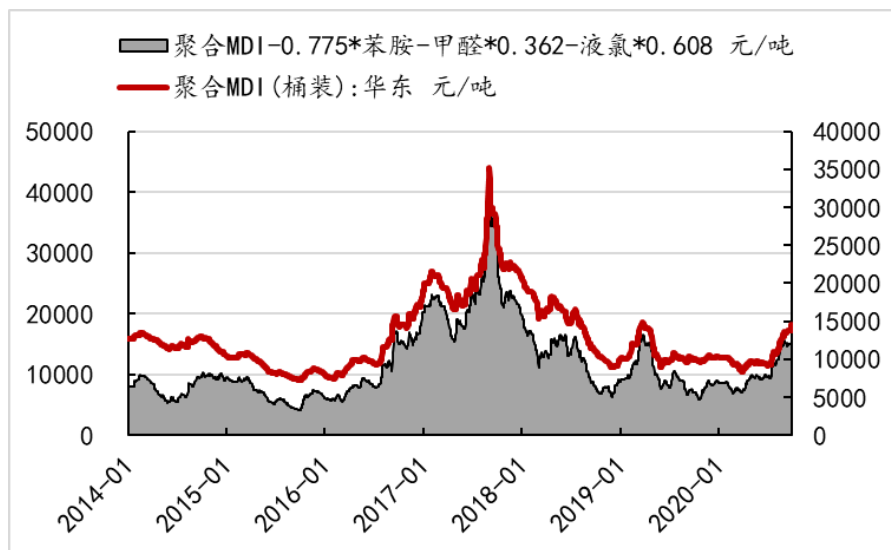


图表2：纯MDI价格

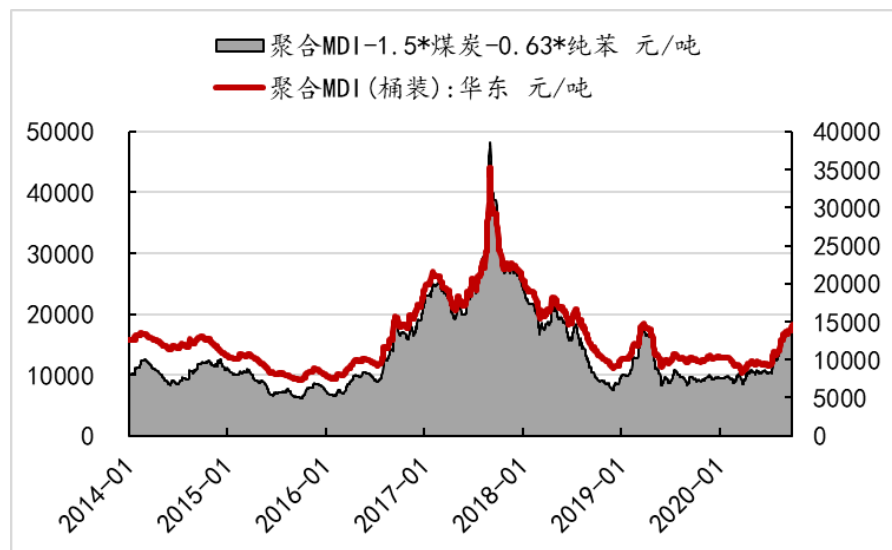


- 聚合MDI生产原料主要为纯苯、甲醛、液氯等，但因聚合MDI行业利润丰厚，原料对聚合MDI价差走势影响并不大。聚合MDI价差曲线走势与聚合MDI价格走势基本一致。
- 9月份MDI市场综合价差大幅拉大，截至10月10日，聚合MDI与苯胺、甲醛、液氯价差12325.1元/吨，9月份平均价差12012.35元/吨，环比8月份+2087.00元/吨；截至10月10日，聚合MDI与煤炭、纯苯价差14870.95元/吨，9月份平均价差13198.67元/吨，环比8月份+2671.53元/吨。

图表3：聚合MDI价差

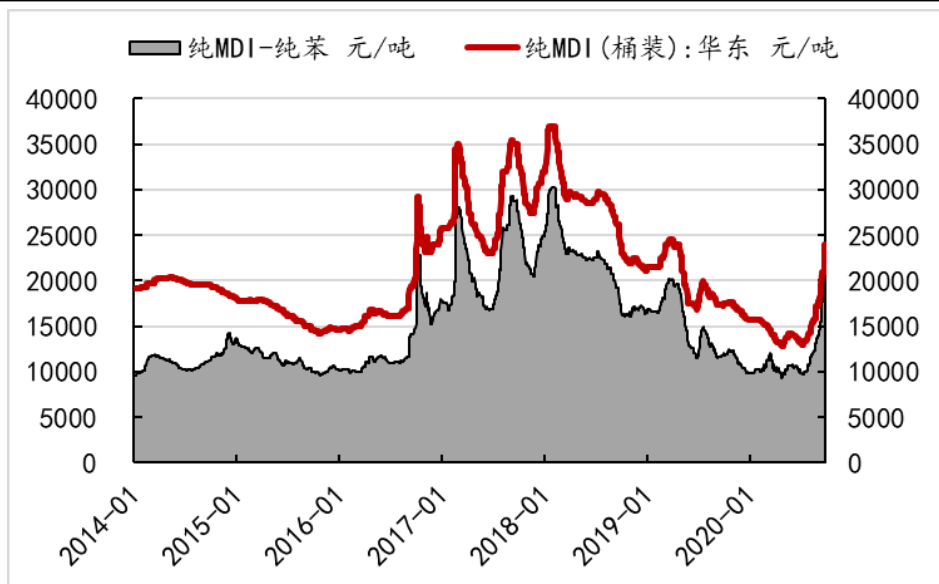


图表4：聚合MDI和纯苯价差



- 纯MDI生产原料主要为纯苯，纯MDI价差曲线走势与纯MDI价格走势基本一致。
- 截至10月10日，纯MDI和纯苯价差20700元/吨，环比9月30日+3000元/吨，环比8月31日+8400元/吨；9月份平均价差14155.00元/吨，环比8月份+3170.32元/吨。

图表5：纯MDI价差

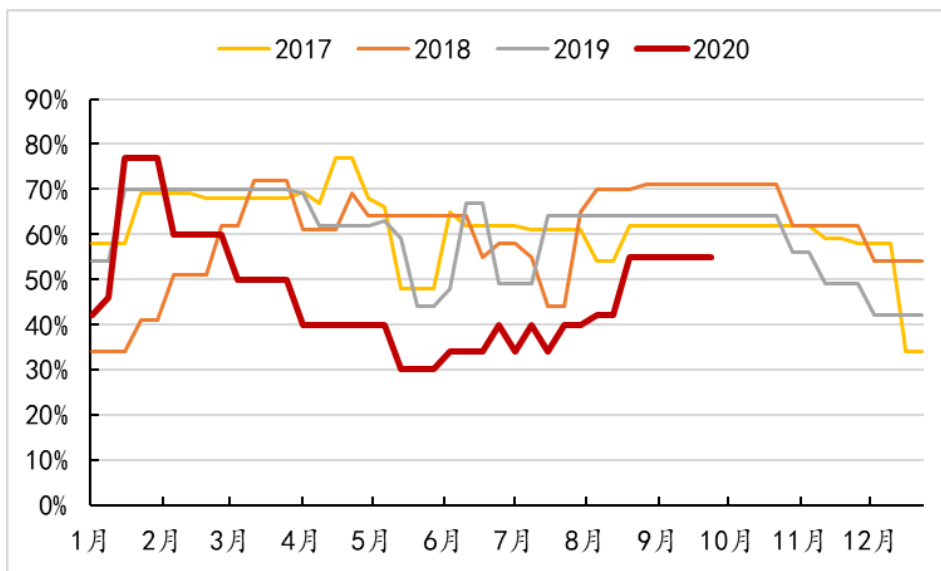


资料来源: wind, 方正证券研究所

6月份以来聚合MDI开工负荷整体上升

- 自6月份以来，国内MDI厂家开工负荷整体上升，目前开工率在55%左右。
- 万华烟台产能为60万吨/年MDI装置，开工负荷在七成附近。
- 上海联恒二期产能为24万吨/年的MDI装置、一期产能为35万吨/年的MDI装置开工在六成附近，一期装置计划于10月19日开始进入停车检修状态，预计持续时间为两周附近。
- 巴斯夫重庆其产能为40万吨/年的MDI装置开工负荷在四成附近。
- 上海科思创60万吨/年MDI装置开工负荷在六成附近。

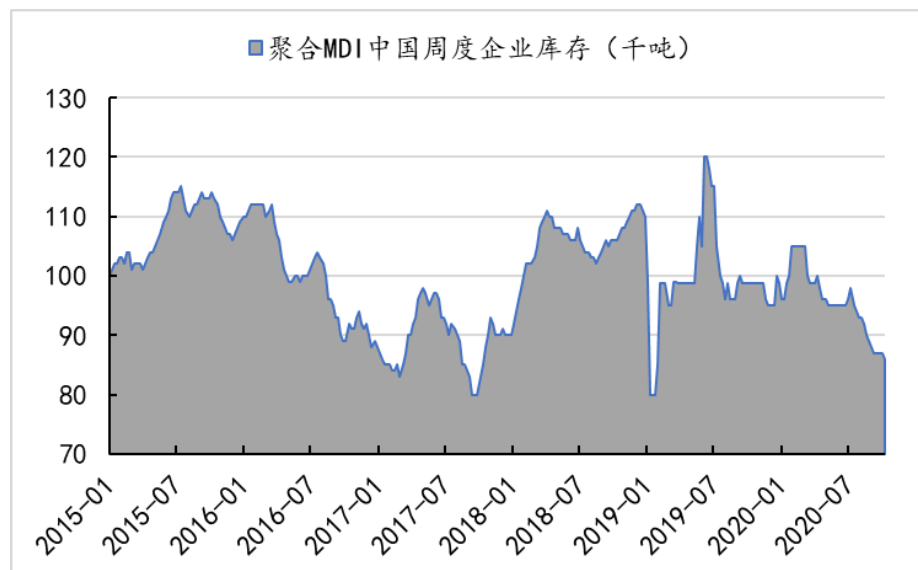
图表6：MDI开工率



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

- 自7月份以来，聚合MDI库存不断下降。
- 据卓创资讯，2020年10月9日聚合MDI中国周度企业库存8.6万吨。

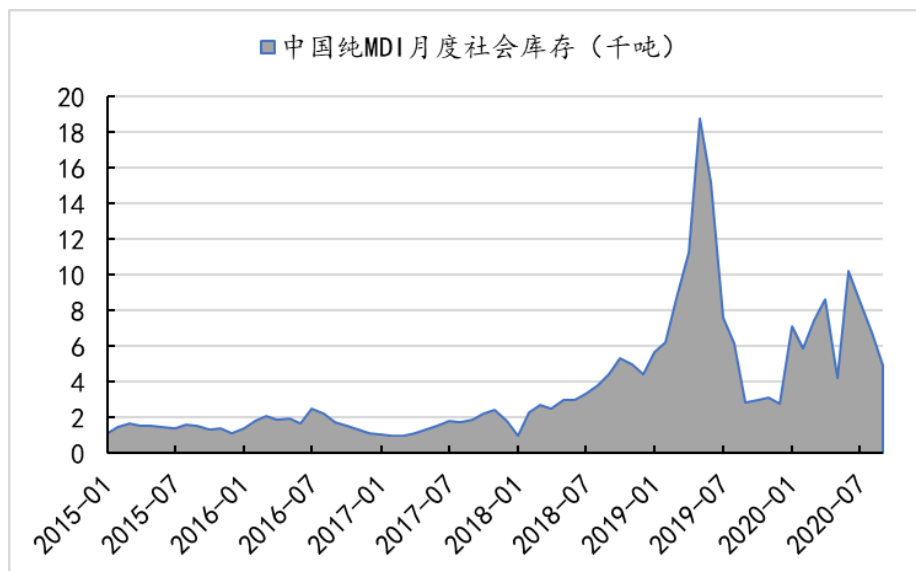
图表7：聚合MDI库存图



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

- 自7月份以来，纯MDI库存不断下降。
- 据卓创资讯，2020年9月30日中国纯MDI月度社会库存4.9万吨。

图表8：纯MDI库存图



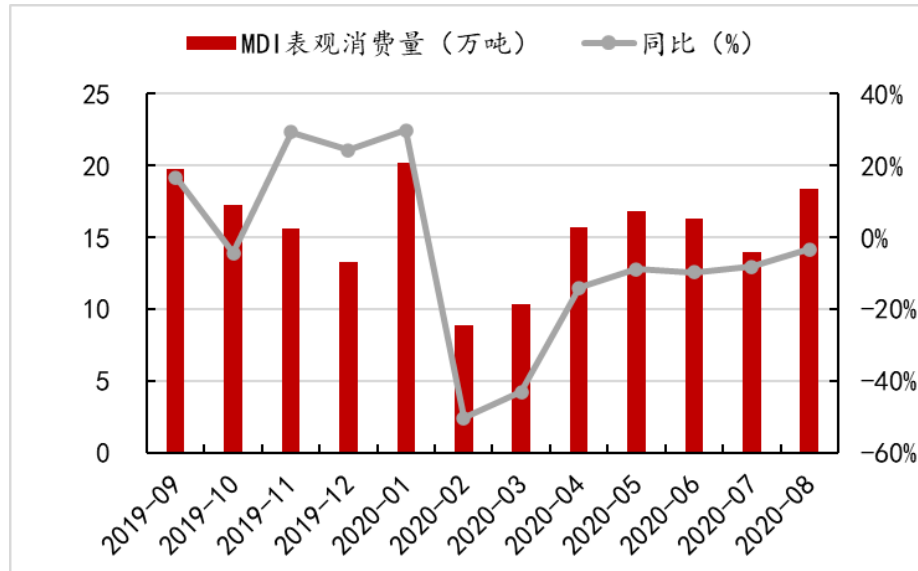
资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

- 供需
- **内需**
- 外需
- 供给
- 未来预判
- 投资建议
- 风险提示

聚合MDI月度表观消费量缓慢恢复

- 2020年，国内MDI表观消费量同比去年均有所减少，2月份跌至近一年最低，2月份表观消费量8.85万吨，同比下滑50.29%。
- 自3月份以来，国内MDI表观消费量逐渐恢复，7月份表观消费量13.95万吨，同比减少8.14%。
- 随着聚合MDI下游冰箱冰柜、板材、外墙管道保温等行业回暖，下游需求整体较为乐观，预计国内MDI消费量也将缓慢恢复。

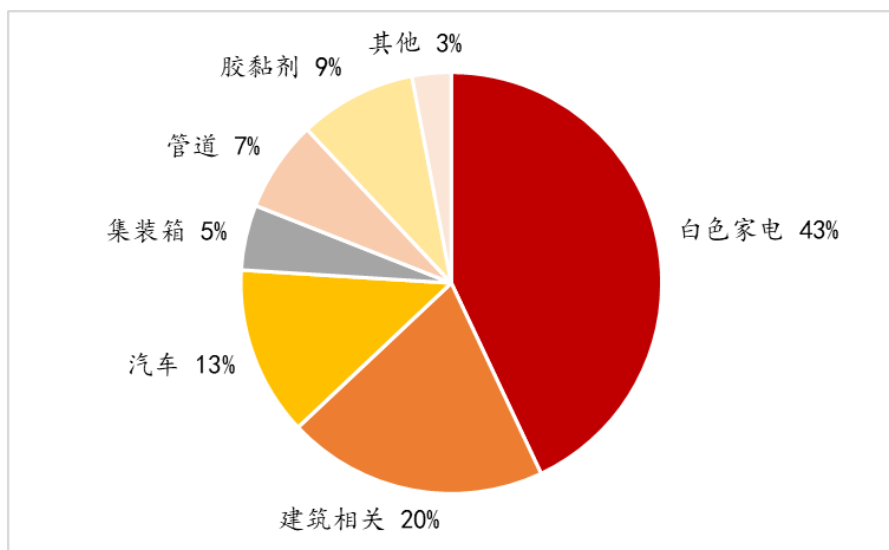
图表9：中国MDI表观消费量



聚合MDI下游需求以白色家电为主

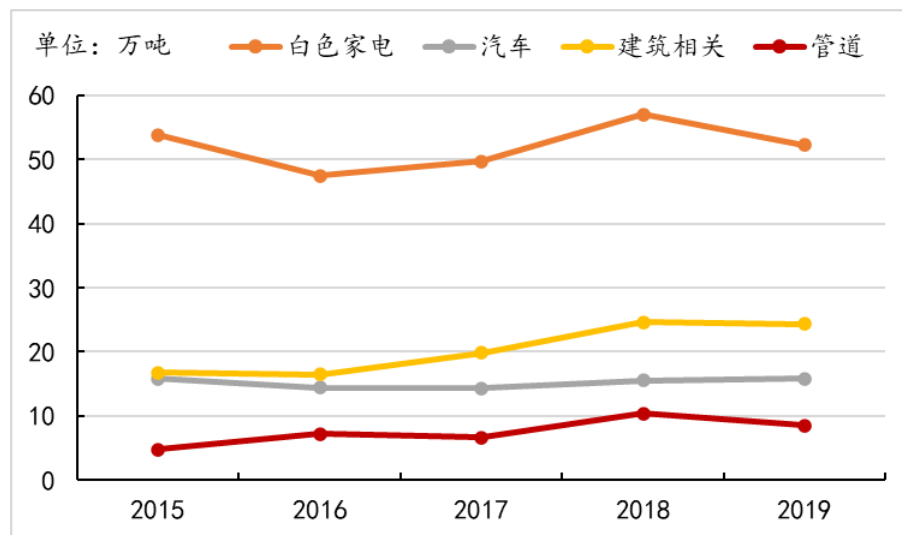
- 聚合MDI下游产品主要为白色家电，占比大约为43%；其次为建筑相关的应用，占比20%；此外还应用于汽车（13%）、管道（7%）、胶黏剂（9%）、集装箱（5%）等行业。
- 据百川盈孚，2019年白色家电消费聚合MDI 52.24万吨，建筑相关产品消费24.3万吨，汽车消费15.79万吨，管道消费8.51万吨。

图表10：聚合MDI下游需求结构



资料来源：百川盈孚，方正证券研究所
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

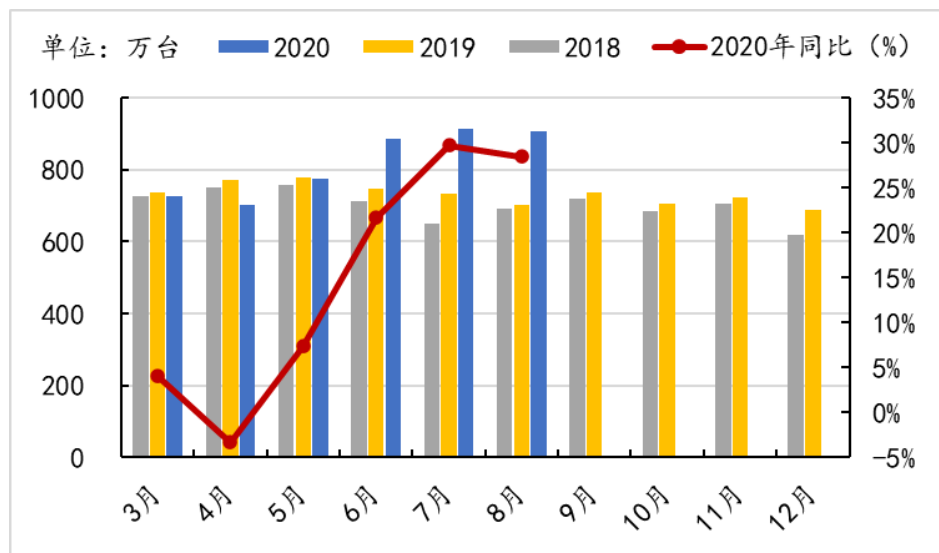
图表11：下游产品消费聚合MDI量



资料来源：百川盈孚，方正证券研究所

- 根据国家统计局和海关总署数据，2020年6月份冰箱产量开始大幅上涨，行业订单新增以及追加骤增，其中大多订单为出口订单。2020年8月份国内家用电冰箱产量908.50万台，同比上涨28.5%。
- 冰箱产量和出口数量高涨的原因主要是：疫情威胁下，中国产能恢复较好，而海外生产企业大多不能完全复产，供应链出现短缺；且疫情之下，海外民众因囤积食物需求，对冰箱的采购大幅增加；致使冰箱产业链供不应求，中国冰箱产量从5月以来同比持续提升，至8月份产量同比达到28.5%；从中国冰箱出口量从6月以来同比大幅提升，8月同比增长56.13%。

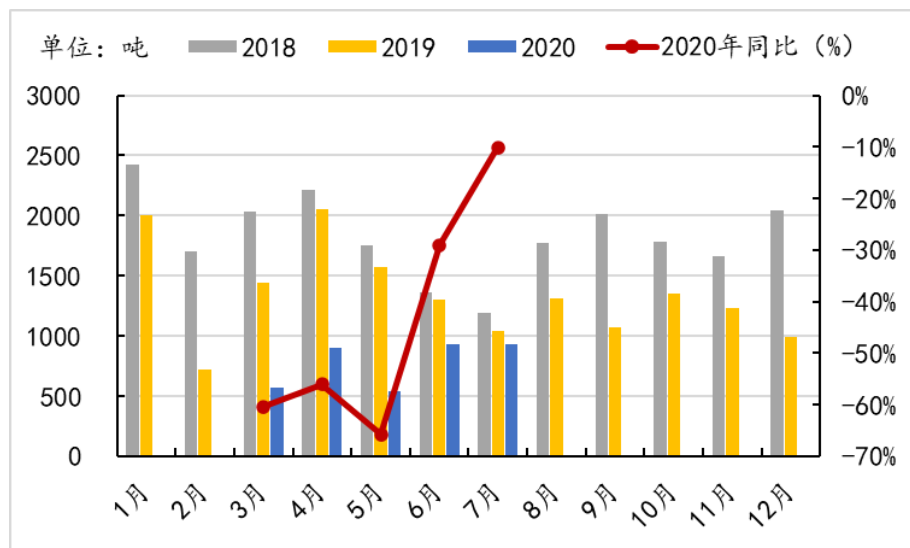
图表12：冰箱产量



冰箱产量上涨主要由出口订单带动

- 2020年8月份国内冰箱出口数量726万台，同比上涨56.13%。
- 相比较而言，国内冰箱进口数量非常少，而且今年冰箱进口数量相比较于2019年和2018年大幅下滑，虽然5月份以来开始回升，但仍低于去年同期。2020年7月份，国内冰箱进口数量933吨（按照一台冰箱50kg估算，大约为1.87万台），同比下滑10.10%。

图表13：冰箱进口数量（吨）

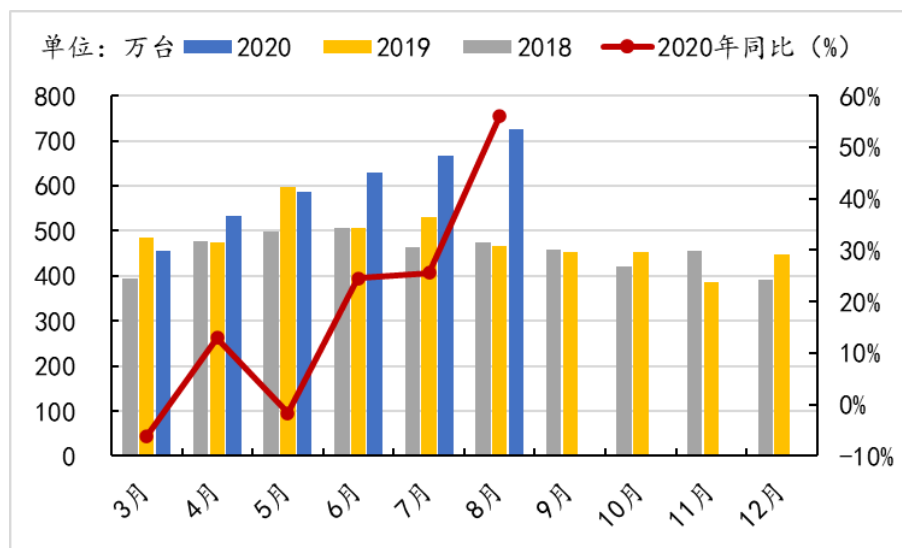


资料来源：Trade Map，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

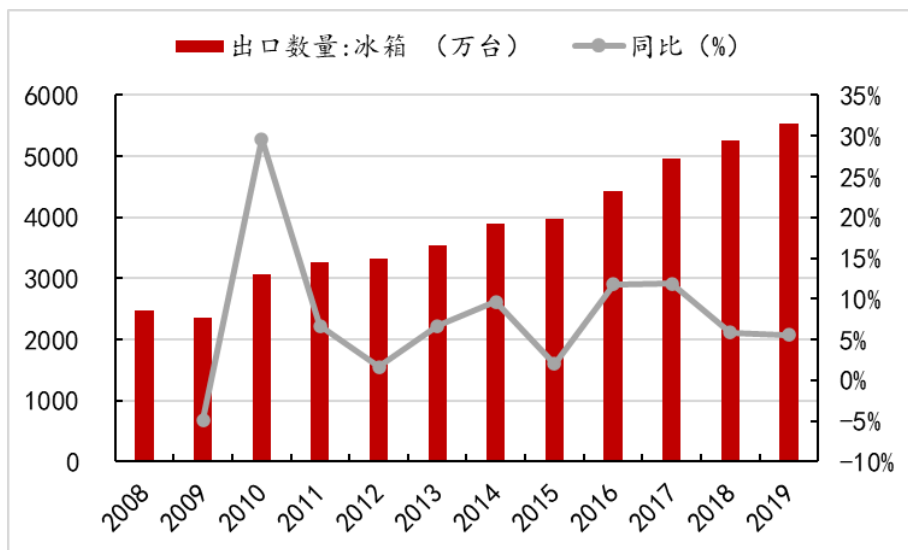
图表14：冰箱出口数量（万台）



资料来源：wind，海关总署，方正证券研究所

- 中国冰箱出口已经实现连续十年上涨，欧洲、亚洲、美洲是中国冰箱出口量最大的区域。
中国是全球最大的冰箱供给国
- 2019年欧洲本土冰箱产量略有下降，且中国冰箱出口欧洲的价格较低，因此中国出口至欧洲的冰箱数量大幅增长。

图表15：历年冰箱出口数量

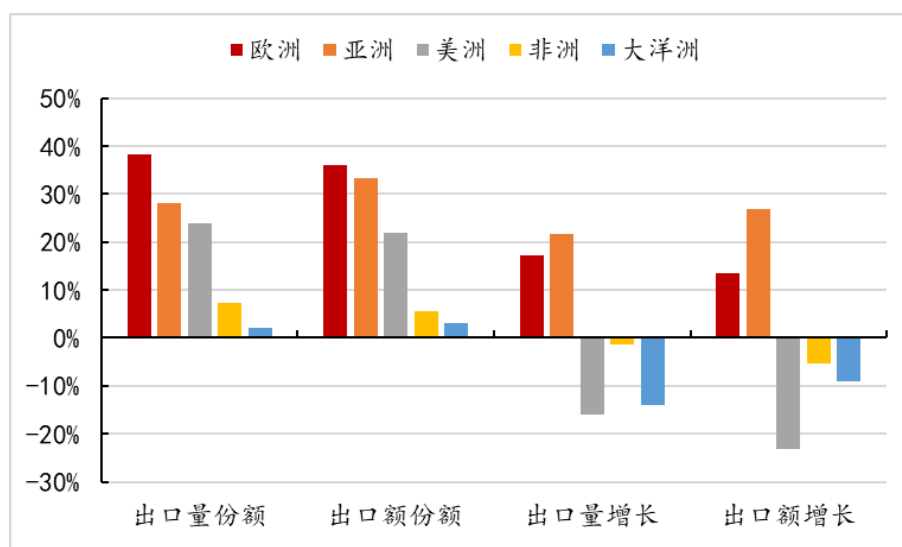


资料来源：wind，海关总署，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

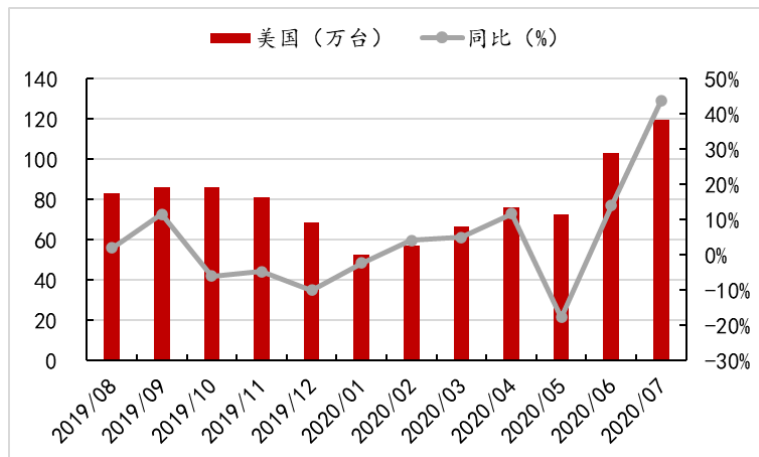
图表16：2019年中国冰箱出口分大洲情况



资料来源：产业在线，方正证券研究所

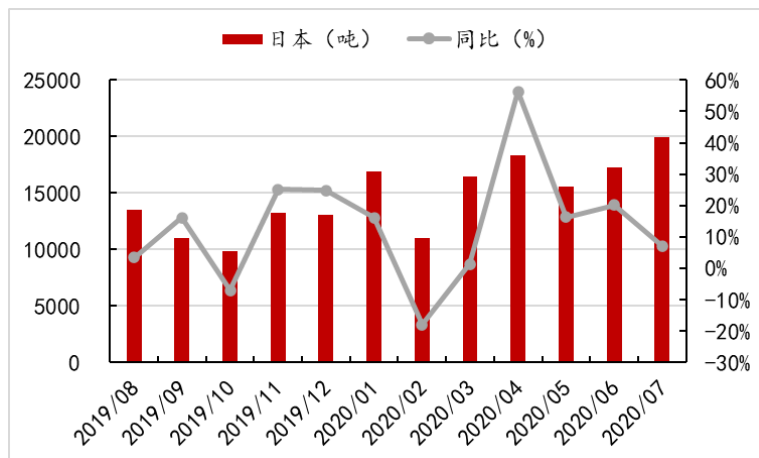
美国等国家冰箱进口数量上涨

图表17: 美国冰箱进口数量同比上涨



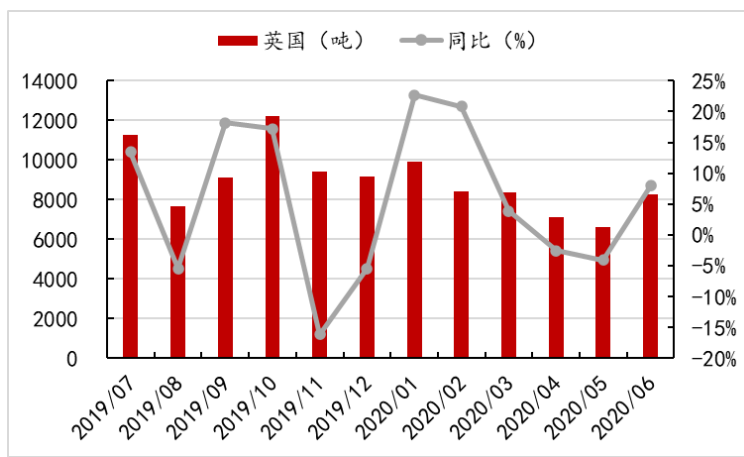
资料来源: Trade Map, 方正证券研究所

图表19: 日本冰箱进口数量同比上涨



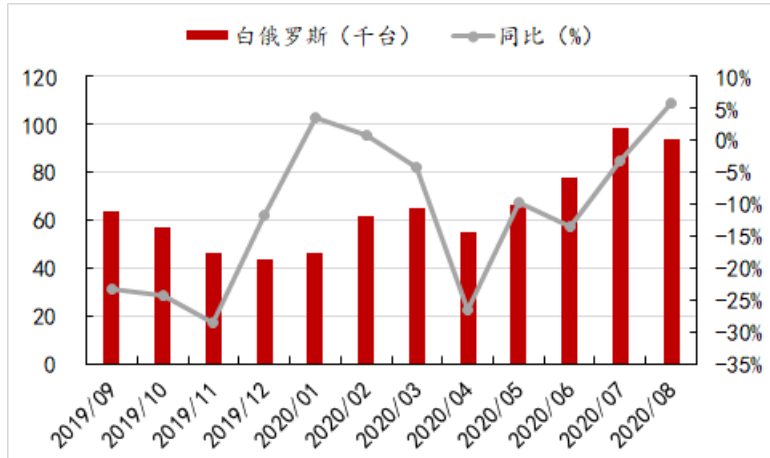
资料来源: Trade Map, 方正证券研究所

图表18: 英国冰箱进口数量同比上涨



资料来源: Trade Map, 方正证券研究所

图表20: 白俄罗斯冰箱产量开始复苏

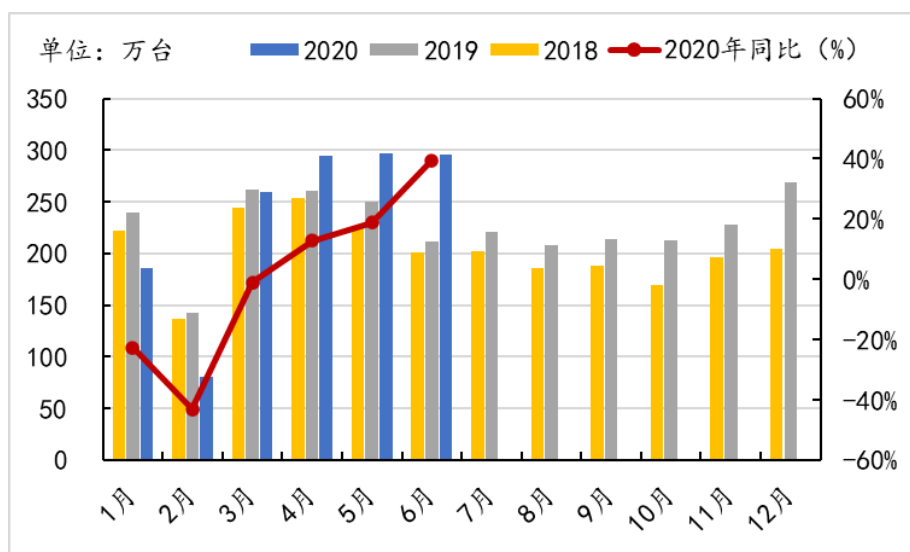


资料来源: CEIC, 方正证券研究所

资料来源: Trade Map, 方正证券研究所

- 产业在线数据显示，2020年3月以来，国内冰柜产销量同比增速逐渐加快。
- 2020年6月份，国内冰柜产量达到295.4万台，同比增加39.5%；销量达到279.3万台，同比增加25.4%。

图表21：冰柜产量

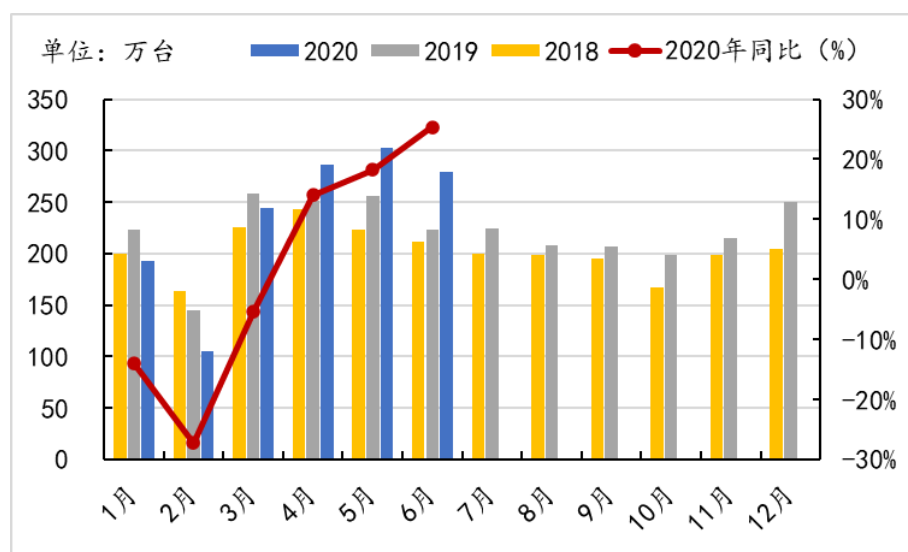


资料来源：wind，产业在线，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

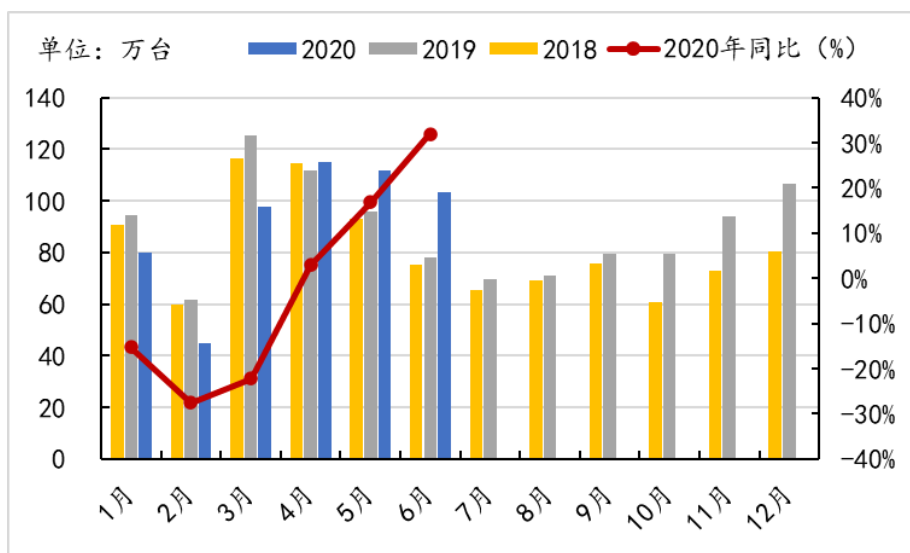
图表22：冰柜销量



资料来源：wind，产业在线，方正证券研究所

- 在海外地区冰箱冰柜供应链短缺的情况下，国内厂商出口订单增加，进而带动国内冰柜产销量大幅增长。
- 2020年6月份，在冰柜销量的279.3万台中，内销量为103.2万台，出口数量176.1万台，出口数量占比超过60%。

图表23：冰柜内销量

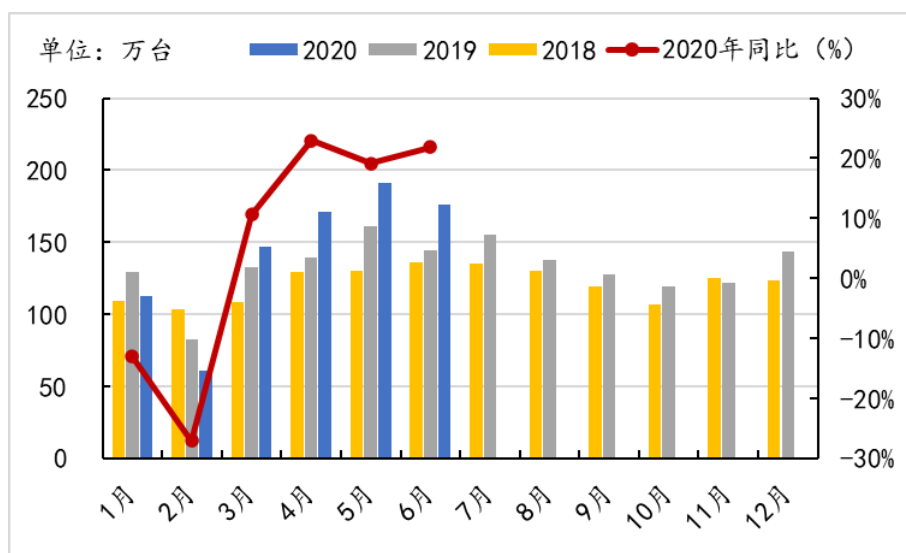


资料来源：wind，产业在线，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

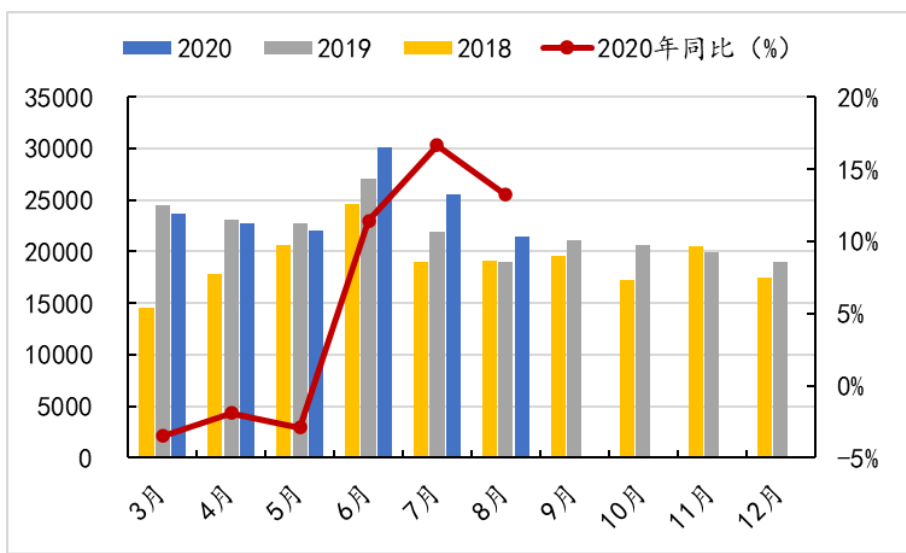
图表24：冰柜出口数量



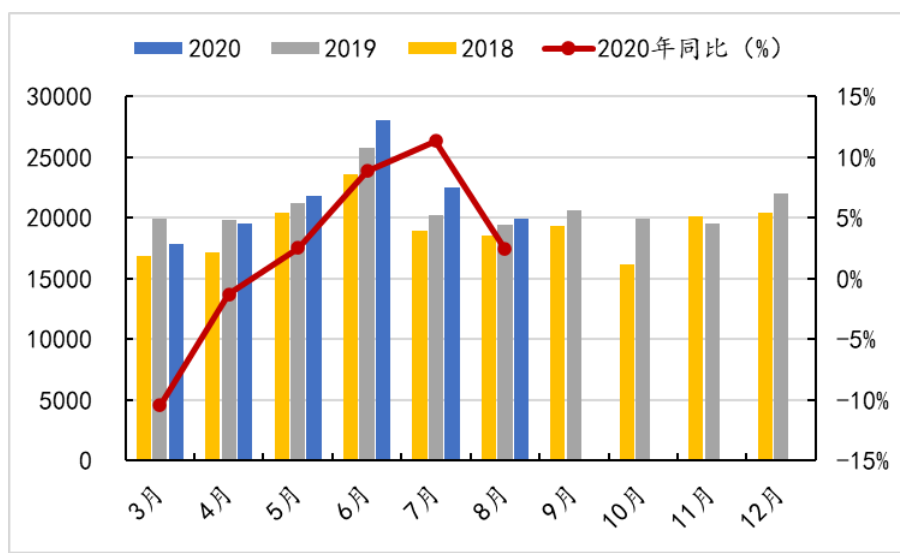
资料来源：wind，产业在线，方正证券研究所

- 建筑相关产品（如外墙管道保温等）是聚合MDI重要的下游应用。
- 国内房屋施工面积同比去年增速自6月份开始回正，国内房屋新开工面积同比去年增速自5月份开始回正。2020年8月份，国内房屋施工面积21453.89万平方米，同比+13.22%；国内房屋新开工面积19885.43万平方米，同比+2.41%。虽然环比数据均有所下降，但根据去年和前年的数据，8月份之后国内房屋施工面积、新开工面积将逐渐趋稳，预计对聚合MDI的需求也将趋于稳定。

图表25：房屋施工面积：当月值（万平方米）



图表26：房屋新开工面积：当月值（万平方米）

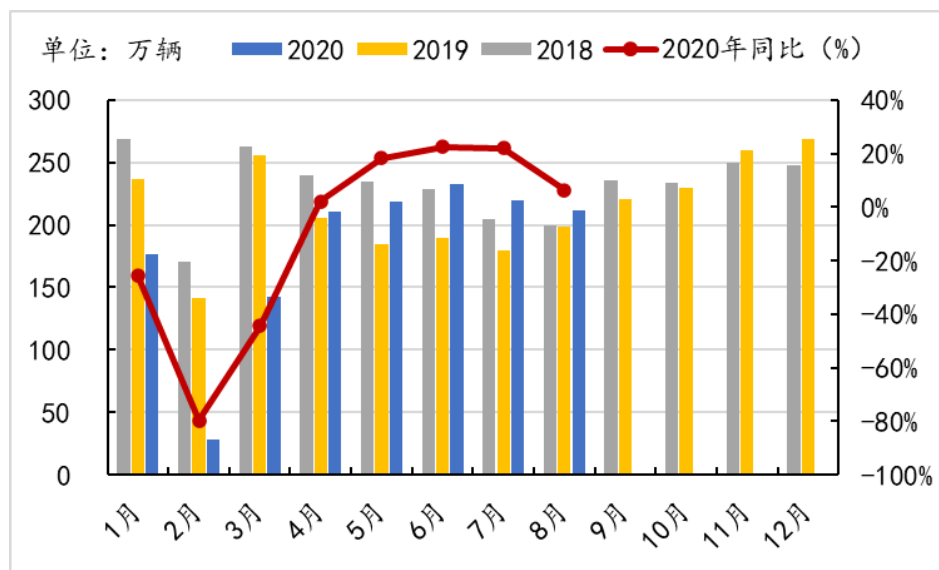


资料来源：wind，方正证券研究所
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：wind，方正证券研究所

- 2020年8月份，国内汽车产量211.88万辆，同比增长6.31%。自二季度以来，疫情的影响逐渐减弱，汽车行业呈现回暖的态势，4-8月份国内汽车产量同比增速分别为+2.26%、+18.20%、+22.48%、+21.93%、+6.31%，汽车行业景气度逐渐回升。
- 根据每年的季节性周期变化，随着“金九银十”到来，预计下半年汽车行业有望延续复苏态势。

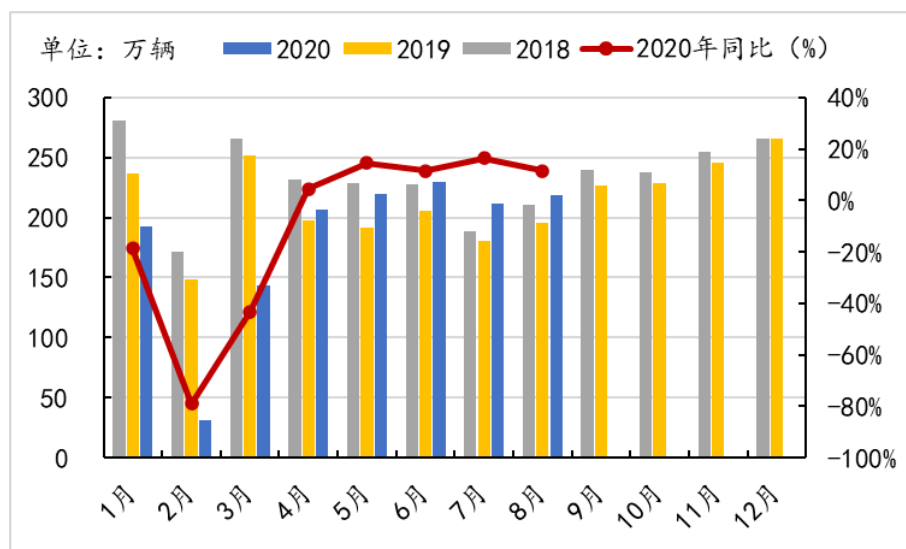
图表27：国内汽车产量



资料来源：wind，中国汽车工业协会，方正证券研究所

- 2020年8月份，国内汽车销量218.58万辆，同比增长11.57%。4-8月份国内汽车销量同比增速分别为+4.41%、+14.48%、+11.62%、+16.37%、+11.57%。
- 汽车行业回暖主要由国内汽车销量增长带动，2020年国内汽车出口数量较少，二季度以来同比均呈现下滑的趋势。2020年8月份，国内汽车出口7.14万辆，同比减少19.73%。

图表28：国内汽车销量

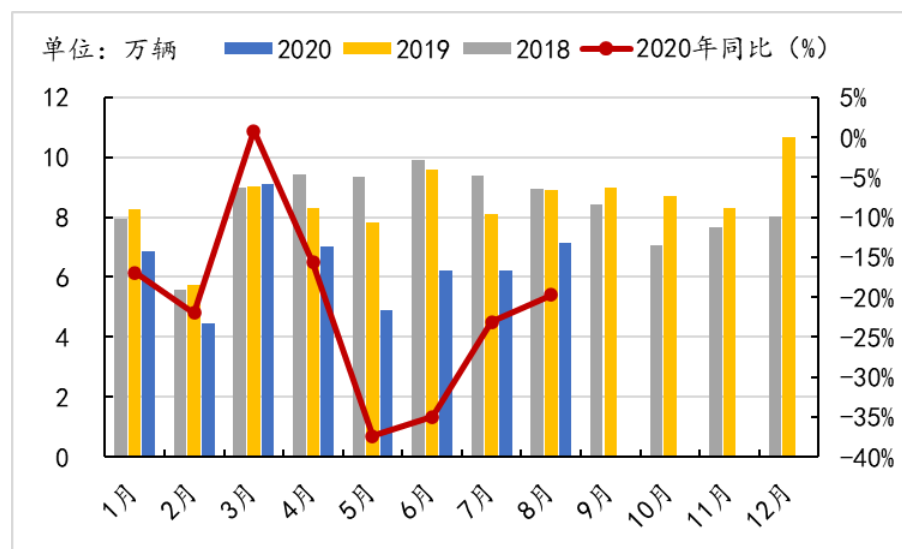


资料来源：wind，中国汽车工业协会，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表29：汽车出口数量较少



资料来源：wind，中国汽车工业协会，方正证券研究所

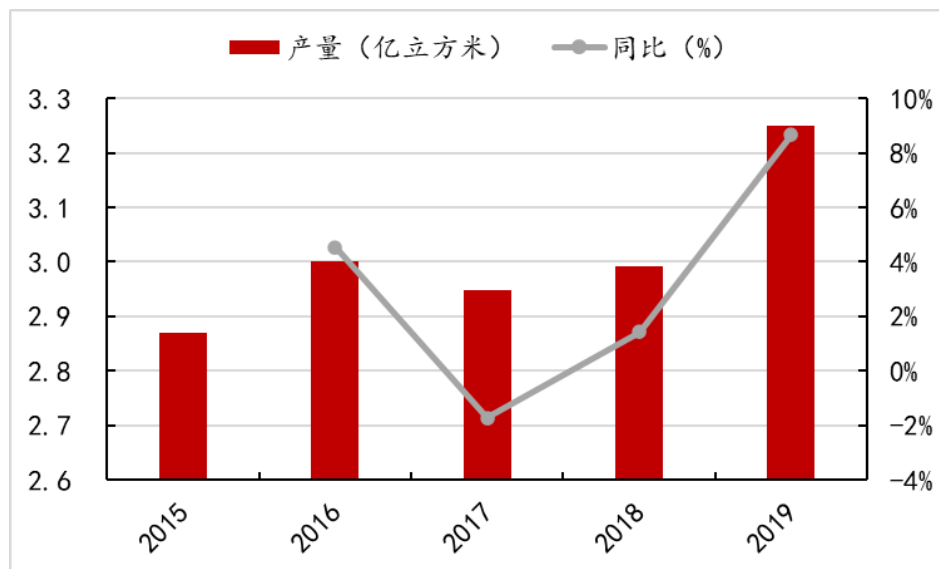
- 万华禾香板以稻草、麦草、芦苇等农作物秸秆及果树枝条等为主要原料，采用万华聚氨酯无醛生态胶，从根源上减少甲醛释放，获得美国EPA-NAF无醛豁免认证。
- 万华禾香板引进工业4.0生产设备和下游大型智能定制家居企业，整合秸秆生态板、板材饰面、智能定制生态家具三大制造体系资源，打造三厂合一产业园模式，形成集群效应。
- 未来3-5年，万华将在全国投建20个产业集群，形成500万立方米的产能，将带动2000亿左右的大家居产业，向中国无醛添加人造板行业标杆及龙头企业的战略目标迈进。

图表30：万华禾香板三大集群产业园情况

产业园名称	项目名称	投资额（亿元）	项目进展	预计年产值（亿元）
万华荆门无醛家居产业集群产业园	年产25万立方米无甲醛添加秸秆生态板生产线（一期）	10.68	2018年11月投产	5.5
	年产800万平方米饰面板生产线（二期）	2.6	2018年12月投产	3.29
	引进自动化柔性家具生产线，年产家居60万套（三期）	15.32	2020年底动工	24
万华公安无醛家居产业集群产业园	年产25万立方米无甲醛添加秸秆生态板生产线（一期）	29	2019年9月投产	10
	年产800万平方米饰面板生产线（二期）			
万华怀远无醛家居产业集群产业园	年产25万立方米无甲醛添加秸秆生态板生产线（一期）	29	2020年1月投产	10
	年产800万平方米饰面板生产线（二期）		2020年9月获批复	

- 我国人造板产量不断增加，数据统计显示，2015年我国人造板产量已经达到2.87亿立方米，2019年大约为3.25亿立方米。
- 根据论文《新型无醛胶黏剂在刨花板中的应用》中数据，每立方米无醛板材MDI用量大约为7kg。如果所有人造板均换为无醛板，按2019年的人造板的产量计算，对应MDI的需求空间约227.5万吨，板材无醛化对MDI的潜在需求巨大。

图表31：国内人造板产量



资料来源：wind，前瞻产业研究院，方正证券研究所

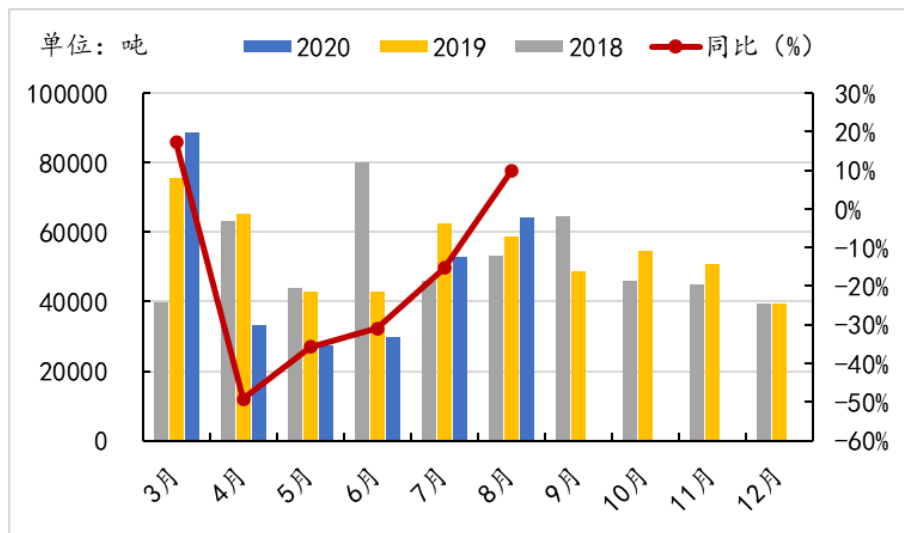
- 据凤凰网，索菲亚从2014年开始研发、制定康纯产品标准；2016年领率先推出了环保性能更优的康纯板系列产品，开启更为环保的“康纯时代”；2019年康纯产品正式上升为索菲亚的拳头产品，康纯花色达50多款。
- 据凤凰网，索菲亚康纯板获得美国环境保护署颁发的EPA (NAF) 无醛豁免认证，中国林产工业协会颁发的无醛人造板及其制品的认证，2019年获得了拓格奖A+认证，意味着康纯板定制产品在空间使用中可以不限量。
- 据凤凰网，截止至2020年6月底，购买康纯板的客户比例已经达到49%，每10个索菲亚客户中便有5个选择康纯板。
- 据中证网，欧派家居发布无醛健康家战略，为未来10年规划了1.0、2.0、3.0的发展阶段。公司于2020年8月8日起，逐步停止在终端销售非无醛添加的定制家居产品。同时，将通过产业链的联动、规模集采、成本管控、提效降费、总部让利等举措，一举解决无醛添加定制产品价格过高的痛点，接着公司计划推出普惠政策助力无醛添加爱芯板产品的普及推广。
- 据腾讯家居，尚品宅配于2019年推出高端环保基材——康净板，康净板已获得美国CRAB认证、美国EPA认证、欧盟CE认证以及质量体系认证、中国林产工业协会无醛认证等多重认证。2020年8月，尚品宅配发布“全屋免费升级康净板”战略，让用户在选择全屋定制时，无需考虑甲醛问题，让无醛环保成为定制家居的标配。

- 供需
- 内需
- 外需
- 供给
- 未来预判
- 投资建议
- 风险提示

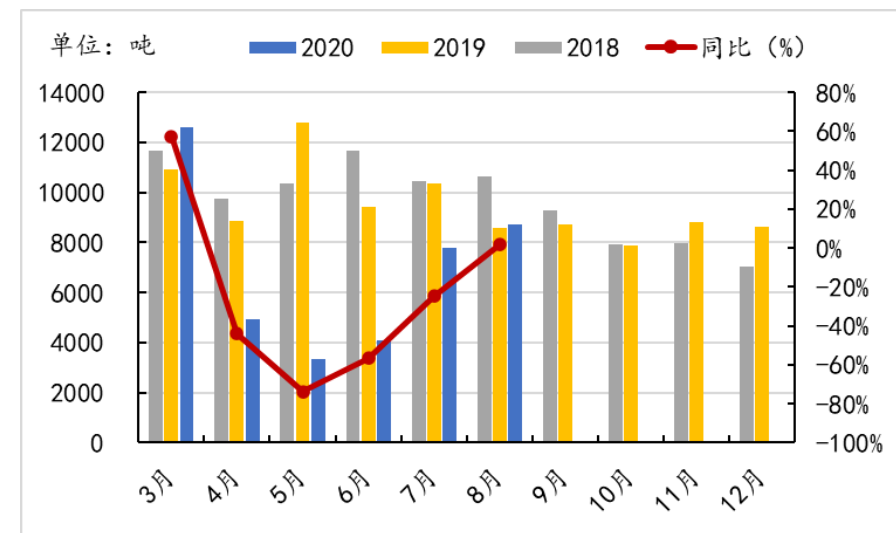
聚合MDI净出口量呈V形恢复

- 聚合MDI和纯MDI出口数量同比增速均呈V形恢复。聚合MDI4月份同比增速跌至最低点-49.16%，纯MDI5月份跌至最低点-73.89%，之后出口数量逐渐回升，但均低于去年同期水平。2020年8月份，聚合MDI出口数量64290吨，同比增加9.76%；纯MDI出口数量8710吨，同比增加1.61%。
- 韩国巴斯夫25万吨装置、日本东曹南阳共计40万吨装置、韩国锦湖41万吨装置仍处于停车或检修状态，预计国外MDI需求仍存缺口。

图表32：聚合MDI出口数量



图表33：纯MDI出口数量



资料来源：wind，海关总署，方正证券研究所
慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：wind，海关总署，方正证券研究所

- 供需
- 内需
- 外需
- **供给**
- 未来预判
- 投资建议
- 风险提示

国际主要MDI企业密集停车和检修

图表34：2020年全球MDI装置停车情况

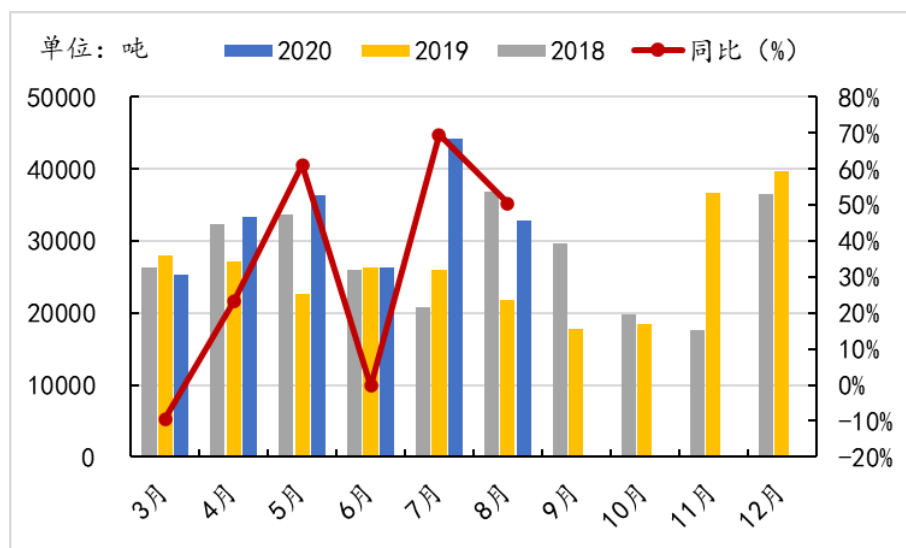
MDI 装置	2020年5月	2020年7月	2020年8月	2020年9月
科思创		7月22日，科思创德国MDI装置（20万吨/年）停产，对欧洲、非洲和中东地区宣布不可抗力	科思创美国得克萨斯州为应急强飓风来袭，从8月25日起年产32万吨/年MDI装置暂停运行	
巴斯夫		巴斯夫重庆40万吨/年MDI装置因故停车		9月9日，韩国丽水巴斯夫25万吨/年MDI装置计划10月31日至11月20日停车检修
东曹	日本东曹南阳20万吨/年装置5月5日开始检修，检修时长约30-40天左右			9月16日，东曹位于日本南阳的7万吨/年和13万吨/年MDI装置因故临时停车，20万吨/年装置于9月10日检修，时长约30-40天左右，预计11月中下旬重启
锦湖三井				9月16日，韩国丽水锦湖41万吨/年装置计划于10月20日停车检修，11月17日结束
万华化学		万华化学烟台工业园60万吨/年MDI装置于2020年7月1日开始停产检修，预计检修45天左右	万华化学匈牙利30万吨/年MDI装置于2020年8月8日开始陆续停车检修，9月19日公司公告检修结束，恢复正常生产	
上海联恒				一期35万吨/年装置计划于10月19日开始进入停车检修状态，预计持续时间为两周左右

资料来源：wind，公司公告，百川盈孚，隆众资讯，方正证券研究所
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

7月份开始MDI进口数量同比增长

- 2020年7月份，聚合MDI进口数量开始大幅增长。7月份聚合MDI进口44095.64吨，同比增长69.42%；8月份进口32730吨，同比增长50.44%。
- 同时，纯MDI进口数量也有一定幅度增长。7月份纯MDI进口9346.83吨，同比增长37.88%；8月份进口大约8000吨，同比增长18.25%。

图表35：聚合MDI进口数量

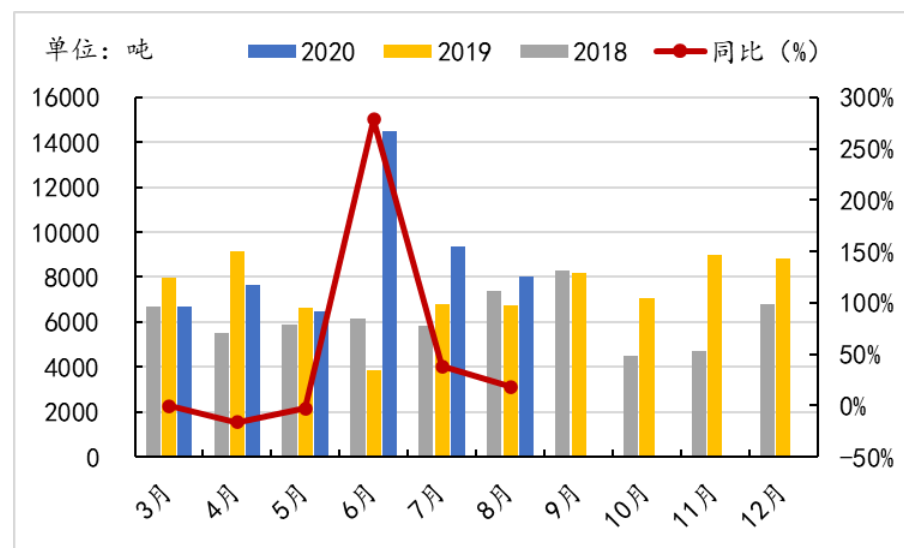


资料来源：wind，海关总署，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表36：纯MDI进口数量

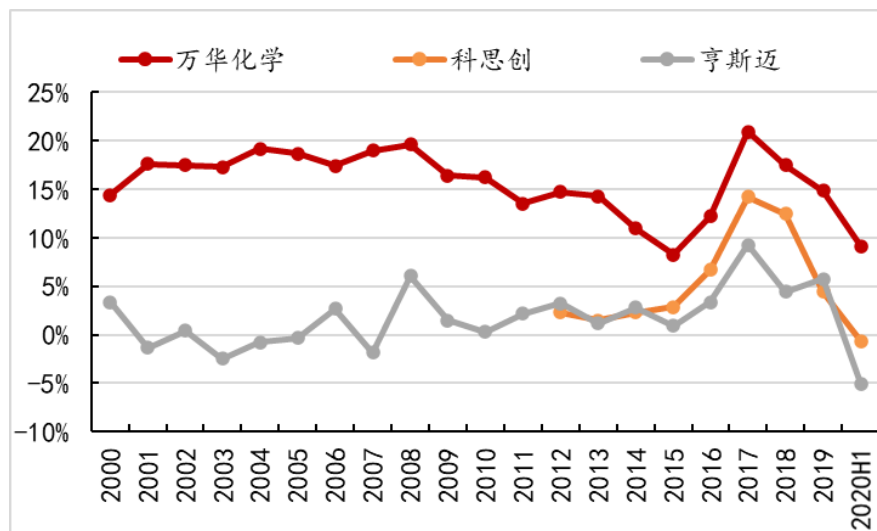


资料来源：wind，海关总署，方正证券研究所

万华化学聚氨酯板块利润率远高于竞争对手

- 聚氨酯行业利润率整体呈现下滑的趋势，但万华化学始终远高于竞争对手。
- 在疫情影响行业不景气的情况下，2020年H1，万华化学聚氨酯系列产品毛利率34.94%，远高于科思创和亨斯迈聚氨酯板块的EBITDA/营业收入率。

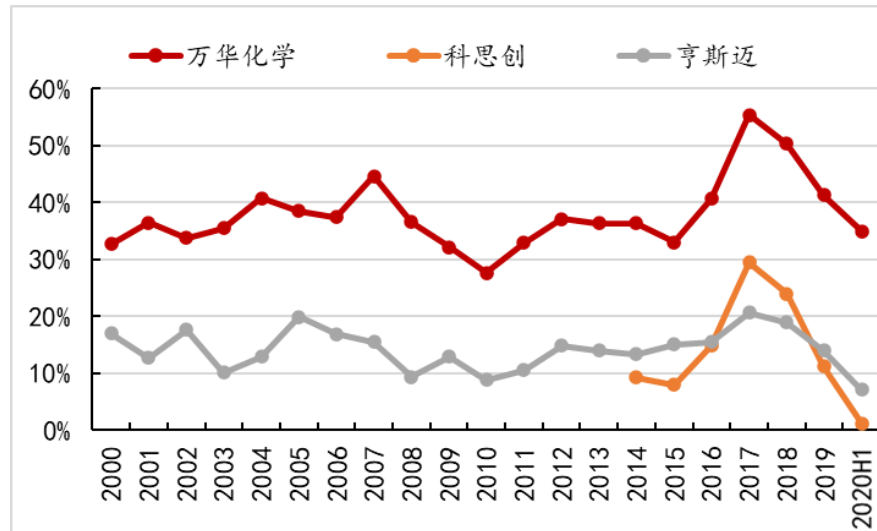
图表37：国内外龙头公司净利率



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

注：2019年和2020H1亨斯迈净利率为扣除非经常性损益后净利率

图表38：国内外龙头公司聚氨酯板块利润率



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

注：以上使用数据为：万华-聚氨酯-毛利率；科思创-聚氨酯-EBITDA/营业收入；亨斯迈-聚氨酯-EBITDA/营业收入

- 供需
- 内需
- 外需
- 供给
- 未来预判
- 投资建议
- 风险提示

- 供给：MDI装置开工负荷处于较低水平，未来两个月国内外MDI装置仍有密集检修计划或者停车情况，影响产能141万吨左右，预计四季度市场供应仍然偏紧，支撑价格上涨。
- 需求：
 - 冰箱冰柜：疫情影响下，海外多地冰箱冰柜生产不能完全恢复，供给不足，进而拉动国内出口高涨，预计短期内疫情影响不能完全消除，冰箱冰柜出口需求或将维持。
 - 建筑相关：根据去年和前年的数变化趋势，8月份之后国内房屋施工面积、新开工面积将逐渐趋稳，预计对聚合MDI的需求也将趋于稳定。
 - 汽车：根据每年的季节性周期变化，随着“金九银十”到来，预计下半年汽车行业有望延续复苏态势。
 - 无醛板：未来万华将在全国投建20个产业集群，形成500万立方米的产能，持续带动MDI需求。
- 心态：厂家拉涨意愿明显，贸易商惜售看涨，下游按需采购。

- 供需
- 内需
- 外需
- 供给
- 未来预判
- 投资建议
- 风险提示

预计公司2020-2022年归母净利润分别为84.94、135.38、169.33亿元，对应PE分别为29、18、15倍，维持“强烈推荐”评级。

图表39：盈利预测

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68050.67	75732.00	98770.00	108684.00
(+/-) (%)	12.26	11.29	30.42	10.04
净利润	10129.99	8493.70	13537.64	16932.52
(+/-) (%)	-4.53	-16.15	59.38	25.08
EPS (元)	3.23	2.71	4.31	5.39
P/E	20.79	29.24	18.35	14.67

资料来源：wind，方正证券研究所

图表40：可比公司估值

证券代码	公司名称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002165	红宝丽	6.44	38.77	0.15	0.24	0.39	0.46	29	26.69	16.47	14.14
600426	华鲁恒升	26.11	424.72	1.51	1.29	1.68	1.99	13.18	20.26	15.5	13.13
002001	新和成	30.50	655.34	1.01	1.92	2.16	2.45	23.05	15.88	14.11	12.47
600486	扬农化工	89.51	277.39	3.77	4.23	5.04	5.78	18.18	21.17	17.75	15.47
平均值				1.61	1.92	2.32	2.67	20.85	21.00	15.96	13.80
600309	万华化学	79.1000	2483.54	3.23	2.71	4.31	5.39	20.79	29.24	18.35	14.67

资料来源：wind，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元¹

资产负债表 ¹	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 ¹	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产 ¹	23483.58	20715.48	26322.18	31174.03	营业总收入 ¹	68050.67	75732.00	98770.00	108684.00
现金 ¹	4566.33	-3428.41	-1616.63	877.42	营业成本 ¹	48997.61	58366.00	73116.00	78086.00
应收账款 ¹	4433.08	3550.91	4699.71	5200.06	营业税金及附加 ¹	576.01	984.52	1284.01	1412.89
其他应收款 ¹	575.00	337.15	462.16	500.31	营业费用 ¹	2782.91	2143.22	2963.10	3260.52
预付账款 ¹	437.78	546.08	673.81	723.27	管理费用 ¹	1433.85	1135.98	1580.32	1738.94
存货 ¹	8586.88	10056.11	12539.56	13328.34	财务费用 ¹	1079.75	1042.39	1165.10	1046.60
其他 ¹	4884.51	9653.64	9563.57	10544.62	资产减值损失 ¹	-284.17	0.00	0.00	0.00
非流动资产 ¹	73381.75	85909.69	100127.82	112765.59	公允价值变动收益 ¹	7.79	0.00	0.00	0.00
长期投资 ¹	1509.49	1641.03	1775.36	1912.85	投资净收益 ¹	158.92	131.54	134.32	137.50
固定资产 ¹	61544.55	73200.37	85831.02	97052.70	营业利润 ¹	12296.96	10783.09	17126.08	21345.15
无形资产 ¹	6743.02	7483.61	8936.76	10215.36	营业外收入 ¹	78.80	0.00	0.00	0.00
其他 ¹	3584.68	3584.68	3584.68	3584.68	营业外支出 ¹	115.40	0.00	0.00	0.00
资产总计 ¹	96865.32	106625.17	126450.01	143939.62	利润总额 ¹	12260.36	10722.95	17073.79	21290.24
流动负债 ¹	44799.57	45636.80	51155.68	50754.71	所得税 ¹	1667.04	1800.34	2767.83	3399.67
短期借款 ¹	20034.04	19149.13	17746.68	15449.15	净利润 ¹	10593.32	8922.61	14305.96	17890.58
应付账款 ¹	8024.42	6518.88	8317.38	8828.97	少数股东损益 ¹	463.33	428.92	768.32	958.06
其他 ¹	16741.11	19968.79	25091.62	26476.60	归属母公司净利润 ¹	10129.99	8493.70	13537.64	16932.52
非流动负债 ¹	8134.50	8134.50	8134.50	8134.50	EBITDA ¹	17156.29	15981.28	23450.30	28398.43
长期借款 ¹	5962.60	5962.60	5962.60	5962.60	EPS(元) ¹	3.23	2.71	4.31	5.39
其他 ¹	2171.90	2171.90	2171.90	2171.90	¹				
负债合计 ¹	52934.06	53771.30	59290.18	58889.21	主要财务比率 ¹	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益 ¹	1567.16	1996.08	2764.40	3722.46	成长能力 ¹				
股本 ¹	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	营业收入 ¹	0.12	0.11	0.30	0.10
资本公积 ¹	2161.53	2161.53	2161.53	2161.53	营业利润 ¹	-0.24	-0.12	0.59	0.25
留存收益 ¹	37144.14	45637.84	59175.47	76107.99	归属母公司净利润 ¹	-0.05	-0.16	0.59	0.25
归属母公司股东权益 ¹	42364.09	50857.79	64395.43	81327.94	获利能力 ¹				
负债和股东权益 ¹	96865.32	106625.17	126450.01	143939.62	毛利率 ¹	0.28	0.23	0.26	0.28
¹					净利率 ¹	0.15	0.11	0.14	0.16
现金流量表 ¹	2019	2020E	2021E	2022E	ROE ¹	0.24	0.17	0.21	0.21
经营活动现金流 ¹	25932.94	11789.68	24732.24	25505.85	ROIC ¹	0.16	0.11	0.15	0.17
净利润 ¹	10593.32	8922.61	14305.96	17890.58	偿债能力 ¹				
折旧摊销 ¹	4600.77	5302.41	6290.52	7147.26	资产负债率 ¹	0.55	0.50	0.47	0.41
财务费用 ¹	1224.50	1140.57	1091.39	1011.84	净负债比率 ¹	0.69	0.56	0.42	0.30
投资损失 ¹	-158.92	-131.54	-134.32	-137.50	流动比率 ¹	0.52	0.45	0.51	0.61
营运资金变动 ¹	8950.59	-3504.50	3126.41	-461.23	速动比率 ¹	0.33	0.23	0.27	0.35
其他 ¹	722.68	60.14	52.29	54.91	营运能力 ¹				
投资活动现金流 ¹	-18366.86	-17758.95	-20426.62	-19702.43	总资产周转率 ¹	0.78	0.74	0.85	0.80
资本支出 ¹	-17797.37	-17758.95	-20426.62	-19702.43	应收账款周转率 ¹	19.51	18.97	23.94	21.96
长期投资 ¹	-711.46	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率 ¹	11.62	10.41	13.31	12.68
其他 ¹	141.98	0.00	0.00	0.00	每股指标(元) ¹				
筹资活动现金流 ¹	-9233.04	-2025.47	-2493.84	-3309.37	每股收益 ¹	3.23	2.71	4.31	5.39
短期借款 ¹	0.00	-884.90	-1402.45	-2297.53	每股经营现金 ¹	8.26	3.75	7.88	8.12
长期借款 ¹	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产 ¹	13.49	16.20	20.51	25.90
普通股增加 ¹	62.58	0.00	0.00	0.00	估值比率 ¹				
资本公积增加 ¹	0.00	-1674.30	-1851.98	-1792.75	P/E ¹	20.79	29.24	18.35	14.67
其他 ¹	-9295.62	533.74	760.59	780.91	P/B ¹	4.97	4.88	3.86	3.05
¹	-1666.96	-7994.74	1811.78	2494.05	EV/EBITDA ¹	13.72	1.99	1.22	0.84

- 供需
- 内需
- 外需
- 供给
- 未来预判
- 投资建议
- 风险提示

- 经济下行风险
- 项目建设不及预期风险
- 市场大幅波动风险
- 新产品不及预期的风险
- 环保及安全生产风险
- 同行业竞争加剧风险

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有**20%**以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有**10%**以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在**-10%**和**10%**之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有**10%**以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深**300**指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深**300**指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深**300**指数。

专注 专心 专业

方正化工团队 李永磊 (liyonglei@foundersc.com)
董伯骏 (dongbojun@foundersc.com)
于宏杰 (yuhongjie@foundersc.com)
刘少卿 (liushaoqing@foundersc.com)
赵小燕 (zhaoxiaoyan@foundersc.com)
郭天逸 (guotianyi@foundersc.com)
感谢实习生于良瑞、杨丽蓉对本报告研究的支持



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>