

投资评级 优于大市 维持

## 延伸拓展产业链，力争四年再造一个齐翔

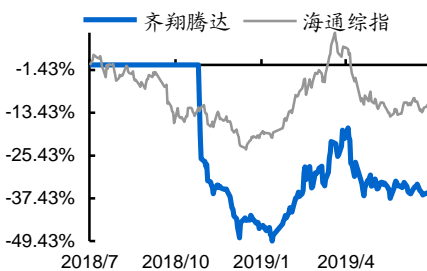
### 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 07月19日收盘价(元)  | 7.70        |
| 52周股价波动(元)    | 6.13-12.28  |
| 总股本/流通A股(百万股) | 1775/1740   |
| 总市值/流通市值(百万元) | 13669/13396 |

### 相关研究

《自建项目结合外延并购，延伸C3、C4产业链》2019.03.27

### 市场表现



|         |      |      |       |
|---------|------|------|-------|
| 沪深300对比 | 1M   | 2M   | 3M    |
| 绝对涨幅(%) | -3.3 | -3.9 | -20.3 |
| 相对涨幅(%) | -5.7 | -8.2 | -12.7 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

联系人:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

联系人:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

### 投资要点:

- **公司是C4产业链龙头。**公司深耕C4产业链，实现对C4产业链的高效利用，目前是全球甲乙酮和顺酐龙头企业，2018年各项化工品产量162万吨左右，其中甲乙酮、顺酐产量分别为27万吨和22万吨，均超设计产能。
- **国内甲乙酮龙头，产销份额占比50%左右。**甲乙酮是重要的有机溶剂，广泛应用在胶粘剂、涂料、PU浆料中。根据卓创资讯，2018年我国甲乙酮产能70万吨左右，占全球产能的45%，产量42万吨，国内下游需求中，胶粘剂收地产、汽车、快递行业影响较大，预计未来几年低增速增长，涂料市场受环保趋严，有望增加对甲乙酮的需求。公司目前拥有20万吨甲乙酮产能，国内产销份额占比50%左右，龙头企业的议价能力和成本转嫁能力相对较强。
- **全球最大的顺酐生产企业。**顺酐是重要的基础化工原料及中间体，根据卓创资讯，2018年我国顺酐产能190万吨，产量89万吨，表观消费量85万吨，2014-2018年复合增速4.1%。顺酐的下游产品为UPR与合成原料，UPR最终用于建筑和汽车，受宏观经济影响较大。公司拥有20万吨顺酐产能，是全世界最大的顺酐生产企业，国内市场占有率约23%，具有较强的规模效益、议价能力。
- **收购菏泽华立，拓展MMA。**受国内推广乙醇汽油的影响，MTBE无法作为汽油添加剂使用，公司开始布局增加MMA项目投产，完善碳四产业链布局，将产成品从MTBE转为MMA。2018年，公司收购菏泽华立，后者拥有10万吨/年MMA产能，是我国采用碳四法工艺生产MMA的少量中资厂商之一。此外，公司投资38亿元新建20万吨MMA产能，公司预计项目达产满负荷下可以年新增销售收入44亿元，税前利润8亿元。
- **新建70万吨PDH，延伸C3产业链。**公司计划新建70万吨PDH产能预计总投资40亿元，采用美国UOP的Oleflex生产工艺。同时，公司与SKC投资成立合资公司，共同建设30万吨/年环氧丙烷项目，项目采用赢创与蒂森克虏伯共有的生产工艺。我们认为，公司项目建成后很好地满足地区丙烯及环氧丙烷的需求，公司的公用工程也可以为这些项目提供成本优势。
- **盈利预测。**我们预计公司2019~2021年EPS分别为0.49、0.48、0.66元，按照2019年EPS以及18-22倍PE，我们给予公司8.82-10.78元的合理价值区间，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**原材料及产品价格大幅波动；项目建设不达预期。

### 主要财务数据及预测

|             | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 22226  | 27924 | 30981 | 34122 | 40079 |
| (+/-)YoY(%) | 278.3% | 25.6% | 10.9% | 10.1% | 17.5% |
| 净利润(百万元)    | 850    | 843   | 878   | 846   | 1174  |
| (+/-)YoY(%) | 69.1%  | -0.8% | 4.1%  | -3.6% | 38.8% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.48   | 0.47  | 0.49  | 0.48  | 0.66  |
| 毛利率(%)      | 8.0%   | 6.8%  | 6.9%  | 6.8%  | 7.4%  |
| 净资产收益率(%)   | 12.8%  | 11.6% | 10.8% | 9.4%  | 11.5% |

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1.C4 产业链龙头，扩展 C3 优化产品线.....              | 6  |
| 1.1 C4 深加工龙头，布局 C3 助力未来 .....            | 6  |
| 1.2 雪松入主，供应链业务提供新的业绩增长点 .....            | 7  |
| 1.3 业绩稳定增长，C4 贡献主要毛利 .....               | 8  |
| 2.C4 产业深加工，产能扩张巩固龙头地位 .....              | 9  |
| 2.1 乙酰酮产能集中度高，龙头规模优势明显 .....             | 9  |
| 2.1.1 乙酰酮产能集中度高，龙头规模优势明显 .....           | 9  |
| 2.1.2 内需增长缓慢，外需拉动强劲 .....                | 10 |
| 2.1.3 乙酰酮下游需求受多行业综合影响 .....              | 11 |
| 2.1.4 生产技术领先，公司规模优势明显 .....              | 12 |
| 2.2 顺酐类产量全球首位，寻求出口新发展 .....              | 13 |
| 2.2.1 供过于求，正丁烷法成未来潮流 .....               | 13 |
| 2.2.2 下游 UPR 市场产能过剩严重，或对顺酐需求造成长期压力 ..... | 15 |
| 2.2.3 先进工艺生产领先，市场占有率稳中有升 .....           | 16 |
| 3.收购菏泽华立，拓展 MMA 项目 .....                 | 17 |
| 3.1 MMA 应用广泛，碳四法受青睐 .....                | 17 |
| 3.2 MMA 供需缺口大，进口替代前景广阔 .....             | 17 |
| 3.3 新建 MMA 项目，延伸 C4 产业链 .....            | 19 |
| 4. 投建 PDH 项目，从碳四到碳三的横向拓展 .....           | 20 |
| 4.1 丙烯行业保持高景气，下游需求不断增加 .....             | 20 |
| 4.2 投建 PDH 项目，进军 C3 产业链 .....            | 21 |
| 5. 盈利预测与估值.....                          | 22 |
| 6. 风险提示 .....                            | 23 |
| 财务报表分析和预测.....                           | 24 |

## 图目录

|      |                                    |    |
|------|------------------------------------|----|
| 图 1  | 公司已有碳四产业链图 .....                   | 6  |
| 图 2  | 齐翔腾达股权结构图 (截至 2018 年底) .....       | 7  |
| 图 3  | 2014-2018 年公司营业收入及增速 .....         | 8  |
| 图 4  | 2014-2018 年公司归母净利润及增速 .....        | 8  |
| 图 5  | 公司收入结构 (2018) .....                | 8  |
| 图 6  | 公司毛利结构 (2018) .....                | 8  |
| 图 7  | 2018 年全球甲乙酮主要生产厂家的产能占比 .....       | 10 |
| 图 8  | 2014-2018 年甲乙酮国内供给情况 .....         | 10 |
| 图 9  | 2018 年全球甲乙酮下游需求结构 (万吨) .....       | 10 |
| 图 10 | 2014-2018 年我国甲乙酮进出口情况 .....        | 10 |
| 图 11 | 我国甲乙酮类表观消费量及增速 .....               | 11 |
| 图 12 | 我国甲乙酮类下游需求结构 (2018) .....          | 11 |
| 图 13 | 2014-2018 年胶粘剂消费量及增速情况 .....       | 11 |
| 图 14 | 2018 年我国胶粘剂下游应用结构 .....            | 11 |
| 图 15 | 2014-2018 年我国环保型涂料产量情况 .....       | 12 |
| 图 16 | 2018 年我国环保型涂料占比情况 .....            | 12 |
| 图 17 | 齐翔腾达华东地区甲乙酮出厂价 (元/吨) .....         | 13 |
| 图 18 | 华东地区甲乙酮市场均价 (元/吨) .....            | 13 |
| 图 19 | 国内正丁烷氧化法顺酐生产企业产能情况 (万吨) .....      | 13 |
| 图 20 | 国内苯氧化法顺酐生产企业产能情况 (万吨) .....        | 13 |
| 图 21 | 2014-2018 年顺酐国内产能情况 .....          | 14 |
| 图 22 | 2014-2018 年顺酐国内产量情况 .....          | 14 |
| 图 23 | 2014-2018 年顺酐国内需求情况 .....          | 14 |
| 图 24 | 2016-2019 年我国顺酐价格情况 (元/吨) .....    | 14 |
| 图 25 | 2014-2019 年我国顺酐出口国占比情况 .....       | 15 |
| 图 26 | 2014-2019 年我国顺酐进出口情况 .....         | 15 |
| 图 27 | 我国顺酐类下游结构 (2018) .....             | 15 |
| 图 28 | 2014-2018 年我国 UPR 供应情况 .....       | 15 |
| 图 29 | 2014-2018 年国内 UPR 需求情况 .....       | 16 |
| 图 30 | 2016-2019 年我国 UPR 价格趋势 (元/吨) ..... | 16 |

|      |                                    |    |
|------|------------------------------------|----|
| 图 31 | UPR 产业链 .....                      | 16 |
| 图 32 | 顺酐原料及产品价格 (元/吨) .....              | 17 |
| 图 33 | 我国 MMA 供给情况 .....                  | 18 |
| 图 34 | 我国 MMA 表观消费量及增速 .....              | 18 |
| 图 35 | 2014-2018 年我国 MMA 进口情况 .....       | 19 |
| 图 36 | MMA 下游需求结构 (2018) .....            | 19 |
| 图 37 | 2014-2018 我国 PMMA 进出口情况 (万吨) ..... | 19 |
| 图 38 | PMMA 下游需求结构 (2018) .....           | 19 |
| 图 39 | 我国丙烯表观消费量及增速 .....                 | 20 |
| 图 40 | 丙烯下游需求结构 (2018) .....              | 20 |
| 图 41 | 2014-2018 年我国聚丙烯表观消费量及增速 .....     | 21 |
| 图 42 | 2014-2018 年我国聚丙烯供需缺口 (万吨) .....    | 21 |
| 图 43 | 不同制备方法下丙烯原料价格变化 .....              | 22 |

## 表目录

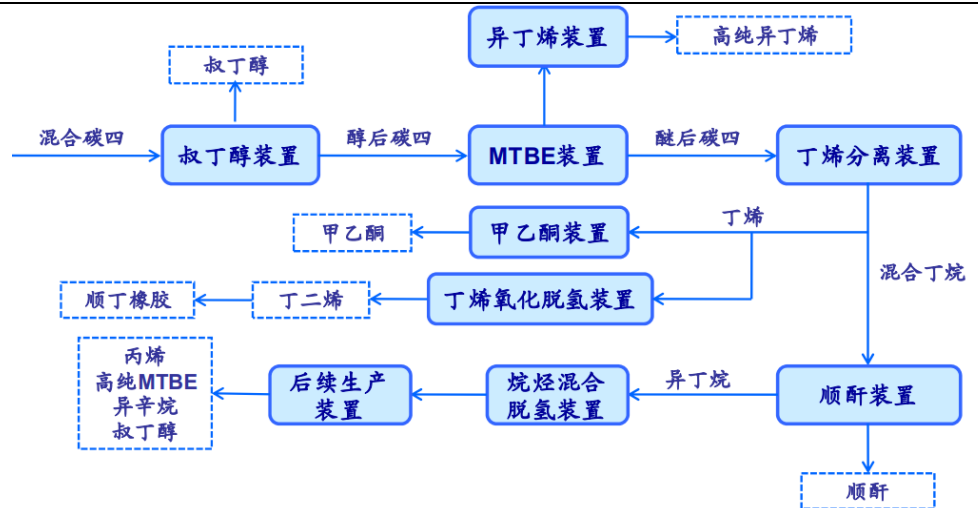
|      |                                      |           |
|------|--------------------------------------|-----------|
| 表 1  | 公司各产品现有产能, 产量及未来产能投放.....            | 6         |
| 表 2  | 2016-2018 年公司主营业务的收入、毛利情况 (亿元) ..... | 9         |
| 表 3  | 我国 2014-2018 年甲乙酮类供需平衡表.....         | 错误!未定义书签。 |
| 表 4  | 齐翔腾达、我国行业、ASTM 国际标准主要产品质量指标的比较 ..... | 12        |
| 表 5  | 我国 2014-2018 年顺酐类供需平衡表.....          | 14        |
| 表 6  | 两种工艺优缺点对比.....                       | 17        |
| 表 7  | 我国 MMA 产能 (截止 2017 年底) .....         | 17        |
| 表 8  | 我国 2014-2018 年 MMA 供需平衡表 .....       | 18        |
| 表 9  | 我国 2014-2018 年丙烯供需平衡表 .....          | 20        |
| 表 10 | 我国 2014-2018 年聚丙烯供需平衡表.....          | 21        |
| 表 11 | 不同制备方法下丙烯原料价格平衡表.....                | 21        |
| 表 12 | 可比公司盈利预测与估值.....                     | 22        |
| 表 13 | 齐翔腾达分业务盈利预测.....                     | 23        |

## 1. C4 产业链龙头，扩展 C3 优化产品线

### 1.1 C4 深加工龙头，布局 C3 助力未来

**深耕 C4 产业线，逐渐成为国内 C4 龙头企业。**齐翔腾达成立于 2002 年，于 2010 年上市。公司一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售。现有丁烯、异丁烯、丁烷、异丁烷四大产品线，主要产品有甲乙酮、顺酐、丁二烯（及顺丁橡胶）、MTBE、异辛烷、异丁烯、叔丁醇、丙烯等。

图1 公司已有碳四产业链图



资料来源：根据齐翔腾达招股说明书及 2018 年年报整理，海通证券研究所

**2018 年产量创历史新高，新建 C3 项目注入活力。**2018 年公司各项化工品产量 162 万吨左右，创历史最高水平。其中甲乙酮、顺酐、丙烯、异辛烷分别实现 26.77/21.66/12.76/29 万吨，均超设计产能，实现历史突破。

同时，公司自 2018 年 10 月以来先后布局 20 万吨/年甲基丙烯酸甲酯（MMA）及配套项目、70 万吨/年丙烷脱氢项目、30 万吨/年环氧丙烷项目，在进一步延伸 C4 产业链的同时进军 C3，对扩大公司盈利水平，提高市场竞争力具有重要意义。

表 1 公司各产品现有产能，产量及未来产能投放

| 项目   | 产能 (万吨)       | 2018 年产量 (万吨) | 预计建成投产时间 |
|------|---------------|---------------|----------|
| 顺酐类  | 20            | 21.66         | 已建成      |
| 甲乙酮类 | 18 (实际 20 以上) | 26.77         | 已建成      |
| MTBE | 35            | 未公告           | 已建成      |
| 异辛烷  | 20            | 29            | 已建成      |
| 异丁烯  | 2             | 未公告           | 已建成      |
| 叔丁醇  | 6.5           | 未公告           | 已建成      |
| 丙烯   | 10            | 12.76         | 已建成      |
| 丁二烯  | 15            | 未公告           | 已建成      |
| 合成橡胶 | 5             | 未公告           | 已建成      |
| PDH  | 70            |               | 在建       |
| 环氧丙烷 | 30            |               | 在建       |
| MMA  | 20            |               | 在建       |

资料来源：齐翔腾达 2018 年年报、《齐翔腾达:关于投资建设 20 万吨/年甲基丙烯酸甲酯(MMA)及配套项目的公告》、《齐翔腾达:关于拟建 45 万吨/年丙烷脱氢项目规模增加至 70 万吨/年的公告》，海通证券研究所

**原料供应稳定，成本优势显著。**公司紧邻中石化齐鲁分公司、中石化青岛炼化等上



游企业，并签订长期战略合作协议，原料直接通过管道运送，供应稳定且运输成本较低。公司 2018 年收购 Granite Capital S.A.，借助其在全球石化贸易的经验，有机会寻求海外低价优质的 C3、C4 原料供应。

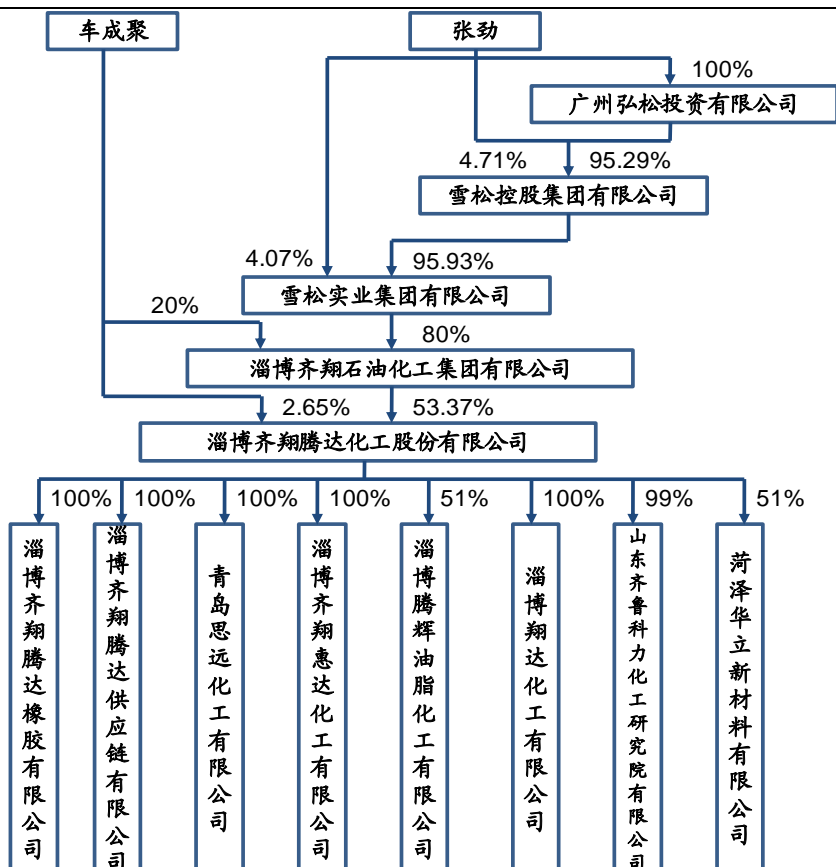
**实施一体化、多元化战略，力争四年再造一个齐翔。**我们认为，公司的地理优势和在 C4 领域的深加工能力，为公司进一步发展提供了重要的优势。公司在 2018 年报中提出，公司在碳四产业链稳步发展的基础上，加速推进 MMA、丙烷脱氢、环氧丙烷等新项目建设，瞄准高附加值的精细化工品及化工新材料领域，实施高壁垒，一体化、多元化的发展战略，努力构建“结构优化、技术高端、链条完整、绿色低碳”的现代化工生产体系。立足产业，借力资本，力争用四年时间，再造一个新“齐翔”，全方位打造世界级的化工企业。

## 1.2 雪松入主，供应链业务提供新的业绩增长点

**依托大股东资源，新业务蓬勃发展。**2017 年，雪松控股集团有限公司间接控股齐翔腾达，至 2018 年末共持有其 53.37% 的股份，定下了把齐翔腾达打造成贯穿化工全产业链的世界级企业的宏伟目标；其在大宗商品供应链管理方面的优势对齐翔腾达管理水平提升、综合实力增长具有重要意义。

据公司 2018 年年报披露，供应链管理已称为公司第二大板块，涵盖化工、能源等多领域，辐射长三角及珠三角，为终端用户提供多品种、全链条、一站式的大宗商品供应链管理增值服务，成为公司另一大全新业绩增长点。

图2 齐翔腾达股权结构图（截至 2018 年底）



资料来源：齐翔腾达 2018 年年报，海通证券研究所

**增持计划执行情况。**2018 年 11 月 16 日，齐翔集团及雪松控股计划在 6 个月内增持公司股份，增持金额不少于人民币 8 亿元。自上述增持计划实施以来，截至 2019 年 7 月 9 日，齐翔集团及其一致行动人雪松控股累计增持公司股份 4254.51 万股，占公司总股本的 2.397%。

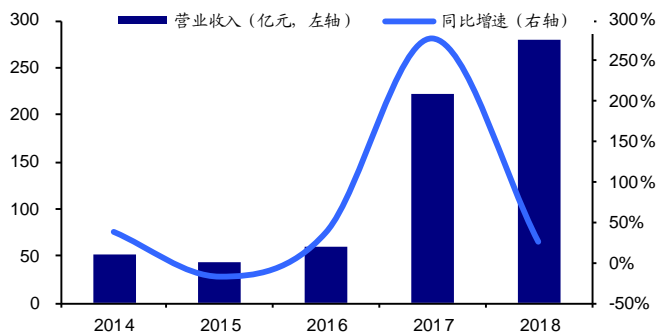
**回购计划执行情况。**公司于 2018 年 11 月 15 日召开的第四届董事会第十七次临时会议、12 月 4 日召开的 2018 年第二次临时股东大会审议通过了《关于回购部分社会公众股份预案》的议案，同意公司以集中竞价交易、大宗交易或其他法律法规允许的方式使用自有资金回购部分公司股份，回购股份资金总额为不低于人民币 5 亿元，不超过人民币 10 亿元，回购股份价格为不超过人民币 12.00 元/股（含 12.00 元/股）。截至 2019 年 7 月 4 日，公司通过集中竞价方式累计回购股份 129.23 万股（0.07%），成交总金额 1033.62 万元。

**公开发行可转债。**公司于 2019 年 6 月 10 日发布《公开发行可转换公司债券预案》，发行总额不超过 29.9 亿元，主要用于 70 万吨丙烷脱氢制丙烯（PDH）项目。

### 1.3 业绩稳定增长，C4 贡献主要毛利

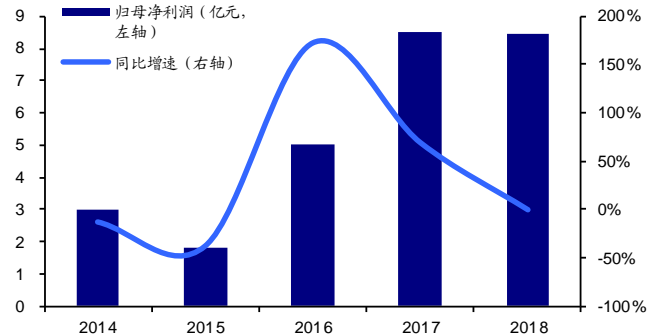
**收入稳定增长，净利润仍然可观。**随着公司在碳四产业链上的不断发展，公司产品销量逐步增加。2018 年公司实现营业收入 279.24 亿元，同比增长 25.64%，实现归母净利润 8.43 亿元，同比下降 0.79%。公司营业收入增幅较大，但由于原料成本上涨和部分产品价格下跌导致归母净利润出现小幅同比下降。

图3 2014-2018 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

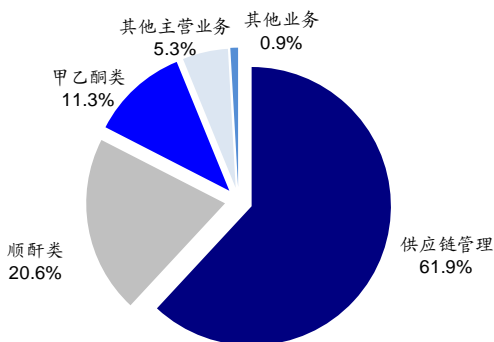
图4 2014-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

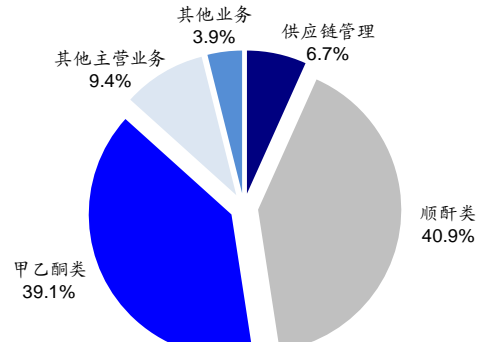
**核心产品顺酐类和甲乙酮类毛利率稳居高位。**2018 年公司顺酐类和甲乙酮类分别实现营收 57.64/31.51 亿元，同比增长 13.96%/20.50%；毛利 7.74/7.41 亿元，在公司当年毛利占比中高达 40.9%/39.1%；毛利率分别为 13.43%/23.51%，与上年同期相比保持稳定增长。这主要得益于 18 年甲乙酮价格整体居于高位，外需拉动强劲；顺酐方面采用先进的正丁烷氧化法，成本低，质量佳，盈利能力较强。

图5 公司收入结构 (2018)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 公司毛利结构 (2018)



资料来源：Wind，海通证券研究所



**表 2 2016-2018 年公司主营业务的收入、毛利情况 (亿元)**

|              | 2016  | 2017   | 2018   |
|--------------|-------|--------|--------|
| <b>供应链管理</b> |       |        |        |
| 收入           |       | 127.03 | 172.85 |
| 成本           |       | 126.63 | 171.57 |
| 毛利           |       | 0.40   | 1.27   |
| 毛利率(%)       |       | 0.32   | 0.74   |
| <b>顺酐类</b>   |       |        |        |
| 收入           | 30.73 | 50.58  | 57.64  |
| 成本           | 24.22 | 43.65  | 49.90  |
| 毛利           | 6.52  | 6.93   | 7.74   |
| 毛利率(%)       | 21.20 | 13.70  | 13.43  |
| <b>甲乙酮类</b>  |       |        |        |
| 收入           | 16.54 | 26.15  | 31.51  |
| 成本           | 14.14 | 21.01  | 24.10  |
| 毛利           | 2.40  | 5.15   | 7.41   |
| 毛利率(%)       | 14.53 | 19.68  | 23.51  |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2. C4 产业深加工, 产能扩张巩固龙头地位

### 2.1 甲乙酮产能集中度高, 龙头规模优势明显

**甲乙酮是重要的有机溶剂, 下游应用广泛。**甲乙酮又名丁酮, 具有优异的溶解性和干燥特性, 在油漆和涂料、水泥和黏合剂、印刷油墨、化工中间体、润滑油脱蜡以及磁带等领域有广泛用途。此外, 甲乙酮也是一种重要的精细化工原料, 在抗氧化剂、香料和催化剂生产过程中, 可用作中间体。全世界绝大部分的甲乙酮用于油漆和涂料工业。

甲乙酮主要采用正丁烯两步氧化法进行生产, 先由正丁烯水合制得仲丁醇, 仲丁醇再经过脱氢生成甲乙酮。仲丁醇脱氢制甲乙酮的方法可分为气相脱氢和液相脱氢, 其中气相脱氢是目前工业上生产甲乙酮普遍采用的方法。

#### 2.1.1 甲乙酮产能集中度高, 龙头规模优势明显

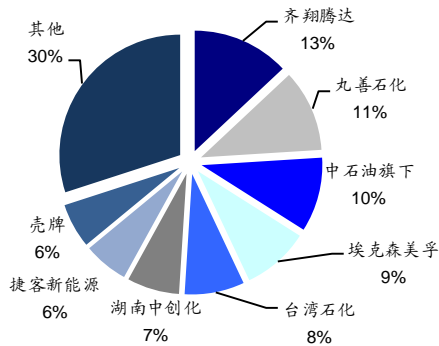
**全球甲乙酮产能集中于亚洲, 中国稳居首位。**根据 IHS 研究报告, 2018 年世界甲乙酮产能接近 154 万吨/年, 其中四分之三集中于亚洲, 中国和日本分别占总产能的 45%/20%。在排名前十的甲乙酮运营公司中, 中国占有 4 席, 是全球无疑的产能巨头。

**我国是甲乙酮生产大国。**美国曾是世界甲乙酮主要供应者, 但自从 2013 年开始停止所有甲乙酮生产后, 产能逐步向以中国等亚洲国家转移。2008 年至今, 中国不断有新建甲乙酮装置开工投产, 至 2018 年我国甲乙酮名义产能已达到 70.2 万吨, 与 2017 年相比基本持平, 未有新增产能。另一方面, 自 2014 年开始, 国内甲乙酮产量基本维持在 40 万吨上下, 产能过剩情况日益严重。

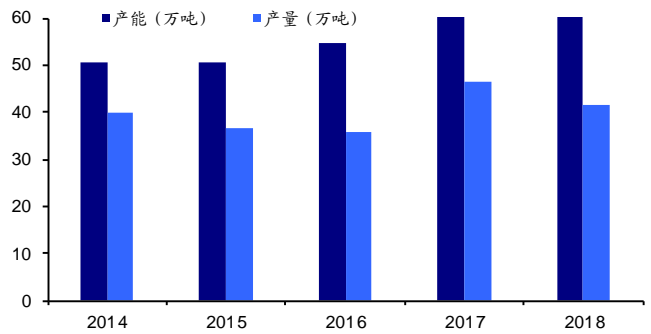
**表 3 我国 2014-2018 年甲乙酮供需平衡表**

| 年份   | 产能(万吨/年) | 产量(万吨) | 进口量(万吨) | 出口量(万吨) | 表观消费量(万吨) | 表观消费量增速 | 对外依赖度   |
|------|----------|--------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| 2014 | 50.70    | 39.85  | 0.20    | 9.28    | 30.76     |         | -29.53% |
| 2015 | 50.70    | 36.64  | 0.18    | 9.09    | 27.73     | -9.87%  | -32.14% |
| 2016 | 54.70    | 35.72  | 0.13    | 9.31    | 26.54     | -4.26%  | -34.59% |
| 2017 | 71.50    | 46.31  | 0.16    | 10.24   | 36.22     | 36.47%  | -27.83% |
| 2018 | 70.20    | 41.52  | 0.11    | 15.07   | 26.56     | -26.67% | -56.30% |

资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

**图 7 2018 年全球甲乙酮主要生产厂家的产能占比**


资料来源: IHS, 海通证券研究所

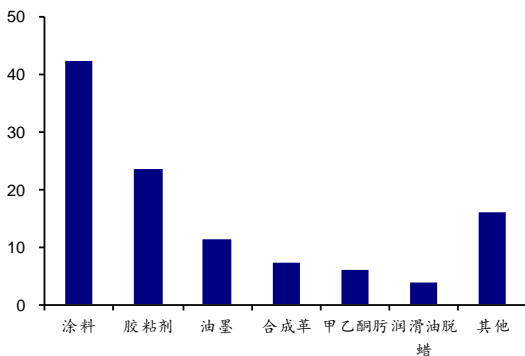
**图 8 2014-2018 年甲乙酮国内供给情况**


资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

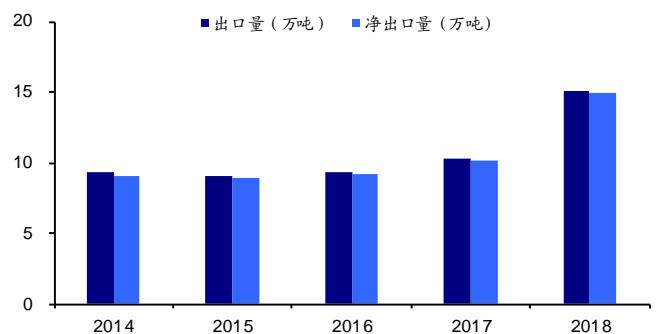
### 2.1.2 内需增长缓慢, 外需拉动强劲

**未来五年全球消费稳中有升, 亚洲为主要市场。**根据 IHS 研究, 2018 年世界甲乙酮需求达 111.3 万吨, 亚洲市场约占 69%, 中国市场份额高达 29%。其中, 最大消费领域为涂料 (38.3%), 其次为胶粘剂 (21.2%) 及油墨印刷 (10.3%); 经 IHS 测算, 未来五年全球甲乙酮市场将以 1.9% 的年增速稳定上升, 至 2023 年市场规模有望达到 122 万吨。其中, 胶粘剂和合成革将分别以 2.5%/2.4% 的增速增长, 而涂料方面由于最大消费市场美国, 西欧和日本对含有挥发性有机物 (VOC) 溶剂的限制, 需求量几乎持平, 因此消费增长将主要来自来自于中国及其他东南亚国家。

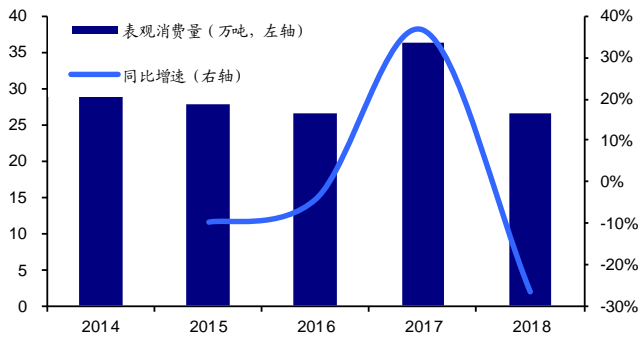
**2018 年外需猛增。**近 5 年来, 我国甲乙酮需求增长迟滞, 2018 年国内表观消费量为 26.56 万吨, 与 2017 年相比实现负增长, 下游市场疲软。而另一方面, 我国已多年成为甲乙酮净出口国。2018 年甲乙酮净出口 15.07 万吨, 比上年同期增长 48%, 有效地消化了过去两年新增产能产生的富余产量, 外需对于甲乙酮行情起到直接推动作用。

**图 9 2018 年全球甲乙酮下游需求结构 (万吨)**


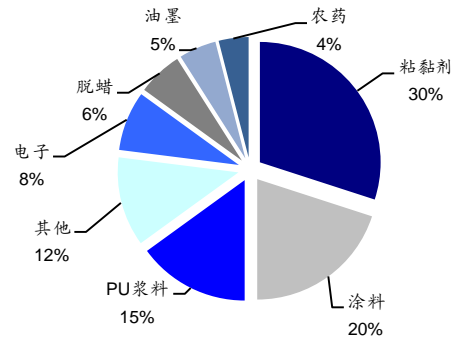
资料来源: IHS, 海通证券研究所

**图 10 2014-2018 年我国甲乙酮进出口情况**


资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

**图11 我国甲乙酮类表观消费量及增速**


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

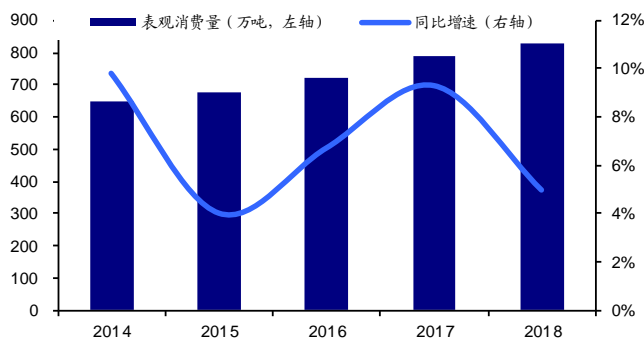
**图12 我国甲乙酮类下游需求结构 (2018)**


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

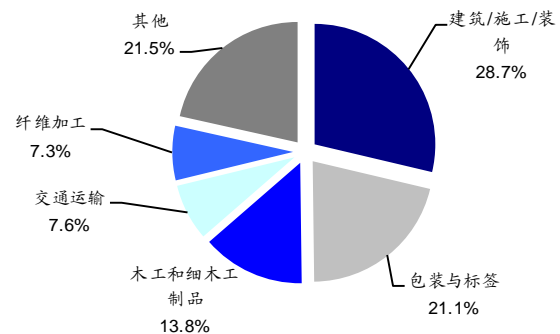
### 2.1.3 甲乙酮下游需求受多行业综合影响

**胶粘剂和涂料占据甲乙酮下游应用的半壁江山。**2018年我国胶粘剂和涂料的应用分别占到30%和20%。其中，胶粘剂主要应用领域有建筑、包装/标签、木工制品等。其中建筑/施工/民用工程/装饰工艺用胶占28.7%，包装与标签用胶占21.1%，木工和细木工制品用胶占13.8%，交通运输用胶占7.6%。近年来，我国胶粘剂应用领域不断拓宽，已扩展到服装、轻工、机械制造、航天航空、电子电器、交通运输、医疗卫生、邮电、仓储等众多领域。而涂料则广泛应用于建筑、家具装饰、合成革、汽车、船舶等领域。

**胶粘剂市场静待观察。**由于胶粘剂市场受建设、房地产、汽车、高铁、新能源等多个行业影响，因此，国家政策和宏观经济形势对行业增速具有很大影响。2018年，受去杠杆和贸易争端等影响，GDP增速缓慢，房市车市遇冷，胶粘剂市场增速有了明显下滑，仅为4.96%。而2019年，经济下行压力仍然较大，房地产行业的悲观预期逐步修正，而汽车行业仍在探底之中，因此胶粘剂市场需求与2018年相比预计不会有明显改善，仍静待观察。

**图13 2014-2018年胶粘剂消费量及增速情况**


资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

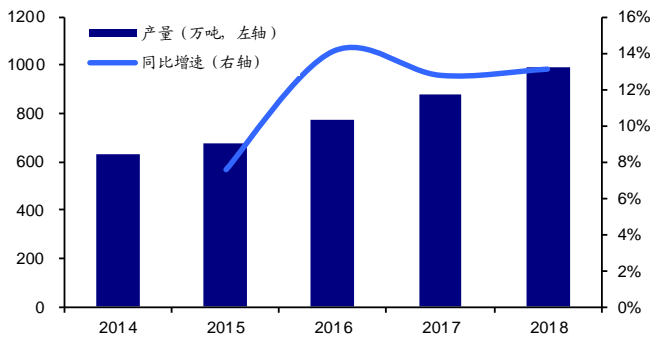
**图14 2018年我国胶粘剂下游应用结构**


资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

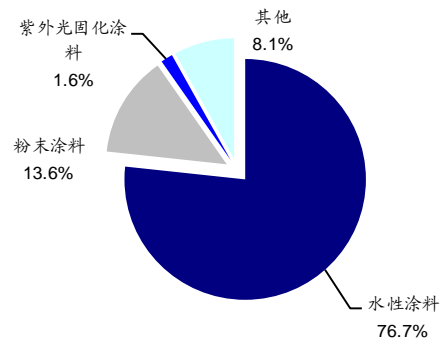
**环保趋严，涂料市场正重新洗牌。**传统涂料生产需要大量的有机溶剂，涂膜时有机溶剂挥发形成挥发性有机化合物 (VOC)，造成环境污染。根据前瞻产业研究院测算，2018年我国涂料总产量为2705万吨，其中溶剂型涂料占比达到52%，环保型涂料占比约48%，而水性涂料占环保型涂料的76.7%；据涂界数据，目前欧美等发达国家溶剂型涂料产量平均占比不到40%，美国不到30%，德国仅20%左右。

环保部《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》明确提出，到2020年，全国工业涂装VOCs排放量减少20%以上，重点地区减少30%，鼓励尽可能选用低挥发性水性涂料和环境友好型材料；并且从2018年1月1日起对苯、甲苯等VOCs征收环保

税, 可见全面推进环保性涂料发展已成为不可逆转的趋势。我们假设涂料产量年均复合增速为 7%, 到 2020 年溶剂型涂料占比降至 40%, 则替代空间约 560 万吨, 环保型涂料需求较大, 涂料市场面临重新洗牌。

**图15 2014-2018 年我国环保型涂料产量情况**


资料来源: 前瞻产业研究院, 海通证券研究所

**图16 2018 年我国环保型涂料占比情况**


资料来源: 前瞻产业研究院, 海通证券研究所

### 2.1.4 生产技术领先, 公司规模优势明显

**生产工艺先进, 质量标准高。** 甲乙酮产品质量主要体现在产品的纯度、水含量、不挥发物含量指标等方面。本公司通过一系列技术攻关, 生产的甲乙酮产品质量居于同行业领先水平, 与国际知名公司的产品质量相当, 在国内外市场享有较高的知名度。同时, 公司制定了严于 ASTM 标准并高于国内行业标准的企业标准, 在国内甲乙酮行业树立了良好的品牌形象。

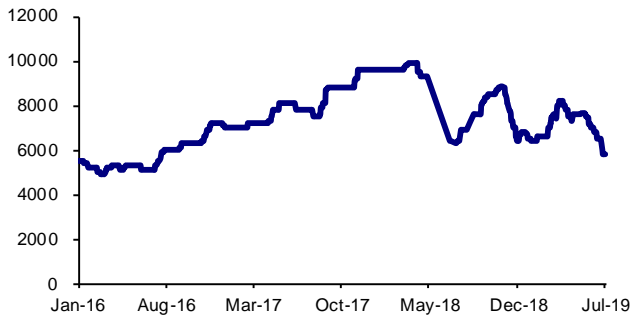
**表 4 齐翔腾达、我国行业、ASTM 国际标准主要产品质量指标的比较**

| 项目                              | ASTM 标准 |       | 行业标准 |       | 齐翔腾达标准 |      |
|---------------------------------|---------|-------|------|-------|--------|------|
|                                 | 氨基级     | 通用级   | 氨基级  | 通用级   | 氨基级    | 通用级  |
| 纯度 (% , m/m) ≥                  | 99.5    | 99.5  | 99.7 | 99.5  | 99.9   | 99.7 |
| 水含量 (×10 <sup>-6</sup> , m/m) ≤ | 500     | 2,000 | 500  | 1,000 | 300    | 800  |
| 不挥发物含量 (mg/100mL) ≤             | 5       |       | 5    |       | 2      |      |

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

**市场集中度高, 规模优势显著。** 公司为全球产能最大的单套甲乙酮装置, 名义产能 20 万吨以上, 国内产销份额占比 50% 左右。较高的市场集中度使得行业竞争相对理性, 龙头企业的议价能力和成本转嫁能力相对较强。

**毛利率维持高位。** 受 2017 年 7 月底欧洲最大炼厂壳牌佩尔尼斯因失火关停, 其 9 万吨/年甲乙酮装置被迫停产, 2017 年下半年及 2018 年上半年甲乙酮出口需求旺盛, 价格暴涨, 此后虽价格有所回落, 但价格中枢同比仍位于上方。2018 年, 公司甲乙酮类产品收入 31.51 亿元, 毛利率 23.5%, 同比提高 3.83 个百分点; 华东地区甲乙酮全年出厂均价 8140 元/吨, 较市场平均价 8154 较低; 可见公司一直维持高毛利率的主要原因在于其成本优势。一方面技术领先, 规模效应带来的单耗较低, 另一方面甲乙酮的消费区域主要在华东、华南地区, 公司在地理位置上相对靠近下游客户, 建成的产品输送管线, 使产品可以通过铺设的从生产装置到黄岛油港码头的专用管道直接装船, 通过海运将产品运输至客户, 大大减少了运输成本。2019 年上半年, 出厂均价及市场平均价格则分别为 7144/7177 元/吨, 预计公司毛利率会有所下滑, 但仍稳定在较高水平。

**图17 齐翔腾达华东地区甲乙酮出厂价 (元/吨)**


资料来源: 金联创, Wind, 海通证券研究所

**图18 华东地区甲乙酮市场均价 (元/吨)**

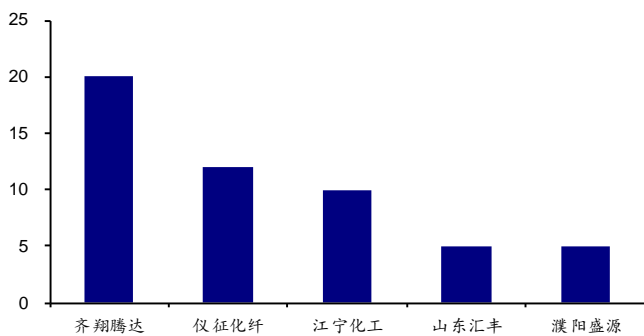

资料来源: 隆众化工, Wind, 海通证券研究所

## 2.2 顺酐类产量全球首位, 寻求出口新发展

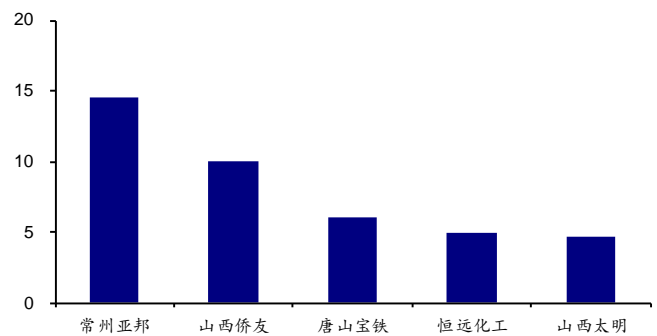
**顺酐是重要的基础化工原料及中间体。**顺丁烯二酸酐, 简称顺酐, 是一种基础的有机化工类原料, 包括合成不饱和聚酯树脂 (UPR), 加氢类产品中的 1, 4-丁二醇 (BDO) 和四氢呋喃 (THF), 同时也是非常重要的中间体, 可以生产涂料、润滑油添加剂及农药等。

### 2.2.1 供过于求, 正丁烷法成未来潮流

**正丁烷氧化法成为趋势。**国内顺酐由于起步较晚, 60%以上产能仍旧采用传统的苯氧化法工艺, 生产成本、产品质量和环保压力均无法与正丁烷氧化法工艺相媲美。随着环保压力不断加大, 正丁烷氧化法已形成逐步替代趋势, 在生产成本、产品质量及保护环境等方面均优于传统的苯氧化法工艺。近年间我国顺酐出口量连年递增, 就工艺方面来看以丁烷法出口为主。新兴的丁烷法工艺稳稳占据国内市场的航行主舵, 综合产量已远远高于苯氧化法。

**图19 国内正丁烷氧化法顺酐生产企业产能情况 (万吨)**


资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

**图20 国内苯氧化法顺酐生产企业产能情况 (万吨)**


资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

**我国顺酐产能过剩严重。**2018年, 我国顺酐产能 190 万吨, 同比增长 2%。近五年来, 国内顺酐产能保持在 178 万吨高位以上, 且稳定上升, 而产量也基本保持稳定增长, 至 2018 年达到 89.0 万吨, 产能过剩较为严重。受环保, 安监, 以及中美贸易争端影响, 终端房地产行业没落, 下游树脂需求减弱, 生产积极性下挫, 树脂产业也处于自我修复阶段, 缺乏新上装置的支撑, 顺酐供应过剩局面愈发严重。

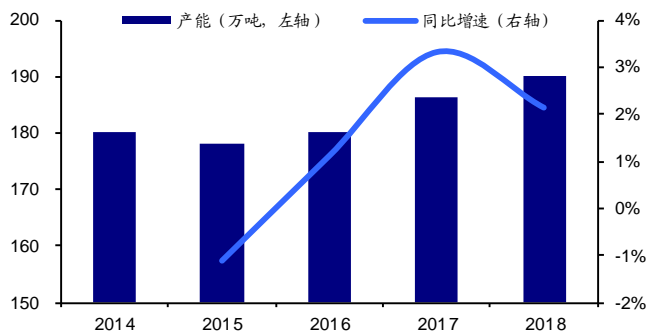


表 5 我国 2014-2018 年顺酐类供需平衡表

| 年份   | 产能 (万吨/年) | 产量 (万吨) | 进口量 (万吨) | 出口量 (万吨) | 表观消费量 (万吨) | 表观消费量增速 | 对外依赖度  |
|------|-----------|---------|----------|----------|------------|---------|--------|
| 2014 | 180.2     | 72.1    | 0.04     | 3.02     | 69.1       | -4.31%  |        |
| 2015 | 178.2     | 69.5    | 0.03     | 3.44     | 66.1       | -4.36%  | -5.16% |
| 2016 | 180.2     | 66.7    | 0.03     | 1.93     | 64.8       | -1.99%  | -2.93% |
| 2017 | 186.2     | 75.9    | 0.22     | 1.22     | 74.9       | 15.69%  | -1.34% |
| 2018 | 190.2     | 89.0    | 0.12     | 4.57     | 84.5       | 12.83%  | -5.27% |

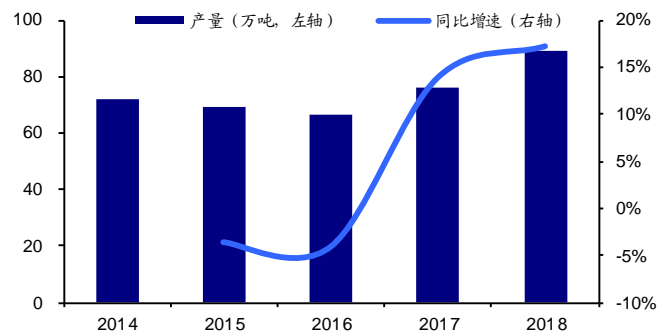
资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

图 21 2014-2018 年顺酐国内产能情况



资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

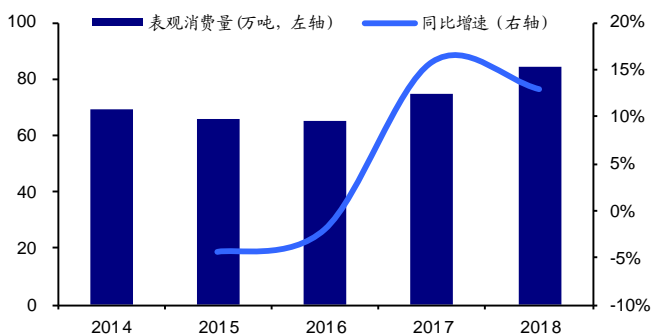
图 22 2014-2018 年顺酐国内产量情况



资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

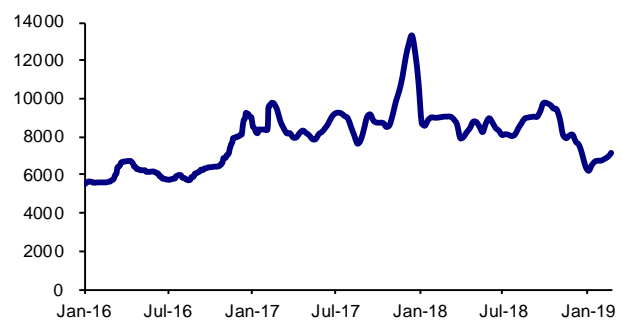
**国内顺酐价格目前处于低位。**我国顺酐类产量从 2014 年的 72.1 万吨/年增至 2018 年的 89.0 万吨/年, 逐年稳定增长, 2018 年的产量同比增长率达到 17.21%。2018 年, 我国表观消费量 84.5 万吨, 同比增长 12.83%, 2014-2018 年复合增速 4.1%。2016-17 年, 我国顺酐价格稳定上升, 17 年 Q4 由于下游树脂行业整体需求受安全运会, 金砖峰会及环保督查限产等多方面因素制约, 短时间内顺酐市场需求猛增, 迎来行情暴涨, 17 年顺酐市场均价达到 8968.5 元/吨, 创近 5 年新高, 2018 年上半年价格虽有所回落, 但整体价格中枢仍位于高位。但是, 从 2018 年 Q4 开始, 价格向下调整, 回调至近 3-4 年间低位水平。

图 23 2014-2018 年顺酐国内需求情况



资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

图 24 2016 年至今我国顺酐价格情况 (元/吨)

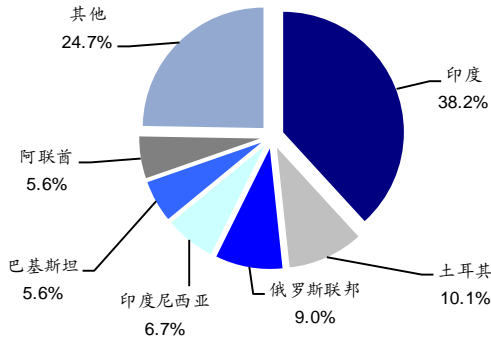


资料来源: 隆众化工, 海通证券研究所

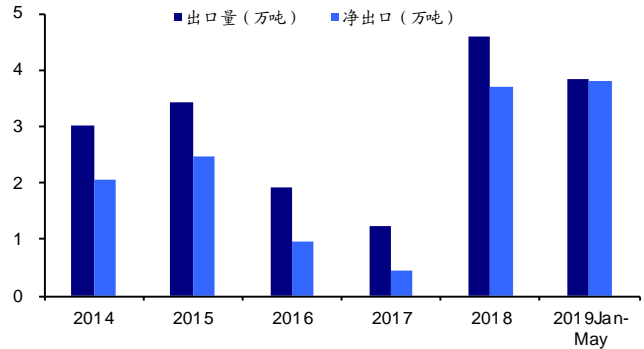
**我国是顺酐类净出口国, 主要销往发展中国家。**在低廉价格优势及政策性等带动下, 我国顺酐出口步伐加快, 2018 年出口量达 4.57 万吨, 较 2017 年同比猛增 274%, 创 5 年新高。2019 年 1-5 月, 顺酐出口份额达到 3.82 万吨, 为 2018 年全年的 84%, 按此估算, 我们预计 2019 年出口量将达到 9 万吨。



由于欧美等发达国家本身的顺酐产量已基本可以满足自身需求,因此国内顺酐主要销往发展中国家和地区,受贸易纠纷影响较小。从2018年的顺酐出口区域来看,由我国发起倡导的“一带一路”沿线国家和地区占据主要地位,比如南亚、中东、东南亚等地区,其它地区出口量则相对有限。其中新兴经济体印度,占顺酐年出口的34%,新兴市场所蕴藏的需求潜力十分乐观。

**图25 2014年至今我国顺酐出口国占比情况**


资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

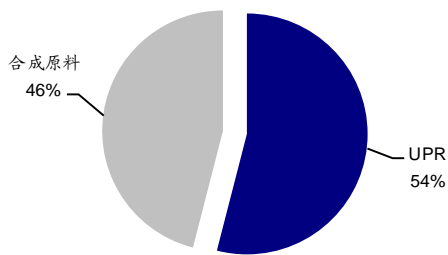
**图26 2014-2019年5月我国顺酐进出口情况**


资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

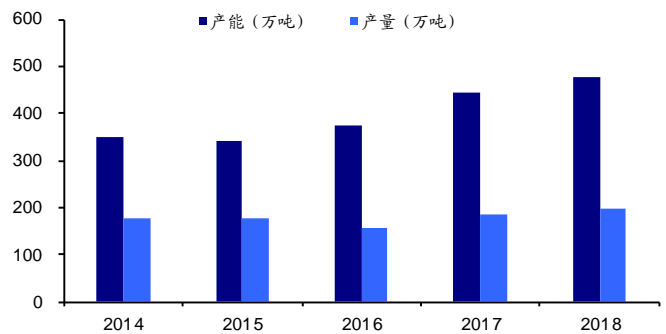
### 2.2.2 下游UPR市场产能过剩严重,或对顺酐需求造成长期压力

**顺酐主要应用领域为UPR。**顺酐是重要的基本有机化工原料,主要用于生产不饱和聚酯树脂、富马酸、润滑油添加剂、农用化学品、涂料、耐热苯乙烯树脂等近百种下游有机中间体和专用化学品,其中不饱和聚酯树脂(UPR)占比高达54%。

UPR是指一种由不饱和二元酸和二元醇,或者二元酸和不饱和二元醇缩聚而成的线型高分子化合物,并溶于交联剂中(通常为苯乙烯)而呈现一定黏度的液体,是一种常见的热固性树脂。UPR具有耐热、耐化学腐蚀、力学性能好、电绝缘和工艺性能优良等优点,可使复合材料体现出轻质、高强度、多功能等特性,常用来做复合材料的基体材料,被广泛应用于国民经济各个领域。其中,玻璃钢复合材料、人造石材、工艺品、涂料等领域是不饱和聚酯树脂主要应用领域,在房地产,基建,汽车等领域得到广泛使用。

**图27 我国顺酐类下游结构(2018)**


资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

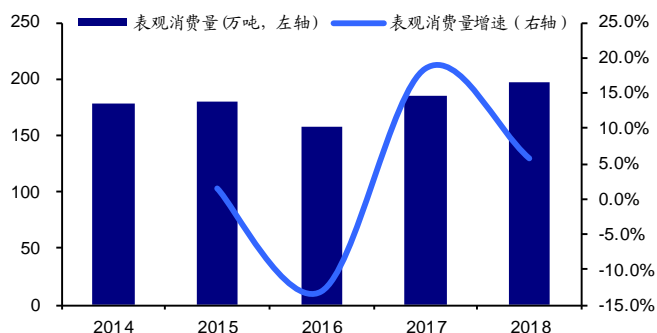
**图28 2014-2018年我国UPR供应情况**


资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

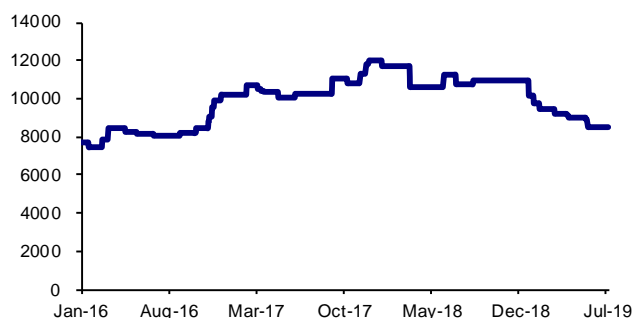
据卓创资讯统计,2018年我国UPR总产能和总产量分别为476/195万吨,比上年同期增长6.9%/5.7%,产能过剩严重,行业竞争激烈。另一方面,2018年我国UPR表观消费量196万吨,同比增长5.8%,消费量与产量基本维持动态平衡。

根据卓创资讯数据显示,我国UPR下游主要为玻璃钢(55%),人造石(30%)和涂料(15%),此三类材料的应用均集中在建筑、房地产、汽车行业。受环保监管、房地产市场限购以及国内外经济下行压力等多重因素影响,2018年UPR整体行业景气度下降,市场均价逐渐回落。2019年上半年,市场均价仍逐渐探底,新增产能或将延期

投产，整体供应并不会大幅增加。由此我们估计，顺酐的消费需求将在较长范围内承压，同时可能推动顺酐价格继续下跌。

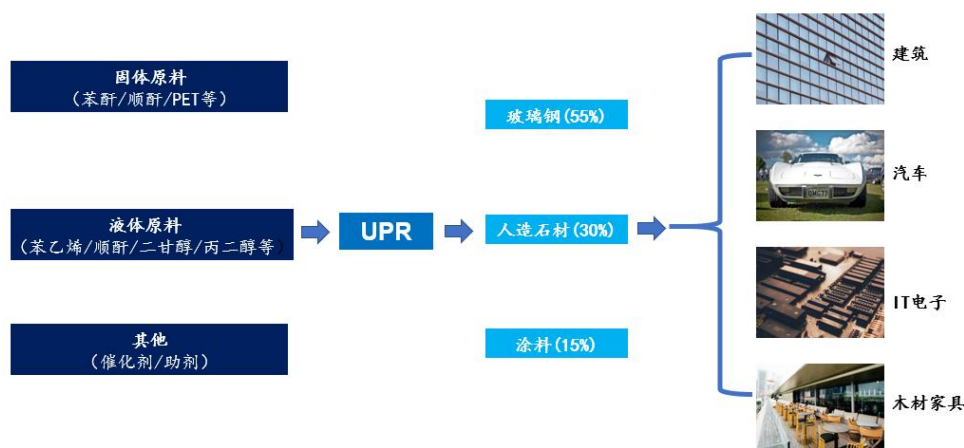
**图29 2014-2018 年国内 UPR 需求情况**


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

**图30 2016 年至今我国 UPR 价格趋势 (元/吨)**


资料来源：隆众化工，海通证券研究所

**未来高品质顺酐将受市场青睐。**2017 年 1 月，国家发改委颁布《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》，不饱和聚酯树脂专用料作为先进结构材料产业的一个重要产品被列入战略性新兴产业重点产品。展望未来，UPR 产品预计将由低端延深至中高端产业领域，落后产能将逐步淘汰，产品品质上向高科技新型复合材料靠拢，从产品质量和生产技术角度上分析，上游原材料如顺酐的质量和性能直接影响到不饱和聚酯树脂行业的最终产品质量和产品技术创新能力。

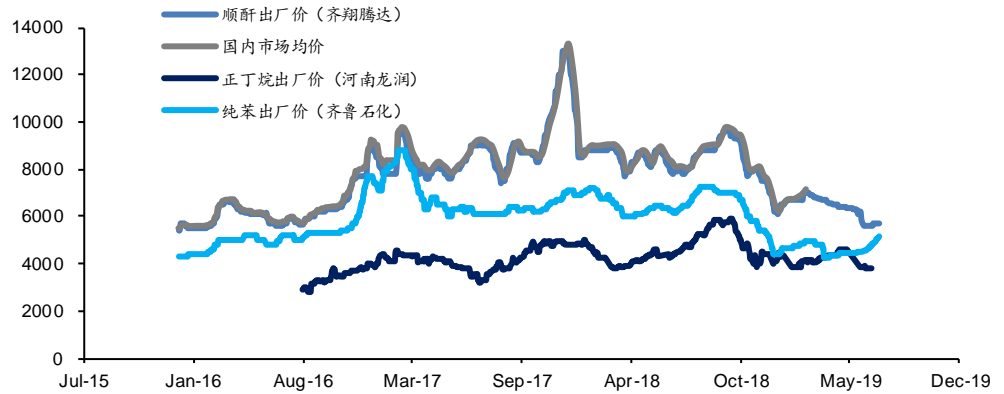
**图31 UPR 产业链**


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

### 2.2.3 先进工艺生产领先，市场占有率稳中有升

**全球龙头技术领先。**公司采用先进的正丁烷氧化法工艺制取顺酐，已建成 20 万吨/年产能的装置，为全世界最大的顺酐生产企业。通过不断优化改进，单位生产成本不断降低，产能和副产品利用率不断提高。2018 年，公司的顺酐产品在国内市场占有率约 23%。相较于其他规模较小顺酐厂商而言，公司具有较强的规模效益、议价能力。

**供给端改善，规模效益助力公司强者恒强。**2016 年至今，顺酐价格变化趋势基本与上游正丁烷及纯苯类似；正丁烷法当前的成本要比苯法低大约 2000 元/吨，整体利润丰厚。随着近年我国西气东输天然气富余，下游正丁烷供应充分价格低廉，丁烷氧化法装置的上马和对苯法装置的取代步伐加快。展望未来，我们认为随着国内顺酐行业苯氧化法落后产能逐步淘汰，供给侧行业集中度将进一步提升，公司作为顺酐龙头，规模效应成本低廉，竞争力强，顺酐业务有望继续保持高毛利率水平。

**图32 顺酐原料及产品价格 (元/吨)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 收购菏泽华立, 拓展 MMA 项目

#### 3.1 MMA 应用广泛, 碳四法受青睐

MMA 即甲基丙烯酸甲酯, 是一种重要的有机化工原料, 主要用来生产 PMMA (聚甲基丙烯酸甲酯, ) , 也用来制造其它树脂、塑料、涂料、粘合剂等, 广泛应用于汽车、建筑、医学、电子电气、纺织、涂料等诸多行业。

**碳四法生产 MMA 更符合环保要求。**国内 MMA 生产工艺主要有两种, 一种为较为传统的 ACH 法 (丙酮氰醇法), 另一种为碳四法。采用 ACH 法会产生两大主要问题: 1 一是生产过程中大量使用硫酸, 装置须采用耐酸设备并配套酸性废液处理回收装置 (生产 1 吨 MMA, 约生产 1.2 吨硫酸氢铵), 因此对生产成本造成一定影响; 二是原材料采用剧毒的氢氰酸, 具有一定安全风险。而碳四法作为一种新型工艺, 不使用氢氰酸, 也避免了废酸的生成及设备腐蚀等问题, 以炼厂 C4 馏分的中异丁烯为原料, 经叔丁醇生产甲基丙烯酸甲酯。具有原料来源丰富、价廉、无毒、污染较少的特点。

**表 6 两种工艺优缺点对比**

| 工艺    | 原料      | 优点                          | 缺点                       | 原子经济性 |
|-------|---------|-----------------------------|--------------------------|-------|
| 碳四法   | 异丁烯或叔丁醇 | 原料无毒无害, 生产无污染; 产品质量好, 经济效益高 | 收率较低, 工艺过程较复杂            | ~47%  |
| ACH 法 | 丙酮、氰氢酸  | 流程简单、技术成熟                   | 硫酸腐蚀设备污染环境; 氰氢酸有剧毒, 安全风险 | >84%  |

资料来源: 《C4 氧化法制备甲基丙烯酸甲酯的研究进展》, 海通证券研究所

#### 3.2 MMA 供需缺口大, 进口替代前景广阔

目前, 国内 MMA 产能仍以 ACH 法为主, 碳四法的产能仅为 24 万吨/年, 约占总产能的 28%, 其中国产异丁烯装置产能很小, 只占国内总产能的 5% 左右。至 2020 年, 若齐翔腾达 20 万吨/年碳四法 MMA 及配套项目建设完成并全部投产, 有望大幅改善 MMA 供给侧结构。

**表 7 我国 MMA 产能 (截止 2017 年底)**

| 工艺    | 企业属性 | 厂家名称  | 产能 (万吨) |
|-------|------|-------|---------|
| 碳四法   | 外资   | 赢创德国赛 | 10      |
|       |      | 惠菱化成  | 9       |
|       | 中资   | 华谊玉皇  | 5       |
| ACH 法 | 外资   | 上海璐彩特 | 18      |
|       |      | 斯尔邦石化 | 8.5     |
|       | 中资   | 宏旭石化  | 7.5     |
|       |      | 东营达伟  | 2       |
|       |      | 吉林石化  | 20      |
|       |      | 黑龙江龙新 | 5       |
| 合计    |      |       | 85      |

资料来源:《发行股份购买资产预案 20181019》,海通证券研究所(注:菏泽华立 MMA 产能 2018 年投产未列入名单)

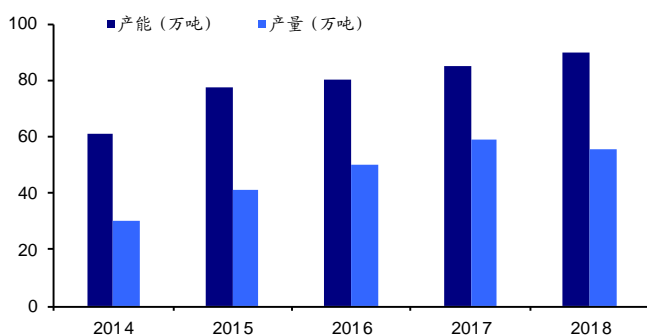
**产能扩张较快,但仍供不应求。**卓创资讯数据显示,近年来我国 MMA 产能扩张较快,至 2018 年我国 MMA 总产能达 90 万吨/年,同比增长 5.88%,但高端产品仍存在较大缺口,主要依赖进口。由于 ACH 法装置原料氢氰酸受丙烯腈装置开工率及价格影响成本较高,而碳四法装置也受碳四资源短缺和原油价格影响较大,近几年,我国 MMA 装置开工率仅在 60%-65%左右。

表 8 我国 2014-2018 年 MMA 供需平衡表

| 年份   | 产能 (万吨/年) | 产量 (万吨) | 进口量 (万吨) | 表观消费量 (万吨) | 表观消费量增速 | 对外依赖度 |
|------|-----------|---------|----------|------------|---------|-------|
| 2014 | 60.8      | 29.9    | 27.5     | 54.1       | 11.1%   | 44.8% |
| 2015 | 77.5      | 40.8    | 21.0     | 58.7       | 8.5%    | 30.5% |
| 2016 | 80.0      | 50.3    | 15.8     | 63.0       | 7.3%    | 20.2% |
| 2017 | 85.0      | 58.8    | 12.6     | 65.1       | 3.3%    | 9.6%  |
| 2018 | 90.0      | 55.6    | 16.4     | 66.2       | 1.8%    | 16.0% |

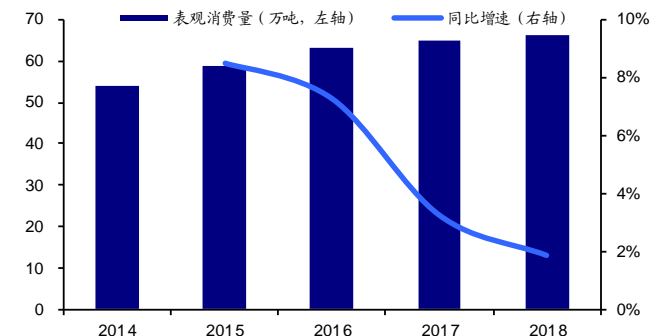
资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

图 33 我国 MMA 供给情况



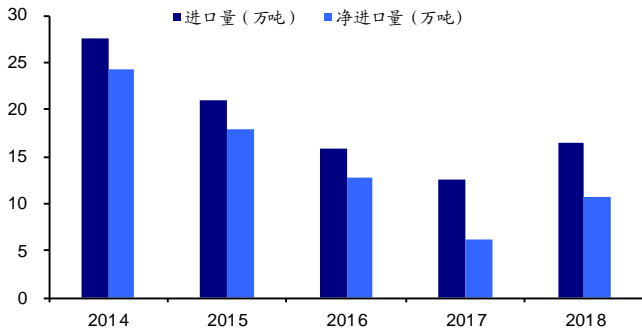
资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

图 34 我国 MMA 表观消费量及增速

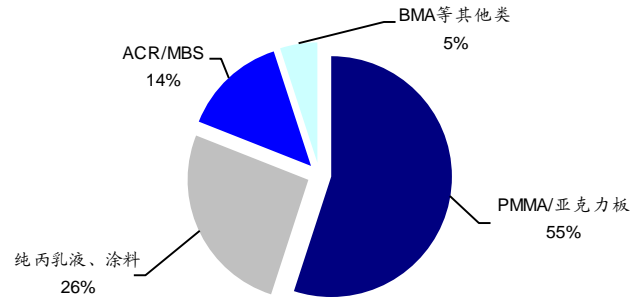


资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

据卓创资讯数据,2014-2018 年我国 MMA 表观消费量由 54.1 万吨增长至 66.2 万吨, CAGR 为 5.2%,近 5 年国内市场供需缺口一直较大。由于我国 MMA 供不应求,每年都需要大量进口,目前,净进口量虽然随着国内装置陆续投产,有所收窄,但每年仍保持在 10 万吨以上。

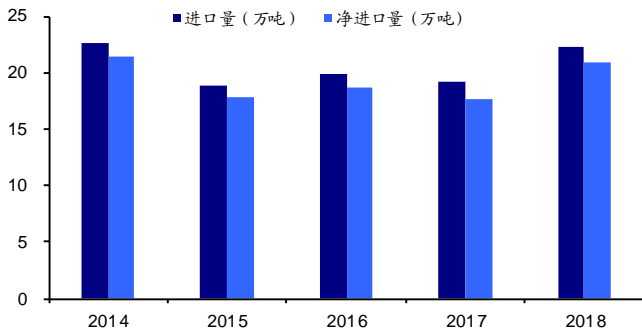
**图35 2014-2018 年我国 MMA 进口情况**


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

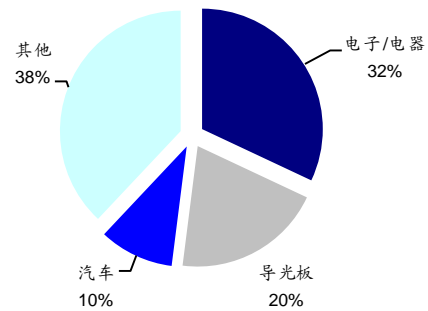
**图36 MMA 下游需求结构 (2018)**


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

**MMA 应用广泛，PMMA 为最大下游。**在 MMA 的下游应用中，聚甲基丙烯酸甲酯树脂 (PMMA) 占比高达 55%，被广泛应用于各种照明器材、光学玻璃、仪器仪表、光导纤维、飞机座舱玻璃、防弹玻璃等领域，特别是随着液晶显示器市场的迅速增长，光学级 PMMA 模塑料需求量大幅度增长，发展潜力巨大，应用前景广阔。

**图37 2014-2018 我国 PMMA 进出口情况 (万吨)**


资料来源：中国海关总署，海通证券研究所

**图38 PMMA 下游需求结构 (2018)**


资料来源：智研咨询，海通证券研究所

### 3.3 新建 MMA 项目，延伸 C4 产业链

**乙醇汽油推广降低 MTBE 需求，公司向下拓展 MMA 项目。**2017 年 9 月，国家发展改革委、国家能源局、财政部等十五部门联合印发了《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》，根据方案，到 2020 年全国范围内将基本实现车用乙醇汽油全覆盖。我国 MTBE 最主要的用途是用作汽油辛烷值提高剂，在 MTBE 消费量中占比可达到 93%，此方案的出台对于 MTBE 行业影响巨大。当前 MTBE 厂家面临原料紧张以及供应过剩问题，出货难度增加以及成本压力不断增大，装置利润有所下降。公司开始布局增加 MMA 项目投产，完善碳四产业链布局，将产成品从 MTBE 转为 MMA。

**终止重大资产重组，现金收购菏泽华立控制权。**2018 年 6 月 19 日，公司因筹划重大资产重组停牌。为推进本次交易，公司以自有资金通过增资方式认购菏泽华立 16.67% 股权。公司原计划收购菏泽华立股权控制权以及上海闵悦 100% 股权，并在停牌期间又拟增加海外并购标的 TBA 公司。2018 年 10 月 19 日，公司将重大资产重组标的更改为菏泽华立股权，并在 11 月 14 日股票复牌。2018 年 12 月 11 日，公司终止重大资产重组，终止收购上海闵悦 100% 股权以及海外标的 TBA 股权。同时，公司改为以现金收购菏泽华立 34.33% 股权。2019 年 1 月 7 日，菏泽华立完成股权转让工商变更登记程序，至此公司合计持有菏泽华立 51% 股权，菏泽华立成为公司的控股子公司。

**延伸 MMA 产业链。**菏泽华立主要从事 MMA 的研发及生产，并且具备成熟的叔丁醇氧化法 (C4 法) 制备 MMA 的清洁工艺生产技术和工业化装置。自 2018 年投产以来，菏泽华立经营业绩不断提升。交易对方承诺菏泽华立 2019 年度、2020 年度、2021 年度实现的净利润不低于 1.3 亿元、1.5 亿元、1.7 亿元。菏泽华立目前拥有 10 万吨/年



MMA 产能,是我国采用碳四法工艺生产 MMA 的少量中资厂商之一,具备成熟的碳四法制备 MMA 的清洁工艺生产技术和工业化装置。通过收购,公司能够取得菏泽华立的技术支持,突破 MMA 清洁生产工艺的技术壁垒,快速布局该领域,实现公司建设具有技术壁垒的高精尖项目的目标。

**新建 20 万吨 MMA 项目,提高碳四附加值。**2018 年 10 月 26 日,公司公告投资建设 20 万吨/年甲基丙烯酸甲酯 (MMA) 及配套项目,有利于实现了碳四原料中异丁烯组分的高效利用,产成品从 MTBE 转为 MMA,附加值进一步提高。MMA 项目投资 38 亿元,项目建成投产满负荷状态下,公司预计新增销售收入 44 亿元,税前利润 8 亿元。

## 4. 投建 PDH 项目,从碳四到碳三的横向拓展

### 4.1 丙烯行业保持高景气,下游需求不断增加

**丙烯产能产量双提升,总体开工率上行。**卓创资讯数据显示,我国丙烯产能连续近年来均稳步提高,丙烯产量随之增加。2018 年我国丙烯总产能约 3560 万吨/年,同比增长 6.03%;产量 3035 万吨,同比增长 6.90%;开工率达到 85%,比 2017 年提高 2 个百分点。

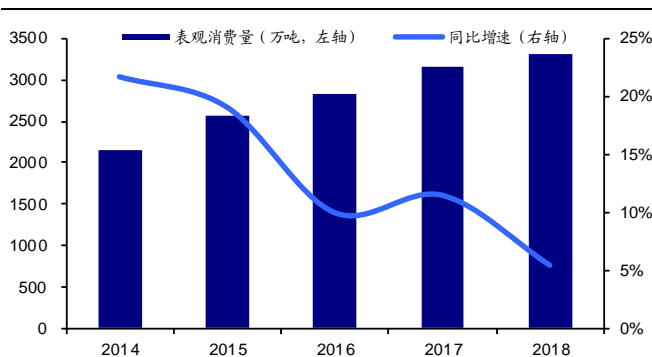
表 9 我国 2014-2018 年丙烯供需平衡表

| 年份   | 产能 (万吨/年) | 产量 (万吨/年) | 开工率 | 进口 (万吨/年) | 表观消费量 (万吨/年) | 进口依存度 |
|------|-----------|-----------|-----|-----------|--------------|-------|
| 2014 | 2501      | 1850      | 74% | 305       | 2155         | 14.1% |
| 2015 | 2829      | 2290      | 81% | 277       | 2567         | 10.8% |
| 2016 | 3266      | 2534      | 78% | 290       | 2824         | 10.3% |
| 2017 | 3422      | 2839      | 83% | 310       | 3149         | 9.8%  |
| 2018 | 3560      | 3035      | 85% | 286       | 3321         | 8.6%  |

资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

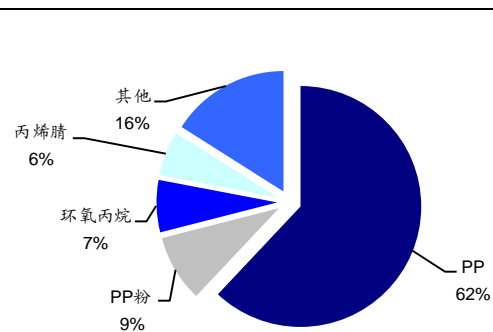
**丙烯需求缺口仍然较大。**自 2012 年以来,我国丙烯需求呈现加速态势,表观消费量快速增长。根据卓创资讯,2012-2018 年我国丙烯表观消费量由 1698 万吨增长至 3321 万吨,增长近一倍,表观消费量复合增速为 11.8%。2018 年丙烯产量 3035 万吨,表观消费量 3321 万吨,对外依存度 8.6%,虽然需求增速有所回落,但供需缺口仍然存在。作为三大合成材料的基本原料,丙烯主要用于生产聚丙烯、PP 粉、环氧丙烷、丙烯腈、丙烯酸、正丁醇、辛醇等下游产品,均有较高的盈利能力和市场前景,未来丙烯的需求预计将进一步增加。

图 39 我国丙烯表观消费量及增速



资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

图 40 丙烯下游需求结构 (2018)

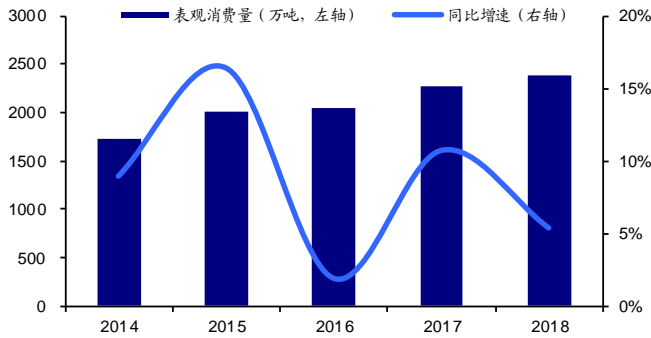


资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

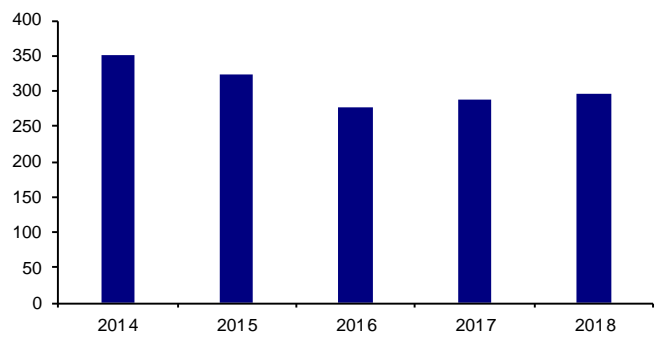
**下游聚丙烯仍依赖大量进口,为丙烯产业发展提供内生动力。**聚丙烯 (PP) 在丙烯下游需求结构中消费量占到 61.4%,是丙烯最主要的下游产品。2018 年,全国聚丙烯产能 2244 万吨,同比上升 4.96%;产量 2092 万吨,同比提高 5.71%。而表观消费量



为 2389 万吨，同比增加 5.38%，创历史新高。近三年，供需缺口始终保持在 270 万吨以上，为上游丙烯产业的发展提供源源不竭的动力。

**图41 2014-2018 年我国聚丙烯表观消费量及增速**


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

**图42 2014-2018 年我国聚丙烯供需缺口 (万吨)**


资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

**表 10 我国 2014-2018 年聚丙烯供需平衡表**

| 年份   | 产能 (万吨/年) | 产量 (万吨/年) | 开工率 | 进口 (万吨/年) | 表观消费量 (万吨/年) | 进口依存度 |
|------|-----------|-----------|-----|-----------|--------------|-------|
| 2014 | 1668      | 1374      | 82% | 363       | 1725         | 21%   |
| 2015 | 1778      | 1686      | 95% | 339       | 2009         | 17%   |
| 2016 | 2018      | 1769      | 88% | 301       | 2047         | 15%   |
| 2017 | 2138      | 1979      | 93% | 318       | 2267         | 14%   |
| 2018 | 2244      | 2092      | 93% | 328       | 2389         | 14%   |

资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

## 4.2 投建 PDH 项目，进军 C3 产业链

**PDH 法相较于传统工艺更优，成本优势明显。**丙烷脱氢 (PDH) 制丙烯技术近年来备受关注。从工艺路线及产品成本来看，相较于煤/甲醇制丙烯和石脑油裂解来看，PDH 法投资低、流程简单、产品回收率高、副产品价值高，综合产品成本较低，具有较大的竞争优势。

在华陆工程科技公司发布的《不同工艺制烯烃竞争力分析》中，曾经测算过国内四种主要丙烯制备路线：石脑油裂解、煤制烯烃、甲醇制烯烃、PDH 的成本比较，当原油价格为 50 美元/桶时候，国内石脑油蒸汽裂解制乙烯的成本约 6000 元/年，基本与煤价 310 元/吨时的煤制烯烃法，甲醇价格 1850 元/吨时的甲醇制烯烃法以及 4260 元/吨的丙烷价格对应的 PDH 法成本相当。

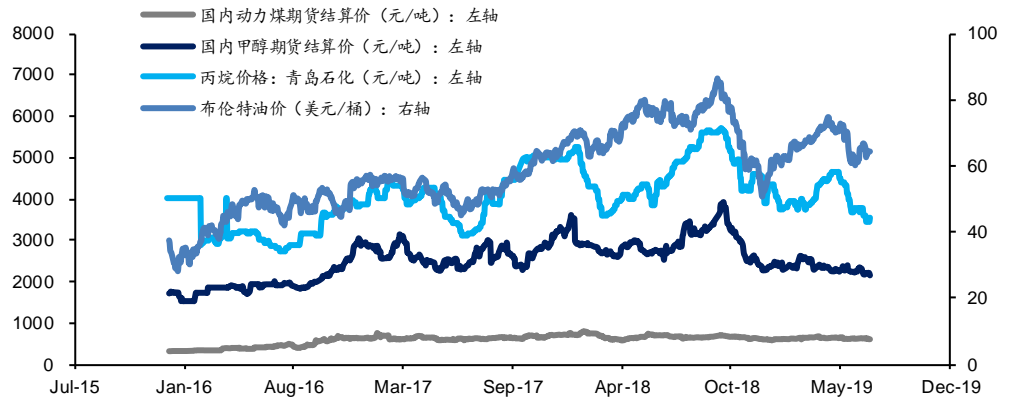
**表 11 不同制备方法下丙烯原料价格平衡表**

| 国际油价 (美元/桶) | 煤制烯烃对应煤价 (元/吨) | 甲醇制烯烃对应甲醇价格 (元/吨) | PDH 对应丙烷价格 (元/吨) |
|-------------|----------------|-------------------|------------------|
| 50          | 150            | 1850              | 4260             |
| 60          | 255            | 2050              | 4938             |
| 70          | 360            | 2300              | 5517             |
| 80          | 470            | 2550              | 6196             |
| 90          | 580            | 2800              | 6875             |
| 100         | 690            | 3050              | 7454             |
| 110         | 800            | 3210              | 8133             |
| 120         | 920            | 3450              | 8812             |

资料来源：《不同工艺制烯烃竞争力分析》，海通证券研究所

2019 年以来,布伦特原油均价在 66 美元/桶附近,对应于价格平衡表中动力煤 360 元/吨,甲醇 2300 元/吨,丙烷 5517 元/吨。而实际上,这三者 2019 年以来均价分别为 606/2371/4425 元/吨,可见与其他两种制备方法相比,PDH 法原料成本明显较低,具有较大的竞争优势。我们从价格变化图中可以分析得出,丙烷脱氢作为成本最低的专产丙烯生产路线,在油价上行与下行期,其成本优势均较为稳固,尤其是在油价上行周期与高油价时期,丙烷脱氢的原材料成本优势将更加突出。

图43 不同制备方法下丙烯原料价格变化



资料来源:金联创, Wind, 海通证券研究所

**公司新建 70 万吨 PDH 项目。**2018 年 10 月 26 日,公司公告投资建设 45 万吨/年丙烷脱氢项目,PDH 项目投资 31 亿元,项目建成投产满负荷状态下,公司预计新增销售收入 36 亿元,税前利润 4.5 亿元。2019 年 4 月 15 日,公司根据后续发展需要以及市场调研情况,将 45 万吨/年丙烷脱氢项目规模增加至 70 万吨/年,预计总投资 40 亿元。

**强强联手,获得优质 PDH 和环氧丙烷生产工艺。**2018 年 10 月 8 日,公司发布《关于签订合作协议的公告》,与 UOP 签署合作协议,约定公司根据未来丙烷脱氢规模购买并允许使用 UOP 的丙烷脱氢技术。2018 年 12 月 8 日,公司公告与 SKC 建立战略合作关系,在全球范围内共同开发化学品事业,加强在丙烯深加工领域的合作。12 月 16 日,双方签署《环氧丙烷合作备忘录》,公司计划与 SKC 投资成立合资公司,共同建设 30 万吨/年环氧丙烷项目,项目采用赢创与蒂森克虏伯共有的生产工艺。此次合作将拉伸公司化工产业链,推动公司在化工新材料领域取得更大的跃升。

## 5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.49、0.48、0.66 元,按照 2019 年 EPS 以及 18-22 倍 PE,我们给予公司 8.82-10.78 元的合理价值区间,给予“优于大市”评级。

表 12 可比公司盈利预测与估值

|           | 全面摊薄 EPS (元) |             |             | PE (倍, 以 2019.07.19 收盘价作为股价) |              |              |
|-----------|--------------|-------------|-------------|------------------------------|--------------|--------------|
|           | 2018         | 2019E       | 2020E       | 2018                         | 2019E        | 2020E        |
| 濮阳惠成      | 0.42         | 0.58        | 0.75        | 34.95                        | 25.36        | 19.50        |
| 石大胜华      | 1.01         | 2.50        | 3.00        | 31.15                        | 12.60        | 10.49        |
| <b>平均</b> | <b>0.72</b>  | <b>1.54</b> | <b>1.88</b> | <b>33.05</b>                 | <b>18.98</b> | <b>15.00</b> |

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

**分业务盈利预测。**我们预计公司 2019-2020 年业绩保持平稳增长,毛利率较 2018 年没有太大变化,公司 MMA 项目有望在 2020 年内建成,从而在 2021 年贡献业绩。根

据公司对 MMA 项目的预算, 我们给予 2021 年 6 成的开工率计算收入及毛利。

**表 13 齐翔腾达主营业务分业务盈利预测**

|              | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>顺酐类</b>   |         |         |         |         |         |
| 营业收入 (万元)    | 505790  | 576431  | 662895  | 742443  | 816687  |
| 营业成本 (万元)    | 436507  | 499041  | 572079  | 640728  | 704801  |
| 毛利率          | 13.70%  | 13.43%  | 13.70%  | 13.70%  | 13.70%  |
| <b>甲乙酮类</b>  |         |         |         |         |         |
| 营业收入 (万元)    | 261514  | 315091  | 352902  | 388192  | 427011  |
| 营业成本 (万元)    | 210055  | 241020  | 268206  | 298908  | 333069  |
| 毛利率          | 19.68%  | 23.51%  | 24.00%  | 23.00%  | 22.00%  |
| <b>供应链管理</b> |         |         |         |         |         |
| 营业收入 (万元)    | 1270292 | 1728470 | 1901317 | 2091449 | 2300594 |
| 营业成本 (万元)    | 1266289 | 1715746 | 1889909 | 2078900 | 2286790 |
| 毛利率          | 0.32%   | 0.74%   | 0.60%   | 0.60%   | 0.60%   |
| <b>其他</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入 (万元)    | 185024  | 172414  | 181035  | 190087  | 199591  |
| 营业成本 (万元)    | 131450  | 147163  | 153880  | 161574  | 169652  |
| 毛利率          | 28.96%  | 14.69%  | 15.00%  | 15.00%  | 15.00%  |
| <b>MMA</b>   |         |         |         |         |         |
| 营业收入 (万元)    |         |         |         |         | 264000  |
| 营业成本 (万元)    |         |         |         |         | 216000  |
| 毛利率          |         |         |         |         | 18.2%   |
| <b>合计</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入 (万元)    | 2222620 | 2792406 | 3098149 | 3412171 | 4007883 |
| 营业成本 (万元)    | 2044301 | 2602970 | 2884073 | 3180110 | 3710312 |
| 毛利率          | 8.02%   | 6.78%   | 6.91%   | 6.80%   | 7.42%   |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 6. 风险提示

原材料及产品价格大幅波动; 项目建设不达预期。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2018        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 利润表 (百万元)          | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>27924</b> | <b>30981</b> | <b>34122</b> | <b>40079</b> |
| 每股收益               | 0.47        | 0.49         | 0.48         | 0.66         | 营业成本               | 26030        | 28841        | 31801        | 37103        |
| 每股净资产              | 4.11        | 4.60         | 5.08         | 5.74         | 毛利率%               | 6.8%         | 6.9%         | 6.8%         | 7.4%         |
| 每股经营现金流            | 0.51        | 0.69         | 0.54         | 0.67         | 营业税金及附加            | 123          | 143          | 164          | 200          |
| 每股股利               | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税金率%             | 0.4%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 163          | 201          | 222          | 261          |
| P/E                | 14.41       | 15.67        | 16.26        | 11.72        | 营业费用率%             | 0.6%         | 0.7%         | 0.7%         | 0.7%         |
| P/B                | 1.67        | 1.69         | 1.53         | 1.35         | 管理费用               | 312          | 322          | 355          | 417          |
| P/S                | 0.49        | 0.44         | 0.40         | 0.34         | 管理费用率%             | 1.1%         | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         |
| EV/EBITDA          | 8.55        | 13.58        | 14.59        | 10.77        | EBIT               | 988          | 1134         | 1205         | 1657         |
| 股息率%               | <b>0.0%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | 财务费用               | 72           | 154          | 264          | 334          |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | 0.3%         | 0.5%         | 0.8%         | 0.8%         |
| 毛利率                | 6.8%        | 6.9%         | 6.8%         | 7.4%         | 资产减值损失             | 18           | 0            | 0            | 0            |
| 净利润率               | 3.0%        | 2.8%         | 2.5%         | 2.9%         | 投资收益               | 16           | 5            | 7            | 8            |
| 净资产收益率             | 11.6%       | 10.8%        | 9.4%         | 11.5%        | <b>营业利润</b>        | <b>977</b>   | <b>1025</b>  | <b>988</b>   | <b>1371</b>  |
| 资产回报率              | 7.3%        | 6.8%         | 5.3%         | 6.6%         | 营业外收支              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率              | 10.1%       | 9.4%         | 7.7%         | 9.6%         | <b>利润总额</b>        | <b>977</b>   | <b>1025</b>  | <b>988</b>   | <b>1371</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 1539         | 1163         | 1235         | 1687         |
| 营业收入增长率            | 25.6%       | 10.9%        | 10.1%        | 17.5%        | 所得税                | 132          | 146          | 140          | 195          |
| EBIT 增长率           | -3.3%       | 14.7%        | 6.3%         | 37.5%        | 有效所得税率%            | 13.5%        | 14.2%        | 14.2%        | 14.2%        |
| 净利润增长率             | -0.8%       | 4.1%         | -3.6%        | 38.8%        | 少数股东损益             | 2            | 2            | 2            | 2            |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>843</b>   | <b>878</b>   | <b>846</b>   | <b>1174</b>  |
| 资产负债率              | 35.3%       | 35.2%        | 42.5%        | 42.0%        |                    |              |              |              |              |
| 流动比率               | 1.3         | 1.0          | 0.9          | 0.9          | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2018</b>  | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 速动比率               | 1.0         | 0.7          | 0.6          | 0.6          | 货币资金               | 1064         | 631          | 516          | 765          |
| 现金比率               | 0.3         | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 应收账款及应收票据          | 2701         | 2122         | 2337         | 2745         |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 存货                 | 702          | 869          | 958          | 1118         |
| 应收帐款周转天数           | 27.6        | 25.0         | 25.0         | 25.0         | 其它流动资产             | 443          | 530          | 580          | 669          |
| 存货周转天数             | 10.1        | 11.0         | 11.0         | 11.0         | 流动资产合计             | 4911         | 4153         | 4391         | 5298         |
| 总资产周转率             | 2.6         | 2.5          | 2.4          | 2.4          | 长期股权投资             | 424          | 424          | 424          | 424          |
| 固定资产周转率            | 7.8         | 8.6          | 6.2          | 5.4          | 固定资产               | 3546         | 3646         | 7446         | 7446         |
|                    |             |              |              |              | 在建工程               | 692          | 2692         | 1792         | 2792         |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 830          | 810          | 790          | 770          |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 6605         | 8686         | 11566        | 12545        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>11516</b> | <b>12838</b> | <b>15957</b> | <b>17843</b> |
| 净利润                | 843         | 878          | 846          | 1174         | 短期借款               | 2077         | 2677         | 3277         | 3677         |
| 少数股东损益             | 2           | 2            | 2            | 2            | 应付票据及应付账款          | 1336         | 948          | 1046         | 1220         |
| 非现金支出              | 568         | 30           | 30           | 30           | 预收账款               | 170          | 248          | 273          | 321          |
| 非经营收益              | -13         | 149          | 257          | 326          | 其它流动负债             | 316          | 472          | 520          | 609          |
| 营运资金变动             | -496        | 171          | -183         | -347         | 流动负债合计             | 3899         | 4345         | 5116         | 5826         |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>904</b>  | <b>1229</b>  | <b>951</b>   | <b>1186</b>  | 长期借款               | 0            | 0            | 1500         | 1500         |
| 资产                 | -313        | -2110        | -2910        | -1010        | 其它长期负债             | 169          | 169          | 169          | 169          |
| 投资                 | -639        | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 169          | 169          | 1669         | 1669         |
| 其他                 | 28          | 5            | 7            | 8            | <b>负债总计</b>        | <b>4068</b>  | <b>4514</b>  | <b>6785</b>  | <b>7495</b>  |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-924</b> | <b>-2105</b> | <b>-2903</b> | <b>-1002</b> | 实收资本               | 1775         | 1775         | 1775         | 1775         |
| 债权募资               | 276         | 600          | 600          | 400          | 普通股股东权益            | 7290         | 8165         | 9011         | 10185        |
| 股权募资               | 0           | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 157          | 159          | 161          | 163          |
| 其他                 | -486        | -157         | 1236         | -334         | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>11516</b> | <b>12838</b> | <b>15957</b> | <b>17843</b> |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-210</b> | <b>443</b>   | <b>1836</b>  | <b>66</b>    |                    |              |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-230</b> | <b>-433</b>  | <b>-116</b>  | <b>250</b>   |                    |              |              |              |              |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 19 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,滨化股份,上海石化,通源石油,桐昆股份,胜利股份,中国石化,卫星石化,中油工程,华锦股份,新潮能源,中天能源,新奥股份,中国石油,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达,金正大,恒逸石化,华鲁恒升

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;         |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。   |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。                 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。      |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
联系人  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜璐璐(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
联系人  
范国钦(021)23154384 fgg12116@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
吴佳桢(0755)82900465 wjs11852@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳 sy11542@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
联系人  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com



|  |   |  |
|--|---|--|
| <b>电子行业</b><br>陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com<br>尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com<br>谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com<br>联系人<br>石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com  | <b>煤炭行业</b><br>李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com<br>戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com<br>吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com<br>联系人<br>王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com  | <b>电力设备及新能源行业</b><br>张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com<br>房青(021)23219692 fangq@htsec.com<br>曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com<br>徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com<br>联系人<br>陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com |
| <b>基础化工行业</b><br>刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com<br>刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com<br>张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com<br>孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com<br>联系人<br>李智(021)23219392 lz11785@htsec.com | <b>计算机行业</b><br>郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com<br>杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com<br>鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com<br>于成龙 ycl12224@htsec.com<br>黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com<br>洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com | <b>通信行业</b><br>朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com<br>余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com<br>张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com<br>张戈 01050949962 zy12258@htsec.com   |
| <b>非银行金融行业</b><br>孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com<br>何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com<br>李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com<br>联系人<br>任广博 rgb12695@htsec.com  | <b>交通运输行业</b><br>虞楠(021)23219382 yun@htsec.com<br>罗月江(010)56760091 ljy12399@htsec.com<br>李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com<br>联系人<br>李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com  | <b>纺织服装行业</b><br>梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com<br>联系人<br>盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com<br>刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  |
| <b>建筑建材行业</b><br>冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com<br>潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com<br>申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com   | <b>机械行业</b><br>余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com<br>耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com<br>杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com<br>沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com<br>周丹 zd12213@htsec.com   | <b>钢铁行业</b><br>刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com<br>刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com<br>联系人<br>周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com   |
| <b>建筑工程行业</b><br>杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com<br>张欣劼 zxj12156@htsec.com<br>李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  | <b>农林牧渔行业</b><br>丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com<br>陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com<br>陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com<br>联系人<br>孟亚琦 myq12354@htsec.com  | <b>食品饮料行业</b><br>闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com<br>成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com<br>唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com   |
| <b>军工行业</b><br>蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com<br>刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com<br>张恒珺 zhx10170@htsec.com<br>联系人<br>张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  | <b>银行行业</b><br>孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com<br>解巍巍 xww12276@htsec.com<br>林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com<br>谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com   | <b>社会服务行业</b><br>汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com<br>陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com<br>许耀之 xyz11630@htsec.com  |
| <b>家电行业</b><br>陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com<br>李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com<br>朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com<br>联系人<br>刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com   | <b>造纸轻工行业</b><br>衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com<br>赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com   |  |

## 研究所销售团队

|  |  |   |
|--|--|---|
| <b>深广地区销售团队</b><br>蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com<br>伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com<br>辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com<br>刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com<br>王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com<br>饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com<br>欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com<br>巩柏含 gbh11537@htsec.com | <b>上海地区销售团队</b><br>胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com<br>朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com<br>李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com<br>黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com<br>漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com<br>胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com<br>黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com<br>毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com<br>马晓男 mxn11376@htsec.com<br>杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com<br>张思宇 zsy11797@htsec.com<br>慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com<br>王朝领 wcl11854@htsec.com<br>邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com<br>李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com | <b>北京地区销售团队</b><br>殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com<br>郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com<br>张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com<br>杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com<br>杜飞 df12021@htsec.com<br>张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com<br>何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com<br>李婕 lj12330@htsec.com<br>欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com<br>郭金垚 gjy12727@htsec.com |
|--|--|---|

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: [www.htsec.com](http://www.htsec.com)