

# 怡达股份 (300721) \ 化工

## ——环氧丙烷高位运行，募投项目打开成长空间

投资建议:

**推荐**  
 首次覆盖

当前价格:

31.72元

### 事件:

国内环氧丙烷 (PO) 价格自今年9月以来, 持续在13000~18000元/吨的高位运行。12月21日主力工厂最新报价多上调400元/吨, 其中, 山东鑫岳现汇出厂报价为17700-17800元/吨, 镇海炼化利安德现汇送到报盘至18300元/吨, 山东滨化报价17600-17700元/吨现金出厂, 烟台万华现汇18000元/吨送到周边。

### 投资要点:

#### ► 疫情下PO下游需求骤增, 长期需求增速稳定

环氧丙烷下游的主要产品有聚醚多元醇、丙二醇及碳酸二甲酯、丙二醇醚等, 占比约为75%、15%、7%。聚醚多元醇主要用于生产聚氨酯泡沫, 应用下游集中于家具家电、建材领域以及汽车行业。自新冠疫情在全球蔓延开之后, 原油及下游大部分化工品需求遭受重创, 短期内的环氧丙烷价格一度跌至6700元/吨的历史低位, 此后, 由于海外疫情下的居家需求以及利率下行带来的购房意愿提升, 家具家电、建材端需求快速提升, PO价格一路上行。后续叠加美商务部对东南亚7国床垫双反调查以及部分供应端因素, PO价格达到历史高位, 价格指数一度逼近19000元/吨。即便排除疫情因素, 全球对于家具家电升级、房屋保暖、汽车购置等的改善性需求长期稳定增长, 对PO需求端形成坚实支撑。

#### ► 国内工艺路线面临换代更迭, HPPO法最为高效清洁

从全球产能分布看, 以亚洲为主, 其中中国在亚洲占据最大份额。国内产能目前以氯醇法为主, 占比超50%, 区域分布上以山东为主。由于氯醇法消耗氯气来氧化丙烯, 但氯并没有得到利用, 每吨PO产品会产生40~50t含氯废水和2t以上氯化钙固废, 同时反应中的次氯酸严重腐蚀设备, 随着环保以及安全压力的加大, 急需更高效清洁的工艺进行替代。当下新的PO生产工艺中乙苯共氧化法 (PO/SM)、异丁烷共氧化法 (PO/MTBE) 克服了氯醇法的污水及腐蚀问题, 缺点是联产的产品价格可能对PO生产形成约束, 同时流程较长、设备投入较高; 异丙苯过氧化氢氧化法

(CHP) 同样克服了氯醇法的污水及腐蚀问题, 且没有联产产品、装置投入也比共氧化法低, 但是异丙苯过氧化、循环、分离等流程依然比较长; 相比之下过氧化氢氧化法 (HPPO) 流程最短、无联产产品、收率高、无污染, 为《产业结构调整指导目录 (2019年本)》的鼓励类工艺, 是未来替代氯醇法较为理想的选择。

#### ► 公司15万吨HPPO法装置投产在即, 打开业绩成长空间

公司募投项目——拥有自主知识产权的一期15万吨/年HPPO法制PO项目

吴诚 分析师

执业证书编号: S0590519070001

电话: 0510-85611779

邮箱: wucheng@glsc.com.cn

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	80/79
流通A股市值 (百万元)	2,095
每股净资产 (元)	10.42
资产负债率 (%)	58.27
一年内最高/最低 (元)	38.84/16.13

### 一年内股价相对走势



### 相关报告

投产在即，配套建设年产 18 万吨（60%）双氧水项目以及公司选址，带来物流运输上较大的便利性，叠加建设投资额低的优势，低廉的综合成本将是未来市场竞争中的重要护城河。排除高峰价格，以 PO 合理价格区间来看，公司的低成本优势能维持并进一步增厚利润。此外，公司通过技术许可的形式与国内优质化工企业合作，表明公司自有技术已得到市场上其他生产商的认可，也进一步拓宽了公司未来的业务路径，由此打开未来数年业绩的成长空间。

我们预计公司 15 万吨/年 PO 项目的投产将大幅提升营收，同时，由于 PO 需求端的增长和供应端的紧张，市场预计明年 PO 价格仍将处于相对高位，叠加公司配套建设的 18 万吨双氧水（60%）部分外卖的收益，公司产品综合利润率将得到显著提升。2021 年至 2022 年，随着 15 万吨 PO 项目从试生产到逐步提升负荷，公司 PO 年产量又将有一个阶梯式的提升，营收有望全面提速。2020 年至 2022 年，预计公司净利润为 0.01 亿元/2.96 亿元/3.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.01、3.69、4.89 元。按照 31.72 元收盘价格，对应 PE 为 2431X、9X、6X。

首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

**图表 1：PO 价格敏感性分析**

		PO 价格 (元/吨)	11000	13000	15000	17000	19000
60% 负荷	营收 (亿元)	9.90	11.70	13.50	15.30	17.10	
	净利增加 (亿元)	(基准)	1.31	2.62	3.92	5.23	
	EPS 增加 (元)	(基准)	1.63	3.27	4.90	6.54	
80% 负荷	营收 (亿元)	13.20	15.60	18.00	20.40	22.80	
	净利增加 (亿元)	2.40	4.14	5.88	7.63	9.37	
	EPS 增加 (元)	3.00	5.18	7.36	9.54	11.71	
100% 负荷	营收 (亿元)	16.50	19.50	22.50	25.50	28.50	
	净利增加 (亿元)	4.79	6.97	9.15	11.33	13.51	
	EPS 增加 (元)	5.99	8.72	11.44	14.17	16.89	

来源：国联证券研究所

### 风险提示

下游需求不及预期；项目投产进度不及预期；安全生产事故；HPPO 达产不顺；氯醇法去产能不及预期。

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,127.23	954.42	1,069.13	2,336.17	2,708.26
增长率 (%)	-7.05%	-15.33%	12.02%	118.51%	15.93%
EBITDA (百万元)	85.17	57.51	126.61	522.65	643.48
净利润 (百万元)	35.74	6.56	1.05	296.05	393.18
增长率 (%)	-44.67%	-81.65%	-84.01%	28,145.23%	32.81%
EPS (元/股)	0.44	0.08	0.01	3.68	4.89
市盈率 (P/E)	71.31	388.68	2,431.46	8.61	6.48
市净率 (P/B)	2.93	3.02	3.02	2.34	2.16
EV/EBITDA	32.19	52.83	30.18	7.31	5.68

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表2：财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	280.28	94.06	106.91	233.62	270.83	<b>营业收入</b>	1,127.2	954.42	1,069.1	2,336.17	2,708.2
应收账款+票据	102.00	103.67	127.34	374.33	206.82	营业成本	980.35	834.24	938.02	1,775.23	2,020.6
预付账款	9.02	12.51	12.93	35.22	19.58	营业税金及附加	6.98	6.55	7.33	16.03	18.58
存货	179.97	181.54	224.94	544.33	331.28	营业费用	52.11	50.71	50.07	76.17	84.18
其他	57.83	44.40	44.40	44.40	44.40	管理费用	47.44	50.04	45.56	85.02	91.75
<b>流动资产合计</b>	<b>629.10</b>	<b>518.23</b>	<b>598.57</b>	<b>1,313.9</b>	<b>954.97</b>	财务费用	12.64	16.65	30.60	43.64	40.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.70	0.01	0.99	0.99	0.99
固定资产	219.86	366.65	753.91	1,151.8	1,171.4	公允价值变动收	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
在建工程	215.02	474.88	526.00	160.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	166.43	163.40	156.72	150.03	143.34	其他	0.00	-1.05	-0.35	-0.35	-0.35
其他非流动资产	123.63	168.37	167.51	166.66	166.66	<b>营业利润</b>	<b>27.01</b>	<b>-4.78</b>	<b>-3.79</b>	<b>338.74</b>	<b>451.74</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>724.94</b>	<b>1,173.3</b>	<b>1,604.1</b>	<b>1,628.5</b>	<b>1,481.4</b>	营业外净收益	14.90	5.90	5.68	5.68	5.68
<b>资产总计</b>	<b>1,354.0</b>	<b>1,691.5</b>	<b>2,202.7</b>	<b>2,942.4</b>	<b>2,436.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>41.91</b>	<b>1.12</b>	<b>1.89</b>	<b>344.42</b>	<b>457.42</b>
短期借款	270.00	350.54	1,133.1	1,135.2	973.12	所得税	6.06	-5.20	0.85	51.66	68.61
应付账款+票据	117.50	254.18	-17.48	465.44	44.45	<b>净利润</b>	<b>35.85</b>	<b>6.32</b>	<b>1.04</b>	<b>292.76</b>	<b>388.81</b>
其他	21.76	45.08	45.06	59.89	49.41	少数股东损益	0.12	-0.23	-0.01	-3.29	-4.37
<b>流动负债合计</b>	<b>409.26</b>	<b>649.79</b>	<b>1,160.7</b>	<b>1,660.5</b>	<b>1,066.9</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>35.74</b>	<b>6.56</b>	<b>1.05</b>	<b>296.05</b>	<b>393.18</b>
长期带息负债	20.00	159.65	159.65	159.65	159.65	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.00</b>	<b>159.65</b>	<b>159.65</b>	<b>159.65</b>	<b>159.65</b>	营业收入	-7.05%	-15.33%	12.02%	118.51%	15.93%
<b>负债合计</b>	<b>429.26</b>	<b>809.44</b>	<b>1,320.3</b>	<b>1,820.2</b>	<b>1,226.6</b>	EBIT	-41.49%	-66.95%	83.11%	1,096.28%	28.19%
少数股东权益	54.05	53.83	53.82	50.53	46.16	EBITDA	-30.51%	-32.48%	120.15	312.79%	23.12%
股本	80.88	80.58	80.58	80.58	80.58	归属于母公司净	8.49%	-81.65%	-84.01%	28,145.23	32.81%
资本公积	532.15	517.85	517.85	691.85	691.85	<b>获利能力</b>					
留存收益	257.70	245.87	246.11	315.31	407.20	毛利率	13.03%	12.59%	12.26%	24.01%	25.39%
<b>股东权益合计</b>	<b>924.78</b>	<b>898.14</b>	<b>898.37</b>	<b>1,138.2</b>	<b>1,225.8</b>	净利率	3.18%	0.66%	0.10%	12.53%	14.36%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,354.0</b>	<b>1,707.5</b>	<b>2,218.7</b>	<b>2,958.5</b>	<b>2,452.4</b>	ROE	4.10%	0.78%	0.12%	27.22%	33.33%
<b>现金流量表</b>						ROIC	3.70%	1.75%	1.67%	15.41%	17.78%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力</b>					
净利润	26.06	3.95	-3.79	287.93	383.98	资产负债率	31.70%	47.85%	59.94%	61.86%	50.35%
折旧摊销	31.57	39.80	94.18	134.64	146.10	流动比率	1.54	0.80	0.52	0.79	0.90
财务费用	12.61	17.07	30.55	43.58	39.96	速动比率	0.96	0.45	0.28	0.44	0.54
存货减少	-31.59	7.50	-43.40	-319.39	213.04	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	82.94	-35.48	-295.76	228.47	-248.33	应收账款周转率	11.10	9.32	8.48	6.26	13.18
其它	3.56	-6.02	0.99	0.99	0.99	存货周转率	5.45	4.60	4.17	3.26	6.10
<b>经营活动现金流</b>	<b>125.15</b>	<b>26.81</b>	<b>-217.24</b>	<b>376.22</b>	<b>535.74</b>	总资产周转率	0.83	0.56	0.49	0.79	1.11
资本支出	297.16	395.90	526.00	160.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	1,269.0	804.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.44	0.08	0.01	3.68	4.89
其他	1,572.2	763.01	4.83	4.83	4.83	每股经营现金流	1.56	0.33	-2.70	4.68	6.67
<b>投资活动现金流</b>	<b>6.05</b>	<b>-436.89</b>	<b>-521.17</b>	<b>-155.17</b>	<b>4.83</b>	每股净资产	10.84	10.51	10.51	13.54	14.68
债权融资	45.00	237.39	782.61	2.09	-162.12	<b>估值比率</b>					
股权融资	27.84	7.43	0.00	174.00	0.00	市盈率	71.31	388.68	2,431.4	8.61	6.48
其他	-29.40	-53.49	-31.35	-270.44	-341.25	市净率	2.93	3.02	3.02	2.34	2.16
<b>筹资活动现金流</b>	<b>43.43</b>	<b>191.33</b>	<b>751.26</b>	<b>-94.34</b>	<b>-503.36</b>	EV/EBITDA	32.19	52.83	30.18	7.31	5.68
<b>现金净增加额</b>	<b>174.80</b>	<b>-218.34</b>	<b>12.85</b>	<b>126.70</b>	<b>37.21</b>	EV/EBIT	51.16	171.52	117.80	9.84	7.34

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996