

丹化科技 (600844)

证券研究报告

2019年07月05日

斯尔邦借壳登录资本市场，产业链一体化定位高端

斯尔邦借壳丹化科技登录资本市场

斯尔邦借壳丹化科技登录资本市场，原丹化科技的煤制乙二醇等主营业务将继续保留，重组后丹化科技将置入盈利能力较强的化工资产，公司主营业务将新增高附加值烯烃衍生生物的研发、生产及销售，主要产品范围将进一步涵盖丙烯腈、MMA、EVA、EO及其衍生物等一系列多元石化及精细化学品，盈利能力得到大幅改善，使丹化科技转变成为一家具备较强市场竞争力的企业。重组方案为丹化科技向斯尔邦全体股东发行股份购买斯尔邦100%的股权，斯尔邦估值110亿元，股票发行价格为3.66元/股，发行股份总数约30.05亿股。斯尔邦承诺2019-2021年扣非后归母净利润合计不低于28.5亿元，以2019-2021年承诺业绩的均值9.5亿/年作为基数，斯尔邦收购对价PE为11.6倍，PB为1.57倍。

斯尔邦产业链一体化定位高端

斯尔邦主要以甲醇为核心原料，依托MTO主体装置并以甲醇为基础生产乙烯、丙烯等烯烃产品，再以烯烃为中间产品最终生产丙烯腈、MMA、EVA和EO及其下游衍生物等高附加值产品。我们认为斯尔邦MTO单套装置国内最大，无论是技术和规模都具备竞争优势。MTO下游避开了传统的聚乙烯、聚丙烯等产品，其丙烯腈、MMA和EVA等主要产品做到国内第一梯队，实现了产品的差异化，具备较强的竞争力，产业链设计具备自己特色。丙烯腈和EVA等主要产品都瞄准下游高端市场，通过差异化高品质产品有望实现较好的盈利。

上下游拓展进一步完善产业链

斯尔邦业务以甲醇为核心原材料来展开，而丹化科技在发展煤制甲醇等新型煤化工项目方面具有资源及区位优势，双方有望实现产业协同。斯尔邦有望完善产业链上游甲醇供给方面的薄弱环节，实现化工全产业链布局，在更大程度上获取一体化产业链附加值，增强在烯烃衍生物行业内的话语权。此外，我们认为斯尔邦还有望沿着现有烯烃产业链继续向下游附加值更高的新材料领域拓展，在消化自身上游产能的同时，进一步提升产业链整体盈利能力，实现做大做强。

盈利预测及投资建议：如果不考虑收购斯尔邦的影响，我们预计公司2019-2021年归母净利润为-0.6/-0.1/0.1亿元；如果本次收购顺利完成，斯尔邦并表后我们预计公司2019-2021年归母净利润为8.4/9.4/10.6亿元，现价对应PE为21/19/17倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级

风险提示：斯尔邦资产注入失败的风险，斯尔邦承诺业绩不达预期风险，斯尔邦定价过高的风险，重组后商誉减值的风险，丙烯腈、EVA等产品价格大幅下滑的风险。

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	4.37元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	822.73
流通A股股本(百万股)	822.73
A股总市值(百万元)	3,595.33
流通A股市值(百万元)	3,595.33
每股净资产(元)	2.02
资产负债率(%)	20.70
一年内最高/最低(元)	5.75/2.84

作者

陈宏亮	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517100001 chenhongliang@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040001 huili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,331.32	1,433.23	1,346.70	1,498.98	1,607.73
增长率(%)	86.98	7.66	(6.04)	11.31	7.26
EBITDA(百万元)	635.60	313.52	38.14	138.10	185.16
净利润(百万元)	266.08	2.06	(57.24)	(8.23)	9.10
增长率(%)	(261.94)	(99.23)	(2,882.85)	(85.63)	(210.62)
EPS(元/股)	0.26	0.00	(0.06)	(0.01)	0.01
市盈率(P/E)	17.08	2,209.23	(79.39)	(552.38)	499.36
市净率(P/B)	2.14	2.14	2.20	2.21	2.20
市销率(P/S)	3.41	3.17	3.37	3.03	2.83
EV/EBITDA	10.36	11.96	132.65	37.11	26.26

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 斯尔邦借壳丹化科技登录资本市场.....	4
1.1. 重组前公司主营煤制乙二醇.....	4
1.2. 重组后公司主营烯烃及其衍生物.....	6
2. 斯尔邦产业链一体化定位高端.....	7
2.1. 丙烯衍生物丙烯腈及 MMA 具备竞争力.....	8
2.1.1. 丙烯腈.....	8
2.1.2. MMA.....	10
2.2. 乙烯衍生物 EVA 和 EO 有望成为重要盈利点.....	11
2.2.1. EVA.....	11
2.2.2. EO.....	13
3. 上下游拓展进一步完善产业链.....	14
4. 盈利预测及投资建议.....	14
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：公司重组前后股权结构.....	4
图 2：煤制乙二醇生产流程图.....	5
图 3：公司历年营收情况.....	5
图 4：公司历年归母净利润情况.....	5
图 5：公司主要产品营收占比（2018）.....	5
图 6：公司主要产品毛利占比（2018）.....	5
图 7：公司历年主要产品毛利率情况（%）.....	6
图 8：华东乙二醇中间价格情况.....	6
图 9：斯尔邦营收和净利润情况.....	6
图 10：斯尔邦主要产品及下游应用.....	7
图 11：公司装置设备及产品产业链关系图.....	8
图 12：国内丙烯腈产能、产量及开工率情况.....	9
图 13：国内丙烯腈进出口量情况.....	9
图 14：国内丙烯腈下游需求结构.....	9
图 15：国内 ABS 树脂表观消费量快速增长.....	9
图 16：历年丙烯腈价格及价差情况.....	10
图 17：国内 MMA 主要厂家（万吨）.....	10
图 18：国内 MMA 产能、产量及表观消费量情况.....	10
图 19：国内 MMA 下游需求结构.....	11
图 20：华东 MMA 价格走势.....	11
图 21：国内 EVA 主要产能（万吨）.....	12

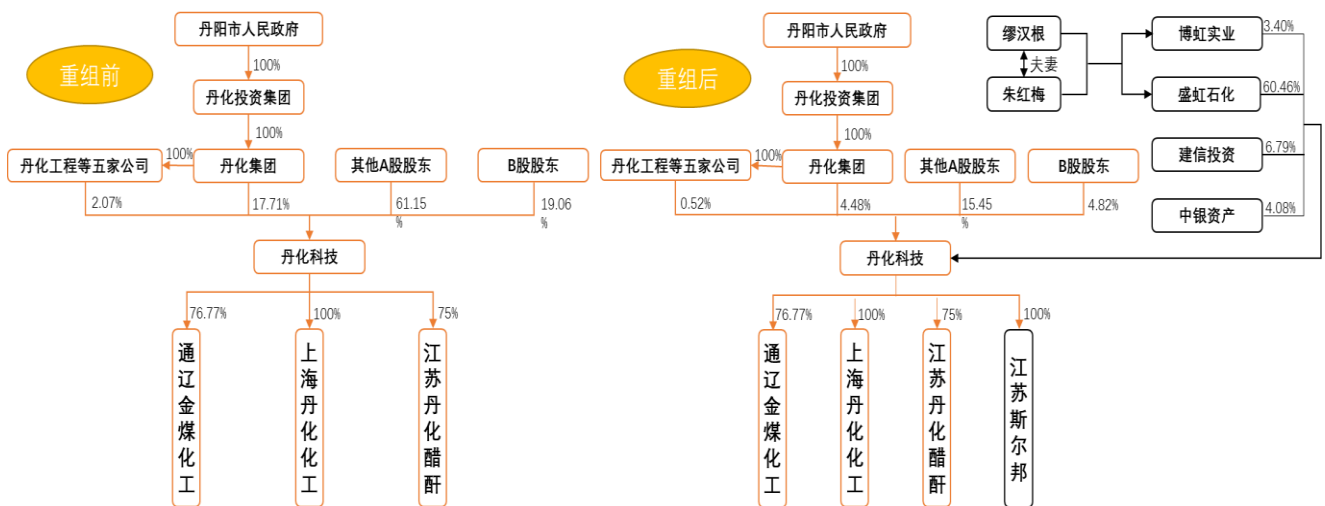
图 22: 国内 EVA 下游需求结构	12
图 23: 国内 EVA 产能、产量及表观消费量情况	12
图 24: 国内 EVA 进口依赖度高	12
图 25: 全球及中国光伏新增装机量 (GW)	13
图 26: EVA 价格及价差情况 (元/吨)	13
图 27: 国内 EO 历年产能、产量及开工率情况	13
图 28: 国内 EO 下游需求结构	13
图 29: 历年华东甲醇价格情况 (均价, 元/吨)	14
表 1: 公司主要装置规模及技术来源情况	7
表 2: 国内丙烯腈主要产能和未来新增产能情况	8
表 3: EVA 树脂生产技术对比	11
表 4: 不同 VA 含量 EVA 产品主要用途	12
表 5: 丹化科技业务拆分 (不考虑斯尔邦)	15
表 6: 可比公司估值比较	15

1. 斯尔邦借壳丹化科技登录资本市场

斯尔邦借壳丹化科技登录资本市场，原丹化科技的煤制乙二醇等主营业务将继续保留，重组后丹化科技将置入盈利能力较强的化工资产，公司主营业务将新增高附加值烯烃衍生生物的研发、生产及销售，主要产品范围将进一步涵盖丙烯腈、MMA、EVA、EO 及其衍生物等一系列多元石化及精细化学品，盈利能力得到大幅改善，使丹化科技转变成为一家具备较强市场竞争力的企业。重组完成后，公司的控股股东将由江苏丹化集团有限责任公司变更为盛虹石化，实际控制人将由江苏省丹阳市人民政府变成缪汉根、朱红梅夫妇。

具体的重组方案为丹化科技向斯尔邦全体股东发行股份购买斯尔邦 100%的股权，斯尔邦估值 110 亿元，股票发行价格为 3.66 元/股，发行股份总数约 30.05 亿股。斯尔邦原控股股东盛虹石化及其一致行动人博虹实业承诺在取得对价股份之日起 36 个月内不得转让及委托他人管理。斯尔邦承诺 2019-2021 年扣非后归母净利润合计不低于 28.5 亿元，如未达业绩承诺，斯尔邦原股东将承担业绩补偿责任。以 2019-2021 年承诺业绩的均值 9.5 亿/年作为基数，斯尔邦收购价格的 PE 为 11.6 倍，PB 为 1.57 倍。

图 1：公司重组前后股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

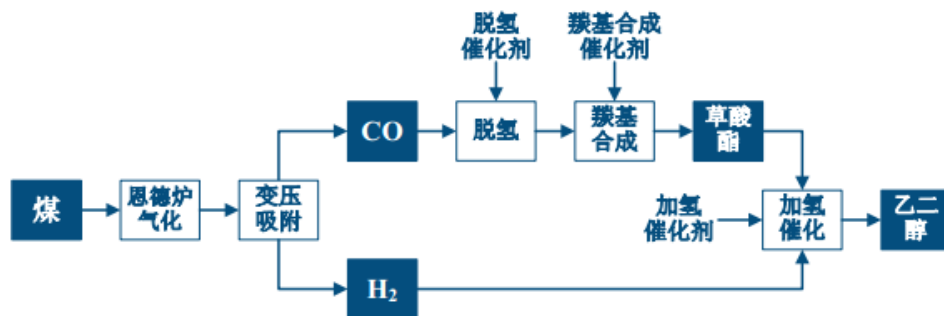
1.1. 重组前公司主营煤制乙二醇

丹化科技是国内专注于煤制乙二醇的化工企业，目前主要通过控股子公司通辽金煤生产乙二醇并联产草酸，其中乙二醇是丹化科技主营产品。通辽金煤位于内蒙古通辽市通辽经济技术开发区，坐拥全国五大露天煤矿之一的霍林河煤矿，煤矿资源丰富、交通便捷。通辽金煤目前建成了 22 万吨/年乙二醇联产 8 万吨/年草酸生产装置。公司是国内首家采用以褐煤为原料生产乙二醇的高新技术企业，掌握了“煤制乙二醇技术”并拥有自主知识产权，且率先在行业内实现了煤制乙二醇的工业化应用。此外，公司也是国内草酸生产规模较大的五家企业之一，占据了约 15% 的市场份额。

从丹化科技的历史经营数据来看，由于通辽金煤的乙二醇和草酸产能体量相对较小，收入相比公司总资产而言偏小，总资产周转率从 2010 年以来都小于 0.5。营收大头的乙二醇的盈利能力较弱且波动大，只有 2017 年和 2018 年毛利率达到 20% 以上，在 2013 年和 2016 年毛利率甚至为负值。由于公司营收规模较小，主营产品盈利能力较弱，因此 2010 年以来除了 2017 年外，其余年份归母净利润都不超过 3000 万，其中 2011、2013 和 2016 年

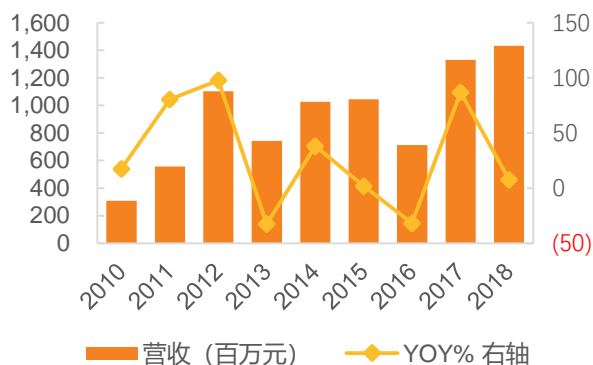
更是大幅亏损。2017 年通辽金煤向永金化工的子公司收取技术许可费 1.8 亿元，加上联营企业股权处置后与原股权相关的未实现交易损益转回，当年公司实现归母净利润 2.66 亿元，但扣非后归母净利润也仅为 0.34 亿元。

图 2：煤制乙二醇生产流程图



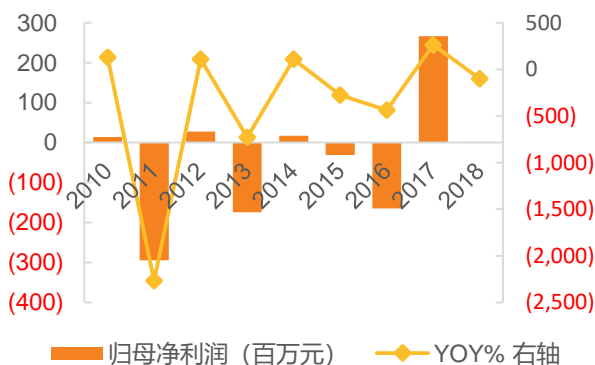
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司历年营收情况



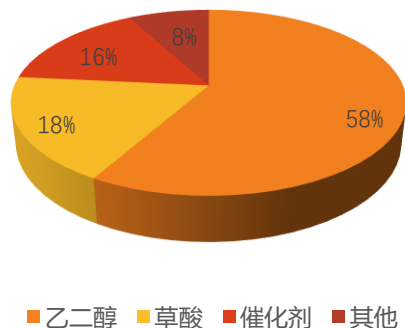
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司历年归母净利润情况



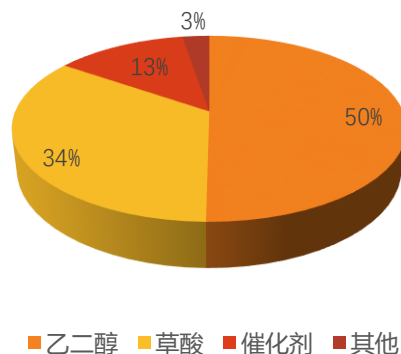
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司主要产品营收占比 (2018)



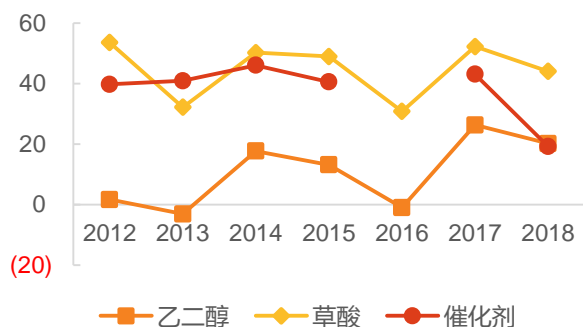
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司主要产品毛利占比 (2018)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司历年主要产品毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：华东乙二醇中间价格情况



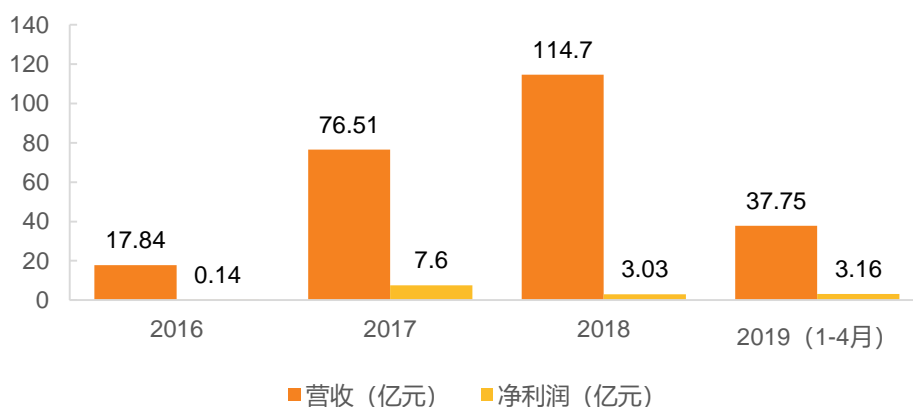
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 重组后公司主营烯烃及其衍生物

斯尔邦成立于 2010 年，位于全国七大石化产业园之一的连云港徐圩新区。连云港具备区域优势，无论是原材料采购和产品外运都具备运输优势。经过多年投资建设，斯尔邦目前投入运转的 MTO 装置设计生产能力约为 240 万吨/年（以甲醇计），单体规模位居全球已建成 MTO 装置前列，配套的丙烯腈、MMA、EVA、EO 及衍生物等装置产能在行业内名列前茅，对区域产品定价具有一定市场影响力。斯尔邦正在建设的丙烯腈二期技改项目规划新增 26 万吨/年丙烯腈、9 万吨/年 MMA 项目，较现有产能增加一倍，投产后公司产能优势将进一步强化。截至 2018 年，斯尔邦资产总额达到 195.5 亿元，资产净额达到 57.5 亿元，2018 年全年实现营收 114.7 亿元。随着斯尔邦近年来经营规模不断扩大，其盈利能力和资产规模不断提升。

本次重组完成后，一方面，斯尔邦将整体置入上市公司，使得上市公司的资产质量、盈利能力规模有望得到大幅提高；另一方面，斯尔邦亦将实现重组上市，完成登陆境内资本市场的战略规划。斯尔邦将建立起资本市场的直接融资渠道，为其业务发展提供资金保障，增强抗风险能力。资本市场提供的多样化运作方式亦有助于提升竞争力和并购整合能力，为未来可持续发展提供推动力。而重组完成后的丹化科技将以高附加值的烯烃及其衍生物为主营业务。

图 9：斯尔邦营收和净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 斯尔邦产业链一体化定位高端

斯尔邦主要以甲醇为核心原料，依托 MTO 主体装置并以甲醇为基础生产乙烯、丙烯等烯烃产品，再以烯烃为中间产品最终生产丙烯腈、MMA、EVA 和 EO 及其下游衍生物等高附加值产品。斯尔邦 MTO 下游避开了传统的聚乙烯、聚丙烯等产品，且丙烯腈、MMA 和 EVA 等主要产品做到国内第一梯队，实现了产品的差异化和竞争力。

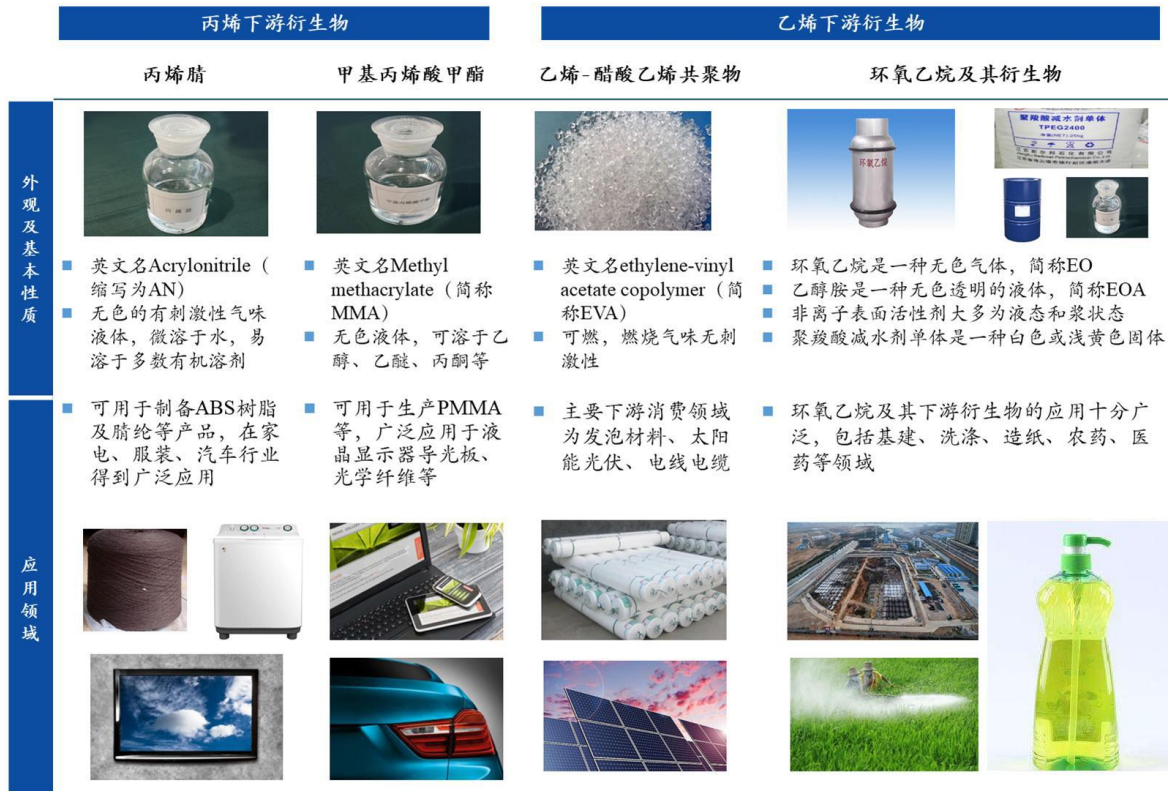
斯尔邦 MTO 技术来源于 UOP，其 1 期 240 万吨 MTO 装置是目前全球最大的单车 MTO 装置。UOP 先进的 MTO 工艺结合了 UOP/海德鲁 (Hydro) MTO 技术和道达尔 (Total)/UOP 烯烃裂解技术，可显著提高产量和进料的使用效率。就规模和运营效率来看，UOP 先进的 MTO 工艺技术业内稳居领导地位，因此斯尔邦这套 MTO 装置具备技术和成本优势。

表 1: 公司主要装置规模及技术来源情况

装置名称	规模	技术来源
甲醇制烯烃 (MTO)	80 万吨	UOP
EVA	30 万吨	德国巴赛尔
丙烯腈	26 万吨	美国杜邦公司
MMA	9 万吨	荷兰 VEKAMAF
EO	18 万吨	荷兰壳牌
乙醇胺	10 万吨	美国亨斯迈公司
乙氧基化	12 万吨	意大利迪斯美

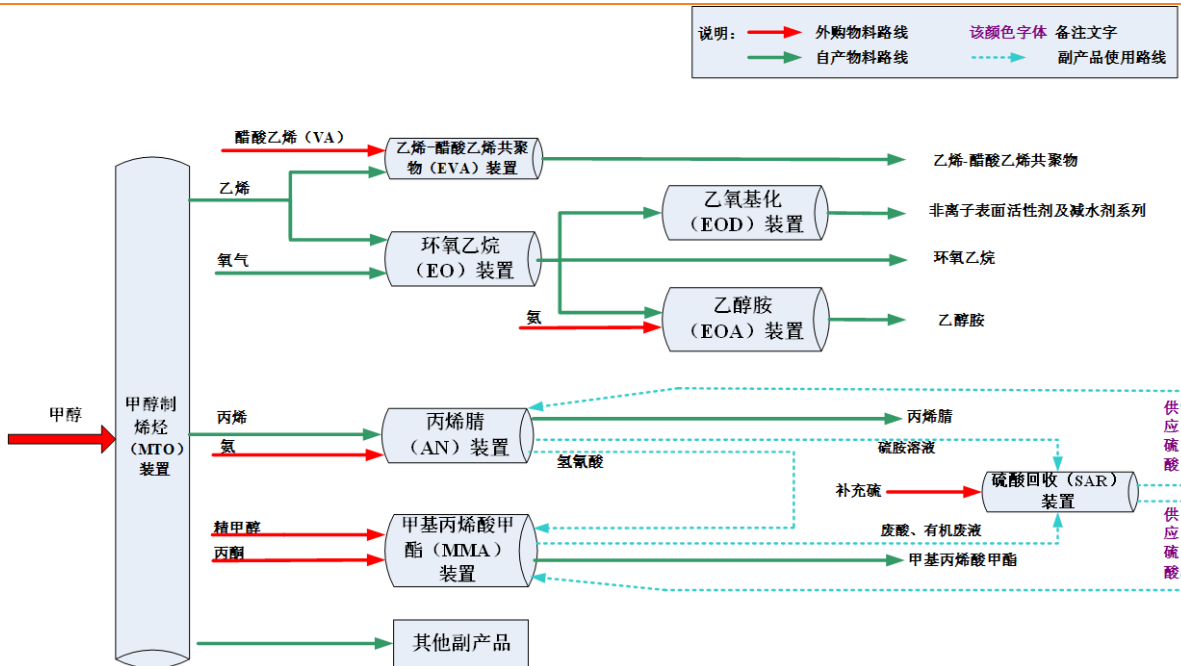
资料来源: 公司公告, 公司官网, 环评报告, 天风证券研究所

图 10: 斯尔邦主要产品及下游应用



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 11：公司装置设备及产品产业链关系图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 丙烯衍生物丙烯腈及 MMA 具备竞争力

2.1.1. 丙烯腈

丙烯腈在丙烯下游应用领域仅次于聚丙烯，丙烯腈主要用于生产聚 AN 纤维（腈纶）、ABS 树脂、SAN 树脂和丙烯酰胺等行业，同时还是丁腈橡胶、聚醚多元醇等产品必不可少的原料或中间体，下游产品广泛应用于家电、服装、造纸、汽车、环保、农药、医药等领域。

表 2：国内丙烯腈主要产能和未来新增产能情况

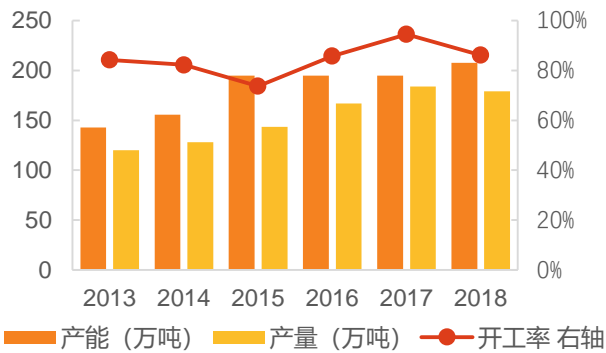
公司	现有产能（万吨）	新增产能（万吨）	新增产能投产时间
上海赛科	52		
吉林石化	45.2		
斯尔邦	26	26	2019Q3
浙江石化		26	2019Q4
安庆石化	21		
山东海力	13		
科鲁尔	13	13	2020Q4
抚顺石化	9.2		
齐鲁石化	8		
大庆石化	8		
大庆炼化	8		
兰州石化	3.5		
齐泰石化	0.8		
合计	207.7	65	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

斯尔邦丙烯腈产能具备技术和规模优势：制备丙烯腈的生产工艺主要有丙烯直接氨氧化工艺、丙烷直接氨氧化工艺和丙烷脱氢后再丙烯氨氧化工艺（即丙烷两步氨氧化工艺）。丙烯直接氨氧化工艺以 Sohio 工艺最为典型，目前全球 95%以上的装置采用 Sohio 公司开创并发展的丙烯氨氧化法技术。该技术具备原料易得，工艺过程简单，操作稳定，产品成本低等优点，经过 40 年的发展，技术日趋成熟，而斯尔邦丙烯腈项目使用了丙烯氨氧化先进技术并采用世界先进的催化剂，此外还结合了国产化新技术。从斯尔邦单套 26 万吨的规模来讲，是目前国内丙烯腈单套装置最大规模，与上海赛科的单套装置规模一样。我们认为技术和规模优势将为该项目较好的盈利能力提供有力的保障。丙烯腈二期技改项目投产后，斯尔邦将拥有丙烯腈 52 万吨，国内并列第一。

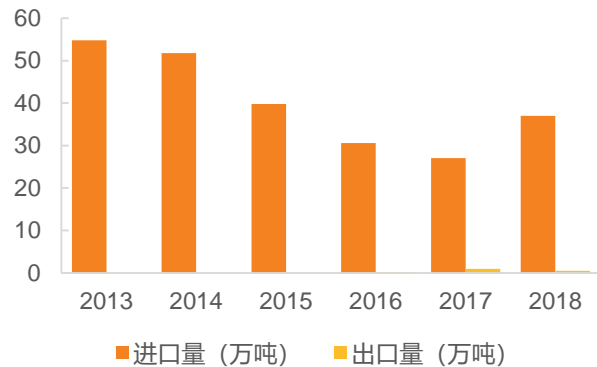
丙烯腈国内需求稳步提升：国内丙烯腈表观需求 2013 年约 175 万吨，2018 年提升至 216 万吨，5 年复合增速为 4.3%，表观需求稳步提升。从下游需求结构来看，ABS、腈纶和聚丙烯酰胺是丙烯腈最重要的应用领域。虽然腈纶近年来需求没什么增量，但仍然保持了每年 80-85 万吨左右的表观需求量。ABS 树脂需求方面则表现强劲，表观需求由 2014 年的 407.6 万吨提升至 2018 年的 574 万吨，复合增速达到 8.9%，是丙烯腈需求增长的重要引擎。聚丙烯酰胺具有良好的水溶性，工业用途极为广泛，享有“百业助剂”之称，应用最广的领域是污水处理、造纸业和石油工业。随着我国城市化、工业化进程的加速，全国废水的排放量也逐年增加，国家企业对于环境方面的投入也逐年增加、排污标准日益强化，作为水处理领域不可或缺的絮凝剂，聚丙烯酰胺的需求也有望继续增长，进而带动对上游原料丙烯腈的需求。此外，2013 年以来国内丙烯腈产能都保持了较高开工率，也表明丙烯腈需求处于相对紧俏的状态。

图 12：国内丙烯腈产能、产量及开工率情况



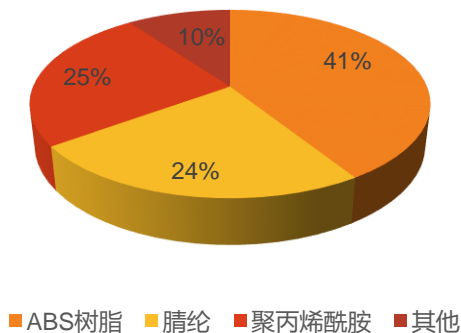
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 13：国内丙烯腈进出口量情况



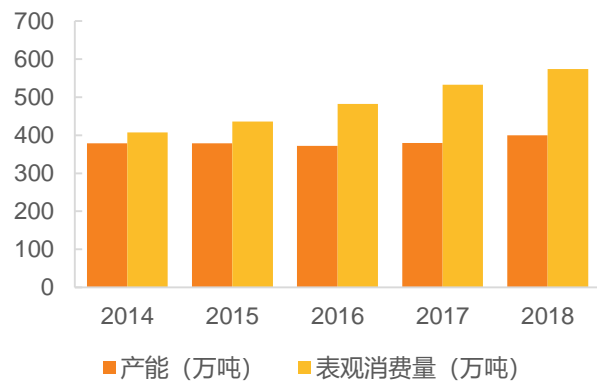
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 14：国内丙烯腈下游需求结构



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 15：国内 ABS 树脂表观消费量快速增长

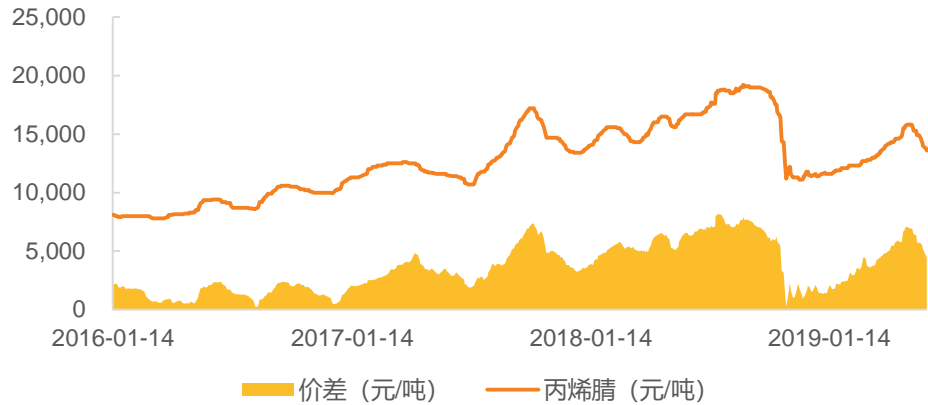


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

丙烯腈处于较好盈利水平：2016 年以来，随着下游需求的持续增长，加上国内环保力度加强，以及国内新增产能放缓，供需结构持续优化，丙烯腈产品价格也触底回升，行业利润

也大幅好转。2017年7月齐鲁石化年产8万吨丙烯腈装置停车,使得丙烯腈价格加速上涨超过了17000元/吨;2018年国内多套装置集中检修,加上海外装置不可抗力,使得供给一直相对紧张,产品价格也保持较好水平;2018年四季度丙烯腈价格由于原油价格暴跌而出现回落;2019年随着原油价格回升,丙烯腈产品盈利也逐步回升至较好水平。

图 16: 历年丙烯腈价格及价差情况



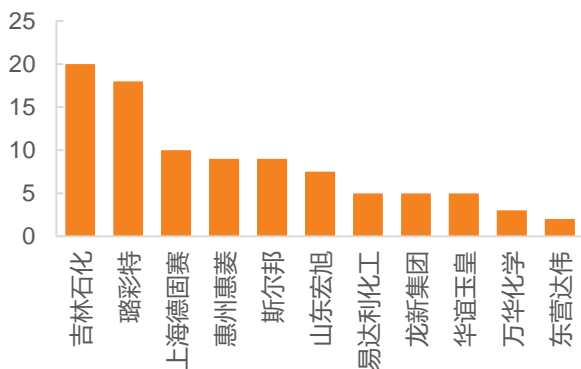
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.1.2. MMA

甲基丙烯酸甲酯 (MMA) 主要用于生产聚甲基丙烯酸甲酯 PMMA、ACR (别名 PVC 加工助剂) 以及乳液、涂料等。PMMA 也被称为“有机玻璃”, 是 MMA 的第一大下游产品。作为一种重要的塑料, PMMA 以其良好的透光性、耐冲击性、优良的电性能、适宜的刚性和密度而使其应用范围越来越广泛, 并且不断地向高端产业链条扩进, 如液晶显示器导光板、光学纤维、太阳能光伏电池等。目前, 中国已经成为全球最大的 PMMA 消费国。但受限于高端类型产品的产能不足, 一直以来我国均为 PMMA 的净进口国。

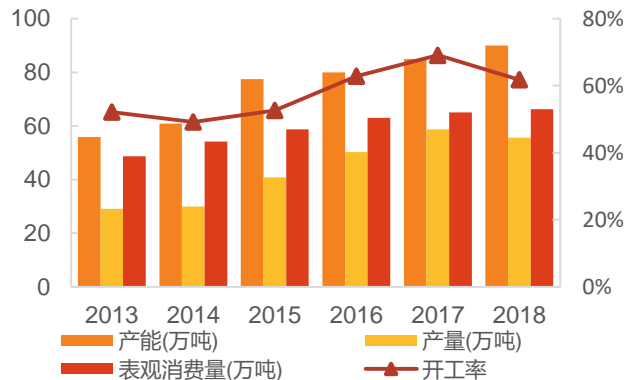
MMA 供给增多, 产品盈利存在一定压力: 2013 年以来, MMA 国内产能增长 61% 至约 90 万吨, 表观消费量增长 36% 至约 66 万吨, 产能增长较需求增长更快, 也导致行业整体开工率长期较低。根据卓创资讯数据, 2019-2020 年仍有不少产能投产, 因此供给较为充足, 产品价格预计将低位运行, 盈利能力受到一定压制。斯尔邦二期投产后将新增 9 万吨 MMA, 合计将达到 18 万吨产能, 国内排在前三, 处于行业领先位置。

图 17: 国内 MMA 主要厂家 (万吨)



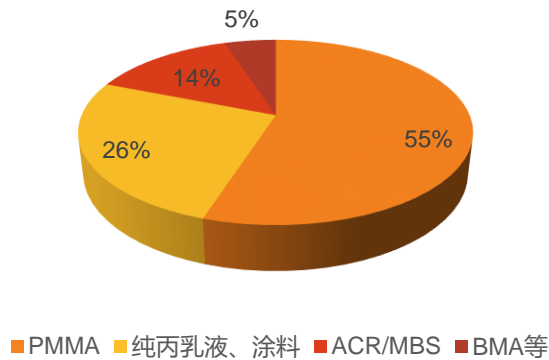
资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 18: 国内 MMA 产能、产量及表观消费量情况



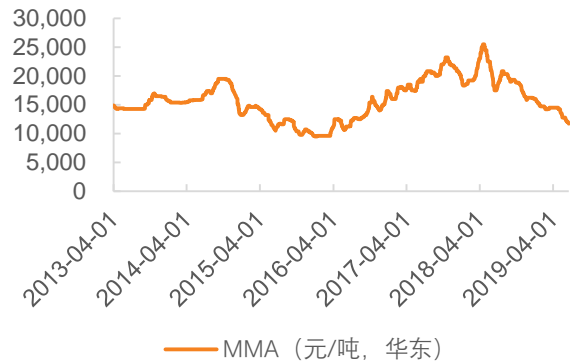
资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 19：国内 MMA 下游需求结构



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 20：华东 MMA 价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 乙烯衍生物 EVA 和 EO 有望成为重要盈利点

2.2.1. EVA

乙烯-乙酸乙烯共聚树脂（EVA 树脂）是继 HDPE、LDPE、LLDPE 之后的第四大乙烯系列聚合物。EVA 由乙烯和乙酸乙烯（VA）两种单体经工具反应而得，其中 VA 的质量分数在 5%-40%，由于其良好的性能，产品被广泛用于发泡材料、功能棚膜、包装膜、注塑吹塑制品、调和剂以及粘合剂、电线电缆，光伏电池封装胶膜以及热熔胶等领域。

EVA 工艺比较：目前国内外 EVA 树脂的生产主要采用高压法连续本体聚合工艺，根据所采用反应器的不同，高压法连续本体聚合工艺通常可分为管式法工艺和釜式法工艺两种。釜式法聚合工艺可生产 VA 含量小于 40% 的 EVA，其单程转化率为 10%-20%。管式法聚合工艺，可生产 VA 含量小于 30% 的 EVA 产品，其单程转化率为 25%-35%。管式法投资低、能耗低，目前主要用于大宗低 VA 含量 EVA 产品的生产，如发泡料、电缆料等。而釜式法在生产高 VA 含量牌号如光伏、热熔胶等产品时较有优势，主要用于高端牌号产品的生产。

表 3：EVA 树脂生产技术对比

项目	管式法	釜式法	备注
单套规模	35 万 t/a	14 万 t/a	
单程转化率	25-35%	10-20%	
投资	低	高	20 万 t 管式与 10 万 t 釜式投资相当
生产成本	低	比管式高 1000 元左右	以 18%VA 的 EVA 为例
产品类型	标准薄膜	挤出涂覆	
产品特点	相对分子量分布窄，长支链少儿不规则	相对分子量分布宽，长支链多而均匀	

资料来源：《EVA 树脂生产技术及市场现状》作者李超、王继琼，天风证券研究所

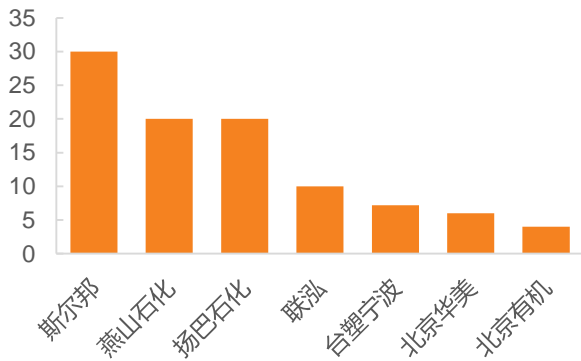
斯尔邦 EVA 产能及技术国内领先：斯尔邦现有 30 万吨 EVA 产能，包括一套 20 万吨的管式装置和一套 10 万吨的釜式装置，合计产能 30 万吨产能位居国内第一。斯尔邦石化 EVA 装置采用的是德国巴塞尔技术，其中管式法装置的操作压力高为 3000bar，专利转让产品牌号多达 9 个，产品的密度及熔融指数范围宽，VA 含量最高达 40%，熔融指数（MFI）最高可达 150，在行业中处于领先地位；管式装置是国内目前最大的单套装置。为满足高端市场需求，避免同质化竞争，树立良好市场形象，斯尔邦积极开发差异化 EVA 树脂产品牌号。我们认为随着设备和工艺经过磨合期后，叠加下游高端市场的培育，EVA 有望成为斯尔邦重要的盈利点之一。

表 4: 不同 VA 含量 EVA 产品主要用途

VA 含量	最终应用	一般性质
1%-6%	常用膜（烘烤食品袋、冷冻食品袋、冰袋、尿布包装袋等）	韧性、透明性好
6%-15%	农膜、吹塑、挤出层压膜、泡沫模塑成型、注塑、拉伸包装电线电缆	良好的冲击强度、良好的低温性能、良好的拉伸性能
15%-20%	粘合剂、涂层、挤出发泡鞋材	耐应力开裂性较好、低温性能好、机械强度欠缺
20-40%	热熔胶、地毯背衬、蜡基涂料	快速粘结性能耗

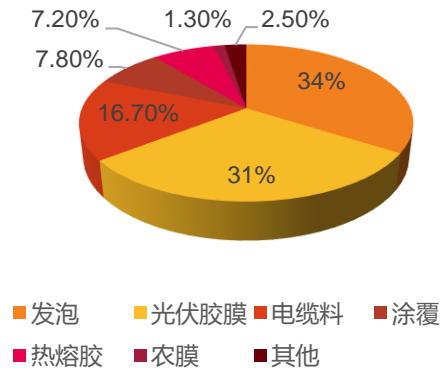
资料来源:《EVA 树脂生产技术及市场现状》作者李超、王继琼, 天风证券研究所

图 21: 国内 EVA 主要产能 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

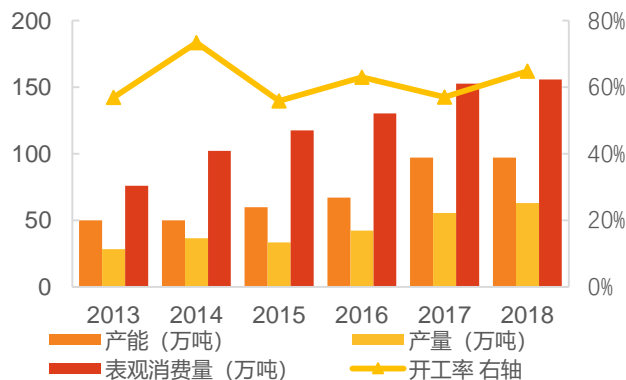
图 22: 国内 EVA 下游需求结构



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

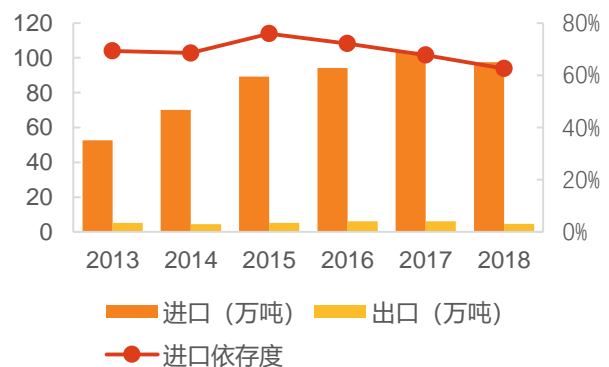
EVA 需求高增长, 但高端市场仍靠进口: 受益于下游需求的高增长, 国内 EVA 表观消费量从 2013 年至 2018 年实现近翻倍增长, 复合增速达到了 15.5%。下游需求中光伏胶膜需求增长强劲, 全球光伏新增装机量 5 年增长了 1.7 倍, 国内新增装机量增长更为迅猛, 5 年增长 2.4 倍, 并且还是在 2018 年国内装机量首次下滑的情况下实现的。根据欧洲太阳能行业协会预测, 2018-2022 年全球新增光伏装机量将达 621.7GW, 因此未来对光伏胶膜的需求仍将保持较快增长。由于国内厂家 EVA 品质问题, 产品集中在中低端料; 在光伏胶膜、涂覆、热熔胶等应用领域的供货较少, 国内仍需要大量进口, 因此我国对 EVA 的进口依赖度目前仍超过 60%。我们认为斯尔邦 EVA 装置技术领先, 通过重点研发推广面向光伏等高端领域的 EVA 树脂, 有望逐步扭转国内结构失衡的问题, 而光伏等领域用 EVA 高盈利也将给予斯尔邦更好投资回报。

图 23: 国内 EVA 产能、产量及表观消费量情况



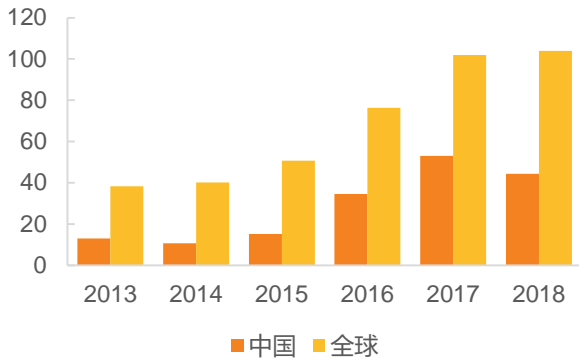
资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 24: 国内 EVA 进口依赖度高



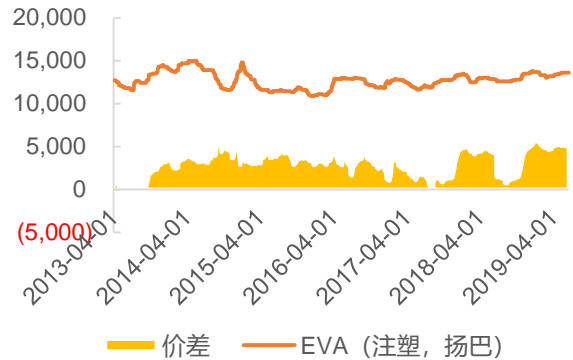
资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 25：全球及中国光伏新增装机容量（GW）



资料来源：智研咨询、BNEF，天风证券研究所

图 26：EVA 价格及及价差情况（元/吨）

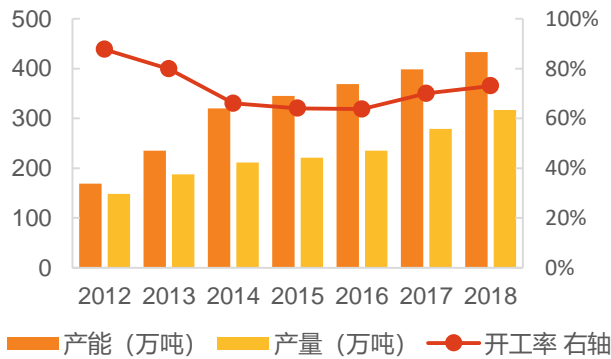


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. EO

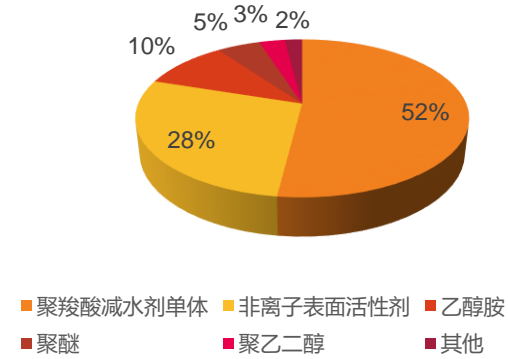
环氧乙烷（EO）是结构最简单的环醚，是重要的精细化工原料，并广泛应用于日化、医药、纺织、印染、建筑等行业，因此 EO 及其衍生物又有“工业味精”之称。国内市场的 EO 产能主要用于生产下游衍生产品，直接作为商品流通的比例相对较小。EO 主要用于下游的进一步精深加工，包括聚羧酸系减水剂、非离子表面活性剂、乙醇胺（EOA）等在内的精细类 EO 衍生物。斯尔邦 18 万吨 EO，下游配套了 10 万吨乙醇胺，8 万吨减水剂和 4 万吨非离子表面活性剂，通过往 EO 下游深加工来消化 EO。

图 27：国内 EO 历年产能、产量及开工率情况



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 28：国内 EO 下游需求结构



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

EO 新增供给放缓，开工率持续回升：2010-2014 年是国内产能扩张高峰期，导致产能过剩，也导致行业开工率不断下滑。2015 年开始行业新增供给放缓，而下游需求持续增长，使得行业逐步复苏，其开工率也从 2016 年的 64%逐步回升至 2018 年的 73%。下游需求方面，聚羧酸减水剂由于其性能和环保方面优于萘系减水剂，因此近年得到高速增长，已成为减水剂主导品种；非离子表面活性剂主要应用于洗涤用品行业和纺织印染行业，随着生活水平的提升，洗涤用品行业对非离子表面活性剂行业的需求有望不断升级。

我们认为斯尔邦 MTO 单套装置国内最大，无论是技术和规模都具备竞争优势。MTO 下游避开了传统的聚乙烯、聚丙烯等产品，其丙烯腈、MMA 和 EVA 等主要产品做到国内第一梯队，实现了产品的差异化和竞争力，产业链设计具备自己特色。丙烯腈和 EVA 等主要产品都瞄准下游高端市场，通过差异化高品质产品实现较好的盈利。

3. 上下游拓展进一步完善产业链

斯尔邦业务以甲醇为核心原材料来展开，而煤制甲醇是我国目前主要的甲醇制备方式。丹化科技目前在内蒙古通辽地区已有煤化工项目投产，积累了一定新型煤化工领域的项目经验及技术优势，所处地区在发展煤制甲醇等新型煤化工项目方面也具有一定的资源及区位优势。因此，通过本次交易，丹化科技同斯尔邦之间能够实现优势互补，有利于发挥化工产业协同效应，完善产业链上游甲醇供给方面的薄弱环节，实现化工全产业链布局，在更大程度上获取一体化产业链附加值，增强在烯烃衍生物行业内的话语权。

图 29：历年华东甲醇价格情况（均价，元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为斯尔邦未来还将沿着现有烯烃及其衍生物继续往下游拓展，斯尔邦也表示未来不仅仅是生产丙烯腈产品，而是要形成丙烯腈产业链，打造成国际一流且具有国际影响力的丙烯腈产业链。斯尔邦也在积极和有关院校探索使用丙烯腈生产己二腈的创新工艺，通过积极培育下游来打造丙烯腈产业链。此外，丙烯腈下游重要应用领域还包括 ABS 树脂，我们认为依托丙烯腈产业链及规模优势，斯尔邦将产业链进一步延伸至 ABS 树脂也不无可能。综合来看，斯尔邦将沿着现有烯烃产业链继续向下游附加值更高的新材料领域拓展，在消化自身上游产能的同时，进一步提升产业链整体盈利能力，实现做大做强。

4. 盈利预测及投资建议

由于斯尔邦相关的审计工作仍在进行当中，往年详细的财务数据还未披露，因此我们此处只对斯尔邦进行营业收入和净利润方面简单测算，丹化科技具体财务模型仍以现有业务为基准。我们预计斯尔邦 2019-2021 年营业收入为 115/132/145 亿元，净利润为 9.0/9.5/10.5 亿元；丹化科技现有业务收入拆分及毛利率情况见表 5，我们预计丹化科技 2019-2021 年归母净利润为 -0.6/-0.1/0.1 亿元，如果收购能够顺利完成，斯尔邦实现并表，我们预计 2019-2021 年净利润为 8.4/9.4/10.6 亿元。丹化科技总股本合计 10.17 亿股，其中 A 股 8.23 亿股，B 股 1.94 亿股，收购斯尔邦按照增发 30.05 亿股，则合计 40.22 亿股，在合并斯尔邦情况下，丹化科技 2019-2021 年 EPS 为 0.21/0.23/0.26 元，PE 为 21/19/17 倍。

我们选取荣盛石化、恒力石化、恒逸石化和卫星石化作为可比公司，如果收购斯尔邦能够顺利完成，斯尔邦实现并表，丹化科技的 PB 为 1.9 倍，可比公司 PB 均值为 2.4 倍，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

表 5：丹化科技业务拆分（不考虑斯尔邦）

分类	2018	2019E	2020E	2021E
乙二醇				
收入（百万元）	835	700	800	850
增速		-16%	14%	6%
毛利率	20%	3%	15%	18%
毛利（百万元）	169	35	120	149
成本（百万元）	667	665	680	701
草酸				
收入（百万元）	262	275	288	303
增速		5%	5%	5%
毛利率	44%	45%	45%	45%
毛利（百万元）	115	124	130	136
成本（百万元）	146	151	159	167
催化剂				
收入（百万元）	223	257	296	340
增速		15%	15%	15%
毛利率	19%	20%	20%	20%
毛利（百万元）	43	51	59	68
成本（百万元）	181	206	236	272
其他				
收入（百万元）	113	115	115	115
增速			0%	0%
毛利率	8%	8%	8%	8%
毛利（百万元）	9	9	9	9
成本（百万元）	104	106	106	106
总计				
收入（百万元）	1433	1347	1499	1608
增速		-6%	11%	7%
毛利率	23.4%	15.2%	21.2%	22.5%
毛利（百万元）	336	205	318	362
成本（百万元）	1098	1142	1181	1246

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：可比公司估值比较

股票代码	简称	总股本(亿股)	股价(元/股)	总市值(亿元)	所有者权益(亿元)	PB ^{LF}	备注
002493.SZ	荣盛石化	62.91	12.07	759	215	3.5	
600346.SH	恒力石化	70.39	12.07	850	276	2.2	
000703.SZ	恒逸石化	28.42	13.83	393	210	1.9	
002648.SZ	卫星石化	10.66	15.25	163	83	2.0	
	行业均值					2.4	
600844.SH	丹化科技	10.17	4.37	44	21	2.1	重组前
002632.SZ	丹化科技	40.22	4.37	176	91	1.9	重组后

资料来源：Wind，天风证券研究所（斯尔邦的所有者权益使用 2019.4.30 数据，其余公司用 2019Q1 披露数据）

5. 风险提示

斯尔邦资产注入失败的风险，斯尔邦承诺业绩不达预期风险，斯尔邦定价过高的风险，重组后商誉减值的风险，丙烯腈、EVA 等产品价格大幅下滑的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	292.99	219.21	282.78	224.85	506.79
应收票据及应收账款	189.67	85.46	138.99	110.84	157.12
预付账款	24.01	5.98	58.61	28.14	26.49
存货	262.14	157.13	255.15	269.78	264.43
其他	32.81	19.10	22.98	24.76	22.05
流动资产合计	801.62	486.87	758.52	658.36	976.87
长期股权投资	233.59	272.72	272.72	272.72	272.72
固定资产	2,409.95	2,212.36	2,149.04	2,090.24	2,021.15
在建工程	38.90	90.46	90.28	102.17	91.30
无形资产	172.96	162.12	151.12	140.12	129.12
其他	149.60	167.60	171.27	165.05	167.74
非流动资产合计	3,005.01	2,905.27	2,834.43	2,770.30	2,682.03
资产总计	3,806.63	3,392.14	3,592.95	3,428.66	3,658.90
短期借款	360.00	290.00	300.00	315.50	350.00
应付票据及应付账款	340.91	187.58	256.41	268.52	285.14
其他	317.19	118.81	343.86	167.59	326.43
流动负债合计	1,018.10	596.40	900.27	751.61	961.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.59	38.53	40.00	40.37	39.63
非流动负债合计	42.59	38.53	40.00	40.37	39.63
负债合计	1,060.69	634.93	940.27	791.98	1,001.21
少数股东权益	623.60	632.85	585.55	577.78	589.70
股本	1,016.52	1,016.52	1,016.52	1,016.52	1,016.52
资本公积	1,761.98	1,761.94	1,761.94	1,761.94	1,761.94
留存收益	1,105.82	1,107.84	1,050.60	1,042.37	1,051.47
其他	(1,761.98)	(1,761.94)	(1,761.94)	(1,761.94)	(1,761.94)
股东权益合计	2,745.94	2,757.21	2,652.68	2,636.68	2,657.70
负债和股东权益总	3,806.63	3,392.14	3,592.95	3,428.66	3,658.90

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	350.87	8.67	(57.24)	(8.23)	9.10
折旧摊销	206.20	251.76	134.51	137.91	140.95
财务费用	29.65	18.72	16.70	17.50	18.00
投资损失	(141.58)	8.01	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	(184.07)	96.58	0.27	(109.80)	159.55
其它	120.48	(13.51)	(47.30)	(7.77)	11.91
经营活动现金流	381.55	370.23	46.44	29.12	339.02
资本支出	546.62	137.97	58.53	79.63	50.74
长期投资	182.03	39.13	0.00	0.00	0.00
其他	(1,158.40)	(378.94)	(118.03)	(159.13)	(100.24)
投资活动现金流	(429.74)	(201.83)	(59.50)	(79.50)	(49.50)
债权融资	510.00	290.00	383.33	393.28	403.70
股权融资	(26.74)	(18.14)	(16.12)	(16.92)	(17.43)
其他	(508.34)	(484.04)	(290.58)	(383.91)	(393.86)
筹资活动现金流	(25.08)	(212.18)	76.64	(7.55)	(7.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(73.26)	(43.78)	63.57	(57.93)	281.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,331.32	1,433.23	1,346.70	1,498.98	1,607.73
营业成本	785.50	1,097.56	1,141.69	1,181.09	1,245.73
营业税金及附加	19.27	24.79	22.16	24.10	26.70
营业费用	89.43	91.00	87.54	97.43	96.46
管理费用	148.55	148.89	148.14	149.90	144.70
研发费用	27.76	40.18	40.40	44.97	48.23
财务费用	27.31	18.68	16.70	17.50	18.00
资产减值损失	0.66	1.13	3.64	1.81	2.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	141.58	(8.01)	0.50	0.50	0.50
其他	(285.96)	(6.03)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营业利润	377.22	25.06	(113.07)	(17.31)	26.20
营业外收入	10.84	0.55	0.50	0.50	0.52
营业外支出	3.51	1.60	2.00	2.00	2.00
利润总额	384.55	24.01	(114.57)	(18.81)	24.72
所得税	33.68	15.34	(10.03)	(2.82)	3.71
净利润	350.87	8.67	(104.53)	(15.99)	21.01
少数股东损益	84.79	6.62	(47.30)	(7.77)	11.91
归属于母公司净利润	266.08	2.06	(57.24)	(8.23)	9.10
每股收益(元)	0.26	0.00	(0.06)	(0.01)	0.01

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	86.98%	7.66%	-6.04%	11.31%	7.26%
营业利润	-229.84%	-93.36%	-551.25%	-84.69%	-251.34%
归属于母公司净利润	-261.94%	-99.23%	-2882.85%	-85.63%	-210.62%
获利能力					
毛利率	41.00%	23.42%	15.22%	21.21%	22.52%
净利率	19.99%	0.14%	-4.25%	-0.55%	0.57%
ROE	12.54%	0.10%	-2.77%	-0.40%	0.44%
ROIC	15.56%	0.56%	-3.31%	0.01%	1.42%
偿债能力					
资产负债率	27.86%	18.72%	26.17%	23.10%	27.36%
净负债率	7.90%	2.57%	3.79%	6.39%	-3.88%
流动比率	0.79	0.82	0.84	0.88	1.02
速动比率	0.53	0.55	0.56	0.52	0.74
营运能力					
应收账款周转率	11.96	10.42	12.00	12.00	12.00
存货周转率	6.68	6.84	6.53	5.71	6.02
总资产周转率	0.37	0.40	0.39	0.43	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.00	-0.06	-0.01	0.01
每股经营现金流	0.38	0.36	0.05	0.03	0.33
每股净资产	2.09	2.09	2.03	2.03	2.03
估值比率					
市盈率	17.08	2,209.23	-79.39	-552.38	499.36
市净率	2.14	2.14	2.20	2.21	2.20
EV/EBITDA	10.36	11.96	132.65	37.11	26.26
EV/EBIT	15.34	60.59	-52.49	27,746.21	110.00

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，并应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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com