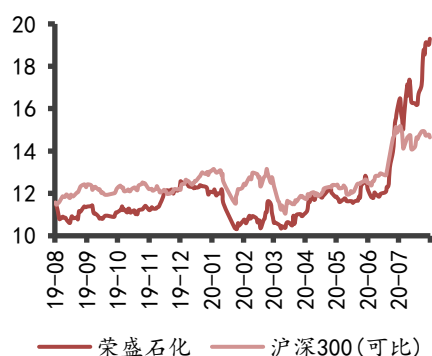


## 炼化一期顺利投产、二期快速推进，步入成长路

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-08-12
近 12 个月最高/最低（元）	19.75/9.30
总股本（百万股）	6291
流通股本（百万股）	5816
流通股比例（%）	92.4%
总市值（亿元）	1214.2
流通市值（亿元）	1121.9

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

### 相关报告：

《金发科技：净利润大幅增长，医疗健康业务带来新增量》2020.8.11

《利尔化学：疫情影响基本结束，农药板块再回正轨》2020.8.7

《新宙邦：含氟化学品领跑，电解液后劲十足》2020.7.31

《卫星石化：二季度产品景气度回暖，业绩有改善》2020.7.30

《华峰氨纶：氨纶业务优势稳定，新材料业务成主力》2020.07.29

### 事件描述：

8月12日，公司公告2020年半年报。据公告，2020H1公司实现营业收入502.82亿元，同比上升27.32%；归母净利润32.08亿元，同比上升206.55%；扣非后归母净利润31.65亿元，同比上升225.81%；加权平均净资产收益率为13.35%，同比上升8.45个百分点；经营活动现金流净额为16.42亿元，同比减少50.05%。

➤ **炼油产品及化工产品板块贡献了主要利润，炼化项目一期投产导致利润上升。**

2020H1，公司实现毛利106.02亿元，毛利率为21.09%；其中，化工产品系列贡献了主要利润，该系列毛利为61.76亿元（占总毛利的58.25%），毛利率为33.51%；炼油产品系列毛利为28.00亿元（26.41%），毛利率为20.98%；其他业务毛利为8.88亿元（8.37%），毛利率为12.12%。与2019年H1比较，公司2020H1毛利上升了82.68亿元，主要因为浙江石化4000万吨炼化一体化项目一期（2000万吨）于2019年12月全面投产。从地区经营看，2020H1，公司国内主营业务毛利为480.04亿元（同比上升459.52亿元），国外主营毛利为0.78亿元（同比下降2.03亿元），国内毛利大幅上升，国外本身毛利基数不大，但下降明显。从营收看，公司国内主营营收为491.43亿元（同比上升124.07亿元），国外主营营收为11.39亿元（同比下降16.16亿元）。上半年，受全球新冠疫情影响，外需大幅下降导致公司国外营收大幅下降。公司努力抓住国内大循环，配合4000万吨炼化一体化项目，国内营收及利润大幅上升，实现了2020H1毛利润的大幅增长。

➤ **Q2整体营收净利均环比大幅增长。**

2020Q2，公司实现营业收入292.29亿元，环比增加38.84%；归母净利润19.82亿元，环比增长61.66%；扣非后归母净利润20.30亿元，环比增长78.85%；整体销售毛利率为23.47%，环比增加5.70个百分点。浙江石化一期炼化项目从2019年5月开始投入运行，2019年12月全面投产，2020H1保持满产状态，为公司带来了业绩增量，公司整体的盈利能力也大幅提高。

➤ **炼油产品板块：炼化项目一期投产成为新的利润增长点。**

2020H1炼油产品板块实现营业收入133.47亿元，营收占比26.54%，比19年全年增加107.26亿元；实现毛利润28.00亿元，毛利占比26.41%，比19年全年增加20.91亿元。随着炼化项目一期（2000万吨）的全面投产，炼油产品板块的效益释放明显，成为公司利润增长点之一。

➤ **化工产品板块：高毛利率板块，毛利占比超58%。**

2020H1公司化工产品板块实现营业收入184.30亿元，营收占比36.65%；实现毛利润61.76亿元，毛利率33.51%，毛利占比达到58.25%。价格方面，化工产品价格都有所下跌，其中对二甲苯均价从2020Q1的6179元/吨下降到2020Q2的4172元/吨；苯乙烯均价从Q1的6474元/吨下降到Q2的5266元/吨；低密度聚乙烯均价从Q1的7325元/吨下降到Q2的6667元/吨；丙烯腈均价从Q1的9617元/吨下降到Q2的7391元/吨。

➤ **PTA板块：产品价格持续下降，盈利能力减弱。**

2020H1, PTA 板块实现营收 70.56 亿元, 同比下降 26.91%, 营收占比 14.03%; 实现毛利润 4.08 亿元, 毛利率 5.78%, 毛利同比下降 57.00%, 毛利占比达到 3.85%。价格方面, PTA 在 2020Q1 均价为 4250 元/吨, 2020Q2 均价为 3399 元/吨, 二季度价格有所下降, 而 8 月的最新价格有所回暖至 3645 元/吨, 主要是因为受到疫情导致的下游需求减小和国内 PX 产能加速投放的影响, PTA 持续供给过剩。由于未来下游聚酯产能增速不及 PTA, 终端纺织市场表现疲软, 预计 PTA 价格仍将维持低位运行, 但公司 PTA 产品具有产业链一体化优势, 将保持相对竞争优势。

➤ **炼化项目二期建设安装进入高峰期, 支撑公司未来业绩增量。**

浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目总投资 173.1 亿元, 是公司“原油-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链布局的重要一环, 目前一期 2000 万吨产能已经投产, 带来了公司 2020H1 营收和净利润大幅提高, 赚钱效应凸显。二期工程总投资 829 亿元, 目前处于建设安装阶段, 长周期设备采购已完成, 大宗材料的采购框架协议已基本完成, 设备、材料开始陆续到货, 预计 2020Q4 开始试运行。该项目打通了化工产品上游的石油炼化, 产业链进一步的完善使得公司整体规模效应更加显著, 降低了成本并提升了效益。公司增量业务丰富, 支撑公司未来业绩持续增长。

➤ **全产业链优化布局, 一体化配套最合理的炼化企业之一**

公司作为国内综合实力领先的石化和化纤行业的龙头企业之一, 长期竞争力的来源是其出色的产业链配套优势和规模成本优势。产业链配套优势: 公司具备“原油—燃料油、石脑油—芳烃—PTA—聚酯—纺丝—加弹”产业链一体化的竞争优势。通过产业链延伸, 上下游相互配套, 有助于降低公司主营业务成本, 在保障原料供应的同时, 确保产品质量可靠稳定, 也提高了公司的持续盈利能力和抗风险能力。规模成本优势: 公司主要产品生产规模在同行业中均居于领先地位, 生产规模大提高装置运行、产品质量的稳定性、提高生产效率、降低单位投资成本及单位能耗, 使产品更具市场竞争力。同时, 生产规模较大导致公司具备较强的原材料采购议价能力, 可以更好控制成本。以上两方面优势, 加上未来产能投产带来的业绩增量, 让公司成为具有长期投资价值的标的。

**投资建议**

预计公司 2020-2022 年收入分别为 1389 亿元、2042 亿元、2354 亿元, 归母净利润分别为 73.1、114.5、157.2 亿元, 同比增速为 231.3%、56.6%、37.3%。对应 PE 分别为 16.61、10.60、7.72 倍。公司首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示**

项目建设进度不及预期的风险; 原材料价格波动的风险; 产能过剩导致产品价格下跌的风险; 疫情影响持续的风险

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	82500	138845	204245	235395
(+/-) (%)	-9.8%	68.3%	47.1%	15.3%
归母净利润	2207	7310	11450	15719
(+/-) (%)	37.3%	231.3%	56.6%	37.3%
EPS (元)	0.35	1.16	1.82	2.50
P/E	35.32	16.61	10.60	7.72

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1. 公司整体经营状况与财务数据 .....	5
2. 公司分业务经营状况及重大事件 .....	8
3. 风险提示 .....	12

## 图表目录

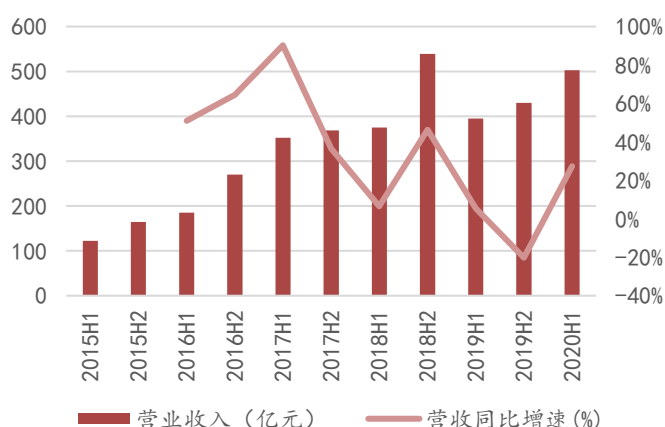
图表 1 公司营收半年度变化情况 .....	5
图表 2 公司营收季度变化情况 .....	5
图表 3 公司毛利半年度变化情况 .....	6
图表 4 公司毛利季度变化情况 .....	6
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 .....	6
图表 6 公司归母净利润季度变化情况 .....	6
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况 .....	6
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况 .....	6
图表 9 公司四项费用占比半年度变化情况 .....	7
图表 10 公司四项费用占比季度变化情况 .....	7
图表 11 公司现金流半年度变化情况 .....	7
图表 12 公司现金流季度变化情况 .....	7
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 .....	7
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 .....	7
图表 15 公司净现比半年度变化情况 .....	8
图表 16 公司净现比季度变化情况 .....	8
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 .....	8
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 .....	8
图表 19 各系列产品经营数据 .....	8
图表 20 各系列产品价格价差 .....	10
图表 21 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件 .....	11

## 1. 公司整体经营状况与财务数据

8月12日,荣盛石化发布2020半年报。据公告,2020H1公司共实现营业收入502.82亿元,同比增加27.32%,环比增加16.91%;实现毛利106.02亿元,同比增加373.89%,环比增加315.91%;实现归母净利润32.08亿元,同比增加206.55%,环比增加176.55%;整体毛利率为21.09%(同比增加15.18个百分点);整体净利率为11.11%(同比增加7.91个百分点);三项费用率为5.55%(同比增加2.18个百分点),销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.32%、2.00%、3.25%;研发费用率为1.68%(同比增加0.59个百分点);经营活动现金流净额为16.42亿元,同比下降50.06%,为2019H2的-30.75%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为249.18亿元,同比增长0.24%;净现比为0.29,同比下降2.31,盈利质量有所下降;存货周转天数为118.27天,同比增加83.68天,经营效率有所降低。

2020Q2公司经营状况相较Q1有较大改善,远超去年同期水平。据计算,2020Q2公司共实现营业收入292.29亿元,同比上升26.91%,环比上升38.84%;实现毛利68.6亿元,同比上升368.58%,环比上升83.33%;实现归母净利润19.82亿元,同比上升348.00%,环比上升61.66%;整体毛利率为23.47%(同比增加5.70个百分点);整体净利率为12.08%(同比增加2.32个百分点);三项费用率为4.19%(同比增加0.82个百分点),销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.32%、0.31%、3.56%;研发费用率为2.15%(同比增加0.66个百分点);经营活动现金流净额为37.71亿元,同比上升161.33%,为2020Q1的-177.13%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为148.47亿元,同比增长42.49%,投资强度有所增强;净现比为1.07,同比下降1.44,盈利质量有所下降;存货周转天数为103.81天,同比增加69.33天,经营效率有所降低。

图表1 公司营收半年度变化情况



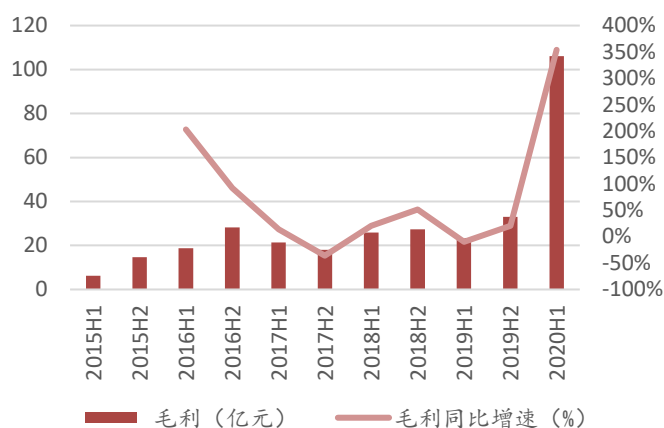
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表2 公司营收季度变化情况



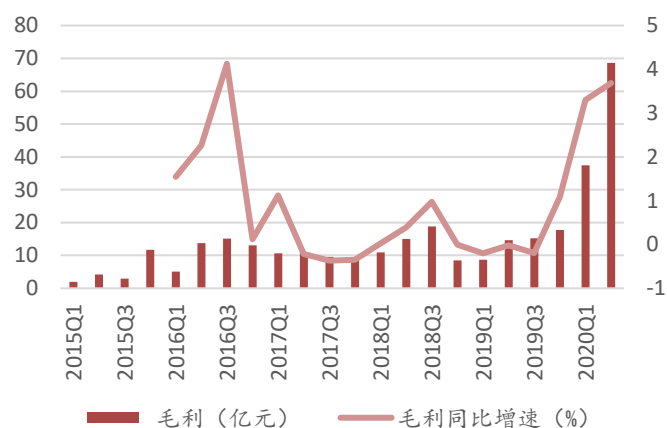
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表3 公司毛利半年度变化情况



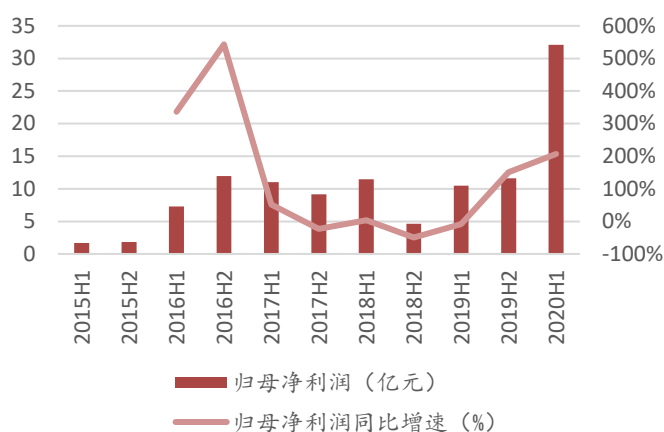
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 公司毛利季度变化情况



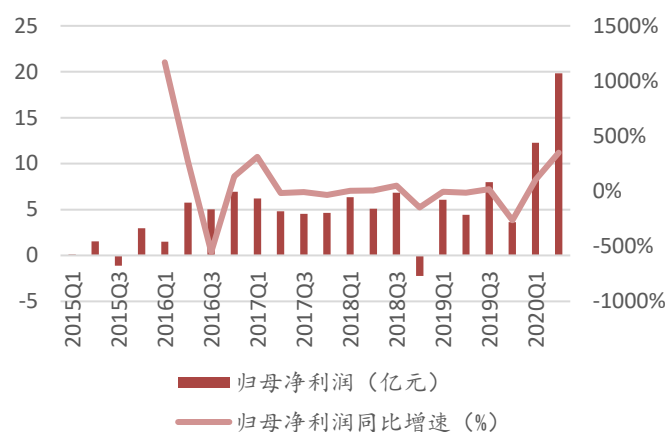
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 公司归母净利润半年度变化情况



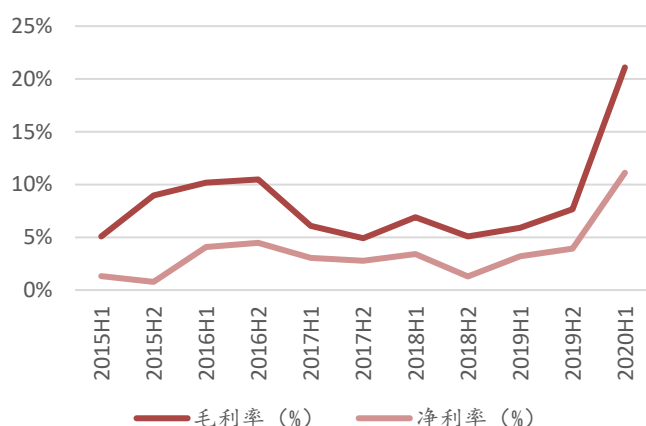
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 公司归母净利润季度变化情况



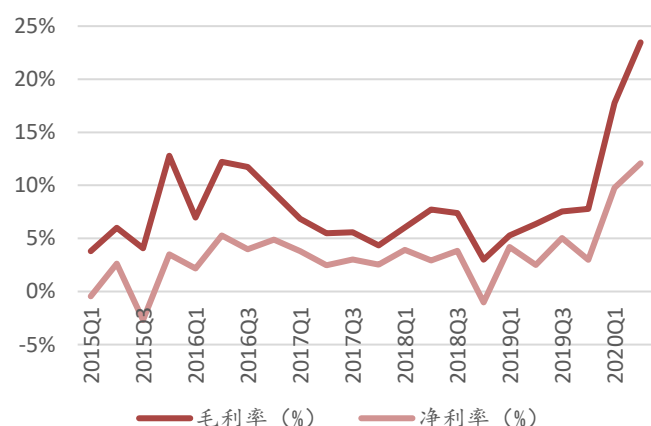
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



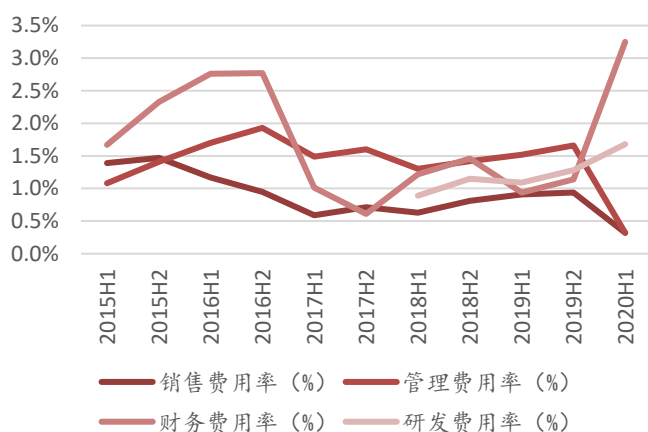
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 公司毛利率、净利率季度变化情况



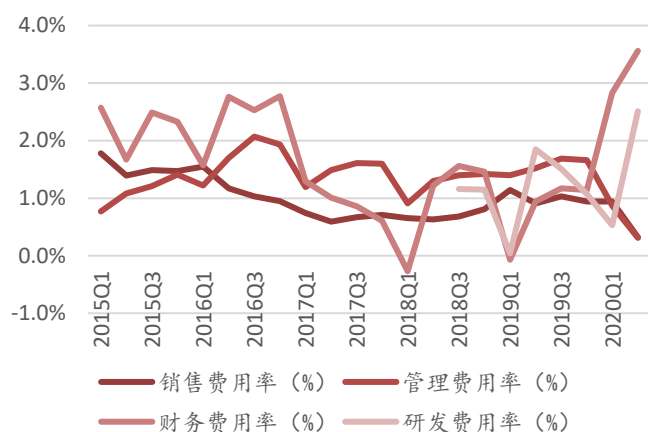
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表9 公司四项费用占比半年度变化情况



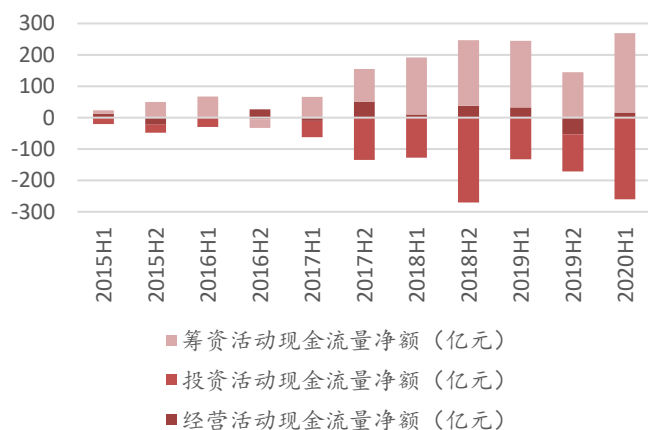
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表10 公司四项费用占比季度变化情况



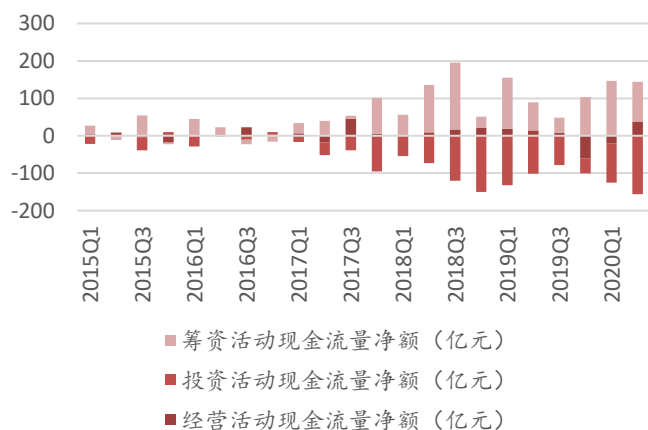
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表11 公司现金流半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表12 公司现金流季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



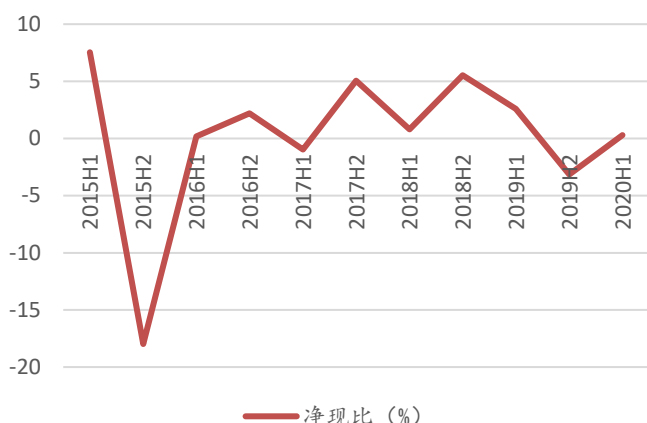
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



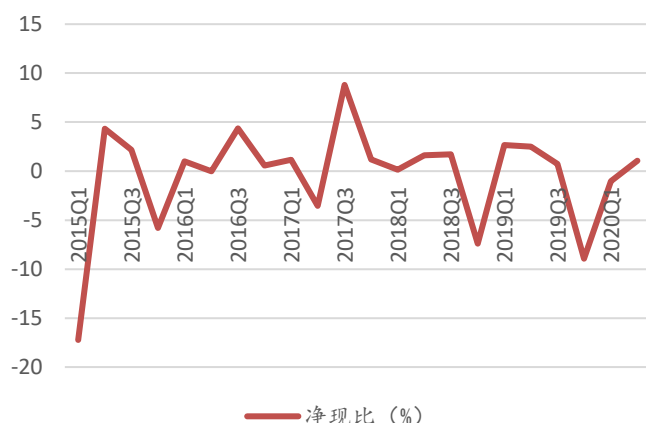
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



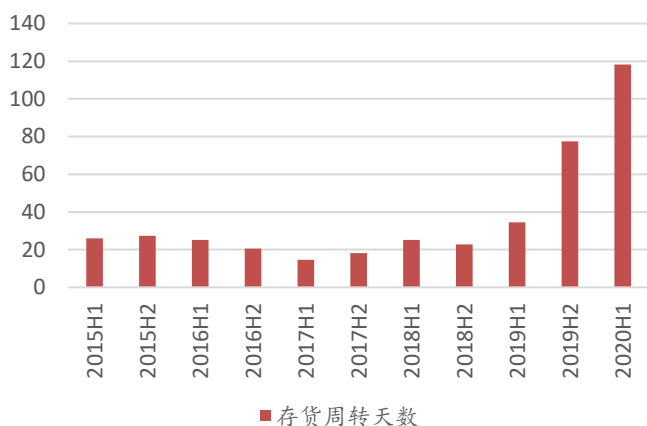
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2. 公司分业务经营状况及重大事件

2020H1 化工产品板块实现营收 184.3 亿元, 营收占比 36.65%; 实现毛利润 61.8 亿元, 毛利占比 58.25%。2020H1, PTA 板块实现营收 70.6 亿元, 同比下降 26.91%, 营收占比 14.03%; 实现毛利润 4.08 亿元, 毛利同比下降 57.00%, 毛利占比 3.85%。20H1, PTA 均价为 3825 元/吨, 同比下降 39%, 2020 年以来, PTA 均价从 Q1 的 4250 元/吨下降至 Q2 的 3399 元/吨 (-20.0%), 价格的下降导致了 2020H1PTA 营收毛利的下降。2020H1, 炼油产品板块实现营收 133.47 亿元, 营收占比 26.54%; 实现毛利润 28.00 亿元, 毛利占比 26.41%, 主要是因为 20H1 公司的炼化一体化项目一期运行高效稳定, 打通了化工产品上游的石油炼化, 产业链进一步的完善使得公司整体规模效应更加显著, 降低了成本并提升了效益。

图表 19 各系列产品经营数据



化工产品板块				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
15H1	/	/	/	/
15H2	24.59	15.7	8.89	36.15%
16H1	40.02	28.06	11.96	29.89%
16H2	74.75	54.3	20.45	27.36%
17H1	88.31	73.5	14.81	16.77%
17H2	53.96	50.44	3.52	6.52%
18H1	88.77	75.45	13.32	15.01%
18H2	102	90.9	11.1	10.88%
19H1	92.82	83.19	9.63	10.37%
19H2	85.95	75.51	10.44	12.15%
20H1	184.3	122.54	61.76	33.51%
15FY	24.59	15.7	8.89	36.15%
16FY	114.77	82.36	32.41	28.24%
17FY	142.27	123.94	18.33	12.88%
18FY	190.77	166.35	24.42	12.80%
19FY	178.77	158.7	20.07	11.23%
PTA 板块				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
15H1	80.43	77.22	3.21	3.99%
15H2	94.79	90.48	4.31	4.55%
16H1	91	86.76	4.24	4.66%
16H2	122.03	118.86	3.17	2.60%
17H1	189.42	186.98	2.44	1.29%
17H2	2.54	-2.18	4.72	185.83%
18H1	158.22	150.65	7.57	4.78%
18H2	63.22	54.25	8.97	14.19%
19H1	96.54	87.06	9.48	9.82%
19H2	103.65	96.89	6.76	6.52%
20H1	70.56	66.48	4.08	5.78%
15FY	175.22	167.7	7.52	4.29%
16FY	213.03	205.62	7.41	3.48%
17FY	191.96	184.8	7.16	3.73%
18FY	221.44	204.9	16.54	7.47%
19FY	200.19	183.95	16.24	8.11%
炼油产品板块				
19H1	/	/	/	/
19H2	26.21	19.11	7.1	27.07%
20H1	133.47	105.47	47.4	35.51%
19FY	26.21	19.11	7.1	27.07%

资料来源: wind, 华安证券研究所

**图表 20 各系列产品价格价差**

	含税价 (元/吨)	对二甲苯 (PX)	纯苯	苯乙烯	乙二醇	PTA	PC
半年 度均 价	17H1	7125	7085	9912	6828	5042	20746
	17H2	6759	6378	10309	7350	5280	24960
	18H1	7484	6465	10895	7566	5683	30186
	18H2	9491	6370	10568	6928	7201	22174
	19H1	8139	4619	8384	4770	6314	17726
	19H2	6785	5480	8133	4738	5199	16316
	20H1	5175	4276	5871	3929	3825	14731
	20H1 同比	-36%	-7%	-30%	-18%	-39%	-17%
	20H1 环比	-24%	-22%	-28%	-17%	-26%	-10%
季度 均价	17Q1	7381	7790	10652	7423	5318	21765
	17Q2	6880	6410	9204	6258	4777	19770
	17Q3	6559	6186	10306	7304	5159	21281
	17Q4	6962	6574	10312	7398	5403	28692
	18Q1	7389	6736	10504	7688	5708	31399
	18Q2	7578	6199	11280	7445	5658	28990
	18Q3	9257	6855	11723	7536	7565	24796
	18Q4	9725	5886	9412	6319	6837	19551
	19Q1	8678	4745	8302	5086	6467	18501
	19Q2	7615	4497	8464	4463	6166	16972
	19Q3	6825	5382	8693	4610	5523	16188
	19Q4	6745	5579	7574	4867	4876	16444
	20Q1	6179	5199	6476	4386	4250	15790
	20Q2	4172	3354	5266	3473	3399	13672
	20Q1 同比	-29%	10%	-22%	-2%	-34%	-15%
	20Q1 环比	-8%	-7%	15%	-10%	-13%	-4%
	20Q2 同比	-45%	-25%	-38%	-22%	-45%	-19%
20Q2 环比	-32%	-35%	-19%	-21%	-20%	-13%	
最新 价格	8月11日	4600	3500	5315	3705	3645	14200
	含税价 (元/吨)	低密度聚乙烯	高密度聚乙烯	聚丙烯	丙烯腈	丁二烯	
半年 度均 价	17H1	9825	10048	8633	11853	15760	
	17H2	9808	10555	9104	13759	10171	
	18H1	9792	11116	9298	15304	11075	
	18H2	9700	10784	10094	16277	11702	
	19H1	8829	9222	9033	13244	9084	
	19H2	7121	8228	8813	11444	10102	

	20H1	6996	7350	7888	8504	5527
	20H1 同比	-20%	-20%	-13%	-36%	-39%
	20H1 环比	-2%	-11%	-10%	-26%	-45%
季度 均价	17Q1	10158	10241	8980	11832	21888
	17Q2	9492	9863	8286	11872	9892
	17Q3	9675	9990	8878	12571	10467
	17Q4	9942	11128	9330	14963	9870
	18Q1	9833	11211	9355	14666	10868
	18Q2	9750	11022	9240	15933	11280
	18Q3	9617	11072	9893	18462	13070
	18Q4	9783	10496	10295	14092	10335
	19Q1	9233	9604	9233	12246	9736
	19Q2	8425	8851	8833	14214	8450
	19Q3	7825	8482	8954	11780	10453
	19Q4	6417	7974	8671	11108	9751
	20Q1	7325	7348	7616	9617	7146
	20Q2	6667	7352	8160	7391	3907
	20Q1 同比	-21%	-23%	-18%	-21%	-27%
	20Q1 环比	14%	-8%	-12%	-13%	-27%
	20Q2 同比	-21%	-17%	-8%	-48%	-54%
20Q2 环比	-9%	0.05%	7%	-23%	-45%	
最新 价格	8月11日	7500	8100	8208	7800	4700

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重点项目进展		
2020H1	4000 万吨炼化一体化项目二期达到建设高峰	“4,000 万吨炼化一体化项目”二期工程计划投资 829 亿元, 2020H1 投入 128 亿元, 项目进度达 24.26%, 现进入现场实施阶段, 建设安装进入高峰期, 预计 2020Q4 开始试运行
2020H1	100 万吨多功能聚酯切片项目	项目计划投资 25 亿元, 2020H1 投入 14.9 亿元, 项目进度已达 100%
2020H1	年产 20 万吨差别化纤维技改项目	项目计划投资 5.5 亿元, 2020H1 投入 0.74 亿元, 项目进度已达 85%
2020H1	罐区 VOCs 治理技改项目	项目计划投资 0.7 亿元, 2020H1 投入 0.69 亿元, 项目进度已达 99.34%
2020H1	年产 25 万吨功能性聚酯薄膜扩建项目	项目计划投资 20 亿元, 2020H1 投入 0.78 亿元, 项目进度已达 16.8%
重大事件		

2020/05/21	2019 年度权益分派实施	公司 2019 年年度股东大会审议通过 2019 年度利润分配方案：公司以现有总股本 6,291,750 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 1.2 元（含税），本年度不送红股也不进行资本公积金转增股本
2020/4/24	面向合格投资者公开发行绿色公司债券（第一期）	公司与 2020 年 4 月 27 日起在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台双边挂牌交易，并面向合格机构投资者交易。债券简称 20 荣盛 G1，发行总额 10 亿元，期限 4 年，票面利率 4.77%
2020/04/22	开展 2020 外汇衍生品交易业务公告	2020 年 4 月 21 日公司召开第五届董事会第九次会议，表决通过了《关于开展 2020 年度外汇衍生品交易业务的议案》。公司拟于 2020 年开展规模不超过 58 亿美元的外汇衍生品交易业务，同时分析了交易业务的风险，制定了《外汇衍生品交易业务管理制度》
行业重大事件		
2020H1	混合芳烃进口量暴增	受国际油价“黑天鹅”事件的影响，境外的混合芳烃产品价格处在历史较低位置，而随着中国逐渐摆脱疫情的影响，中国成为了混合芳烃的主要需求区，于是导致了 2020H1 混合芳烃进口量的暴增。
2020/04/09	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	化工行业作为我国国民经济的支柱产业，由于市场机制的不完善和部分企业管理意识的落后，依然存在资源配置不够优化的现象，《意见》指出，各行各业应加速要素价格市场化改革，健全要素市场运行机制。这要求化工行业进一步优化产业结构，以应对全球疫情及全球经济下行的影响。
2020/06	《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》	《意见》指出，要坚持提升国内油气勘探开发力度，并通过企业债券、增加授信额度等方式推动勘探开发投资稳中有升，作为石油开采行业的下游，化工行业可能会面临原材料来源的增加与原材料价格的下降

资料来源：wind，百川盈孚，政府网站，华安证券研究所

### 3. 风险提示

项目建设进度不及预期的风险；原材料价格波动的风险；产能过剩导致产品价格下跌的风险；疫情影响持续的风险

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

## 资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	55596	37685	56921	71065
现金	12878	0	0	0
应收账款	2049	2515	4350	5041
其他应收款	1201	2343	3161	3680
预付账款	3443	4053	6573	7575
存货	26585	18598	32853	44703
其他流动资产	9441	10175	9984	10065
<b>非流动资产</b>	126991	166480	206119	244268
长期投资	6732	6732	6732	6732
固定资产	71267	95023	119793	152763
无形资产	4024	5365	6182	7122
其他非流动资产	44967	59359	73412	77651
<b>资产总计</b>	182587	204165	263040	315333
<b>流动负债</b>	81172	90565	130358	156453
短期借款	30042	43121	54075	64259
应付账款	35567	29031	51889	65098
其他流动负债	15563	18414	24394	27095
<b>非流动负债</b>	59848	59848	59848	59848
长期借款	58403	58403	58403	58403
其他非流动负债	1444	1444	1444	1444
<b>负债合计</b>	141019	150413	190206	216300
少数股东权益	19013	23887	31520	41999
股本	6291	6291	6291	6291
资本公积	6688	6688	6688	6688
留存收益	9576	16886	28336	44055
归属母公司股东权益	22555	29865	41315	57034
<b>负债和股东权益</b>	182587	204165	263040	315333

## 现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-2052	22809	37615	37614
净利润	2207	7310	11450	15719
折旧摊销	1789	3286	2341	2530
财务费用	885	5987	6588	7117
投资损失	-901	0	0	0
营运资金变动	-6623	1348	9602	1767
其他经营现金流	9421	10840	9482	24433
<b>投资活动现金流</b>	-35167	-42779	-41982	-40681
资本支出	-36861	-42779	-41982	-40681
长期投资	-251	0	0	0
其他投资现金流	1945	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	35583	7092	4366	3067
短期借款	5012	13079	10954	10184
长期借款	28077	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	2494	-5987	-6588	-7117
<b>现金净增加额</b>	-1690	-12878	0	0

资料来源：wind，华安证券研究所

## 利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	82500	138845	204245	235395
营业成本	76869	114728	168920	190920
营业税金及附加	513	1805	2655	3060
销售费用	778	694	1534	1722
管理费用	389	568	853	1018
财务费用	943	5794	6588	7117
资产减值损失	-37	-4	-1	-2
公允价值变动收益	-62	0	0	0
投资净收益	901	0	0	0
<b>营业利润</b>	3139	13586	21243	28732
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	3144	13586	21243	28732
所得税	187	1402	2160	2533
<b>净利润</b>	2957	12184	19083	26198
少数股东损益	750	4874	7633	10479
<b>归属母公司净利润</b>	2207	7310	11450	15719
EBITDA	4759	22669	30174	38380
EPS (元)	0.35	1.16	1.82	2.50

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.8%	68.3%	47.1%	15.3%
营业利润	38.0%	332.9%	56.4%	35.3%
归属于母公司净利润	37.3%	231.3%	56.6%	37.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	6.8%	17.4%	17.3%	18.9%
净利率 (%)	2.7%	5.3%	5.6%	6.7%
ROE (%)	9.8%	24.5%	27.7%	27.6%
ROIC (%)	2.0%	10.6%	12.9%	14.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	77.2%	73.7%	72.3%	68.6%
净负债比率 (%)	339.3%	279.8%	261.1%	218.4%
流动比率	0.68	0.42	0.44	0.45
速动比率	0.31	0.17	0.13	0.12
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.45	0.68	0.78	0.75
应收账款周转率	40.26	55.20	46.95	46.69
应付账款周转率	2.16	3.95	3.26	2.93
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.35	1.16	1.82	2.50
每股经营现金流 (薄)	-0.33	3.63	5.98	5.98
每股净资产	3.59	4.75	6.57	9.07
<b>估值比率</b>				
P/E	35.32	16.61	10.60	7.72
P/B	3.46	4.07	2.94	2.13
EV/EBITDA	33.95	10.19	8.02	6.57

## 分析师与研究助理简介

**刘万鹏**：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。