

## 万华化学（600309）深度研究报告

## 聚氨酯为盾，石化为矛

- ❖ **单路蓝缕以启山林，全球 MDI 龙头的来时路。**公司前身为烟台合成革厂，于诞生之初就是为了突破 MDI 的技术封锁。在历经 40 年艰苦卓越的研发，公司从技术装备引进到完全自主研发，再到以第六代、第七代技术实现国际领先。历史数据显示，公司在 2015 年聚合 MDI 价格跌落至含税价 10000 元/吨时，吨聚氨酯净利约 1500 元，而到 2020H1 聚合 MDI 价格再次跌落至 10000 元/吨附近时，公司吨净利已经接近 2700 元，成本端在做大单套装置、做精循环经济的过程中实现了巨大的进步。
- ❖ **MDI 高壁垒，聚氨酯板块成为公司现金流平台。**聚氨酯是化工板块从始至终都保持寡占格局的大单品，技术壁垒使其毛利率中枢维持 40% 以上的水平，按照公司的费率水平，意味着吨聚氨酯净利可达 3000 元/吨以上的水平，即聚氨酯板块绝大多数时候可实现 75 亿元以上的净利润，作为公司极好的现金流平台。展望未来的发展，以 MDI 为代表的聚氨酯板块仍存在一定的供应压力，主要增量来自于万华化学和科思创，其中万华化学作为全球成本领先的生产商，其市占率有望在相对较高的毛利率下持续提升。
- ❖ **做大增长平台，从烯烃再出发。**相对 MDI 而言，烯烃项目毛利率明显偏低，这背后主要是因为烯烃进入壁垒相对较低，技术工艺包已经成熟所致。但于企业发展增长而言，烯烃作为第一大合成材料，战略地位举足轻重。在烯烃的技术路线中，公司选择了成本优势相对显著的气头路线，已经投产了 183 万吨 PO/AE 项目，百万吨烯烃项目预计在 2020Q4 投产，经过测算，后者即使按照 2020H1 的极端情况测算，也能贡献 20 亿元左右的净利，或成为公司当之无愧的增长平台。展望未来，烯烃供需基本匹配，核心是内外生产商在“进口利润”这一变量下的竞争，属于典型的国产化进程，预计以维持现有毛利率水平为主。
- ❖ **成熟的必然选择，精细化工品成着力点。**当化工行业进入相对成熟的阶段后，小单品的重要性就显日益突出，尤其其中高壁垒、高毛利的品种，诸如尼龙 12 等高端产品。从市场容量而言，按照石油和化学工业规划院的测算，2019 年全国化工新材料的市场容量为 7632 亿元，预计 2025 年增长到 14515 亿元，即未来 6 年复合增速高达 11%。若按照公司 2019 年财年精细化工及新材料的营收折算，市占率不足 1%，市场空间广阔。从过往 4 年的发展，公司精细化工及新材料板块呈现出一定的“以量补价”式增长的特征，若按照未来 3 年年均投产 15 万吨新产能的进度预测，3 年该板块累计料可贡献 6 亿元净利增量。
- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年归母净利润依次为 71 亿元、122 亿元和 137 亿元，对应 EPS 依次为 2.27、3.88 和 4.35 元/股，考虑到公司相对普通周期股存在显著的估值提升特征，按照 2022 年业绩给予 20 倍 PE，给予 87.00 元/股的目标价，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**石化板块盈利能力不及预期。

## 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	68,051	100,864	119,204	126,325
同比增速(%)	12.3%	48.2%	18.2%	6.0%
归母净利润(百万)	10,130	7,138	12,182	13,670
同比增速(%)	-4.5%	-29.5%	70.7%	12.2%
每股盈利(元)	3.23	2.27	3.88	4.35
市盈率(倍)	22.1	31.3	18.4	16.4
市净率(倍)	5.3	4.9	4.1	3.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 20 年 08 月 24 日收盘价

## 强推（首次）

目标价：87.00 元

当前价：71.2 元

## 华创证券研究所

证券分析师：张文龙

电话：010-66500983

邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com

执业编号：S0360520050003

## 公司基本数据

总股本(万股)	313,975
已上市流通股(万股)	142,376
总市值(亿元)	2,235.5
流通市值(亿元)	1,013.71
资产负债率(%)	62.7
每股净资产(元)	13.2
12 个月内最高/最低价	72.11/36.54

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

**从现金流平台与增长平台的角度重新理解公司业务关系。**聚氨酯是化工板块从始至终都保持寡占格局的大单品，技术壁垒使其毛利率中枢维持40%以上的水平，按照公司的费率水平，意味着吨聚氨酯净利可达3000元/吨以上的水平，即聚氨酯板块绝大多数时候可实现75亿元以上的净利润，作为公司极好的现金流平台。相对于MDI，公司的石化项目盈利能力明显偏弱，但是出于发展的考虑，烯烃作为最大品类的合成材料，地位举足轻重，公司选择从气头技术路线入手，使其具备一定的扛风险能力，按照测算，百万吨烯烃项目即使按照2020H1的极端情况，亦可实现20亿元以上的净利水平。

**精细化是综合性化工龙头企业成熟的标志。**当化工行业进入相对成熟的阶段后，小单品的重要性就显得日益突出，尤其其中高壁垒、高毛利的品种，诸如尼龙12等高端产品。从市场容量而言，按照石油和化学工业规划院的测算，2019年全国化工新材料的市场容量为7632亿元，预计2025年增长到14515亿元，即未来6年复合增速高达11%。若按照公司2019年财年精细化工及新材料的营收折算，市占率不足1%，市场空间广阔。从过往4年的发展，公司精细化工及新材料板块呈现出一定的“以量补价”式增长的特征，若按照未来3年年均投产15万吨新产能的进度预测，3年该板块料可贡献6亿元净利增量。

### 投资逻辑

**增长作锚，估值提升护航。**公司凭借在聚氨酯赛道上得天独厚的技术和成本优势，料将逐步以市占率提升的方式分享更大的收益。以聚氨酯这个强大的现金流平台，公司持续近3%的研发投入，不断地填补国内精细化工及新材料市场的空白，以分享高企的毛利率。与此同时，公司积极介入烯烃市场，向综合型化工龙头企业再进一步。在聚氨酯市占率、精细化工及新材料产能投放和气头烯烃扩规模的进程中，持续增长的利润是其市值成长的锚，而其高壁垒、高ROE使其在资产荒的当下持续享受估值抬升的利好。

### 关键假设、估值与盈利预测

**MDI国内产能投放是盈利增长的根本。**本报告考虑到万华和科思创产能投放的进度，假设聚氨酯平均价格保持2020H1的平均水平，即公司吨聚氨酯营收保持10755元/吨。该假设下，公司2020-2022年归母净利润依次为71亿元、122亿元和137亿元，2020-2022年PE倍数依次为31倍、18倍和16倍。

# 目录

一、筚路蓝缕以启山林，全球 MDI 龙头的来时路.....	5
二、打造现金流平台，做大增长平台.....	7
2.1、打造现金流平台，面向全球布局决胜 MDI.....	7
2.2、做大增长平台，从烯烃再出发.....	10
三、成熟的必然选择，精细化工品成着力点.....	12
3.1 国产化驱动发展，公司市占率尚低.....	12
3.2 即使以量补价，利润高增长依然可期.....	13
四、盈利预测与估值.....	14
五、风险提示.....	14

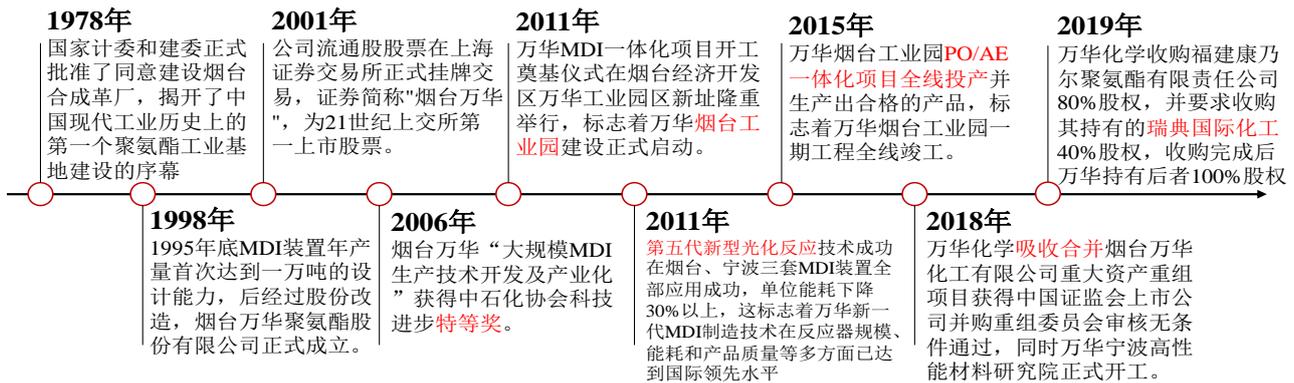
# 图表目录

图表 1	万华化学的发展历程	5
图表 2	万华化学技术进步历程	5
图表 3	公司的股权结构	5
图表 4	公司聚氨酯单吨营业成本结构	6
图表 5	聚氨酯吨营收、成本和毛利组成	6
图表 6	公司历史营收结构	6
图表 7	公司历史毛利结构	6
图表 8	公司的业务结构	7
图表 9	公司各业务板块毛利率走势	7
图表 10	MDI 价格周期	7
图表 11	国内 MDI 厂商产能	8
图表 12	全球 MDI 厂商产能	8
图表 13	聚合 MDI 价格走势与聚合 MDI 装置负荷率走势关系	8
图表 14	MDI 库存走势与聚合 MDI 装置负荷率情况	9
图表 15	MDI 行业负荷率与公司 MDI 负荷率对比	9
图表 16	MDI 不含税年均价格走势与公司毛利率	9
图表 17	MDI/TDI 全球成本对比	9
图表 18	2019 年全球 MDI 厂商产能分布	10
图表 19	2024 年全球 MDI 厂商产能分布	10
图表 20	PO/AE 项目产品路线	10
图表 21	百万吨乙烯项目产品路线	10
图表 22	公司聚氨酯毛利率与石化毛利率对比	11
图表 23	公司石化板块营业和毛利增长情况	11
图表 24	乙烯法制备 PVC 利润走势	11
图表 25	苯乙烯利润走势	11
图表 26	百万吨乙烯项目盈利能力测算	11
图表 27	PP 表需走势	12
图表 28	两油烯烃库存走势	12
图表 29	我国化工新材料主要产品自给率	12
图表 30	主要高性能树脂进口依赖度情况	13
图表 31	公司精细化学品与新材料毛利率与整体对比	13
图表 32	公司精细化工及新材料营收和毛利情况	13
图表 33	公司吨精细化工及新材料营收构成情况	13
图表 34	公司历史 PE 走势	14

## 一、筚路蓝缕以启山林，全球 MDI 龙头的来时路

公司前身为烟台合成革厂，1998 年改制为股份公司，并在 2001 年以“烟台化学”为简称于上交所上市。在技术方面，我国 MDI 起家于日本引进装置，经过万华历时近 40 年的自主研发，在第五代技术中实现了全球领先，作为龙头，万华化学技术水平已经迭代至第六代，单套产能可达 110 万吨，基本领先国际同行 1-2 代。截至 2019 年底，公司拥有 MDI 产能 210 万吨，为全球总龙头。

图表 1 万华化学的发展历程



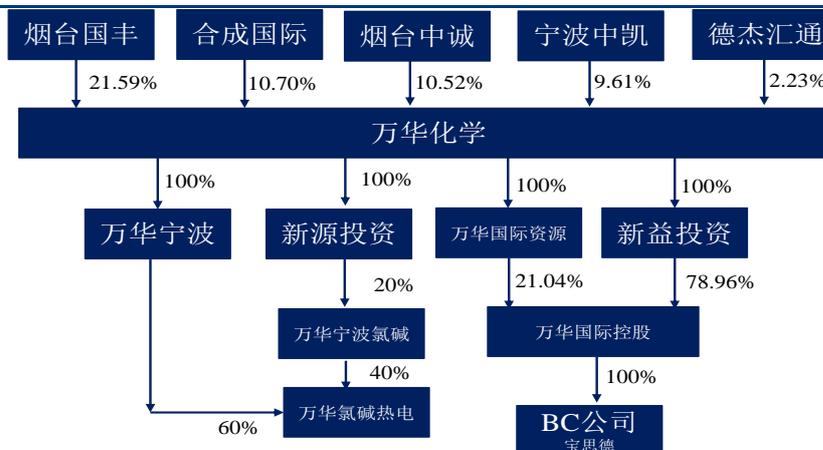
资料来源：公司公告、华创证券

图表 2 万华化学技术进步历程



资料来源：公司公告、华创证券

图表 3 公司的股权结构



资料来源：wind、华创证券

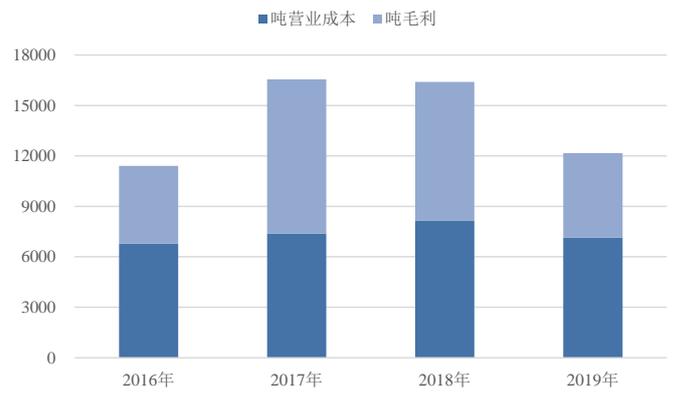
以 MDI 为核心驱动的发展历程中，企业优先关注的是规模优势，核心在于光气化技术和配套反应器的突破和着力优化生产成本，其次才是产品高端化的进程。在 MDI 的生产结构中，以 2019 财年为例，原材料占 69%，折旧 11%，能源 9%，工资 7%，其他 4%，这使得低成本原料、低单吨投资和低成本能源成为其规模化过程中的关键，其中低成本原料方面比如上游高利润原料的自给率、物流成本的优化都是重点，低成本能源则更多来自于余热利用和自备电厂，工业园式的经营策略成为最优选项。

图表 4 公司聚氨酯单吨营业成本结构



资料来源：wind、华创证券

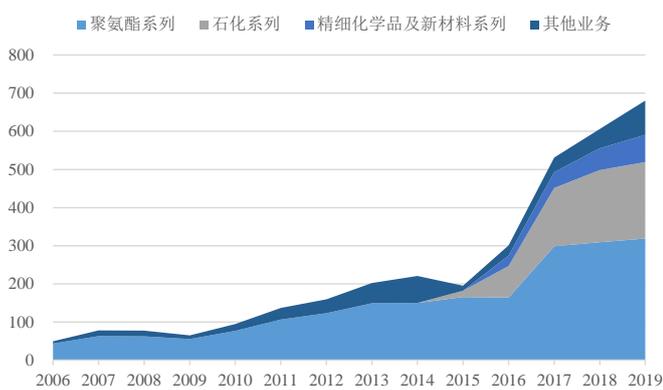
图表 5 聚氨酯吨营收、成本和毛利组成



资料来源：wind、华创证券

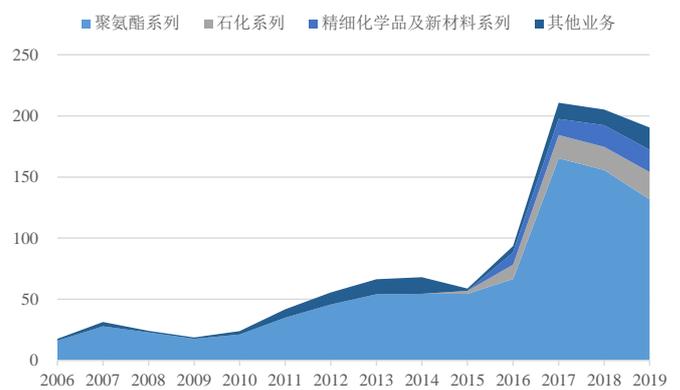
从收入结构变迁历程出发，公司 2015 年以前基本是聚氨酯系列产品打天下，2015 年以后随着 183 万吨 PO/AE 项目投产，开始介入烯烃产业链，预计 2020Q4 随着百万吨乙烯项目投产，该板块的收入权重将进一步增强。若从毛利结构出发，直至 2019 财年，公司的主要毛利均由聚氨酯系列产品贡献，权重接近 70%，等费率假设下聚氨酯贡献净利的 83%，料仍主导公司的盈利能力。

图表 6 公司历史营收结构



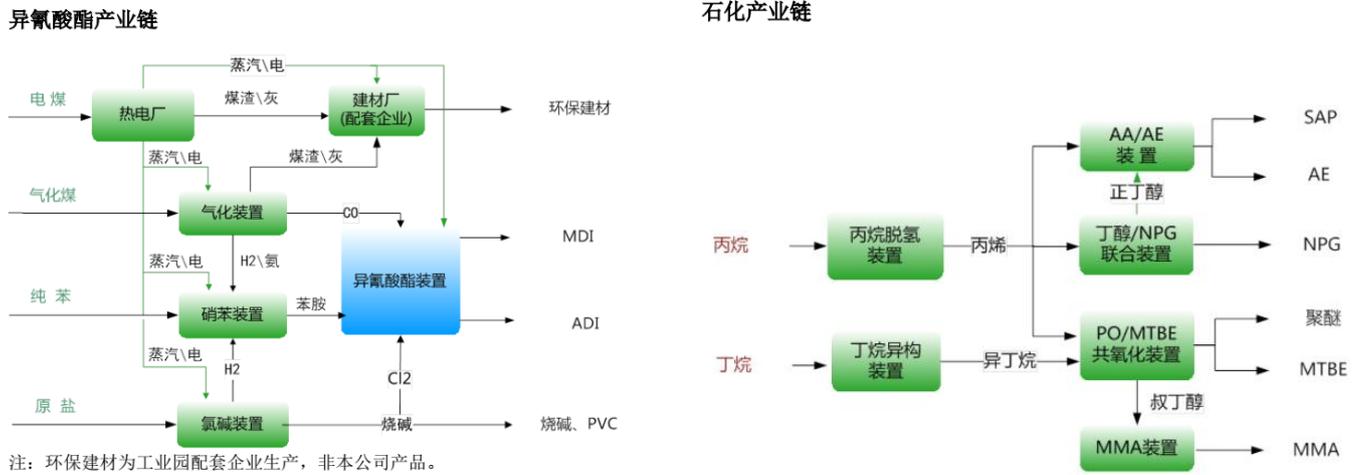
资料来源：wind、华创证券

图表 7 公司历史毛利结构



资料来源：wind、华创证券

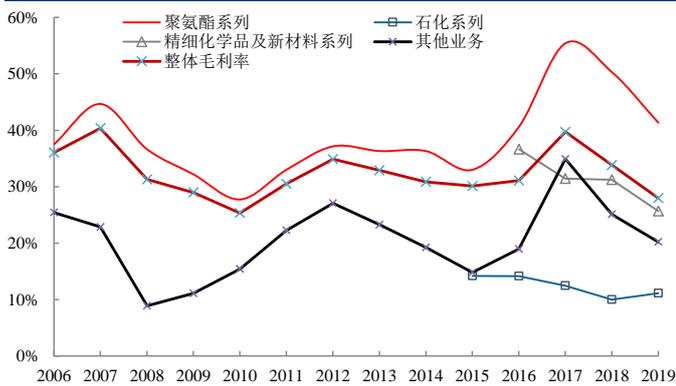
图表 8 公司的业务结构



资料来源：公司公告、华创证券

该盈利结构背后的原因在于 MDI 虽然出现过价格的波动，但企业仍然维持了高毛利率，这使其保有的极强的盈利能力，这种穿越周期的实力主要来自于公司在规模优势和技术优势方面的日积月累。

图表 9 公司各业务板块毛利率走势



资料来源：wind、华创证券

图表 10 MDI 价格周期



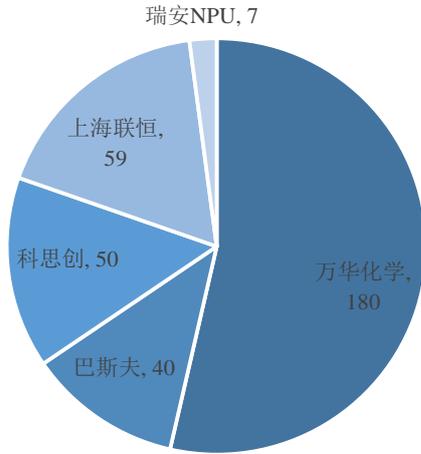
资料来源：wind、华创证券

## 二、打造现金流平台，做大增长平台

### 2.1、打造现金流平台，面向全球布局决胜 MDI

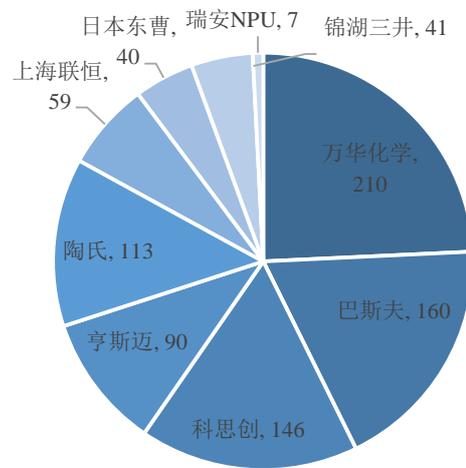
因为技术复杂、生产管理难度大,MDI 生产技术一直封锁在巨头手中,截至 2019 年底基本只有 8 个厂家再生产,且前四家掌握全球 80%以上的产能,其中万华占比高达 24%,为全球龙头。落实到国内,截至 2019 年共有产能 336 万吨(百川资讯的口径),其中万华化学拥有 210 万吨产能,产能占比为 63%,与之在国内竞争也都是国际 MDI 厂商。

图表 11 国内 MDI 厂商产能



资料来源：百川资讯、华创证券

图表 12 全球 MDI 厂商产能



资料来源：天天化工网、华创证券

从国内市场入手，要在接近的物流半径内观察万华与对手的如何越过低谷，2015 年、2019 年和 2020 年 H1 是最好的时间切片。其中 2015 年国内聚合 MDI 均价跌落至 10000 元/吨的 10 年低点，万华聚氨酯业务的毛利率下滑至 9 年低点的 33%，从模拟数据观察，当时公司的吨 MDI 的营业成本接近 6500 元/吨，按照等费率折算吨 MDI 净利接近 1500 元/吨。

2015 年在过剩格局下，MDI 价格基本围绕 10000 元/吨的含税价格波动，背后的主要支撑来自于同行的成本劣势+市场的寡头格局。全年行业 MDI 母液负荷率 57%，而万华化学聚氨酯口径负荷率 77%，明显高于同行的负荷率与高毛利率交相印证，意味着其在国内市场上的成本优势。

进入 2019 年，2018 年投产的 50 万吨产能全面释放产量，按照卓创的产量统计，2019 年供给端产量增长 64 万吨，增速高达 32%，使得社会库存大幅度积压，价格低点再度接近 10000 元/吨，在这种背景下公司聚氨酯板块依然维持了 85% 的产能利用率和 41% 的毛利率。

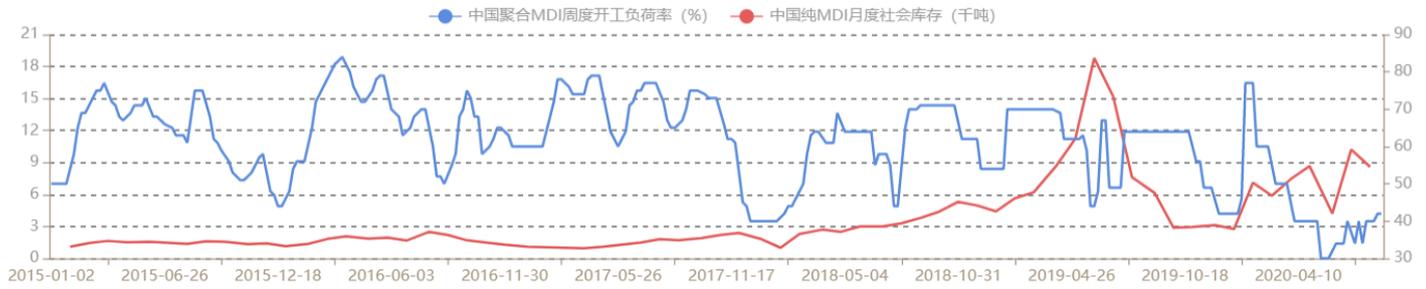
2020H1 作为一次性冲击，使得 MDI 负荷率降至历史最低的 30%，低负荷下需求骤降同样导致了库存累积，在这种局面使得价格再度靠近 10000 元/吨。同期公司吨聚氨酯营收 10800 元/吨，吨聚氨酯营业成本 7030 元/吨，吨聚氨酯毛利 3770 元/吨，等费率计算吨净利 2690 元，聚氨酯产量达到 124 万吨，负荷依然显著高于行业的情况。

图表 13 聚合 MDI 价格走势与聚合 MDI 装置负荷率走势关系



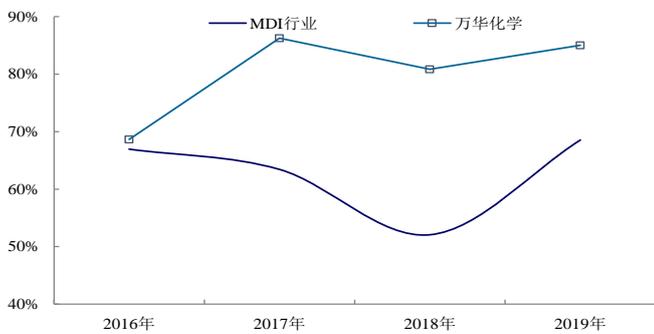
资料来源：卓创资讯、华创证券

图表 14 MDI 库存走势与聚合 MDI 装置负荷率情况



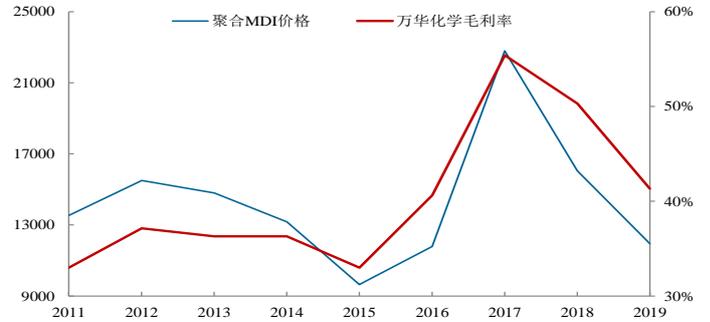
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 15 MDI 行业负荷率与公司 MDI 负荷率对比



资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 华创证券

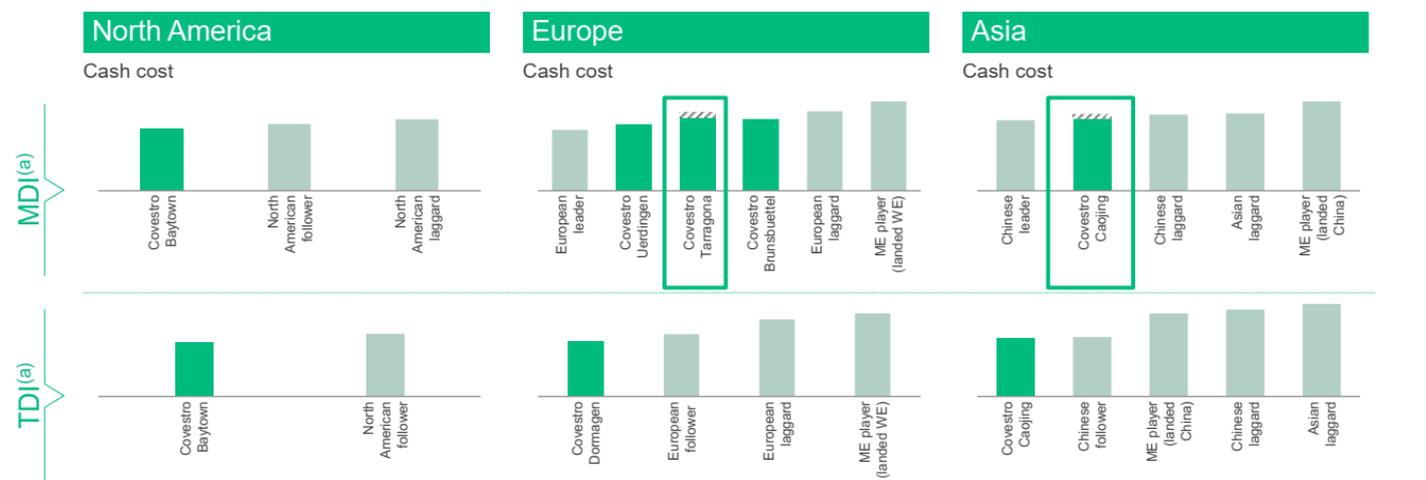
图表 16 MDI 不含税年均价格走势与公司毛利率



资料来源: wind, 华创证券

在全球市场上, 公司主要的竞争对手是巴斯夫、亨斯迈、科思创和陶氏, 按照科思创 2019 年年报的统计, 亚洲领导者 (万华化学) 在亚太市场上的成本曲线处于最左端。从技术资料的角度出发, 公司第五代光化技术落地后, 基本相对 MDI 平均现金流成本领先 30% 左右, 随着第七代单套 150 万吨装置落地后, 成本领先的幅度将进一步强化。

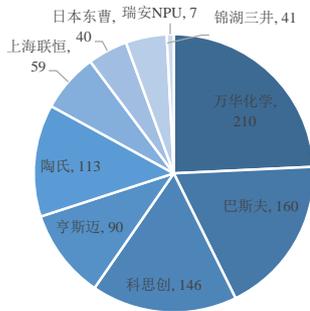
图表 17 MDI/TDI 全球成本对比



资料来源: 科思创公告, 华创证券

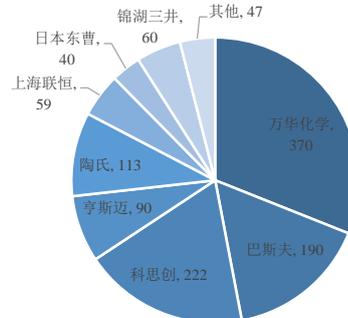
凭借成本领先带来的优势，公司一方面进军全球，以欧洲 BC 公司 30 万吨 MDI 装置为基础，计划在美国建设 40 万吨 MDI 装置；另一方面，公司将宁波 MDI 基地 120 万吨产能扩产为 150 万吨，烟台基地 60 万吨扩产为 110 万吨，分别代表第七代技术和第六代技术。同时，为了防止生产技术的扩散，公司收购康乃尔福建 40 万吨 MDI 装置产能。随着这四套装置的投产，公司在全球的产能占比将提升 7 个百分点至 31%。

图表 18 2019 年全球 MDI 厂商产能分布



资料来源：卓创资讯、华创证券

图表 19 预计 2024 年全球 MDI 厂商产能分布



资料来源：天天化工网、华创证券

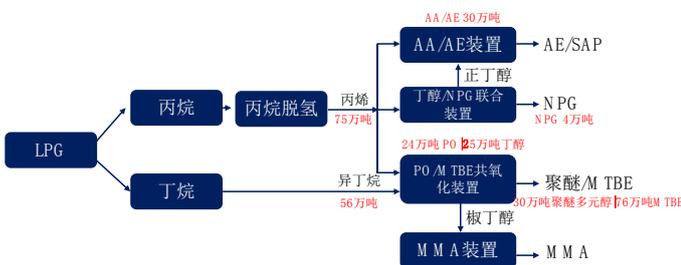
在生产技术不扩散的基础上，聚氨酯业务可以定义为公司发展的现金流平台。历史数据显示，2015 年极端吨净利为 1500 元，随着技术进步叠加核心原料自给率提高，2020H1 极端净利已经上升至近 2700 元/吨，若按照 40% 毛利率折算，吨净利约为 3000 元，按照 250 万吨年销量折算，年贡献净利约 75 亿元。

展望国内 MDI 市场，供给端有万华烟台、宁波和福建的项目，且上海还有科思创的扩产计划，在年需求增量 20 万吨的体量下，供需预计整体较为宽松，供给端高成本装置存在退出压力，需求端期待万华低成本货源抢占海外 MDI 的市场份额。

## 2.2、做大增长平台，从烯烃再出发

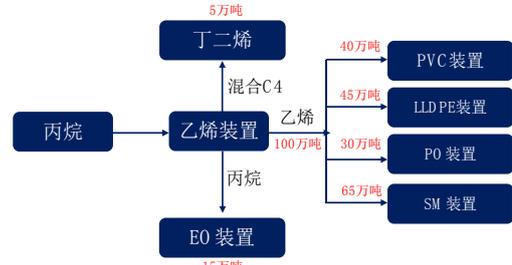
在 MDI 的利润或者现金流的支撑下，公司的发展需要新的增长点。作为选择，公司选择气头烯烃产业，并在 2015 年投产了 183 万吨 PO/AE 项目，计划在 2020Q4 投产百万吨乙烯项目。

图表 20 PO/AE 项目产品路线



资料来源：公司公告、华创证券

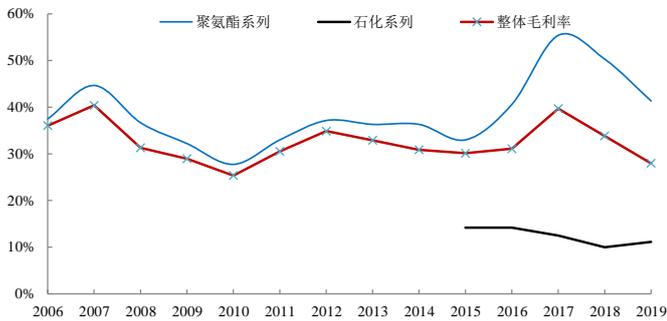
图表 21 百万吨乙烯项目产品路线



资料来源：公司公告、华创证券

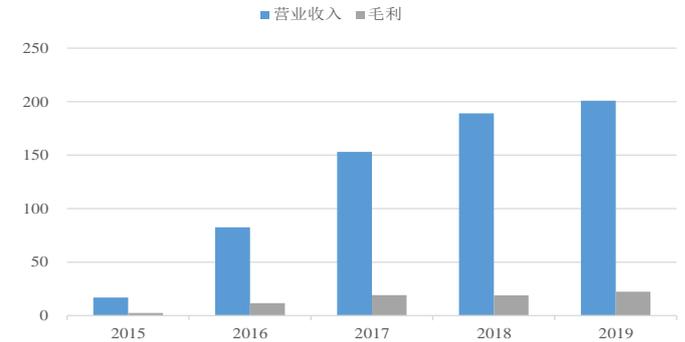
相对 MDI 而言，气头烯烃项目毛利率明显偏低，这背后主要是因为烯烃进入壁垒相对较低，技术工艺包已经成熟所致。但于企业发展增长而言，烯烃作为第一大合成材料，战略地位举足轻重，公司石化板块营收占比从 2015 年的 9% 到 2019 年已经提升至 30%。

图表 22 公司聚氨酯毛利率与石化毛利率对比



资料来源: wind、华创证券

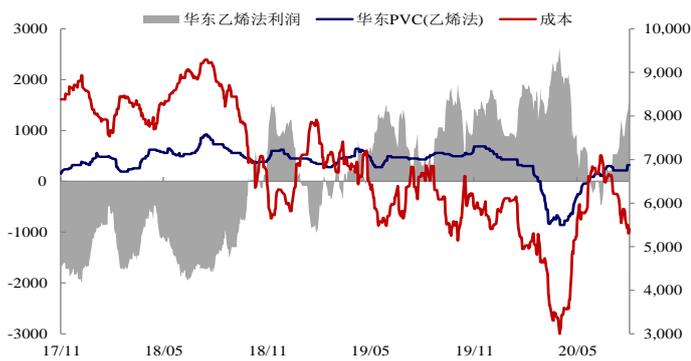
图表 23 公司石化板块营收和毛利增长情况



资料来源: wind、华创证券

于百万吨乙烯项目而言,其诞生的必要性在于液氯的消化和聚氨酯生产中多元醇、环氧乙烷等原料的自给,其经济性在于气头烯烃的成本优势。若以 2020H1 作为一次大考,测算的底部净利润水平接近 20 亿元,其中聚烯烃是主要利润来源,苯乙烯盈利能力较弱。从规模的角度而言,百万吨乙烯项目投产可使得石化板块的营收接近倍增。

图表 24 乙烯法制备 PVC 利润走势



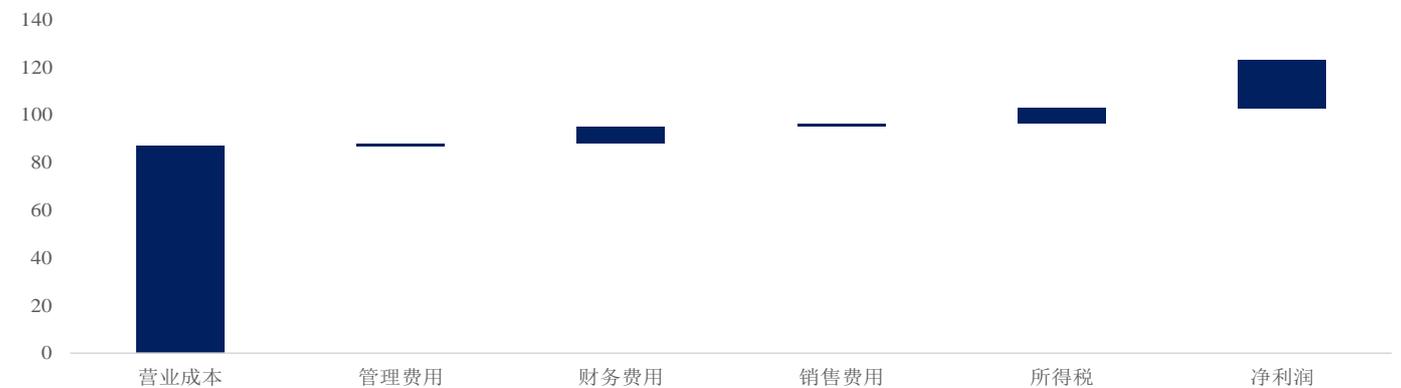
资料来源: wind、华创证券

图表 25 苯乙烯利润走势



资料来源: wind、华创证券

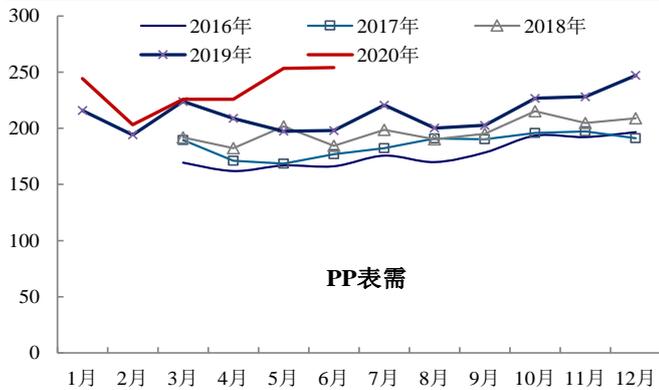
图表 26 百万吨乙烯项目盈利能力测算



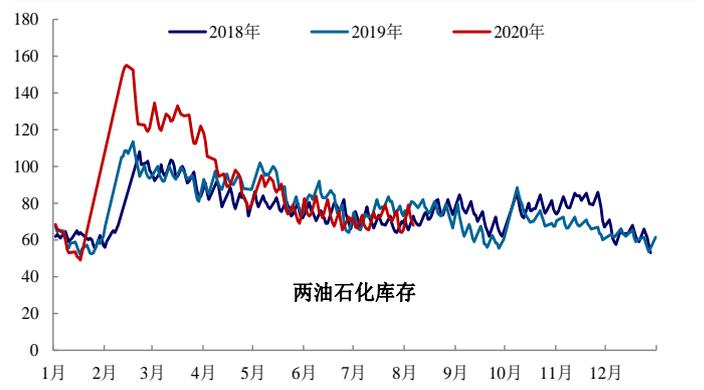
资料来源: 华创证券测算 (注: 液氯和纯苯价格均按照市场价外购处理, 实际上液氯无需外购)

在过去的 2020H1 里, PP 和 PE 表需增速从 Q1 的 5-6% 的增速水平快速回升至 1-6 月累计 11% 的水平, 其中 PE

表需增速 9%，PP 表需增速 14%，与此同时，PE+PP 产量 1-6 月累计同比增长 11%，供需关系优化使得库存去化至近 2 年低位，供需关系较为健康。值得注意的是，若剔除纤维料对 PP 需求的拉动效应，聚烯烃供需增速基本匹配，这意味着烯烃供需正在从平衡向宽松过渡，烯烃项目盈利能力需要从成本差的角度予以考量。

**图表 27 PP 表需走势**


资料来源：wind、华创证券

**图表 28 两油烯烃库存走势**


资料来源：wind、华创证券

### 三、成熟的必然选择，精细化工品成着力点

#### 3.1 国产化驱动发展，公司市占率尚低

化工行业中像 MDI 作为从头到尾都属于寡占型的赛道相对较少，企业在以烯烃为代表的大产品品类中往往是以成本优势取胜的，这意味着企业在成本优势的助力下不断抬升市占率是企业高速扩张阶段的战略核心。

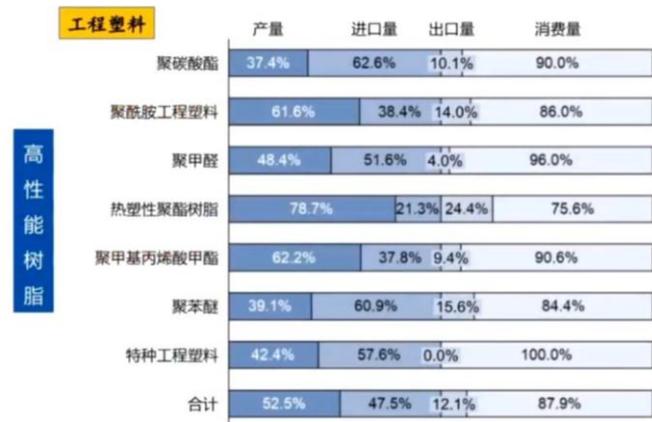
当化工行业进入相对成熟的阶段后，小单品的重要性就显得日益突出，尤其其中高壁垒、高毛利的品种，诸如尼龙 12 等高端产品，这一点在海外综合化工龙头的发展史中以小单品、高毛利率、高市占率和高壁垒的方式呈现。

**图表 29 我国化工新材料主要产品自给率**

	门类	单位	表观消费量	自给率
一	高性能树脂	万吨	2231	58%
1	高端聚烯烃	万吨	1200	41%
2	工程塑料	万吨	554	60%
3	聚氨酯（原料计）	万吨	291	114%
4	氟硅树脂	万吨	46	108%
5	其他高性能树脂	万吨	141	67%
二	高性能合成橡胶	万吨	338	70%
1	特种合成橡胶	万吨	254	70%
2	热塑性弹性体	万吨	84	69%
三	高性能纤维	万吨	9	64%
四	功能膜材料	万吨	55	85%
五	电子化学品	万吨	353	70%
六	石墨烯	万吨	0.1	98%
	合计	万吨	2987	61%

资料来源：石油和化学工业规划院《“十四五”我国石化和化学工业发展思路》、华创证券

图表 30 主要高性能树脂进口依赖度情况



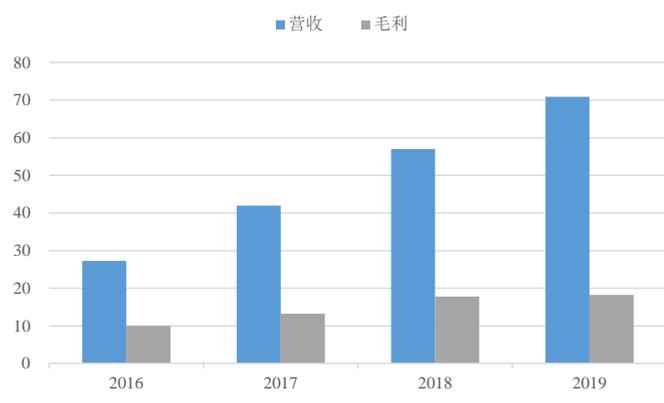
资料来源：石油和化学工业规划院《“十四五”我国石化和化学工业发展思路》、华创证券

从市场容量而言，按照石油和化学工业规划院的测算，2019 年全国化工新材料的市场容量为 7632 亿元，预计 2025 年增长到 14515 亿元，即未来 6 年复合增速高达 11%。若按照公司 2019 年财年精细化工及新材料的营收折算，市占率不足 1%，市场空间广阔。

### 3.2 即使以量补价，利润高增长依然可期

从销量和盈利情况出发，公司精细化工及新材料销量从 2016 年 16 万吨增长至 2019 年的 41 万吨，复合增速高达 27%，但受到化工行业整体景气度和原料价格下跌的影响，吨毛利从 2016 年的 6312 元下滑至 2019 年的 4381 元，呈现一定程度地“以量补价”的衰退式增长。

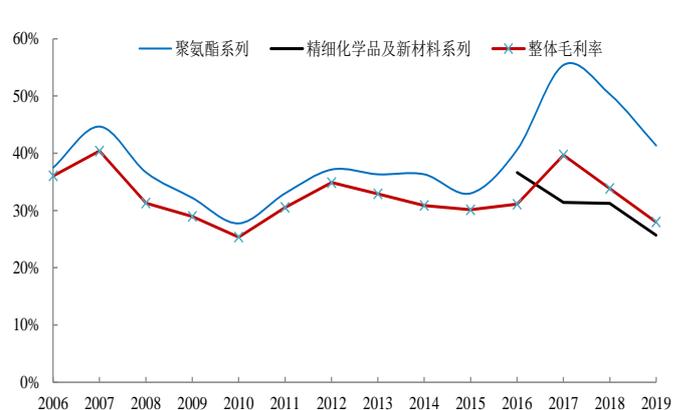
图表 32 公司精细化工及新材料营收和毛利情况



资料来源：wind、华创证券

就产能而言，公司精细化工及新材料部分近 70 万吨，预计未来 3 年年均增长近 15 万吨，若假设产能利用率保持 2019 年相当的水平，年均销量增长约 8 万吨，复合增速为 17%。若假设增长部分的毛利率与 2019 年该板块的平均水平相当，等费率假设下该板块未来 3 年料将共贡献 6 个亿左右的净利润增量。但考虑到诸如尼龙 12 等高毛利品种的突破，实际情况可能会好于预期。

图表 31 公司精细化学品与新材料毛利率与整体对比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 33 公司吨精细化工及新材料营收构成情况



资料来源：公司公告，华创证券

#### 四、盈利预测与估值

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润依次为 71 亿元、122 亿元和 137 亿元，对应 EPS 依次为 2.27、3.88 和 4.35 元/股，考虑到公司相对普通周期股存在显著的估值提升特征，按照 2022 年业绩给予 20 倍 PE。

图表 34 公司历史 PE 走势



资料来源：wind、华创证券

#### 五、风险提示

石化板块盈利能力不及预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,566	11,870	25,780	39,662
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4,433	6,530	7,718	8,179
预付账款	438	735	828	867
存货	8,587	14,411	16,233	17,008
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	5,460	8,140	9,757	10,489
流动资产合计	23,484	41,686	60,316	76,205
其他长期投资	617	915	1,081	1,146
长期股权投资	718	718	718	718
固定资产	37,478	49,668	50,292	50,837
在建工程	22,562	12,562	12,562	12,562
无形资产	5,337	4,803	4,323	3,890
其他非流动资产	6,669	6,660	6,652	6,645
非流动资产合计	73,381	75,326	75,628	75,798
<b>资产合计</b>	<b>96,865</b>	<b>117,012</b>	<b>135,944</b>	<b>152,003</b>
短期借款	20,034	22,656	25,279	27,901
应付票据	8,386	14,075	15,854	16,610
应付账款	8,024	13,467	15,170	15,894
预收款项	2,335	3,461	4,090	4,334
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	1,263	1,263	1,263	1,263
一年内到期的非流动负债	3,324	3,324	3,324	3,324
其他流动负债	1,434	1,947	2,137	2,318
流动负债合计	44,800	60,193	67,117	71,644
长期借款	5,963	8,108	10,253	12,398
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,171	1,316	1,316	1,316
非流动负债合计	8,134	9,424	11,569	13,714
<b>负债合计</b>	<b>52,934</b>	<b>69,617</b>	<b>78,686</b>	<b>85,358</b>
归属母公司所有者权益	42,364	45,501	54,807	63,569
少数股东权益	1,567	1,894	2,451	3,076
<b>所有者权益合计</b>	<b>43,931</b>	<b>47,395</b>	<b>57,258</b>	<b>66,645</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>96,865</b>	<b>117,012</b>	<b>135,944</b>	<b>152,003</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>25,933</b>	<b>15,597</b>	<b>20,486</b>	<b>22,631</b>
现金收益	16,274	13,979	21,084	22,907
存货影响	-777	-5,824	-1,822	-775
经营性应收影响	7,904	-2,110	-996	-216
经营性应付影响	8,822	12,257	4,111	1,725
其他影响	-6,290	-2,704	-1,891	-1,010
<b>投资活动现金流</b>	<b>-18,367</b>	<b>-7,000</b>	<b>-7,000</b>	<b>-7,000</b>
资本支出	-27,825	-7,010	-7,008	-7,006
股权投资	-75	0	0	0
其他长期资产变化	9,533	10	8	6
<b>融资活动现金流</b>	<b>-9,233</b>	<b>-1,293</b>	<b>424</b>	<b>-1,749</b>
借款增加	6,157	4,767	4,767	4,767
股利及利息支付	-8,249	-4,400	-6,759	-7,620
股东融资	63	63	63	63
其他影响	-7,204	-1,723	2,353	1,041

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

**利润表**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>68,051</b>	<b>100,864</b>	<b>119,204</b>	<b>126,325</b>
营业成本	48,998	82,231	92,626	97,047
税金及附加	576	854	1,009	1,069
销售费用	2,783	4,125	4,875	5,166
管理费用	1,434	2,125	2,273	2,409
研发费用	1,705	2,527	2,986	3,165
财务费用	1,080	1,161	1,481	1,717
信用减值损失	-22	-11	-17	-14
资产减值损失	-284	-284	-284	-284
公允价值变动收益	8	8	8	8
投资收益	159	159	159	159
其他收益	961	961	961	961
<b>营业利润</b>	<b>12,297</b>	<b>8,675</b>	<b>14,780</b>	<b>16,582</b>
营业外收入	78	78	78	78
营业外支出	115	115	115	115
<b>利润总额</b>	<b>12,260</b>	<b>8,638</b>	<b>14,743</b>	<b>16,545</b>
所得税	1,667	1,174	2,004	2,250
<b>净利润</b>	<b>10,593</b>	<b>7,464</b>	<b>12,739</b>	<b>14,295</b>
少数股东损益	463	326	557	625
<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,130</b>	<b>7,138</b>	<b>12,182</b>	<b>13,670</b>
NOPLAT	11,526	8,467	14,019	15,779
EPS(摊薄)(元)	3.23	2.27	3.88	4.35

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	12.3%	48.2%	18.2%	6.0%
EBIT 增长率	-20.5%	-26.5%	65.6%	12.6%
归母净利润增长率	-4.5%	-29.5%	70.7%	12.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.0%	18.5%	22.3%	23.2%
净利率	15.6%	7.4%	10.7%	11.3%
ROE	23.1%	15.1%	21.3%	20.5%
ROIC	19.1%	12.7%	17.7%	17.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.6%	54.6%	59.5%	57.9%
债务权益比	71.7%	74.7%	70.2%	67.5%
流动比率	52.4%	79.5%	106.2%	128.8%
速动比率	33.3%	55.6%	82.0%	105.0%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.8
应收账款周转天数	18	20	22	23
应付账款周转天数	43	47	56	58
存货周转天数	60	50	60	62
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.23	2.27	3.87	4.34
每股经营现金流	8.26	4.96	6.04	6.71
每股净资产	13.49	14.48	17.44	20.23
<b>估值比率</b>				
P/E	22.1	31.4	18.4	16.4
P/B	5.3	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA	15.2	18.0	12.6	11.5

## 煤炭石化团队介绍

**组长、高级分析师：张文龙**

上海交通大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

**助理研究员：冯昱祺**

伯明翰大学金融工程硕士，曾就职于神华集团，2020年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500