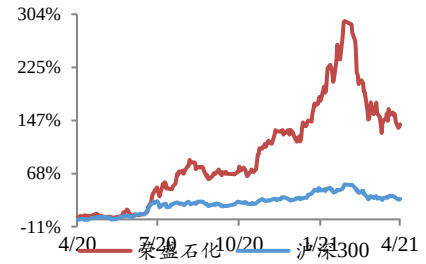
一期业绩兑现，二期将进一步拓宽上升通道

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-15

收盘价（元）	26.95
近 12 个月最高/最低（元）	44.10/11.55
总股本（百万股）	6,750
流通股本（百万股）	6,275
流通股比例（%）	92.96
总市值（亿元）	1,819
流通市值（亿元）	1,691

公司价格与沪深 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

1.浙石化二期投产，打开盈利空间 2020-11-03

2.三季度业绩大幅增长，浙石化二期即将试运行 2020-10-29

3.炼化一期顺利投产、二期快速推进，步入成长路 2020-09-25

主要观点：

● 事件描述

4 月 14 日，公司公告 2020 年年报。据公告，2020 年公司实现营收 1072.65 亿元，同比增长 30.02%；归母净利润 73.09 亿元，同比增长 231.17%；扣非后归母净利润 63.46 亿元，同比增长 222.58%；加权平均 ROE 为 26.34%，同比提高 16.16 个百分点；经营活动现金流量净额为 175.07 亿元，同比增加 953.21%。

● 浙石化一期稳定运行，全年业绩大增

公司以 51%持股比例控股浙江石油化工有限公司（简称“浙石化”）。浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目总投资 1730 亿元，分两期实施。一期年加工原油 2000 万吨，年产芳烃 520 万吨、年产乙烯 140 万吨，项目投资 901 亿元，已于 2019 年 12 月投产，完成“原油-PX，烯烃-PTA，乙二醇-聚酯-纺丝、薄膜、瓶片”全产业链布局。二期年加工原油 2000 万吨，年产芳烃 660 万吨、年产乙烯 280 万吨，2020 年 11 月试运行。

由于一期项目贡献多，2020 年在疫情和油价下跌双重影响下，全年公司营收和净利润大幅提高，赚钱能力大幅提升。2020 年，公司实现毛利 211.43 亿元，同比增长 275.47%，毛利率为 19.71%，同比提高 12.89 个百分点。毛利和毛利率的大幅提升是由于一期项目全面投产带来高毛利率的化工产品，并使得炼油产品毛利大幅提高。全年看，化工产品系列贡献了主要利润，该系列毛利为 119.96 亿元（占总毛利的 56.74%），毛利率为 28.69%；其次是炼油产品系列毛利为 70.9 亿元（占总毛利的 33.53%），同比增长 900%。

从营收地区看，公司国内主营营收为 990.97 亿元，同比增加 26.9%，上半年 491.43 亿元，下半年 499.54 亿元；国外主营营收为 81.68 亿元，同比增加 85.33%，上半年 11.39 亿元（同比下降 58.65%），下半年 70.29 亿元（环比上升 517.12%）。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。下半年随着海外需求恢复叠加公司拿到 100 万吨成品油出口配额，海外营收显著增加。

● 浙石化二期即将投产，产品附加值更高

二期项目总投资 829 亿元，于 2020 年 11 月开始试运行。与一期项目比，二期项目更加突出多产化工品的特点，芳烯和乙烯较一期项目分别均多产 140 万吨/年，产品附加值更高。一方面 2021 年油价回暖趋势明确，油价稳定温和上涨利好拥有完整产业链的公司，二期项目当期投产会充分借助行情实现较好盈利，另一方面产能进一步扩大及产业链进一步完

善将使得公司整体规模效应更加显著，降低成本的同时提升效益。

- **未来公司依托综合优势，价值增长明确**

公司拥有“原油-PX，烯烃-PTA，乙二醇-聚酯-纺丝、薄膜、瓶片”各环节的综合优势，投资价值增长明确。

原油环节，公司可以依托舟山优异的深水港条件，大型油轮直接靠岸装卸，降低运输成本。

炼油方面，浙石化作为国内唯一 4000 万吨/年一体化规划、分期实施的大型炼化项目，具有加工原油适应性强、技术先进可靠、多产化工品等多方面优势，公司可以充分发挥完整一体化产业链优势、规模优势持续获得相对行业平均的超额收益。另外，公司全资子公司中金石化通过外购燃料油、石脑油生产 PX，较早打通 PX-PTA 生产路径。中金石化年产约 160 万吨对二甲苯、20 万吨间二甲苯（世界单套产能最大）、50 万吨纯苯和 110 万吨化工轻油。成品油销售环节，公司既与浙江能源集团合资成立浙江石油股份有限公司，保障了国内公司成品油的销售，又在 2021 年第一批拿到 200 万吨成品油及 39 万吨低硫船燃出口指标，在国内成品油已经过剩的局面下积极发展成品油出口业务。化工品销售方面，公司地处国内化工品市场核心，市场需求旺盛。

PTA 方面，公司与恒逸石化合资成立浙江逸盛、逸盛大化、海南逸盛等逸盛系公司，三家公司 PTA 产能分别为 540 万吨/年、600 万吨/年和 210 万吨/年，总产能达到 1350 万吨/年，其中公司权益产能 576 万吨/年。规划在建逸盛新材料 600 万吨/年 PTA 项目，公司权益产能 300 万吨/年。规划项目完全投产后公司 PTA 权益产能将达到 876 万吨/年。

聚酯是公司传统强项，目前荣盛聚酯及纺丝、加弹项目的生产规模、原料单耗及产品质量均处于国内同行的前列，综合能耗处于行业先进水平。萧山本部拥有聚酯产能 110 万吨，涤丝 FDY50 万吨、DTY40 万吨、配套 POY30 万吨。

此外， 2018 年浙石化和德美化工合资成立德荣化工，以对浙石化乙烯裂解 C5 和裂解 C9 进行深加工，生产得到包括间戊二烯树脂，氢化 DCPD 树脂、DCPD 热聚树脂、工业双环戊二烯、工业异戊二烯等多种精细化工产品。2019 年浙石化和 BP 签署合作备忘录计划以 50:50 的比例建设年产 100 万吨的醋酸厂，醋酸既可以作为 PTA 生产的原料，也可以可用于制备油漆、粘合剂和溶剂等。

综上，未来公司通过上、中、下游协同发力，将会持续创造投资价值，未来可期。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年收入分别为 2042.45 亿元、2353.95 亿元、2367.83 亿元，归母净利润分别为 117.31、155.29、170.24 亿元，同比增速为 60.5%、32.4%、9.6%。对应 PE 分别为 15.51、11.72 和 10.69 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

项目建设不及预期；原油价格大幅波动；产品价格大幅下跌；市场需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	107265	204245	235395	236783
收入同比（%）	30.0%	90.4%	15.3%	0.6%
归属母公司净利润	7309	11731	15529	17024
净利润同比（%）	231.2%	60.5%	32.4%	9.6%
毛利率（%）	19.7%	17.1%	18.1%	19.0%
ROE（%）	19.8%	24.1%	24.2%	21.0%
每股收益（元）	1.08	1.74	2.30	2.52
P/E	25.50	15.51	11.72	10.69
P/B	5.04	3.74	2.83	2.24
EV/EBITDA	13.90	10.51	8.63	7.55

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 6
2 公司分业务经营状况及重大事件 9
风险提示： 15
财务报表与盈利预测 16

图表目录

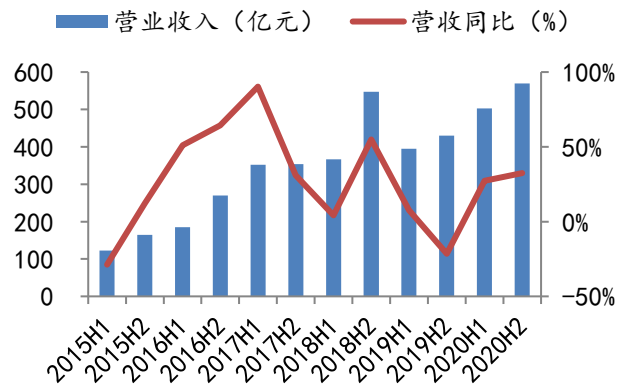
图表 1 公司营收半年度变化情况 6
图表 2 公司营收季度变化情况 6
图表 3 公司毛利半年度变化情况 7
图表 4 公司毛利季度变化情况 7
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 7
图表 6 公司归母净利润季度变化情况 7
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况 7
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况 7
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况 8
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况 8
图表 11 公司现金流半年度变化情况 8
图表 12 公司现金流季度变化情况 8
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 8
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 8
图表 15 公司净现比半年度变化情况 9
图表 16 公司净现比季度变化情况 9
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 9
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 9
图表 19 各系列产品经营数据 10
图表 20 各系列产品价格 11
图表 21 2020 年公司及所处行业发生的重大事件 14

1 公司整体经营状况与财务数据

2020 年，公司实现毛利润 211.43 亿元，同比增长 276%；毛利率为 19.71%，同比提高 12.89 个百分点；整体净利率为 12.47%，同比提高 8.89 个百分点；三项费用率为 1.99%，同比降低 0.564 个百分点，其中，销售费用率为 0.11%，同比下降 0.83 个百分点，主要由于原销售费用中的仓储运输费用重分类到营业成本；管理费用率为 0.44%，同比降低 0.03 个百分点；财务费用率为 1.44%，同比提高 0.30 个百分点，主要由于浙石化利息借款增加，利息费用增加。研发费用为 19.64 亿元，同比上升 100.2%；研发费用率为 1.83%，同比上升 0.64 个百分点；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为 558.46 亿元，同比增长 51.40%。经营活动现金流量净额为 175.07 亿元，同比上升 953%，，上年增加约 195.59 亿元主要系本期公司产品销售毛利同比增加及应收账款同比下降影响。

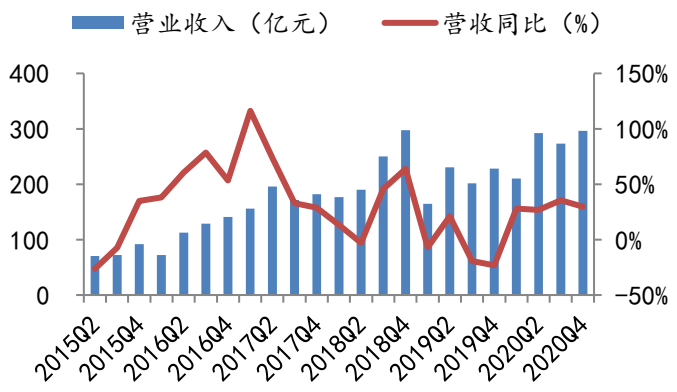
分季度看，公司 2020Q3、Q4 业绩表现较好。据计算，2020Q4 公司共实现营收 296.50 亿元，略高于 2020Q2，为全年四个季度最高值，同比增长 29.80%，环比增长 8.48%；实现毛利 30.46 亿元，同比增长 71.52%，环比下降 33.39%；Q4 实现归母净利润 16.57 亿元，同比大幅增长 359.05%，环比下降 32.22%。Q3 实现毛利 45.73 亿元，同比增长 200.61%，环比增长 3.49%；实现归母净利润 24.44 亿元，为四个季度最高，同比大幅度增长 577.24，环比增长 23.31%。Q1~Q3 公司毛利率稳步增长，分别为 12.05%、15.12%、16.73%，Q4 毛利率稍有下降为 10.27%，其中 Q3 同比增长了 9.19 个百分点；Q3 整体净利率为 15.44%，同比增加 3.36 个百分点，环比增加 10.41 个百分点。Q3 业绩亮眼的主要原因是今年 Q1-Q3 化工产品成本较低，保持较高的毛利率，第四季度化工产品稍有回升趋势。

图表 1 公司营收半年度变化情况



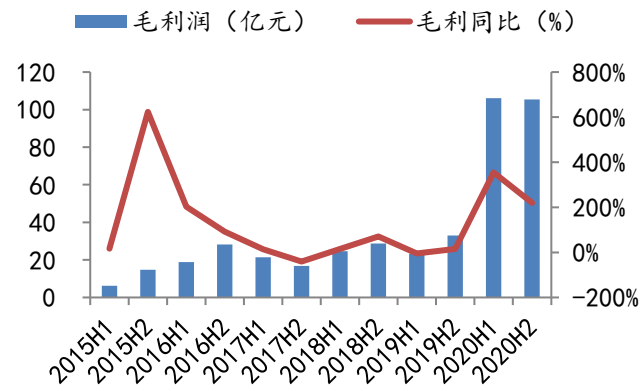
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司营收季度变化情况



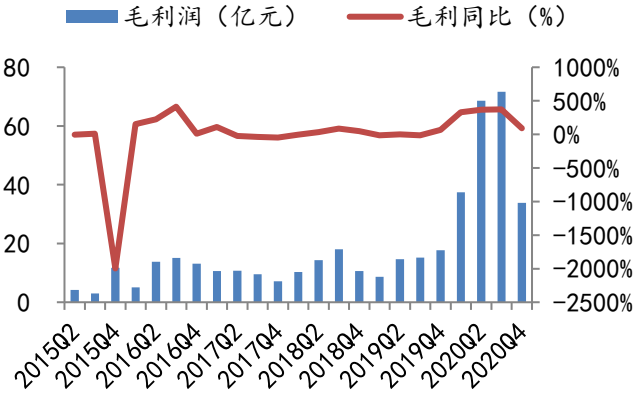
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司毛利半年度变化情况



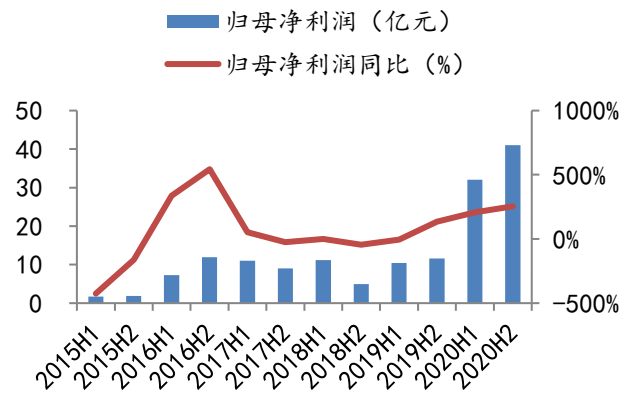
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司毛利季度变化情况



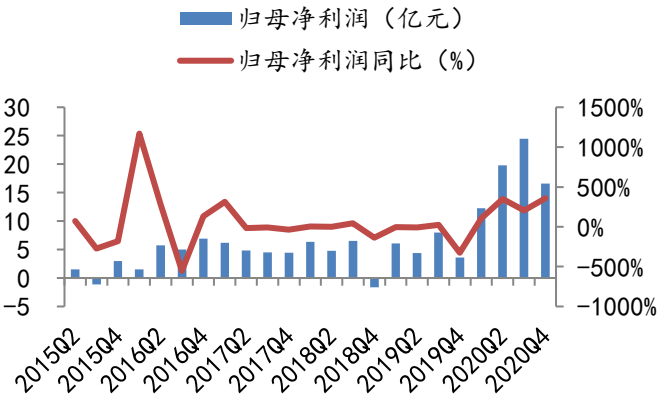
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



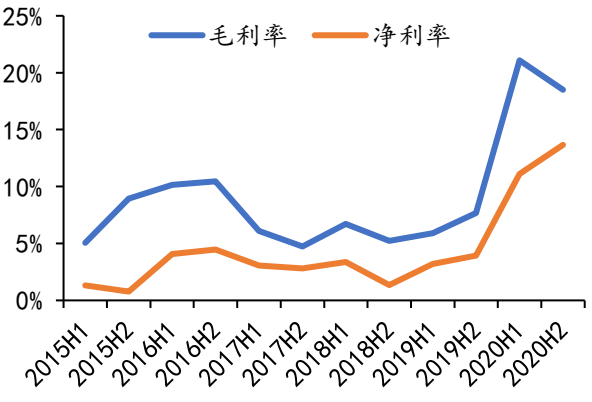
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况



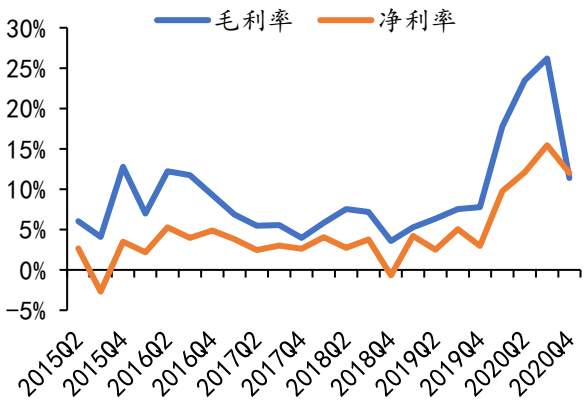
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



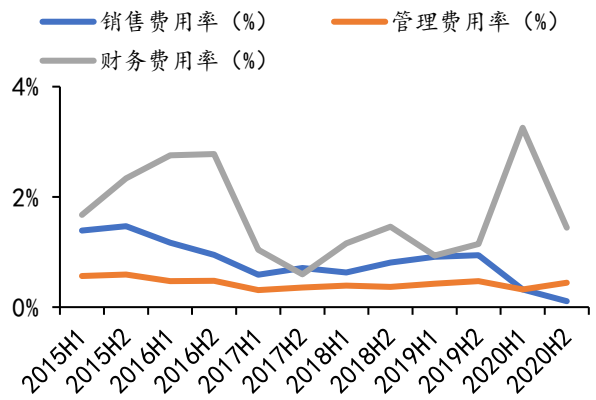
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



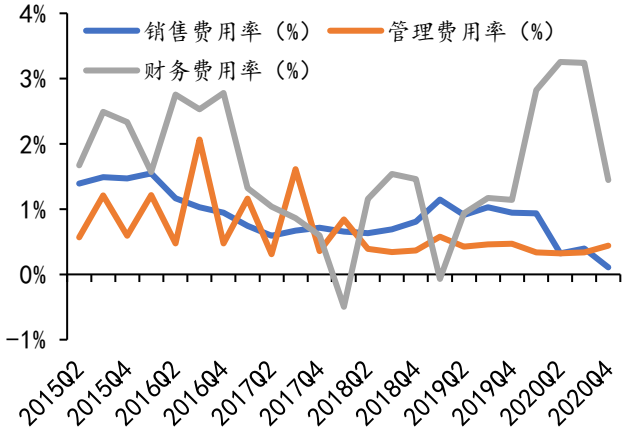
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



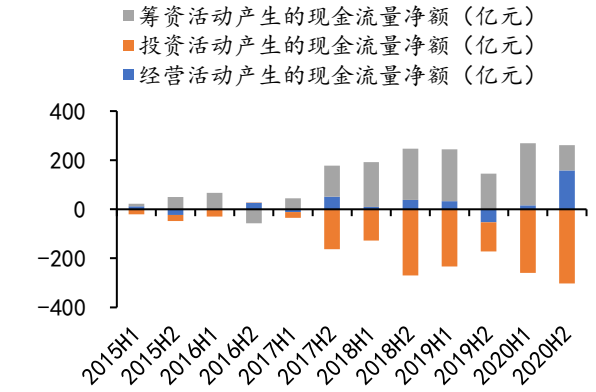
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



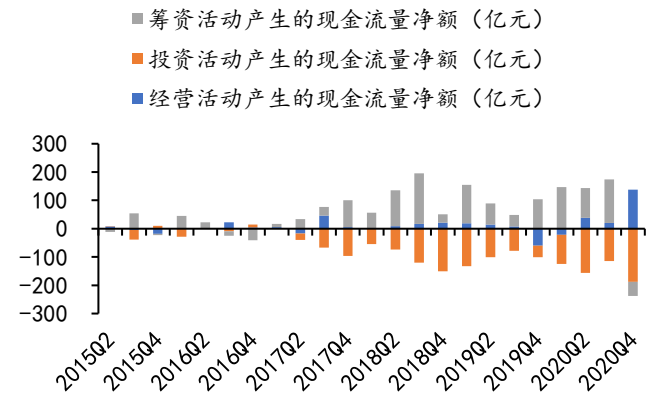
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



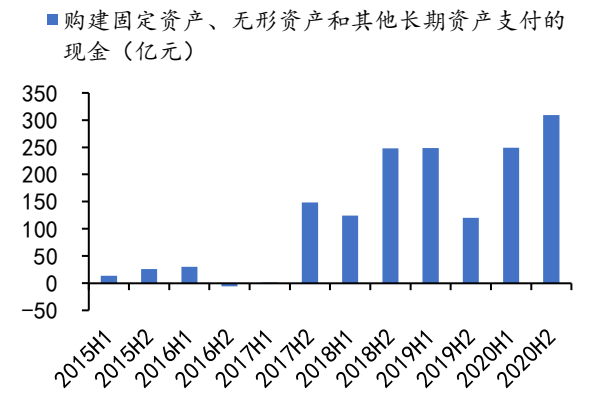
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



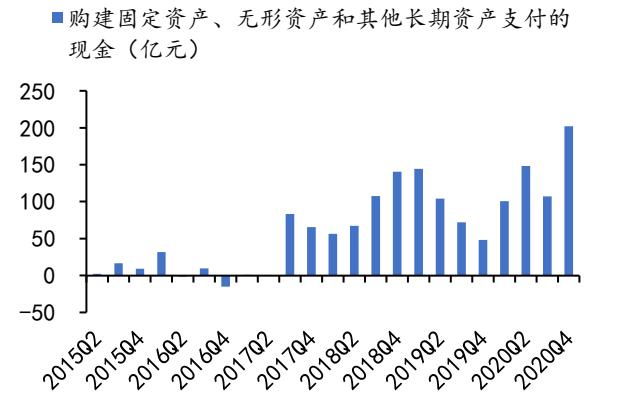
资料来源：wind，华安证券研究所

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



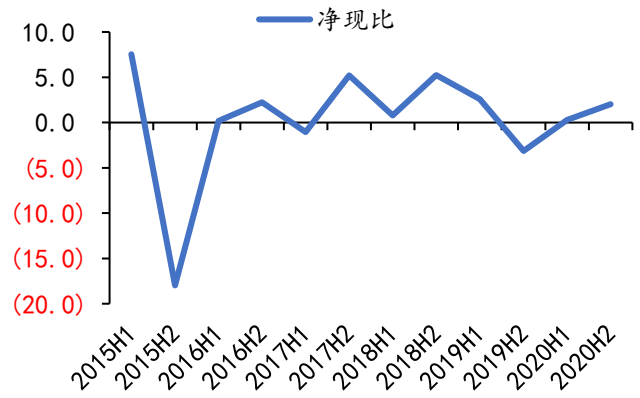
资料来源：wind，华安证券研究所

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



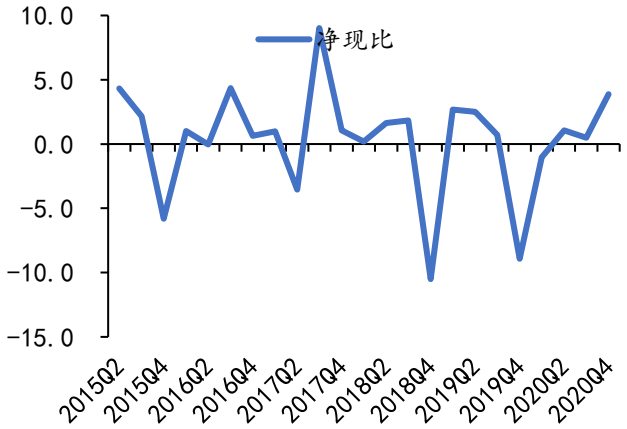
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



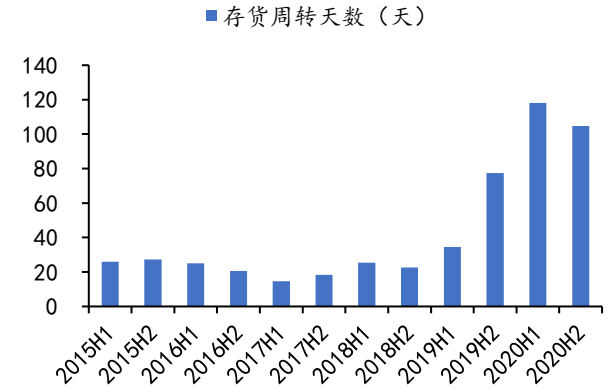
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



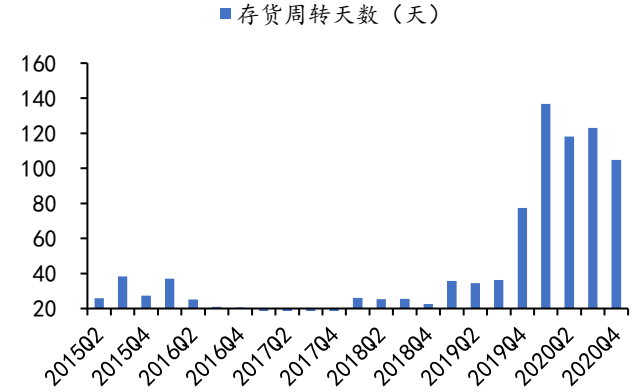
资料来源：wind，华安证券研究所

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

2020 年，公司化工产品系列表现最佳。实现营收 418.11 亿元，占比 38.98%；实现毛利润 119.96 亿元，占比 56.74%，是今年总毛利上升的主要原因。2020 年该系列毛利上升的主要原因是浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目一期 2019 年底全面投产，打通了化工产品上游的石油炼化，极大地提升了公司效益。价格方面，部分产品由于疫情影响价格同比出现明显下滑，如 PTA 价格四个季度同比均下滑 30%以上，导致 PTA 系列收入和毛利不佳，当然 PTA 的价格下滑也受到产能集中释放的影响。据统计，目前产品价格已基本恢复至疫情前水平，部分水平已创阶段性高点，将对公司盈利形成有利支撑。

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%
20H2	233.81	175.61	58.2	24.89%
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%
20FY	418.11	298.15	119.96	28.69%
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%
20H2	56.85	52.08	4.77	8.39%
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%
20FY	127.41	118.56	8.85	6.95%
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%
20H2	143.27	100.37	42.9	29.94%
19FY	26.21	19.11	7.1	27.07%
20FY	276.74	205.84	70.9	25.62%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 各系列产品价格

	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
	20H2	4316	3369	6311	3757	3433	16241
	20H1 同比	-36%	-7%	-30%	-18%	-39%	-17%
	20H1 环比	-24%	-22%	-28%	-17%	-26%	-10%
	20H2 同比	-36%	-39%	-22%	-20%	-34%	-1%
	20H2 环比	-17%	-21%	7%	-4%	-10%	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
	20Q3	4347	3382	5350	3682	3500	14694
	20Q4	4282	3955	7366	3839	3358	17939
	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%
	20Q3 同比	-36%	-37%	-38%	-20%	-37%	-9%
	20Q3 环比	4%	1%	2%	6%	3%	7%
	20Q4 同比	-37%	-29%	-3%	-21%	-31%	9%
	20Q4 环比	-1%	17%	38%	4%	-4%	22%
最新价格	4 月 14 日	6060	6500	8910	5115	4360	27500

	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
	20H2	9803	8117	8472	9323	6910
	20H1 同比	-20%	-20%	-13%	-36%	-39%
	20H1 环比	-2%	-11%	-10%	-26%	-45%
	20H2 同比	38%	-1%	-4%	-19%	-32%
	20H2 环比	40%	10%	7%	10%	25%
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
	20Q3	9076	8134	8276	8030	5003
	20Q4	10550	8099	8868	10744	8818

	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%
	20Q3 同比	16%	-4%	-8%	-32%	-52%
	20Q3 环比	36%	11%	1%	8%	28%
	20Q4 同比	64%	2%	2%	-3%	-10%
	20Q4 环比	16%	-0.4%	7%	34%	76%
最新价格	4月14日	11450	7890	9392	13900	6950

	含税价（元/吨）	POY	FDY	DTY	聚酯切片（瓶级）
半年度均价	17H1	20492	21821	23271	7556
	17H2	19958	21602	22522	7965
	18H1	20937	22531	23839	9320
	18H2	21029	22927	23994	9456
	19H1	17541	18573	20561	8047
	19H2	15242	16167	17873	6837
	20H1	13409	14277	16301	5769
	20H2	13047	13986	15748	5093
	20H1 同比	-24%	-23%	-21%	-28%
	20H1 环比	-12%	-12%	-9%	-16%
	20H2 同比	-14%	-13%	-12%	-26%
	20H2 环比	-3%	-2%	-3%	-12%
季度均价	17Q1	21726	23124	24457	7997
	17Q2	17454	18614	20351	7094
	17Q3	18578	20328	21062	7895
	17Q4	21337	22876	23982	8035
	18Q1	21214	22630	24050	8622
	18Q2	20703	22448	23661	9935
	18Q3	21266	23442	24242	10084
	18Q4	20754	22327	23704	8767
	19Q1	17897	18913	20916	8307
	19Q2	17212	18260	20232	7803
	19Q3	15739	16680	18317	7124
	19Q4	14745	15654	17430	6527
	20Q1	13873	15074	16718	6109
	20Q2	13017	13604	15948	5473
	20Q3	12796	13762	15469	5216
	20Q4	13298	14210	16026	4973
	20Q1 同比	-22%	-20%	-20%	-26%
	20Q1 环比	-6%	-4%	-4%	-6%
	20Q2 同比	-24%	-25%	-21%	-30%

	20Q2 环比	-6%	-10%	-5%	-10%
	20Q3 同比	-19%	-17%	-16%	-27%
	20Q3 环比	-2%	1%	-3%	-5%
	20Q4 同比	-10%	-9%	-8%	-24%
	20Q4 环比	4%	3%	4%	-5%
最新价格	4 月 14 日	16500	17900	19500	5400

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 2020 年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		
2020/11/4	4000 万吨/年炼化一体项目（二期）运行	4000 万吨/年炼化一体项目（二期）完成工程建设等前期工作，第一批装置已于 11 月 1 日投入运行，随着一期的稳定运行和二期的全面投产，预计 2021 年浙石化对公司净利润贡献有望超过 1 00 亿元。
2020/10	与恒逸石化合作投资的逸盛新材料 600 万吨 PTA 项目正在建设	与恒逸石化合作投资的逸盛新材料 600 万吨 PTA 项目正在建设中，预 1#线 300 万吨于 2020 年下半年投产，2#预计于 2021H1 竣工投产。
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		
2020/11/30	甲苯装置停车检修，重启延期，恢复时间待定	甲苯于 2020 年 11 月 30 日装置停车检修，重启延期，恢复时间待定
2020/11/26	子公司中金石化 48 万吨纯苯、装置停车检修	荣盛石化 48 万吨纯苯装置于 2020 年 11 月 26 日开始停车检修，重启延长至 2021 年 2 月底
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 念安年度利润分配方案：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
2020/04/24	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 约 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涨。
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，由于市场机制的不尽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 年能源安全保证工作的指导意见》	《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，华安证券研究所

风险提示：

项目建设不及预期；原油价格大幅波动；产品价格大幅下跌；市场需求不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	52050	75141	92840	88184
现金	10638	10638	10638	10638
应收账款	1350	3973	4462	4025
其他应收款	2115	3354	3977	4186
预付账款	3555	6926	8160	7962
存货	23546	39220	54685	50433
其他流动资产	10847	11030	10918	10942
非流动资产	189465	218862	230343	233878
长期投资	8004	8004	8004	8004
固定资产	86003	86003	79043	52967
无形资产	5807	5807	4686	2971
其他非流动资产	89651	119048	138611	169936
资产总计	241515	294004	323184	322062
流动负债	103415	136351	139650	110155
短期借款	45691	45034	26434	496
应付账款	36676	61778	80555	77282
其他流动负债	21048	29540	32661	32377
非流动负债	68240	68240	68240	68240
长期借款	62426	62426	62426	62426
其他非流动负债	5814	5814	5814	5814
负债合计	171655	204591	207890	178395
少数股东权益	32894	40715	51067	62417
股本	6750	6750	6750	6750
资本公积	14189	14189	14189	14189
留存收益	16027	27759	43287	60311
归属母公司股东权	36966	48698	64226	81251
负债和股东权益	241515	294004	323184	322062

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	17507	35884	32638	29377
净利润	7309	11731	15529	17024
折旧摊销	5337	0	-2631	-4163
财务费用	1320	6851	6370	5256
投资损失	-1847	-1021	-1177	-1184
营运资金变动	-3140	10502	4199	1099
其他经营现金流	18977	9050	21678	27269
投资活动现金流	-56284	-28376	-7669	1817
资本支出	-55842	-29398	-8846	633
长期投资	-806	0	0	0
其他投资现金流	363	1021	1177	1184
筹资活动现金流	35577	-7508	-24969	-31195
短期借款	15649	-657	-18600	-25938
长期借款	4023	0	0	0
普通股增加	459	0	0	0
资本公积增加	7501	0	0	0
其他筹资现金流	7944	-6851	-6370	-5256
现金净增加额	-2982	0	0	0

利润表				单位:百万元
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	107265	204245	235395	236783
营业成本	86122	169353	192818	191858
营业税金及附加	2466	2655	3060	3078
销售费用	116	1021	1217	888
管理费用	473	874	1051	1038
财务费用	1549	6532	6050	4937
资产减值损失	-41	0	4	5
公允价值变动收益	-113	0	0	0
投资净收益	1847	1021	1177	1184
营业利润	16681	22564	29766	33545
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	16683	22564	29766	33545
所得税	3311	3011	3885	5171
净利润	13372	19552	25881	28374
少数股东损益	6063	7821	10352	11349
归属母公司净利润	7309	11731	15529	17024
EBITDA	21461	27890	31793	32917
EPS（元）	1.08	1.74	2.30	2.52

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	30.0%	90.4%	15.3%	0.6%
营业利润	431.5%	35.3%	31.9%	12.7%
归属于母公司净利	231.2%	60.5%	32.4%	9.6%
获利能力				
毛利率（%）	19.7%	17.1%	18.1%	19.0%
净利率（%）	6.8%	5.7%	6.6%	7.2%
ROE（%）	19.8%	24.1%	24.2%	21.0%
ROIC（%）	6.7%	11.4%	13.7%	14.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	71.1%	69.6%	64.3%	55.4%
净负债比率（%）	245.7%	228.8%	180.3%	124.2%
流动比率	0.50	0.55	0.66	0.80
速动比率	0.24	0.21	0.21	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.69	0.73	0.74
应收账款周转率	79.47	51.40	52.75	58.83
应付账款周转率	2.35	2.74	2.39	2.48
每股指标（元）				
每股收益	1.08	1.74	2.30	2.52
每股经营现金流薄）	2.59	5.32	4.84	4.35
每股净资产	5.48	7.21	9.51	12.04
估值比率				
P/E	25.50	15.51	11.72	10.69
P/B	5.04	3.74	2.83	2.24
EV/EBITDA	13.90	10.51	8.63	7.55

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；

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。