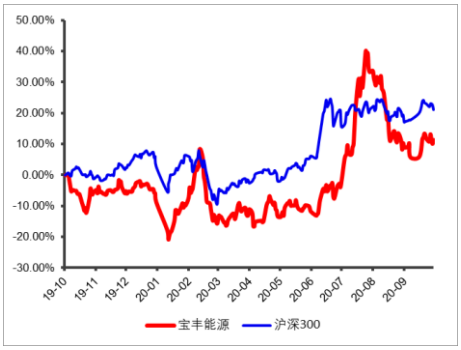
三季度延续增长势头，新项目建设奠定发展基础

投资评级：买入

报告日期：	2020-10-26
近 12 个月最高/最低（元）	13.69/7.13
总股本（百万股）	7333
流通股本（百万股）	1994
流通股比例（%）	27.2
总市值（亿元）	787
流通市值（亿元）	214

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
研究助理：古武
执业证书号：S0010120070003
电话：15828604590
邮箱：guwu@hazq.com

相关报告：

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29
《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23
《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

10 月 26 日，公司公告 2020 年三季度报。据公告，2020 年前三季度公司实现营收 112.99 亿元，同比上升 15.93%；归母净利润 31.52 亿元，同比上升 11.27%；扣非后归母净利润 33.2 亿元，同比上升 19.74%；加权平均净资产收益率为 13.26%，同比减少 2.12 个百分点；经营活动现金流净额为 37.08 亿元，同比大幅增长 57.76%。

➢ **前三季度公司营收净利润实现逆势上涨**

前三季度，公司主要产品价格同比均有不同程度下滑：聚乙烯均价 7080 元/吨，同比下降 14.95%；聚丙烯均价 7792 元/吨，同比下降 12.39%；焦炭均价 1195 元/吨，同比下降 9.15%；纯苯均价 3790 元/吨，同比下降 20.11%；改质沥青 3281 元/吨，同比下降 30.89%；MTBE 均价 4822 元/吨，同比下降 26.56%。在主要产品下降的背景下，公司仍然取得了营收利润连续增长的成绩，主要得益于公司聚烯烃产品逐步放量，支撑公司营收持续增长。2020 年前三季度，公司聚乙烯/聚丙烯产品合计销量达到 98.3 万吨，同比大幅增长 87.2%；实现营收 63.1 亿元，同比增长 62.2%。聚乙烯/聚丙烯及后续新材料业务是公司由大规模煤制烯烃向下游新材料进行产业延伸的重要环节，现有产能的逐步放量和新建聚烯烃项目的推进将为公司带来持续的业绩增量。

➢ **主营产品价格有所回升，三季度业绩延续了上半年增长势头**

上半年，由于国内疫情影响逐步消散，国内市场对于 PP/PE 需求快速增长，进口 PP/PE 规模也同步快速攀升。根据统计，国内进口 PP 粒料由 1 月份的 39.2 万吨快速提升至 6 月份峰值的 81.5 万吨，6 月份同比增速达到 125.7%；进口 PE 数量由 1 月份的 126 万吨提升至 6 月份的 183 万吨，6 月同比增长 46.2%。进入三季度，PP/PE 进口数量有所回落，下游需求处于阶段性去库存阶段。PP/PE 进口量的波动一定程度挤压了国产产品的销售。根据公告，公司三季度 PE 销量 15.7 万吨，环比减少 2.47 万吨；PP 销量 14.58 万吨，环比减少 2.93 万吨。

与此同时，由于总体供需仍处于紧张状态，PP/PE 价格出现小幅回升：聚丙烯均价 8439 元/吨，环比上升 3.43%；聚乙烯均价 7940 元/吨，环比上升 15.98%。价格回暖催动下，公司业绩延续了上半年以来的增长势头。第三季度，公司实现营收 37.78 亿元，同比增长 17.09%；实现归母净利润 10.6 亿元，同比增长 12.3%；实现扣非归母净利润 12.54 亿元，同比增长 27.37%，其中，公司三季度产生非经常性损失 1.94 亿元，主要由捐赠支出 2.35 亿元导致。受益于主要产品价格回暖以及公司煤制 220 万吨/年甲醇项目投产带来的成本降低，公司前三季度整体毛利率达到 42.65%，相比上半年毛利率提升 2.46 个百分点。

➢ **新装置投产带来经营现金流净额大幅提高，支撑公司加大研发投入规模**

公司前三季度经营现金流净额达到 37.08 亿元，同比大幅提高 57.56%，主要由于报告期内公司焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目于 6 月正式建成投产，新产品的投放市场带来现金流入的大幅增加。该项目由甲醇制 60 万吨/年烯烃项目（后段，已于 2019 年 10 月建成投产）和焦煤气化制 220 万吨甲醇项目（前段，于 2020 年 6 月建成投产）构成，烯烃生

产装置下游对接了采用双管淤浆工艺的聚烯烃生产装置，可以生产双峰聚乙烯、茂金属聚乙烯等多款高端聚烯烃产品。

强劲现金流也支撑着公司不断提高的研发投入。前三季度，公司研发投入达到 7648 万元，同比大幅增长 67%。公司正由煤化工企业向精细化工-新材料一体化龙头迈进，主营业务良好的盈利能力将能够支撑公司在高端聚烯烃等国内稀缺的高端材料领域实现突破。

- **大规模产能建设巩固煤制烯烃优势地位，新材料布局奠定未来发展基础**

报告期内，公司位于宁夏宁东能源化工基地的 50 万吨/年煤制烯烃项目已经正式开工建设；50 万吨/年 C2-C5 综合利用制烯烃项目已经取得环评批复，前期工作基本完成；位于内蒙古鄂尔多斯的 4×100 万吨/年煤制烯烃示范项目前期工作进展顺利，已于 2020 年 6 月经鄂尔多斯市人民政府批准，列入《鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区总体规划》。

其中，50 万吨/年煤制烯烃项目和 50 万吨/年 C2-C5 制烯烃项目预计于 2022 年建成投产，其下游对接了 25 万吨/年乙烯-醋酸乙烯聚合物（EVA）装置及 30 万吨聚丙烯装置。内蒙古 400 万吨/年煤制烯烃项目预计于 2024 年建成投产，该装置总投资额约 673.65 亿元，万吨投资额为 1.69 亿元，显著低于神华包头项目（万吨投资 2.6 亿元），也低于宝丰能源二期项目的 2.55 亿元，较低的万吨投资额将为公司带来显著的成本优势。大规模煤制烯烃装置的逐步落地将为公司一体化精细煤化工至新材料的发展战略提供有力支撑。

报告期内，公司依托上游烯烃原料配套和实现聚乙烯/聚丙烯大规模生产的优势，高效开发了市场急需的聚丙烯纤维料、熔喷料、薄壁注塑料，高密度聚乙烯中空料、高强度双峰薄膜料、耐候棚膜用线性聚乙烯专用料等产品，公司聚烯烃专用料比率和市场影响力明显提升。此外，通过专用料开发延伸产业链，已与下游防水材料、管材、食品包装加工企业初步建立了合作关系。

未来公司将凭借在煤精细化工领域的国内优势地位，不断加大研发力度，向新材料产业下游拓展，逐步成长为煤化工全产业链一体化的煤化工-新材料龙头企业。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 46.86、55.95、66.21 亿元，同比增速为 23.3%、19.4%、18.3%。对应 PE 分别为 16.79、14.06 和 11.88 倍。公司为煤化工产业绝对龙头，未来产业链逐步完善，具有长期投资价值。给予“买入”评级。

风险提示

项目建设不及预期；原材料价格上涨；产品价格大幅下跌；自有煤矿生产经营风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13568	16263	18109	21414
收入同比（%）	4.0%	19.9%	11.4%	18.2%
归属母公司净利润	3802	4686	5595	6621
净利润同比（%）	2.9%	23.3%	19.4%	18.3%
毛利率（%）	44.0%	44.1%	47.3%	47.4%
ROE（%）	16.3%	16.7%	16.6%	16.4%
每股收益（元）	0.52	0.64	0.76	0.90
P/E	18.34	16.79	14.06	11.88
P/B	2.99	2.81	2.34	1.95
EV/EBITDA	12.75	11.28	10.13	9.17

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3175	1468	1649	2118
现金	1862	0	128	366
应收账款	15	22	22	27
其他应收款	45	39	47	57
预付账款	166	142	158	193
存货	755	771	838	998
其他流动资产	332	494	457	477
非流动资产	30120	39923	49934	59205
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17904	24345	31022	36980
无形资产	3221	4623	6191	7771
其他非流动资产	8995	10955	12722	14454
资产总计	33295	41391	51583	61323
流动负债	5531	8941	13538	16656
短期借款	180	2192	6633	8909
应付账款	505	772	744	882
其他流动负债	4846	5976	6161	6865
非流动负债	4412	4412	4412	4412
长期借款	2643	2643	2643	2643
其他非流动负债	1769	1769	1769	1769
负债合计	9943	13353	17949	21068
少数股东权益	0	0	0	0
股本	7333	7333	7333	7333
资本公积	7268	7268	7268	7268
留存收益	8751	13437	19033	25654
归属母公司股东权益	23352	28039	33634	40255
负债和股东权益	33295	41391	51583	61323

现金流量表				
经营活动现金流	3573	8169	8126	9646
净利润	3802	4686	5595	6621
折旧摊销	830	1708	1775	1591
财务费用	367	213	368	529
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1374	1243	103	612
其他经营现金流	5124	3762	5778	6302
投资活动现金流	-3973	-11831	-12071	-11155
资本支出	-4541	-11831	-12071	-11155
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	568	0	0	0
筹资活动现金流	1587	1800	4073	1747
短期借款	-906	2012	4441	2276
长期借款	253	0	0	0
普通股增加	733	0	0	0
资本公积增加	7267	0	0	0
其他筹资现金流	-5760	-213	-368	-529
现金净增加额	1188	-1862	128	238

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13568	16263	18109	21414
营业成本	7605	9086	9552	11258
营业税金及附加	160	264	289	314
销售费用	443	549	586	705
管理费用	442	465	548	653
财务费用	324	173	368	526
资产减值损失	0	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	4632	5685	6713	7897
营业外收入	55	26	32	38
营业外支出	302	318	285	301
利润总额	4385	5394	6460	7634
所得税	584	707	864	1013
净利润	3802	4686	5595	6621
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3802	4686	5595	6621
EBITDA	5695	7575	8864	10015
EPS（元）	0.52	0.64	0.76	0.90

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	4.0%	19.9%	11.4%	18.2%
营业利润	2.8%	22.7%	18.1%	17.7%
归属于母公司净利润	2.9%	23.3%	19.4%	18.3%
获利能力				
毛利率（%）	44.0%	44.1%	47.3%	47.4%
净利率（%）	28.0%	28.8%	30.9%	30.9%
ROE（%）	16.3%	16.7%	16.6%	16.4%
ROIC（%）	15.0%	14.7%	13.7%	13.6%
偿债能力				
资产负债率（%）	29.9%	32.3%	34.8%	34.4%
净负债比率（%）	42.6%	47.6%	53.4%	52.3%
流动比率	0.57	0.16	0.12	0.13
速动比率	0.41	0.06	0.05	0.06
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.39	0.35	0.35
应收账款周转率	877.73	753.36	812.61	801.51
应付账款周转率	15.06	11.76	12.84	12.77
每股指标（元）				
每股收益	0.52	0.64	0.76	0.90
每股经营现金流	0.49	1.11	1.11	1.32
每股净资产	3.18	3.82	4.59	5.49
估值比率				
P/E	18.34	16.79	14.06	11.88
P/B	2.99	2.81	2.34	1.95
EV/EBITDA	12.75	11.28	10.13	9.17

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师简介

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。

古　武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历

曾祥钊：研究助理，中国科学院化工硕士、清华大学化工学士，通过 CFA 二级考试。

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。