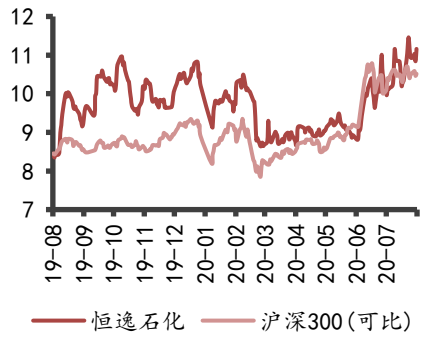
文莱项目投产带动业绩增长，股份回购彰显信心

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-8-29
近 12 个月最高/最低（元）	11.79/8.23
总股本（百万股）	3,681.65
流通股本（百万股）	3,315.24
流通股比例（%）	90.0%
总市值（亿元）	425.23
流通市值（亿元）	382.71

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：

《万华化学：从“产品导向”向“客户导向”演化》2020.8.20
《恒力石化：上半年业绩创历史新高，炼化二期即将启动建设》2020.8.13
《荣盛石化：炼化一期顺利投产、二期快速推进，步入成长路》2020.8.12
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.7.29

事件描述：

8 月 29 日，公司公告 2020 年半年报。据公告，2020H1 公司实现营收 394.14 亿元，同比减少 5.55%；归母净利润 19.02 亿元，同比上升 48.99%；扣非后归母净利润 17.56 亿元，同比上升 6.84 亿元；加权平均净资产收益率为 7.96%，同比上升 1.24 个百分点；经营活动现金流净额为 14.69 亿元，同比上升 80.55%。

➢ 文莱项目投产带动公司上半年业绩增长。

（一）2020H1 公司实现毛利 37.84 亿元，毛利率为 9.60%，毛利同比上升 15.88 亿元，其中成品油系列毛利上升了 7.16 亿元，主要因为文莱炼化项目投产。（1）从毛利分布看，2020H1，公司国内主营业务毛利为 23.84 亿元，同比上升 3.08 亿元，国外主营毛利为 13.99 亿元，同比上升 12.8 亿元。（2）从营收分布看，公司国内主营营收为 275.73 亿元，同比减少 55.79 亿元，国外主营营收为 118.41 亿元，同比上升 32.64 亿元。国内外联动运营，增强了公司抵御经营波动风险的能力。

（二）2020H1，公司净现比为 0.64，同比上升 25.5%，公司盈利质量有所提高。公司业绩在恶劣的外部条件下实现增长，主要因为文莱项目的全面投产。恒逸石化文莱炼化项目于去年 11 月全面投产，宣告公司打通全产业链一体化的最后一公里。

（三）2020H1，公司文莱项目共生产 403 万吨产品，其中化工品 94 万吨，成品油 309 万吨，分别实现销售收入 15.42、90.46 亿元，并作为文莱油品国家战略储备商开始向文莱当地供应一定批量的成品油。另一方面，公司通过坚持低库存战略及根据市场需求情况及时增持柴油、减产航空煤油的策略，极大地抵御了外部风险冲击，实现净利润 5.64 亿元。公司一体化产业链优势和优秀的经营决策能力在新冠疫情持续爆发、原油价格暴跌下已经充分体现，随着疫情影响减弱和油价恢复，公司业绩有望再上一台阶。

➢ Q2 整体经营状况大幅改善。

2020Q2，公司实现营收 205.42 亿元，环比增加 8.85%；归母净利润 10.91 亿元，环比增加 34.40%；扣非后归母净利润 10.26 亿元，环比增长 40.65%；整体销售净利率为 6.88%，环比增加 2.2 个百分点。公司 Q2 的经营状况有所提升，主要因为二季度疫情的影响减弱，生产、物流相继恢复。

➢ 聚酯纤维、涤纶丝板块：毛利率大幅提高，盈利能力增强。

聚酯板块是公司主要的营收来源。2020H1 聚酯业务实现营收 133.13 亿元，同比减少 25.41%，营收占比 33.78%；实现毛利润 16.93 亿元，同比增加 49.33%；毛利率 12.72%，同比上升 6.37 个百分点；实现销量 247 万吨，同比增长 7.86%，产量 297 万吨，同比增长 31.42%。2020H1 涤纶丝业务实现营收 116.06 亿元，营收占比 29.45%，毛利 15.29 亿元，毛利率 13.17%。与 2019H1 相比，公司聚酯业务盈利能力增强，主要是受疫情及原油价格波动影响，原料价格跌幅超过产品价格。公司聚酯产品价格 Q2 均出现下降，POY、FDY、DTY 的均价分别从 Q1 的 6653、7028、8357 元/吨，下降到 Q2 的 5282、5841、6883 元/吨；聚酯切片均价从 Q1 的 6109 元/吨，下降到 Q2 的 5473 元/吨。从长期来看，随

着疫情得到控制，聚酯产品的价格将迎来反弹，公司聚酯板块盈利有望反弹，龙头地位持续巩固。对比同业公司，公司聚酯板块 2020H1 的毛利率为 12.72%，远高于荣盛石化聚酯毛利率（2.42%），具有较好的应对价格波动的能力。

➢ **PTA 板块：提质增效显著，保持业内领先盈利能力。**

2020H1，PTA 业务实现营收 57.33 亿元，同比减少 31.38%，营收占比 14.55%；实现毛利 5.26 亿元，毛利率 9.18，同比仅下降 0.24 个百分点。2020H1，公司实现 PTA 产量 242 万吨，销量 241 万吨。公司 PTA 板块参控股的浙江逸盛、海南逸盛和逸盛投资分别实现净利润 5.71、1.70、3.68 亿元，合计盈利 11.09 亿元。受到疫情和原油价格波动的影响，PTA 价格处于低位，导致营收同比减少，但对毛利率影响不大。公司 PTA 的 2020Q1 均价为 3524 元/吨，2020Q2 均价为 3402 元/吨，二季度价格继续下降。但长期来看，随着原油和 PTA 的价格回暖、下游需求不断激活、公司产能进一步扩大，PTA 业务将继续维持发展通道。对比同业公司来看，公司 PTA 板块 2020H1 的毛利率为 9.18%，高于荣盛石化 PTA 毛利率（5.78%），具有较强的应对价格波动的能力。

➢ **成品油板块：文莱项目支撑，抗风险能力强。**

2020H1 成品油板块实现营收 90.46 亿元，营收占比 22.95%；实现毛利润 7.16 亿元，毛利占比 18.92%；实现产量 309 万吨，环比增加 408.98%。成品油板块产品 2020H1 均价为 4168 元/吨，环比上升 9.80%。相比 2019H2，公司成品油板块营收大幅提升，主要因为文莱炼化一体化项目于 2019 年 11 月全面投产。文莱项目优势明显：1）文莱当地最长享受 24 年税收优惠政策；2）原油采购便利，成品油可销至文莱当地以及其他东南亚地区；3）公用工程和生产装置成本优势明显，大幅降低单位生产成本；4）天然区位优势有效节省运费成本。目前，文莱炼化项目生产运行稳定，在较短时间内持续提升负荷，一期项目投产后的年炼油产能达 800 万吨，给予公司跨越式盈利增长能力。

➢ **聚酯、PTA、成品油板块新增产能，巩固行业地位。**

（1）聚酯方面，公司化纤业务规模继续增长，且新增产能多以具备高附加值、高品质化和差异化生产的先进制造工厂为主。2020H1，公司分别完成了海宁新材料第一套生产线 G 线（产能 25 万吨）和嘉兴逸鹏二阶段 50 万吨项目投产。目前，公司重点推进海宁一期年产 100 万吨、海宁二期年产 50 万吨、和福建逸绵年产 56.6 万吨的新型功能性纤维项目。公司围绕绿色环保、功能类和生物基能三大主题，加快差异化布局。

（2）PTA 方面，公司与荣盛石化合作投资建设的逸盛新材料 600 万吨 PTA 项目正在建设中。600 万吨 PTA 项目 1#线 300 万吨产能预计于 2020H2 投产，2#线预计于 2021H1 全面投产。项目投产后将进一步巩固公司在 PTA 行业的领军地位，提升公司的整体盈利能力。

（3）文莱项目方面，公司正逐步推进文莱炼化项目二期的规划，敲定主体工艺框架和产能构成，计划建设 1400 万吨/年原油加工能力，乙烯产能 150 万吨/年，PX 产能 200 万吨/年，对提升公司整体竞争力有着重大意义。

➢ **公司“石化+”业务展现良好的发展势头。**

（1）“石化+金融”：公司持有浙商银行约 3.52%股份，公司控股股东恒逸集团持有浙商银行 2.33%的股份，将继续为公司提供稳定利润来源。2020H1，浙商银行实现营业收入为 251.44 亿元，归属于股东的净利润 67.75 亿元，公司将通过浙商银行的成长溢价，进一步优化公司战略布局，分散经营风险。

（2）“石化+物流”：公司开展原料和产品的全面配送服务，线上以恒逸微商城和营销供应链系统为核心，线下以物流业务为支撑，实现线上

线下的有效融合。随着文莱炼化项目的全面运营，公司积极开展文莱炼化项目配套海运业务，降低物流成本，加快实施公司“石化+物流”的产业布局。

➢ **股份回购，彰显公司对未来的信心。**

2020 年 8 月 28 日，公司发布关于以集中竞价方式回购股份方案的公告。方案拟定回购资金总额在 5~10 亿元之间，回购价格不超过 15 元/股，用于实施员工持股计划或股权激励计划。大手笔回购股份彰显了公司对未来发展的信心以及对公司价值的认可。作为石化化纤龙头，公司此举或预示行业板块正在发生积极的变化。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 41.5、50.8、54.3 亿元，同比增速为 29.7%、22.4%、6.8%。对应 PE 分别为 9.9、8.1 和 7.6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原油价格大幅下跌；产品价格大幅波动；项目建设不及预期；下游需求放缓；疫情持续影响等

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	79621	94766	108598	120687
(+/-) (%)	-9.6%	19.0%	14.6%	11.1%
归母净利润	3201	4152	5083	5431
(+/-) (%)	71.0%	29.7%	22.4%	6.8%
EPS(元)	0.87	1.13	1.38	1.48
P/E	16.01	9.89	8.08	7.57

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司分业务经营状况及重大事件 6
2. 风险提示 9

图表目录

图表 1 各系列产品经营数据 6
图表 2 各系列产品价格价差 7
图表 3 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件 8

1. 公司分业务经营状况及重大事件

聚酯板块是公司主要的营收来源。2020H1 聚酯业务实现营收 133.13 亿元，同比减少 25.41%，营收占比 33.78%；实现毛利润 16.93 亿元，同比增加 49.33%；毛利率 12.72%，同比上升 6.37 个百分点；实现销量 247 万吨，同比增长 7.86%，产量 297 万吨，同比增长 31.42%。2020H1 涤纶丝业务实现营收 116.06 亿元，营收占比 29.45%，毛利 15.29 亿元，毛利率 13.17%。与 2019H1 相比，公司聚酯业务盈利能力增强，主要是受疫情及原油价格波动影响，原料价格跌幅超过产品价格。公司聚酯产品价格 Q2 均出现下降，POY、FDY、DTY 的均价分别从 Q1 的 6653、7028、8357 元/吨，下降到 Q2 的 5282、5841、6883 元/吨；聚酯切片均价从 Q1 的 6109 元/吨，下降到 Q2 的 5473 元/吨。从长期来看，随着疫情得到控制，聚酯产品的价格将迎来反弹，公司聚酯板块盈利有望反弹，龙头地位持续巩固。对比同业公司，公司聚酯板块 2020H1 的毛利率为 12.72%，远高于荣盛石化聚酯毛利率（2.42%），具有较好的应对价格波动的能力。

2020H1，PTA 业务实现营收 57.33 亿元，同比减少 31.38%，营收占比 14.55%；实现毛利 5.26 亿元，毛利率 9.18，同比仅下降 0.24 个百分点。2020H1，公司实现 PTA 产量 242 万吨，销量 241 万吨。公司 PTA 板块参控股的浙江逸盛、海南逸盛和逸盛投资分别实现净利润 5.71、1.70、3.68 亿元，合计盈利 11.09 亿元。受到疫情和原油价格波动的影响，PTA 价格处于低位，导致营收同比减少，但对毛利率影响不大。公司 PTA 的 2020Q1 均价为 3524 元/吨，2020Q2 均价为 3402 元/吨，二季度价格继续下降。但长期来看，随着原油和 PTA 的价格回暖、下游需求不断激活、公司产能进一步扩大，PTA 业务将继续维持发展通道。对比同业公司来看，公司 PTA 板块 2020H1 的毛利率为 9.18%，高于荣盛石化 PTA 毛利率（5.78%），具有较强的应对价格波动的能力。

2020H1 成品油板块实现营收 90.46 亿元，营收占比 22.95%；实现毛利润 7.16 亿元，毛利占比 18.92%；实现产量 309 万吨，环比增加 408.98%。成品油板块产品 2020H1 均价为 4168 元/吨，环比上升 9.80%。相比 2019H2，公司成品油板块营收大幅提升，主要因为文莱炼化一体化项目于 2019 年 11 月全面投产。文莱项目优势明显：1）文莱当地最长享受 24 年税收优惠政策；2）原油采购便利，成品油可销至文莱当地以及其他东南亚地区；3）公用工程和生产装置成本优势明显，大幅降低单位生产成本；4）天然区位优势有效节省运费成本。目前，文莱炼化项目生产运行稳定，在较短时间内持续提升负荷，一期项目投产后的年炼油产能达 800 万吨，给予公司跨越式盈利增长能力。

图表 1 各系列产品经营数据

聚酯产品								
	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	万吨	万吨	元/吨
17H1	56.21	——	——	——	124.14	212.74	211.18	5878
17H2	67.93	——	——	——				
18H1	88.44	——	——	——	250.09	333.18	325.8	7676
18H2	161.65	——	——	——				
19H1	178.49	——	——	——	374.4	562.71	559.29	6694

19H2	195.91	——	——	——				
20H1	133.13	297	247	5390	——	——	——	——
PTA								
	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	万吨	万吨	元/吨
18H1	59.85	——	——	——	174.94	496.33	495.62	3530
18H2	115.09	——	——	——				
19H1	83.55	——	——	——	114.79	503.38	503.64	2279
19H2	31.24	——	——	——				
20H1	57.33	242	241	2379	——	——	——	——
成品油								
	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	万吨	万吨	元/吨
19H2	22.08	60.71	54.93	4020	22.08	60.71	54.93	4020
20H1	90.46	309	——	——	——	——	——	——
化工品								
	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	万吨	万吨	元/吨
19H1	——	——	——	——	3.36	16.7	12.9	2605
19H2	3.36	16.7	12.9	2605				
20H1	15.42	94	——	——	——	——	——	——

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 各系列产品价格价差

	含税价	PTA 板块	聚酯板块			
	（元/吨）	精对苯二甲酸(PTA)：华东地区	涤纶长丝 (POY 150D/48F)	涤纶长丝 (FDY 150D/96F)	涤纶长丝 (DTY 150D/48F)	聚酯切片 (瓶级)
半年度均价	17H1	5038	8151	8512	9782	7559
	17H2	5286	8558	9048	10075	7964
	18H1	5687	8966	9418	10498	9314
	18H2	7200	10113	10343	11687	9461
	19H1	6306	8375	9030	10088	8049
	19H2	5213	7512	7677	9001	6839
	20H1	3789	5913	6388	7561	5771
	20H1 同比	-39.91%	-29.40%	-29.26%	-25.05%	-28.30%
	20H1 环比	-27.32%	-21.29%	-16.79%	-16.00%	-15.62%
季度均价	17Q1	5305	8569	8969	10192	7997
	17Q2	4774	7699	8019	9340	7094
	17Q3	5163	8369	8967	9861	7895
	17Q4	5423	8770	9140	10313	8035
	18Q1	5711	8809	9255	10261	8622

	18Q2	5664	9123	9581	10735	9935
	18Q3	7563	10830	10862	12192	10084
	18Q4	6794	9326	9774	11132	8767
	19Q1	6455	8519	9373	10353	8307
	19Q2	6162	8238	8704	9837	7803
	19Q3	5533	7951	8107	9300	7124
	19Q4	4862	7038	7212	8679	6527
	20Q1	4198	6653	7028	8357	6109
	20Q2	3400	5282	5841	6883	5473
	20Q1 同比	-34.97%	-21.90%	-25.02%	-19.28%	-26.46%
	20Q1 环比	-13.66%	-5.47%	-2.55%	-3.71%	-6.40%
	20Q2 同比	-44.82%	-35.88%	-32.89%	-30.03%	-29.86%
	20Q2 环比	-19.01%	-20.61%	-16.89%	-17.64%	-10.41%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
已投产项目		
2020/6/3	50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目	项目已于 6 月 3 日正式投产，计划投资 22.72 亿元，实际投入占预算比例 108%。
重点项目进展		
2020 中报	100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目	项目计划投资 63.6 亿元，累计投入占预算比例 94%，预计于 2021Q2 正式投产，是由下属全资子公司海宁恒逸新材料有限公司规划实施的一期工程，已有 25 万吨产能于 2 月 23 日正式投产。
2020 中报	50 万吨新型功能性纤维技术改造项目	项目计划投资 25.65 亿元，预计于 2022 年初投产，是由下属全资子公司海宁恒逸新材料有限公司规划实施的二期工程。
2020 中报	600 万吨 PTA 工程	项目计划投资 67.31 亿元，由参股子公司浙江逸盛新材料有限公司作为投资主体负责实施，预计 1#线 300 万吨于 2020H2 投产，2#线将于 2021H1 投产。经初步测算，达产后，年营业收入约 330.36 亿元。
2020 中报	50 万吨多功能新型材料项目	项目计划投资 8.36 万元，预计将于 2020H2 投产，八号线已于 6 月 13 日正式投产，此项目正式投产后，其联营企业海南逸盛石化有限公司 PET 总年产量将达到 200 万吨，预计形成 110 亿产值。
2020 中报	35 万吨新型功能性纤维项目	项目计划投资 15.88 亿元，预计将于 2020H2 投产
2020 中报	海宁尖山工业园区热电联产项目	项目计划投资 8.33 亿元，累计投入占预算比例 77%。
2020 中报	160 万吨新型环保差别化纤维	项目计划投资 110 亿元，预计将于 2021 投产，是由下属全资子公司宿迁逸达新材料有限公司规划实施的二期工程。
2020 中报	56.6 万吨新型功能纤维	项目计划投资 33.5 亿元，由子公司福建逸锦化纤有限公司规划实施。
重大事件		

2020/3/13	发行公司债	面向合格投资者公开发行面值总额 10 亿元人民币公司债券（疫情防控债），期限 3 年（附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）
2020/3/23	更换会计师事务所	因公司业务和未来发展审计的需要，经综合考虑，发行人 2019 年度财务审计机构拟由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中兴华会计师事务所（特殊普通合伙），聘期一年。
2020/4/1	发行可转债	向社会公开发行面值总额 20 亿元人民币可转换公司债券，期限 6 年，主要为增加文莱炼化项目流动资金和海宁新材料项目建设提款。
2020/4/26	新增 2020 年度担保额度	为满足下属孙公司浙江逸盛新材料有限公司经营和发展需要，结合公司实际情况，计划担保 5 年，新增预计担保额度为 5 亿人民币。
2020/5/19	2019 年年度权益分派	以公司现有总股本为基数，即 28.42 亿股，向全体股东每 10 股派发现金股利 4 元，共分现金红利 11.37 亿元；同时以资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 3 股，不送红股，分红后公司总股本增至 36.94 亿。
2020/6/12	股票激励解锁	公司 49 名激励对象在第二期限制性股票激励计划的第三个解锁期的 1526 万股限制性股票按规定解锁，该计划通过于 2017 年 6 月 12 日。
2020/8/28	股票回购	公司拟以 5-10 亿回购公司股份用于实施员工持股计划或股权激励。
行业重大事件		
2020H1	成品油供应过剩	成品油延续过剩态势，过剩量呈现持续、快速增长态势。
2020H1	丙烯价格风云再起	虽受到国内外疫情错峰影响，以及国际原油暴跌所带来的的利空叠加，但由于国内疫情形势控制得当，且有部分下游产品作为防疫物资需求支撑下，丙烯产业链整体复工复产进程较快，市场运行并未陷入谷底，运行区间大致处于 5000-7500 元/吨，均价约 6399 元/吨。
2020H1	PTA 价格震荡盘整	在成本重心崩塌、供需过剩严重的背景下，PTA 价格重心大幅下移，价格“W”筑底后重心震荡盘整。
2020H1	部分聚酯产品价格下滑显著	受疫情蔓延及 OPEC+谈判破裂影响，国际油价大幅下滑，对应涤纶长丝 POY、DTY 和 FDY 平均市场价下滑显著。
2020H1	OPEC+延长减产政策	6 月 6 日，OPEC 与非 OPEC 产油国同意将日均 970 万桶原油减产政策延长至 7 月底，对国际原油市场产生看涨效应。

资料来源：wind，百川盈孚，金联创，华安证券研究所

2. 风险提示

原油价格大幅下跌；产品价格大幅波动；项目建设不及预期；下游需求放缓；疫情持续影响等。

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
流动资产	26853	14126	17004	21232
现金	7440	0	0	0
应收账款	5890	3437	4557	6123
其他应收款	406	227	330	424
预付账款	639	1051	1013	1138
存货	9153	5489	7244	9553
其他流动资产	3324	3922	3859	3994
非流动资产	58378	73050	88219	102705
长期投资	9260	9260	9260	9260
固定资产	38776	51701	66344	84464
无形资产	1558	2077	2686	3245
其他非流动资产	8784	10012	9929	5735
资产总计	85231	87176	105222	123937
流动负债	38232	35205	47112	59243
短期借款	23324	22159	31686	41031
应付账款	9659	6792	8699	10895
其他流动负债	5250	6254	6727	7318
非流动负债	17935	17935	17935	17935
长期借款	12733	12733	12733	12733
其他非流动负债	5202	5202	5202	5202
负债合计	56167	53140	65047	77178
少数股东权益	5810	6630	7687	8839
股本	2842	2842	2842	2842
资本公积	9993	9993	9993	9993
留存收益	10419	14571	19654	25086
归属母公司股东权益	23253	27405	32489	37920
负债和股东权益	85231	87176	105222	123937

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-112	12988	8741	8673
净利润	3201	4152	5083	5431
折旧摊销	1500	3521	2190	2424
财务费用	988	2308	2517	2989
投资损失	-1505	-1237	-1607	-1881
营运资金变动	-5238	3425	-498	-1442
其他经营现金流	9380	1547	6638	8025
投资活动现金流	-12489	-16956	-15751	-15029
资本支出	-11307	-18193	-17359	-16910
长期投资	-1554	0	0	0
其他投资现金流	372	1237	1607	1881
筹资活动现金流	10480	-3472	7010	6356
短期借款	9601	-1165	9527	9345
长期借款	3266	0	0	0
普通股增加	214	0	0	0
资本公积增加	2723	0	0	0
其他筹资现金流	-5324	-2308	-2517	-2989
现金净增加额	-2063	-7440	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	79621	94766	108598	120687
营业成本	73995	86836	99033	110199
营业税金及附加	185	154	188	229
销售费用	456	380	491	574
管理费用	583	623	722	826
财务费用	1012	2196	2517	2989
资产减值损失	-20	0	0	0
公允价值变动收益	59	0	0	0
投资净收益	1505	1237	1607	1881
营业利润	4789	5764	7175	7691
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	30	0	0	0
利润总额	4771	5764	7175	7691
所得税	750	792	1034	1108
净利润	4021	4972	6140	6583
少数股东损益	819	820	1057	1152
归属母公司净利润	3201	4152	5083	5431
EBITDA	5409	9968	9891	10724
EPS（元）	0.87	1.13	1.38	1.48

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-9.6%	19.0%	14.6%	11.1%
营业利润	92.8%	20.4%	24.5%	7.2%
归属于母公司净利润	71.0%	29.7%	22.4%	6.8%
获利能力				
毛利率（%）	7.1%	8.4%	8.8%	8.7%
净利率（%）	4.0%	4.4%	4.7%	4.5%
ROE（%）	13.8%	15.2%	15.6%	14.3%
ROIC（%）	4.7%	7.5%	7.3%	6.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	65.9%	61.0%	61.8%	62.3%
净负债比率（%）	193.3%	156.1%	161.9%	165.1%
流动比率	0.70	0.40	0.36	0.36
速动比率	0.45	0.22	0.19	0.18
营运能力				
总资产周转率	0.93	1.09	1.03	0.97
应收账款周转率	13.52	27.57	23.83	19.71
应付账款周转率	7.66	12.78	11.38	10.12
每股指标（元）				
每股收益	0.87	1.13	1.38	1.48
每股经营现金流薄）	-0.03	3.53	2.37	2.36
每股净资产	6.32	7.44	8.82	10.30
估值比率				
P/E	16.01	9.89	8.08	7.57
P/B	2.20	1.50	1.26	1.08
EV/EBITDA	13.62	7.23	8.25	8.48

资料来源：wind，华安证券研究所

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。