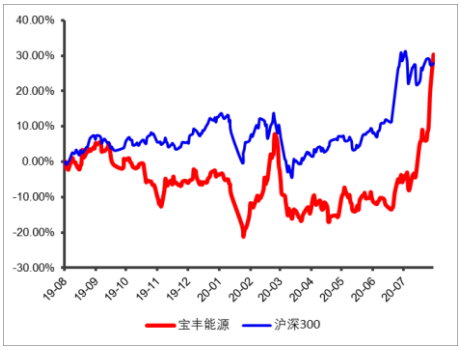
烯烃产品助力营收利润双增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-08-11
近 12 个月最高/最低（元）	12.79/7.13
总股本（百万股）	7333.36
流通股本（百万股）	733.36
流通股比例（%）	10
总市值（亿元）	895
流通市值（亿元）	90

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：

《卫星石化：二季度产品景气度回暖，业绩有改善》2020.07.30
《华峰氨纶：氨纶业务优势稳定，新材料业务成主力》2020.07.29
《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：

8 月 11 日，公司公告 2020 年半年报。据公告，2020H1 公司实现营收 75.2 亿元，同比上升 15.35%；归母净利润 20.9 亿元，同比上升 10.75%；扣非后归母净利润 20.7 亿元，同比上升 15.54%；加权平均净资产收益率为 8.58%，同比减少 3.26 个百分点；经营活动现金流净额为 12.79 亿元，同比减少 0.93%。

➢ H1 烯烃产品板块快速增长，渐成增量主力

2020H1，公司实现毛利 30.2 亿元，毛利率为 40.19%；烯烃系列产品实现营收 44.21 亿元，同比大增 68.54%。与 2019 年 H1 比较，公司 2020H1 毛利上升了 1.97 亿元。受疫情及外围环境因素影响，上半年原油价格剧烈波动，影响公司主营产品价格，导致公司主营业务营收及毛利润均受到不同程度影响，但公司烯烃产品板块的 PP/PE 产能正处于放量阶段，强劲的营收增速支撑公司在波动环境下仍然取得了营收利润双增长的成绩。

➢ Q2 整体净利润环比大幅改善，外围影响逐渐消退

2020Q2，公司实现营收 39.1 亿元，环比增加 8.34%；归母净利润 12.7 亿元，环比增长 54.5%；扣非后归母净利润 12.55 亿元，环比增长 54.56%；整体销售毛利率为 44.06%，环比上升 8.06 个百分点。上半年，外围扰动因素主要集中在 Q1，至 Q2 整体环境已有所改善，使得公司 Q2 净利润水平环比出现大幅改善。上半年，公司研发费用支出为 0.66 亿元，同比大幅增长 12.2 倍（19H1 为 0.05），只要为烯烃下游 PP/PE 研制开发费用大幅增加所致。

➢ 烯烃产品板块：营收大幅增长，全年增速可期

2020H1 烯烃产品实现营收 44.21 亿元，同比增长 68.55%，营收占比 58.79%。烯烃业务保持了快速增长的态势，延续了公司主要营收来源的地位。我们认为公司烯烃快速扩张的态势并未改变，上半年一二季度烯烃产品营收波动主要受到疫情因素影响：2020Q1 国内疫情严峻，海外订单小幅增长；Q2 国内疫情趋缓订单量大幅攀升。随着全球疫情影响消退，我们预计 2020 年全年烯烃板块将维持 50%以上的增速。

➢ 焦化产品板块：营收毛利维持稳定，为烯烃产品创造空间

2020H1 焦化产品板块实现营收 23.49 亿元，同比下降 15.14%，营收占比 31.23%。焦化产品板块是公司传统业务，上半年公司外购原料煤平均价格同比有所下降，对产品价格下滑有一定抵减作用，但仍然存在小幅下降。由于焦化产品需要与煤制烯烃装置争夺原料煤，我们预计未来焦化产品板块将稳健发展，为烯烃产品板块创造发展空间。

➢ 精细化工产品板块：受益于一体化战略快速发展

2020H1 精细化学品板块实现营收 7.3 亿元，同比增长 150.86%，营收占比 9.72%。精细化工品板块是一体化发展的重要组成部分，主要产品包括沥青、纯苯、工业萘等。

➢ 成本优势、成长优势、技术优势构筑了宝丰能源的核心竞争力

成本优势：公司核心装置煤经甲醇制取烯烃是煤炭资源高效利用的示范性产能，也是煤炭利用的优选路线，在我国贫油少气富煤的资源格局下具有重要的战略意义，在符合国家战略的同时还能带来显著的经济

效益。公司 2019 年构建固定资产支付的现金额达到 45.41 亿元，同比大幅增长 183.8%，同时公司内蒙聚烯烃项目总投资额约 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，公司固定资产投资持续高位，同时具有较低的万吨投资额，将带来成本优势。公司位于宁东能源化工基地，其自有的 4 座大型煤矿为煤制烯烃及焦化装置提供原料煤，能够大幅降低原料成本，提升竞争优势；化工基地紧邻黄河，公司自建供水供电工程将降低能耗成本；宁夏自治区、银川市、宁东能源管委会相继出台了一系列政策措施，对宝丰能源在资源、税收方面出台多项政策支持，公司享受所得税及土地使用税 5 年的免征期，2018 年公司综合税率为 13.7%，在同类上市公司中处于较低水平。

成长优势：公司在内蒙布局 400 万吨聚烯烃项目，以 4 套 100 万吨/年煤制烯烃装置为核心，向下游拓展至聚烯烃材料，将成为我国煤制烯烃至聚烯烃一体化装置的新标杆。

技术优势：国内聚烯烃产业仍然存在低端产能过剩，高端产能不足的格局，其中高端聚烯烃以高性能化 PP、PE 以及茂金属聚烯烃为代表。公司二期聚烯烃项目中新增了面向高端的双峰聚乙烯、茂金属聚乙烯生产线。我们认为，宝丰能源掌握了由煤到甲醇至烯烃到部分高端聚烯烃的技术，一体化装置带来的优势叠加高附加值高端聚烯烃的技术优势有望为公司奠定未来 3~5 年的发展优势。

投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 163.61 亿元、186.62 亿元、214.71 亿元，归母净利润分别为 48.07、54.46、62.32 亿元，同比增速为 26.4%、13.3%、14.4%。对应 PE 分别为 19.27、17.01 和 14.86 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。首次覆盖，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
营业总收入	13568	16361	18662	21471
(+/-) (%)	4.0%	20.6%	14.1%	15.1%
归母净利润	3802	4807	5446	6232
(+/-) (%)	2.9%	26.4%	13.3%	14.4%
EPS（元）	0.52	0.66	0.74	0.85
P/E	18.34	19.27	17.01	14.86

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 公司整体毛利半年度变化情况 6
图表 4 公司整体毛利季度变化情况 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 公司三项费用率半年度变化情况 7
图表 10 公司三项费用率季度变化情况 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 公司分业务盈利拆分 9
图表 20 公司主营产品电解液价格 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

2020 年上半年，在国际形势和油价大幅波动情况下，公司营业收入仍然保持了增长趋势。一季度营收同比上升 13.01%，二季度产品价格有所回暖，主要产品产量也有所增加，营收同比增加 17.6%。公司 2020H1 整体营收同比增长 15.35%，半年度增速达到近年来最高水平。公司 H2 业绩通常好于 H1，募投项目产品 PP/PE 产量快速爬升。我们预计，2020 全年业绩预计将延续 H1 增长态势。

公司整体毛利润、净利润水平受产品和原料价格波动影响较大。2020Q1，在营收保持增长的情况下，毛利润同比下降 10.1%，净利润同比下降 19.46%。2020Q2，随着产品价格逐步回暖，募投项目 PP/PE 产量提升，净利润同比增长 46.25%，环比增长 54.5%。

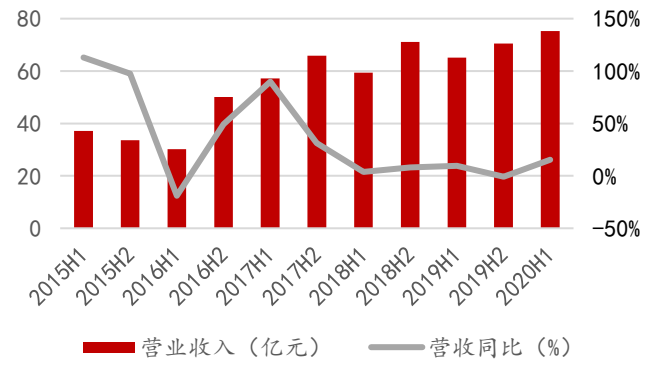
公司总体毛利率维持在较高水平。2019 年全年，公司毛利率达到 43.95%，近三年毛利率维持在 40%以上。2020Q1，受到产品价格波动影响，毛利率水平下降至 36%；2020Q2，毛利率回升至 44%，主要由于外购煤炭价格下降，抵消了下游产品价格下滑的不利影响。

宝丰能源三项费用率均维持在较低水平。2020H1 管理费用率 3.35%，同比下降 3.74 个 pct、；财务费用率 1.16%，同比下降 63.86 个 pct；销售费用率为 3.74%，同比上升 25.5 个 pct。管理和财务费用率下降主要与公司日益完善的精益管理相关，而销售费用率上升则主要由公司 PP、PE 项目产销量攀升所致。

公司经营性现金流量净额保持了增长趋势，2020Q1 该项目金额为 12.91 亿元，2020H1 达到 25.7 亿元；公司近年来重大产能投资项目较多，固定资产投资额连年增加，2019 年全年该项目支付总额为 45.41 亿元，同比大幅增长 183.8%。2020Q1 公司构建固定资产现金支付额 6.15 亿元，同比有所回落（2019Q1 为 7.74 亿元）；2020Q2 实现构建固定资产现金支付额 2.89 亿元（2019Q2 为 8.94 亿元），环比大幅增加，主要由于国内疫情影响消退，重大在建工程逐步复工建设。

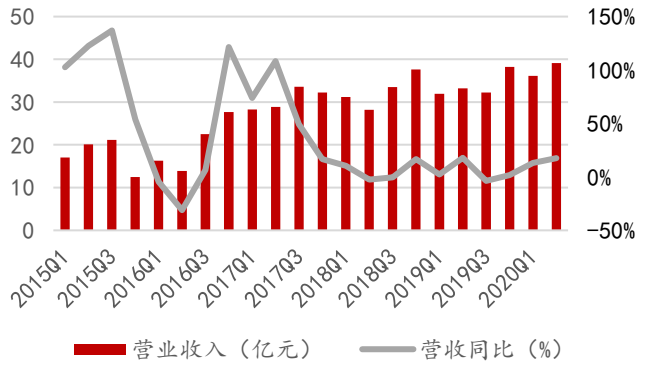
公司净现比虽然偶有波动，但总体保持在 1 左右。2020 年 H1 净现比上升至 1 以上，体现了良好的收益质量。公司存货周转天数总体保持在 30 天以下的较低水平，体现了良好的经营管理能力。

图表 1 公司营收半年度变化情况



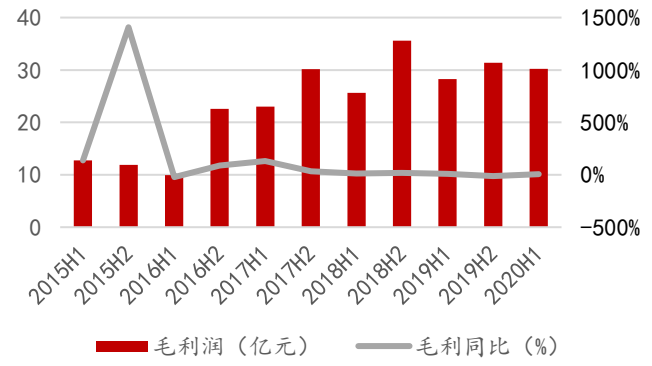
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司营收季度变化情况



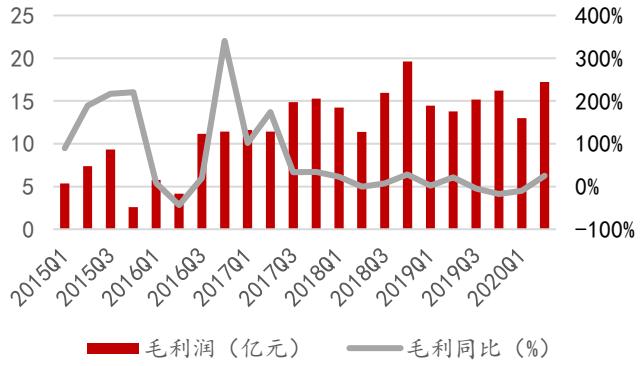
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司整体毛利半年度变化情况



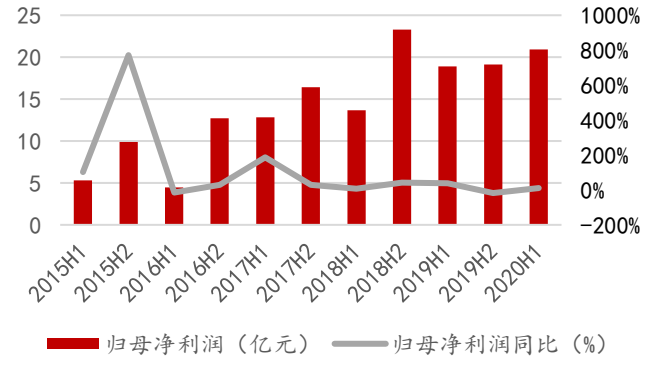
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司整体毛利季度变化情况



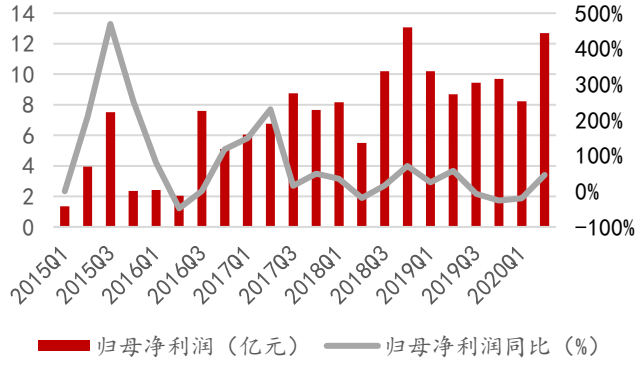
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



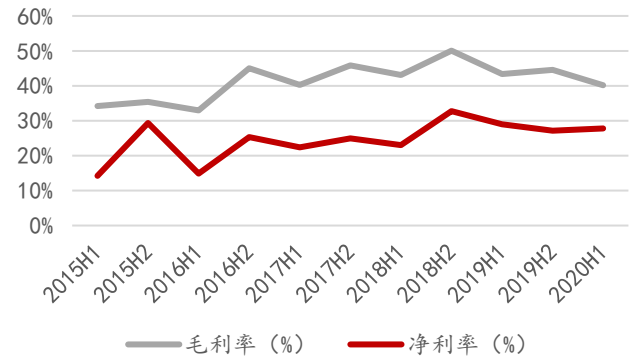
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况



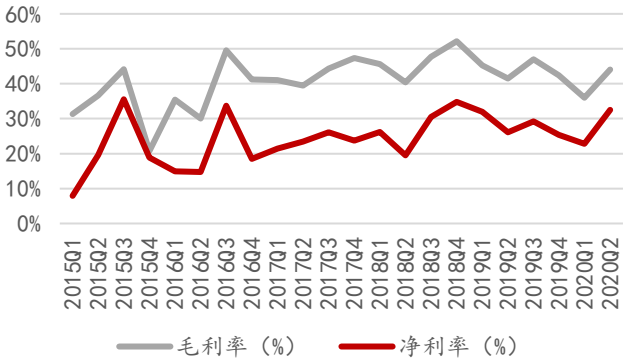
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



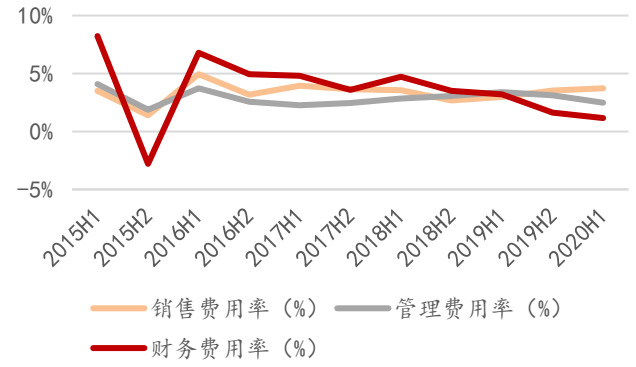
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



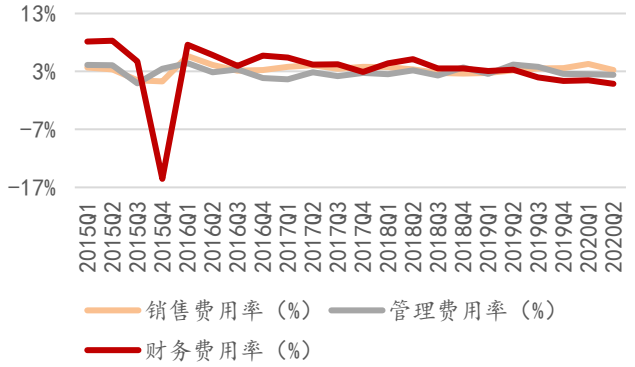
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司三项费用率半年度变化情况



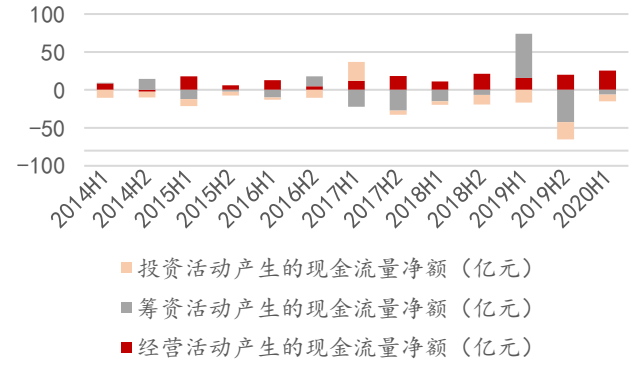
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司三项费用率季度变化情况



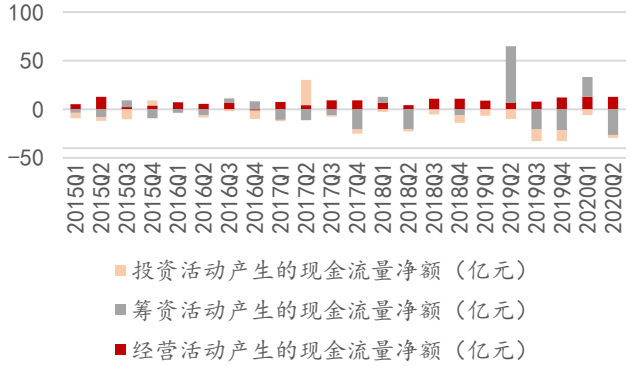
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



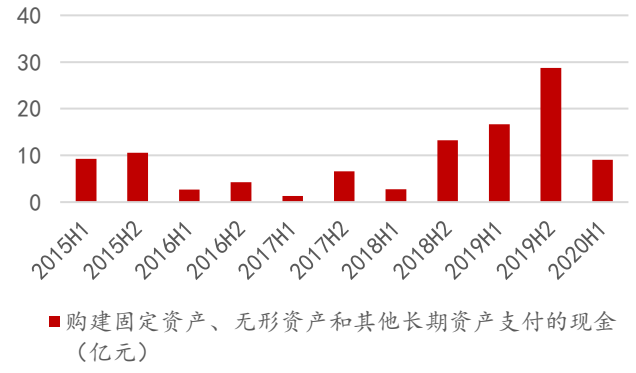
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



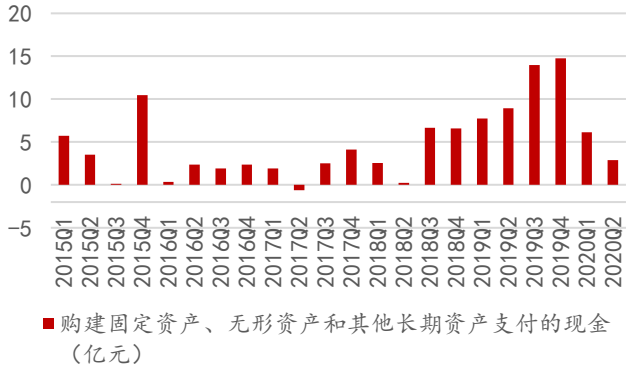
资料来源：wind，华安证券研究所

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



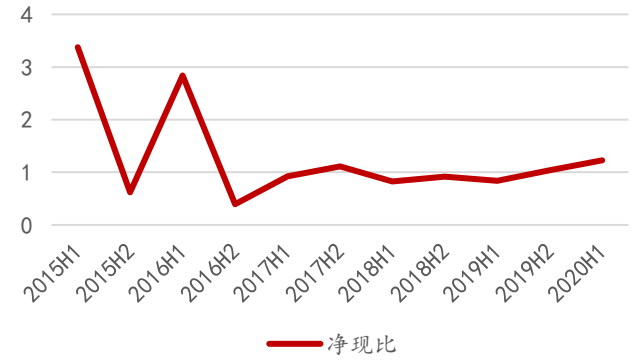
资料来源：wind，华安证券研究所

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



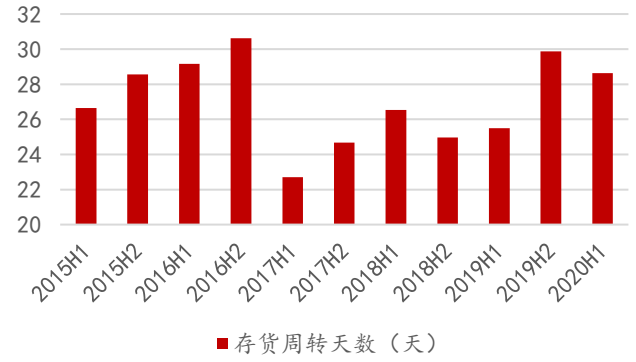
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



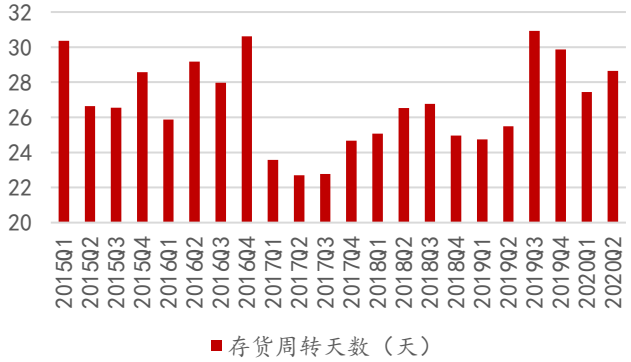
资料来源：wind，华安证券研究所

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 烯烃产品板块实现营 44.21 亿元，同比增长 68.55%，营收占比 58.79%。公司烯烃业务保持了快速增长的态势，新建 PP、PE 产能快速放量是主要原因。我们认为公司在逐步从能源型企业向煤化工全产业链发展，未来随着上游原料配套和下游聚烯烃材料项目的逐步完善，营收毛利有望进一步提高。

2020H1 焦化产品板块实现营收 23.49 亿元，同比下降 15.14%，营收占比 31.23%。焦化产品还是公司的传统业务，其原料煤炭仍然需要部分外购，2020 年 7 月 21 日公司公告的子公司红四煤业获得新的采矿权，将使得公司煤炭产能扩张到 750 万吨/年，自产煤将降低公司下游产品原料成本，增强抵御价格风险的能力。

2020H1 精细化学品板块实现营收 7.3 亿元，同比增长 150.86%，营收占比 9.72%。精细化学品是公司煤化工一体化产业链的重要环节，将提高整个业务链条的价值量和资源的综合利用程度。

图表 19 公司分业务盈利拆分

烯烃产品				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
17H1	26.07	15.02	11.05	42.38
17H2	28.00	15.39	12.6	45
19H1	26.23	-	-	-
19H2	37.47	-	-	-
20H1	44.21	-	-	-
15FY	47.56	27.13	20.43	42.97
16FY	45.29	23.93	21.36	47.17
17FY	54.07	30.41	23.65	43.75
18FY	55.31	31.44	23.87	43.16
19FY	63.70	35.61	28.08	44.09
焦化产品				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
17H1	22.32	13.83	8.49	38.05
17H2	28.16	14.65	13.51	47.98
19H1	27.68	-	-	-
19H2	26.19	-	-	-
20H1	23.49	-	-	-
15FY	15.96	15.45	0.51	3.19
16FY	25.57	18.39	7.17	28.06
17FY	50.48	28.48	22.00	43.58
18FY	56.19	27.08	29.11	51.80
19FY	53.87	29.45	24.42	45.33
精细化学品				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
17H1	8.63	5.19	3.45	39.90
17H2	9.38	5.58	3.78	40.30
19H1	2.91	-	-	-
19H2	14.78	-	-	-
20H1	7.3	-	-	-
15FY	6.68	3.34	3.34	49.99
16FY	9.19	5.35	3.84	41.82
17FY	18.01	10.77	7.23	40.17
18FY	18.64	10.52	8.12	43.56
19FY	17.69	10.72	6.97	39.39

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 公司主营产品价格

		烯烃产品		焦化产品	精细化学品	
	（元/吨）	高密度聚乙烯 茂名石化	聚丙烯	焦炭:华北	纯苯:华北	MTBE 现货基准价
半年度均价	15H1	9,967.77	9,014.36	941.73	5,471.90	5525.84
	15H2	9,047.64	7,755.66	792.30	4,724.80	4886.13
	16H1	8,747.52	7,045.49	766.82	4,813.03	4406.10
	16H2	9,008.74	8,666.67	1,345.62	5,758.66	4751.29
	17H1	9,054.05	8,612.76	1,722.88	6,989.47	4900.43
	17H2	10,021.51	9,104.42	1,853.82	6,293.13	5001.17
	18H1	10,263.14	9,294.12	1,992.13	6,348.88	5597.39
	18H2	10,030.31	10,093.05	2,289.23	6,296.64	5624.28
	19H1	8,679.66	9,021.05	1,998.80	4,478.56	5330.07
	19H2	7,886.48	8,812.64	1,921.08	5,299.63	5741.41
	20H1	6,872.96	7,888.19	1,758.88	4,194.03	3998.93
	20H1 同比	-20.82%	-12.56%	-12.00%	-6.35%	-24.97%
	20H1 环比	-12.85%	-10.49%	-8.44%	-20.86%	30.35%
季度均价	17Q1	9,365.42	8,980.35	1,736.45	7,659.09	4924.88
	17Q2	8,757.74	8,286.01	1,689.47	6,329.85	4877.56
	17Q3	9,496.82	8,878.41	1,851.62	6,081.06	4809.39
	17Q4	10,598.67	9,330.43	1,856.03	6,508.46	5215.69
	18Q1	10,366.96	9,355.20	2,054.64	6,629.10	5506.50
	18Q2	10,169.35	9,239.83	1,939.23	6,068.66	5679.48
	18Q3	10,282.58	9,892.54	2,300.00	6,735.82	5893.77
	18Q4	9,757.38	10,295.32	2,276.67	5,857.46	5332.70
	19Q1	8,876.32	9,232.94	2,008.33	4,642.31	5511.53
	19Q2	8,495.90	8,832.70	1,990.00	4,319.70	5154.56
	19Q3	8,107.12	8,954.37	1,960.15	5,215.67	5889.92
	19Q4	7,651.61	8,670.91	1,882.00	5,383.58	5583.31
	20Q1	6,914.87	7,616.20	1,813.50	5,083.79	4520.50
	20Q2	6,846.60	8,160.18	1,708.46	3,330.44	3544.66
	20Q1 同比	-22.10%	-17.51%	-9.70%	9.51%	-17.98%
	20Q1 环比	-9.63%	-12.16%	-3.64%	-5.57%	-19.04%
	20Q2 同比	-19.41%	-7.61%	-14.15%	-22.90%	-31.23%
	20Q2 环比	-0.99%	7.14%	-5.79%	-34.49%	-21.59%
最新价格	8 月 10 日	7,480.00	8,208.60	1750.00	3250.00	3766.00

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		
8 月 11 日	项目增资	2020 上半年公司分别向红四煤业项目、丁家煤矿项目、马莲台煤矿安全技改项目、焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目和光伏发电项目增资投入 2.06、2.76、0.63、20.76、2.15 亿元。
公司重大事件		
4 月 17 日	项目开工	总投资 14 亿元的太阳能电解水制氢储能及综合应用示范项目正式开工，预计 2020 年底投产，氢气产量将达到 2 万标方/小时。
5 月 7 日	定向增发	拟以 34.80 元/股向 11 名特定对象发行 3275.862 万 A 股，募集资金 11.40 亿元，预计 2020 年 11 月 12 日上市流通。
5 月 29 日	募投项目投产	首发上市募投项目焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目全面投产，至此公司具备聚烯烃产能 120 万吨/年、甲醇产能 400 万吨/年。
7 月 4 日	新设子公司	以自有资金人民币 9.5 亿元与全资子公司烯烃二厂共同设立子公司“内蒙古宝丰煤基新材料有限公司”，注册资金 10 亿元。
7 月 17 日	环评通过专家评审	总投资 137.7 亿元的 50 万吨/年煤制烯烃项目顺利通过专家评审。
7 月 21 日	采矿许可证	全资子公司红四煤业收到宁夏自然资源厅颁发的《中华人民共和国采矿许可证》，公司煤矿产能将增加至 750 万吨/年。
行业重大事件		
6 月 3 日	布油重回 40 美元	因市场乐观情绪及主要产油国有望延长减产政策，布伦特原油重回 40 美元关口，目前（2020-07-31）报 43.52 美元/桶，美油 WTI 报 40.27 美元/桶。

资料来源：wind，华安证券研究所

3. 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。

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	-418	-4449	-6722
现金	1862	-1887	-6064	-8551
应收账款	15	22	23	27
其他应收款	45	40	48	57
预付账款	166	142	171	205
存货	755	771	912	1063
其他流动资产	332	494	461	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	39505	45485	52483
流动负债	5531	6934	7468	8233
短期借款	180	180	180	180
应付账款	505	772	809	939
其他流动负债	4846	5982	6478	7114
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	11346	11880	12645
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	13558	19004	25237
归属母公司股东权益	23352	28159	33606	39838
负债和股东权益	33295	39505	45485	52483

现金流量表				
经营活动现金流	3573	8246	8060	8832
净利润	3802	4807	5446	6232
折旧摊销	830	1708	1775	1591
财务费用	367	164	164	164
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1374	1248	388	551
其他经营现金流	5124	3878	5345	5974
投资活动现金流	-3973	-11831	-12072	-11155
资本支出	-4541	-11831	-12072	-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	-164	-164	-164
短期借款	-906	0	0	0
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	-164	-164	-164
现金净增加额	1188	-3749	-4177	-2487

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13568	16361	18662	21471
营业成本	7605	9086	10394	11990
营业税金及附加	160	265	297	315
销售费用	443	552	604	707
管理费用	442	468	565	654
财务费用	324	124	205	295
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	5823	6541	7449
营业外收入	55	26	32	38
营业外支出	302	318	285	301
利润总额	4385	5532	6288	7186
所得税	584	725	841	953
净利润	3802	4807	5446	6232
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3802	4807	5446	6232
EBITDA	5695	7665	8530	9335
EPS（元）	0.52	0.66	0.74	0.85

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	4.0%	20.6%	14.1%	15.1%
营业利润	2.8%	25.7%	12.3%	13.9%
归属于母公司净利润	2.9%	26.4%	13.3%	14.4%
获利能力				
毛利率（%）	44.0%	44.5%	44.3%	44.2%
净利率（%）	28.0%	29.4%	29.2%	29.0%
ROE（%）	16.3%	17.1%	16.2%	15.6%
ROIC（%）	15.0%	15.7%	15.3%	15.1%
偿债能力				
资产负债率（%）	29.9%	28.7%	26.1%	24.1%
净负债比率（%）	42.6%	40.3%	35.4%	31.7%
流动比率	0.57	-0.06	-0.60	-0.82
速动比率	0.41	-0.19	-0.74	-0.97
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.41	0.41	0.41
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	0.66	0.74	0.85
每股经营现金流	0.49	1.12	1.10	1.20
每股净资产	3.18	3.84	4.58	5.43
估值比率				
P/E	18.34	19.27	17.01	14.86
P/B	2.99	3.29	2.76	2.32
EV/EBITDA	12.75	12.95	12.13	11.35

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。

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。