信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

西部一体化煤化工龙头，油价下行背景下竞争优势凸显！

—— 宝丰能源（600989.SH）首次覆盖报告

2020 年 7 月 15 日

张燕生　化工行业首席分析师
洪英东　研究助理

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

宝丰能源（600989.SH）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

首次评级

宝丰能源相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2020.7.14）

收盘价（元）	9.26
52 周内股价波动区间(元)	7.64-11.16
最近一月涨跌幅(%)	8.56%
总股本(亿股)	73.33
流通 A 股比例(%)	10%
总市值(亿元)	679

资料来源：信达证券研发中心

张燕生　化工行业首席分析师
职业编号：S1500517050001
联系电话：+86 10 83326847
邮箱：
zhangyansheng@cindasc.com

洪英东　研究助理
联系电话：+86 10 83326848
邮箱：
hongyingdong@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

西部一体化煤化工龙头，油价下行背景下竞争优势凸显！

2020 年 7 月 15 日

本期内容提要：

- **背靠西部充沛煤炭资源，煤化工综合利用龙头。**公司位于全国第六大亿吨级煤炭基地——宁东煤田境内，共有四处煤矿资源，总共产能达到 810 万吨/年（其中已投产 510 万吨/年），总可采储量达到 6.69 亿吨。公司依托优质、廉价的煤炭资源，大力发展焦化产品、烯烃产品和精细化工品三大产品线，目前 1000 万吨/年选煤、400 万吨/年焦碳、390 万吨/年甲醇、 60 万吨/年聚乙烯、60 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年煤焦油加工在内的煤炭综合利用产能，评价低廉的原材料、优秀的管理、装置规模优势，成为西部煤化工高速成长的煤化工龙头企业！
- **一体化烯烃路线优势突出，我国烯烃仍依赖进口。**2019 年，我国聚乙烯进口依赖度高达 39%。聚丙烯进口依赖度 13.4%，烯烃仍然高度依赖进口。烯烃生产分为油制、气制和煤制三条路线，而由于我国“贫油，少气，富煤”的资源禀赋特征，在烯烃生产中，煤化工占据了重要的地位，煤制乙烯占比 24%；煤制丙烯占比 25%。与油制和气质烯烃路线不同，煤制烯烃成本中，固定成本占比较高，因此在高油价时期竞争优势突出！同时，公司单位投资额较同类企业低 30%以上，加工费用显著降低。而在低油价时期，煤制路线盈利整体承压。而其中，一体化路线（CTO/CTP）盈利能力显著优于甲醇制烯烃，尤其是公司拥有低价自产煤炭资源，在油价低于 40 美金/桶环境下，将贡献烯烃生产中超过 60%的毛利！
- **焦炭供给侧改革叠加基建重启，焦炭盈利稳定。**我国焦炭产能占世界产能的 60%以上，2015 年开始，国家加大力度淘汰小规模、不环保的落后产能力度，截止 2018 年底，中国焦炭产能 6.45 亿吨，2014-2018 年间净减少 5000 万吨产能。在供给侧改革和钢铁产量复苏的双重利好下，焦炭盈利能力攀升，焦炭-炼焦煤价差从 2015 年的 288 元/吨升至 2018 年的 920 元/吨。同时，受环保限产影响，产能集中的华北地区开工率显著低于公司所在的西北地区，同时 200 万吨/年以下产能与规模以上产能开工率差距进一步拉大，在新基建需求的带动下，焦炭盈利将保持稳定，公司近三年焦炭业务超过 40%的毛利显著优于同类上市公司！
- **油价大幅下行，抗风险能力突出。**2020 年以来，受新冠肺炎疫情和 OPEC+放弃减产影响，国际油价跌破 30 美金/桶，煤化工整体承压。而公司自有煤炭资源、烯烃装置单位投资低、焦炭区位优势和规模优势突出都使得公司在低油价环境下抗风险能力显著优于可比煤化工企业！
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2020-2022 年 EPS(摊薄)分别为 0.40 元，0.49 元和 0.60 元，对应动态市盈率（2020 年 7 月 14 日收盘价 9.26 元）分别为 23 倍、19 倍、15 倍，**首次覆盖给予“买入”评级。**
- **风险因素：**1、油价持续大幅下行的风险 2、公司项目建设不及预期的风险 3、煤炭价格大幅波动的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	13,052.29	13,568.20	13,870.59	14,747.79	15,948.70
增长率 YoY %	6.11%	3.95%	2.23%	6.32%	8.14%
归属母公司净利润(百万元)	3,695.52	3,801.87	2,946.59	3,586.81	4,413.35
增长率 YoY%	26.41%	2.88%	-22.50%	21.73%	23.04%
毛利率%	46.90%	43.95%	37.50%	40.12%	43.65%
净资产收益率 ROE%	29.39%	20.53%	12.38%	13.77%	14.69%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.52	0.40	0.49	0.60
市盈率 P/E(倍)	18	18	23	19	15
市净率 P/B(倍)	4.96	2.91	2.80	2.44	2.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；注：股价为 2020 年 7 月 14 日收盘价

目 录

投资聚焦 1
十年产业链延伸发展，综合煤化工龙头正崛起！ 2
一、十年发展，登录资本市场 2
二、盈利能力优秀 5
一体化烯烃路线优势凸显！ 6
一、聚乙烯高度依赖进口，聚丙烯自给率逐步提高！ 6
二、少油贫气结构凸出煤制烯烃重要性！ 8
三、低油价环境下，煤炭资源和单位投资成竞争分水岭！ 13
焦炭供给侧改革叠加新基建，西部龙头盈利稳健！ 17
一、焦炭供给侧改革，行业格局向好！ 17
二、新基建或成新的驱动因素！ 20
三、地域与规模优势，盈利能力突出！ 22
盈利预测、估值与投资评级 23
重要假设 23
风险因素 25

表 目 录

表 1 公司产能情况 3
表 2 公司煤炭资源 14
表 3 主要烯烃生产企业单位投资额对比 15
表 4 烯烃生产各环节对毛利的贡献 15
表 5 2019 年焦炭相关政策 19
表 6 焦炭企业产能分布 20
表 7 产能和产能利用率假设 23
表 8 可比上市公司相对估值 24

图 目 录

图 1 公司发展历程 2
图 2 公司产业链结构 4
图 3 公司营业收入及营收增速（百万元，%） 5
图 4 公司归母公司净利润及增速（百万元，%） 5
图 5 2019 年收入构成（%） 5
图 6 2019 年毛利构成（%） 5
图 7 公司毛利率和净利率（%） 6
图 8 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率（%） 6
图 9 聚乙烯产量、进口量和自己率（万吨） 7
图 10 聚丙烯产量、进口量和自给率（万吨，%） 7
图 11 乙烯下游（%） 7
图 12 丙烯下游（%） 7
图 13 乙烯产量、进口量和进口依赖度（万吨，%） 8
图 14 丙烯产量、进口量和进口依赖度（万吨，%） 8
图 15 中国一次能源消费结构（%） 9
图 16 世界各主要地区一次能源消费结构（%） 9
图 17 三种主要的烯烃生产路线工艺 9
图 18 乙烯工艺占比 10
图 19 丙烯不同工艺占比 10
图 20 不同的烯烃生产路线成本结构对比（%） 11
图 21 Brent 原油价格与乙烯/丙烯价格（美元/桶，美元/吨） 12
图 22 Brent 原油价格与动力煤、甲醇价格（美元/桶，元/吨） 12
图 23 Brent 原油价格与不同的烯烃盈利对比（美元/桶，元/吨） 12
图 24 不同的煤制烯烃盈利能力对比（元/吨） 13
图 25 公司自产煤与外购煤炭成本对比（元/吨） 14
图 26 公司烯烃生产各环节盈利拆分（元/吨） 17
图 27 焦炭产能及增速（亿吨，%） 18
图 28 焦炭产量及同比增速（万吨，%） 18
图 29 焦炭产量分布（%） 18
图 30 独立焦化厂分地区开工率（%） 20
图 31 独立焦化厂分产能开工率（%） 20
图 32 粗钢累计产量及累计同比增速（万吨，%） 21
图 33 钢材累计产量及累计同比增速（万吨，%） 21
图 34 焦炭与炼焦煤价差（元/吨） 21
图 35 公司焦炭业务与其他焦炭上市公司毛利率对比（%） 22
图 36 2020-2022 公司各项业务收入和毛利率（百万元，%） 24

投资聚焦

与市场不同之处：

低油价环境下，西部优秀煤化工企业仍具竞争力：2020 年以来，油价大幅下行，市场普遍认为在当前油价环境下煤化工承压甚至可能出现亏损。但我们认为，不同煤化工企业在低油价环境下的竞争力差距扩大，拥有自有低成本煤炭资源、装置规模突出、区位竞争优势明显的公司竞争优势凸显！公司位于全国第六大亿吨级煤炭基地——宁东煤田境内，共有四处煤矿资源，总共产能达到 810 万吨/年（其中已投产 510 万吨/年），总可采储量达到 6.69 亿吨。自有煤炭成本远低于周边其他企业，更远低于东部的煤化工企业的原材料成本。

一体化烯烃路线优势突出。烯烃价格与油价高度相关，但 2019 年，我国聚乙烯进口依赖度高达 39%。聚丙烯进口依赖度 13.4%，烯烃仍然高度依赖进口。而由于我国“贫油，少气，富煤”的资源禀赋特征，在烯烃生产中，煤化工占据了重要的地位，煤制乙烯占比 24%；煤制丙烯占比 25%。煤化工成本中，固定装置投资占比较高，而公司单位投资明显低于行业，使得公司成本较同行业公司具有显著优势。尤其是公司从自有煤炭-甲醇-烯烃一体化装置，优势更加突出！

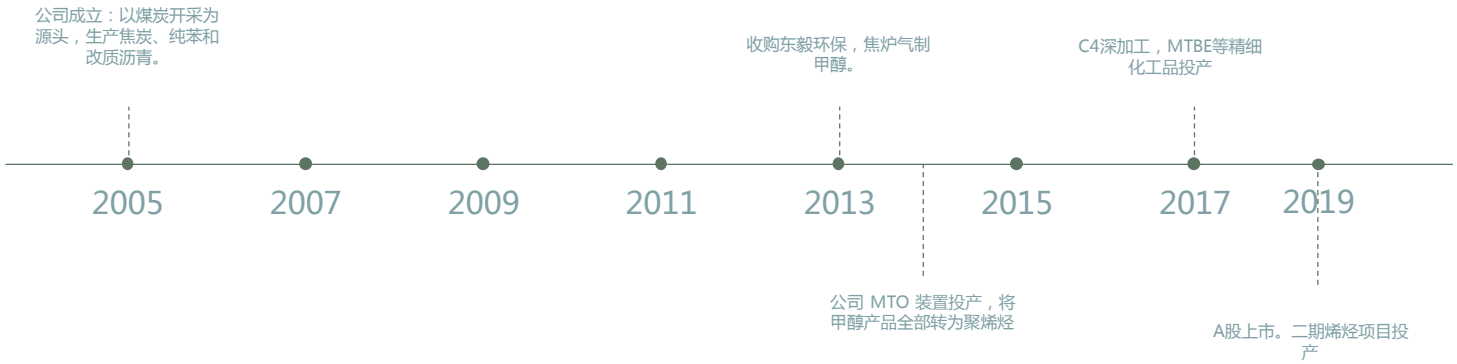
十年产业链延伸发展，综合煤化工龙头正崛起！

一、十年发展，登录资本市场

宁夏宝丰能源集团股份有限公司成立于 2005 年，位于全国第六大亿吨级煤炭基地——宁东煤田境内，地处国家级宁东能源化工基地核心区，是宁东能源化工基地的重要组成部分。公司遵循节约资源、保护环境的宗旨，秉持综合开发、循环利用的理念，以煤炭采选为基础，以现代煤化工为核心，按照煤、焦、气、化、油、电多联产的技术路线，实现了煤炭资源的分质、分级、充分利用，形成了较为完整的煤化工循环经济产业链，是典型的煤基多联产循环经济示范企业。

公司依托当地煤炭资源建立大型焦炭生产基地，同时对焦化副产的煤焦油、粗苯进行加工，生产改性沥青、工业萘、蒽油，以及纯苯、混苯等产品；2013 年，收购同一控制人旗下的东毅环保，其主业为焦炉气制甲醇；2014 年，公司 MTO 装置投产，将甲醇产品全部转为聚烯烃，产业链进一步延伸；2016 年，C4 深加工项目投产，形成了 MTBE、1-丁烯等精细化工品产能。时至今日，公司已经发展为拥有焦化产品、烯烃产品、精细化工品三大产品线的全国集中式、一体化建设的煤化工领先企业。2019 年 5 月 16 日在上海证券交易所成功上市。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司目前主要有焦化产品、烯烃产品和精细化工品三大产品线，公司的三大产品线均以煤炭资源为依托。

（1） 烯烃产品产业链：焦炉气+煤制气→甲醇→烯烃→聚乙烯、聚丙烯

（2） 焦化产品产业链：原煤→精煤→焦炭

（3）精细化工产业链：煤焦油、粗苯、碳四→精细化工产品

随着 2019 年 10 月公司二期烯烃项目（焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目）以及 2020 年 5 月焦炭气化制 220 万吨/年甲醇项目顺利投产，公司已形成的产能包括：510 万吨/年煤炭开采、1000 万吨/年选煤、400 万吨/年焦碳、390 万吨/年甲醇、 60 万吨/年聚乙烯、60 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年煤焦油加工、10 万吨/年粗苯加氢、20 万吨/年碳四加工、9 万吨/年的碳四异构，以及配套的动力站、污水处理及物流运输设施等。

表 1 公司产能情况

产品线	产品	产能（万吨）	拟建产能（万吨）	备注
原煤开采	原煤	510	300	目前，除自产外外购 600 万吨左右
焦化	焦炭	400		
烯烃	甲醇	390		目前不外销；新建成 220 万吨中 180 万吨用于后续制烯烃项目
	乙烯	60		
	丙烯	60		
精细化工	煤焦油加工	30		对应终端产品改质沥青、萘、蒽等
	粗苯加氢	10		对应终端产品纯苯、甲苯、二甲苯等
	碳四加工	20		对应终端产品 MTBE、 1-丁烯
	碳四异构	9		对应终端产品 MTBE、轻烃、丙烷等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

同时，公司目前也在加快项目建设和资源储备，增强发展后劲，实现高质量发展。

1.公司煤制烯烃二期项目——焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目的（后段）甲醇制 60 万吨/年烯烃装置于 2019 年 10 月顺利投产，公司聚乙烯、聚丙烯产能实现翻番，达到 120 万吨/年，市场占有率明显提升。

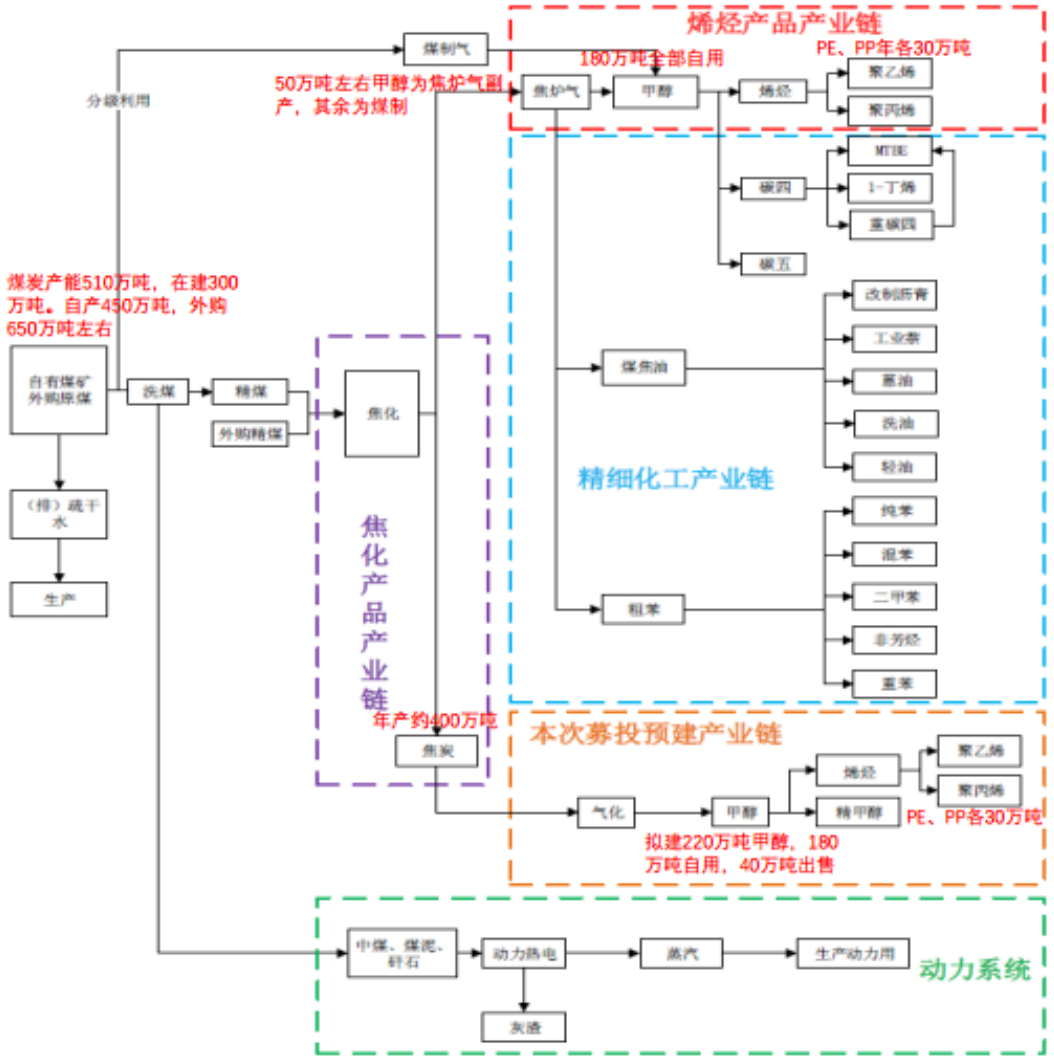
2.公司煤制烯烃三期规划的首套装置——50 万吨/年煤制烯烃项目于 2020 年 1 月获得宁夏发展改革委核准。

3.设计产能 240 万吨/年的红四煤矿取得国家发展改革委核准并基本建成，正在办理采矿许可 2019 年年度报告 13 / 197 证等投产手续。

4.建成宝丰能源宁东 90MWp 分布式发电市场化交易试点项目，发电规模约 1.5 亿 kwh/年，发电成本比外购电节省一半。

随着公司自有煤炭开采能力的进一步提升以及配套的供电系统建设，公司将进一步凸显自己的成本竞争优势。

图 2 公司产业链结构

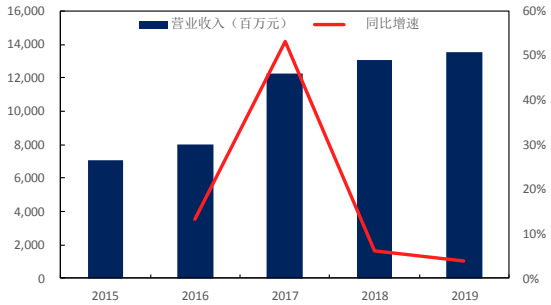


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心，注：220 吨甲醇已于 2020 年 5 月 29 日投产

二、盈利能力优秀

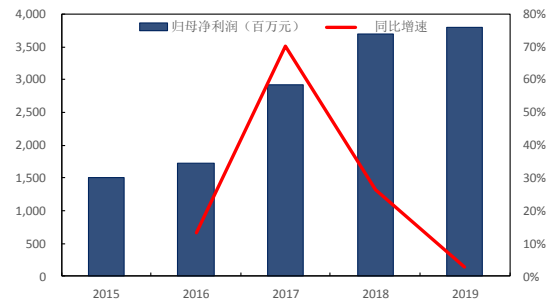
根据公司最新公布的 2019 年年报，2019 年，公司实现营业收入 135.68 亿元，同比增长 3.95%，实现归母净利润 38 亿元，同比增长 2.88%。在 2017 年，公司营收和归母净利润分别实现超过 50%高速增长以后，2018-2019 年，在国际油价整体下行的背景下，公司营收增速有所下降。尤其是 2019 年，在产品价格下滑的严峻形势下，公司通过提高开工率、降低成本等多项措施，最终仍然实现了连续 3 年营收和归母净利润正增长。2020 年 1 季度，受疫情和油价暴跌影响，公司营收同比增加 13.01%，但净利润同比下降 20.74%。

图 3 公司营业收入及营收增速（百万元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

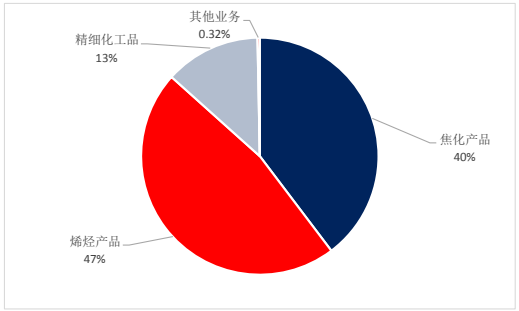
图 4 公司归母公司净利润及增速（百万元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

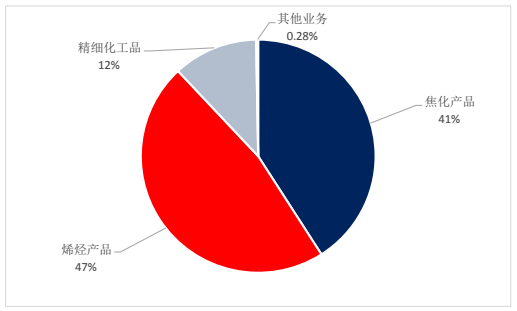
从主营业务来看，公司主营业务清晰，主要为焦化产品、烯烃产品和精细化工品。其中烯烃产品和焦化产品从收入和毛利来看，合计占比接近公司总收入和毛利的 90%。随着公司烯烃产能的逐渐提升，烯烃产品的收入占比已经接近 50%。

图 5 2019 年收入构成（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

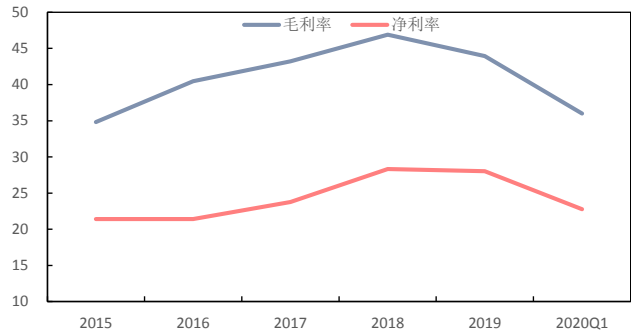
图 6 2019 年毛利构成（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

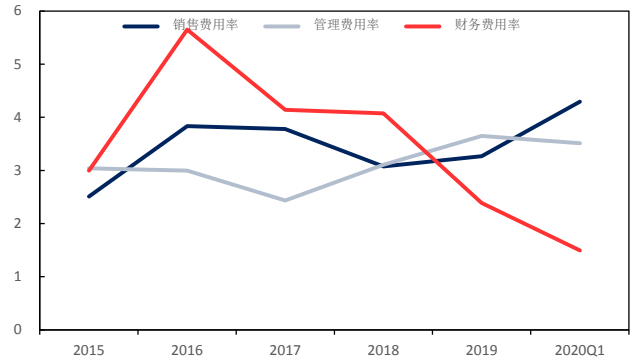
公司自 2015 年以来，毛利率和净利率都稳步提高，2018 年，公司毛利率和净利率分别达到 47%和 28%的高点。2019 年，在产品价格下降的情况下，公司毛利率有所下降，但是在公司财务费用下降的情况下，公司净利率仍维持在 28%的水平。2020 年 1 季度，受疫情和油价暴跌因素影响，公司毛利和净利率进一步下降，但净利率仍然超过 20%，在煤化工企业中优势显著！

图 7 公司毛利率和净利率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

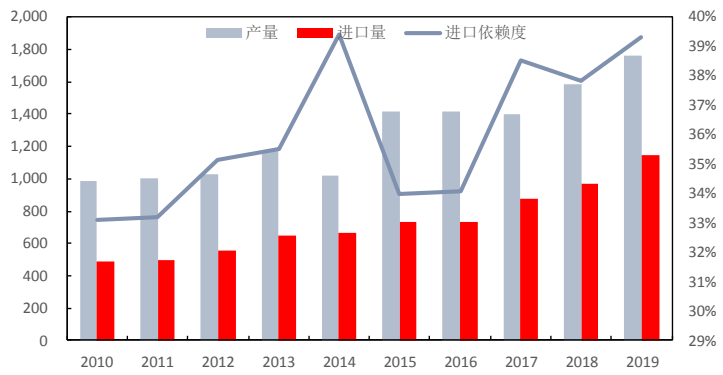
一体化烯烃路线优势凸显！

一、聚乙烯高度依赖进口，聚丙烯自给率逐步提高！

公司营业收入中，占比最高的为烯烃类产品，即聚乙烯和聚丙烯。聚乙烯（PE）和聚丙烯(PP)是工程制造中最重要的两类塑料原料。他们都是通过乙烯和丙烯聚合而成的塑料材料。因在耐热性、刚度、耐化性方面的差异而在不同领域有着广泛的用途。

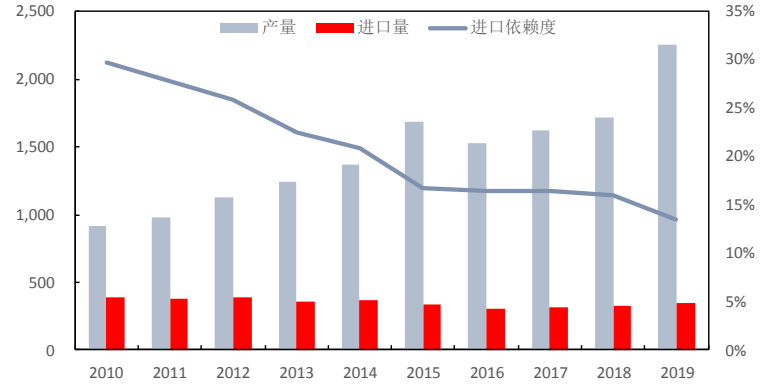
从聚乙烯的供需结构来看，根据国家统计局数据，2019 年，我国聚乙烯（PE）产量为 1765 万吨，同比增长 11.2%，进口量为 1143 万吨，进口依赖度仍高达 39%。而对聚丙烯而言，2019 年，我国聚丙烯产量 2249 万吨，进口 349 万吨，进口依赖度 13.4%。整体而言，我国聚乙烯仍然高度依赖进口，而聚丙烯进口依赖度已经从 2010 年的 30%下降至 13.4%，自给率逐步提高。与聚乙烯相比，对于聚丙烯而言，除了煤制烯烃、尤其是煤制丙烯产能的出现推动了我国聚丙烯产能增长以外，近年来丙烷脱氢工艺（PDH）的迅速发展，也成为我国聚丙烯产能增长的另一大助推力量。正因如此，目前我国的聚丙烯对外依存度远低于聚乙烯。

图 9 聚乙烯产量、进口量和自己率（万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

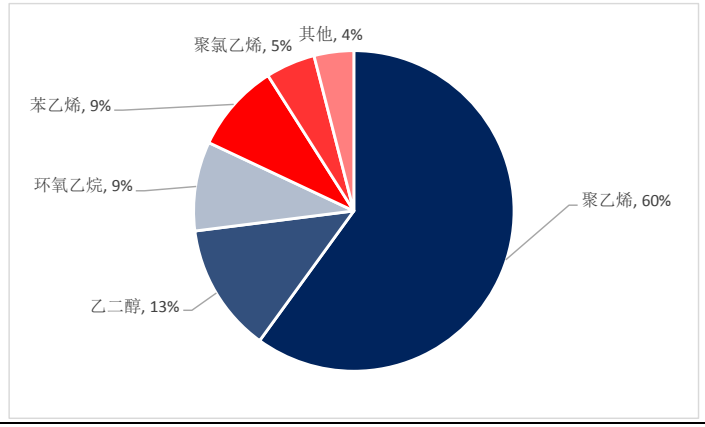
图 10 聚丙烯产量、进口量和自给率（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

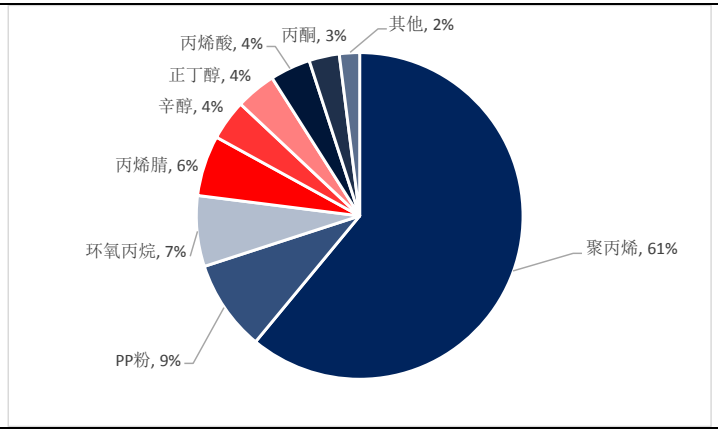
聚乙烯和聚丙烯的上游原材料分别为乙烯和丙烯，乙烯和丙烯是重要的工业原料，在整个化工生产中占有极为重要的地位。其下游主要为聚乙烯和聚丙烯（占比均在 60%左右），除此以外，乙烯的下游还包括乙二醇、环氧乙烷、苯乙烯和聚氯乙烯等；丙烯的下游还包括环氧丙烷、丙烯腈、正丁醇、异丁醇等。

图 11 乙烯下游（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

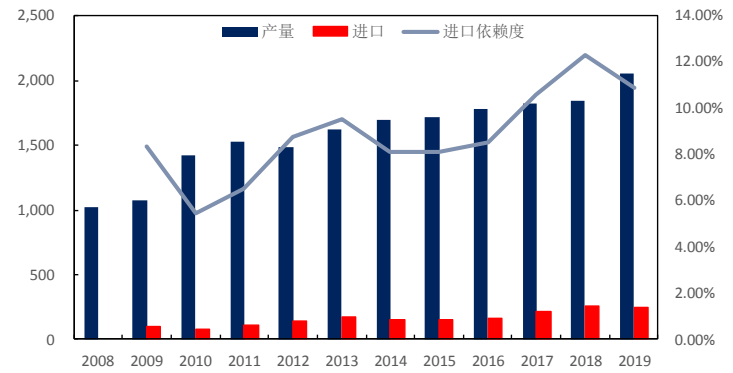
图 12 丙烯下游（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

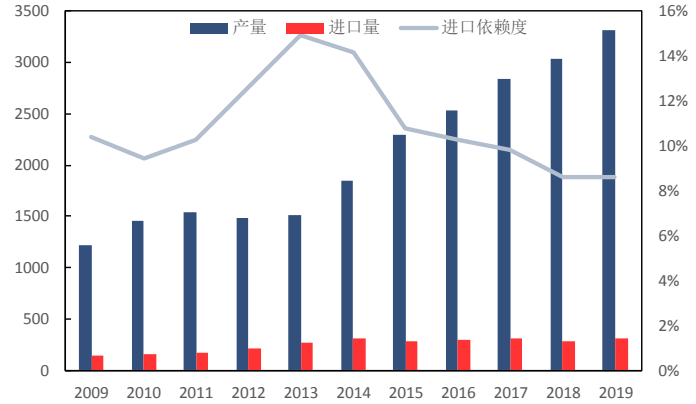
从我国的乙烯和丙烯供需结构来看，根据国家统计局和海关总署的数据，2019 年，我国乙烯产量 2052 万吨，同比增长 11%，乙烯进口量 251 万吨，进口依赖度 10.9%；2019 年，我国丙烯产量 3312 万吨，同比增长 9.1%，丙烯进口量 313 万吨，进口依赖度 8.6%。整体而言，我国乙烯和丙烯产量基本处于自给自足的状态，少量依赖进口。

图 13　乙烯产量、进口量和进口依赖度（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14　丙烯产量、进口量和进口依赖度（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

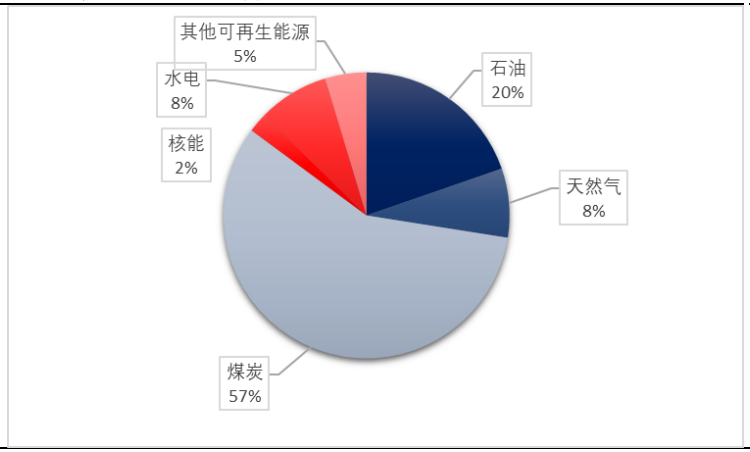
二、少油贫气结构凸出煤制烯烃重要性！

尽管我国从烯烃生产角度而言，整体可以自给自足。但从生产工艺而言，中国因为资源分布存在着“贫油、少气、富煤”的特征，导致在工艺路线的选择上与国外存在着较大的差异。

根据 BP 能源的统计，2019 年，在我国一次能源消费中，煤炭消费占比达到 58%，而石油（20%）+天然气（8%）合计仅占 28%。而与此对应的是，全球平均而言，石油+天然气在一次能源的消费占比达到 57.3%，为我国的两倍。

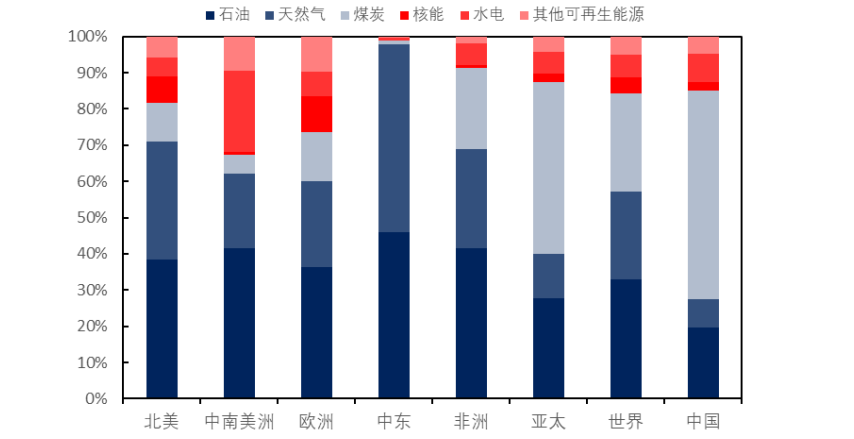
资源禀赋的差异使得煤化工成为我国化工生产的重要方式，而从早期的煤制甲醇发展成为煤制甲醇制烯烃，已经成为填补我国聚乙烯、聚丙烯生产缺口的重要生产方式。

图 15 中国一次能源消费结构（%）



资料来源：BP，信达证券研发中心

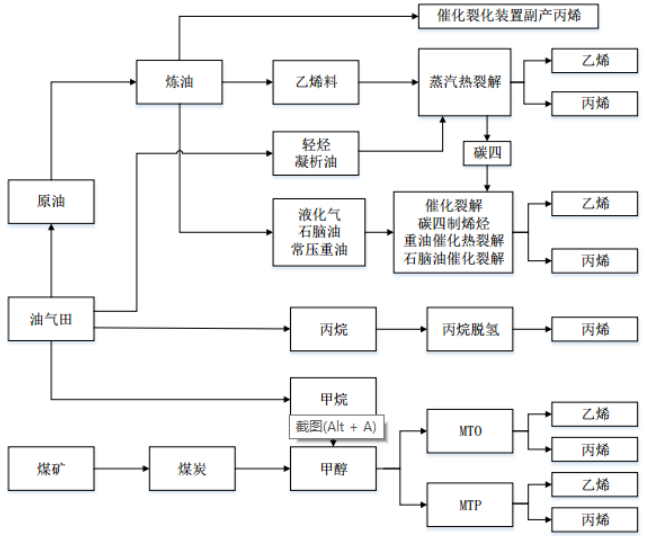
图 16 世界各主要地区一次能源消费结构（%）



资料来源：BP，信达证券研发中心

烯烃的生产，按照其原料来源大致可分为三种： 油制烯烃、煤基甲醇制烯烃、气制烯烃。

图 17 三种主要的烯烃生产路线工艺



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

1）油制烯烃：包括蒸汽裂解和催化裂化两种工艺，蒸汽裂解以石脑油为原料，主产乙烯、丙烯；催化裂化以重质油为原料，主产汽油、柴油、副产少量烯烃。

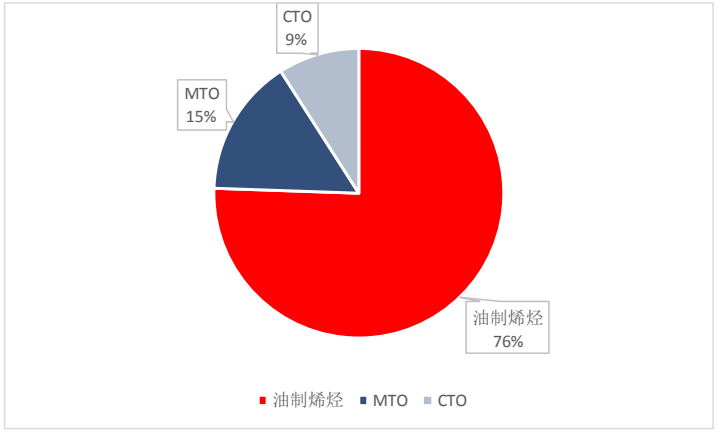
2）煤基甲醇制烯烃：煤制甲醇制烯烃又可以按照工艺流程的长短分为煤制烯烃（CTO,CTP）和甲醇制烯烃（MTO,MTP）两大类。实际上，煤制烯烃一般也需要经过煤制甲醇，但甲醇仅为其中间产物。而甲醇制烯烃生产工艺则外购甲醇进行生产。CTO（MTO）与 CTP（MTP）的区别在于 CTO （MTO）综合生产烯烃，其产物包含乙烯和丙烯，而 CTP（MTP）主要生产丙烯。

3）气制烯烃：通过乙烷、丙烷裂解至乙烯、丙烯，气制烯烃的成本较低，但原料高度依赖进口。

从世界范围内来看，油制和气制烯烃路线占主流。而在我国，油制烯烃在烯烃生产中的占比也在 50%以上。但是一方面随着技术的成熟、装置规模变大，另一方面我国煤炭资源丰富，煤制烯烃成为重要的补充生产方式。目前，乙烷制乙烯工艺在我国占比较低，而丙烷裂解制丙烯（PDH）的产能逐步增加。

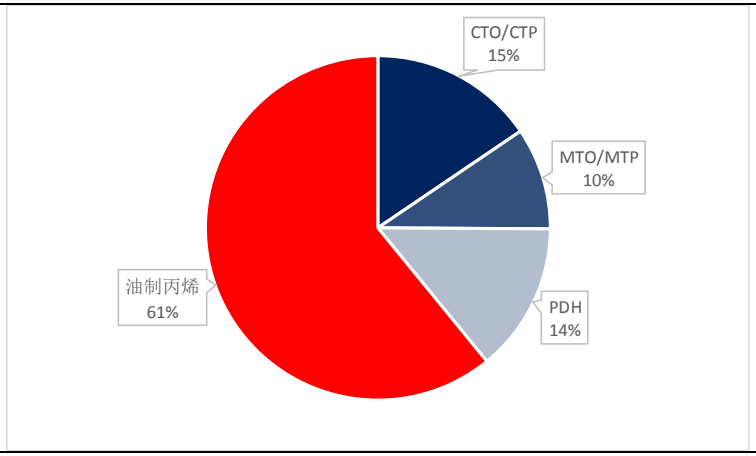
根据卓创资讯统计，截止 2019 年底，我国乙烯产能为 3003 万吨，在乙烯生产中，油制乙烯（蒸汽裂解、催化裂化）占比达到 76%，煤制乙烯（CTO,MTO）占比 24%；我国丙烯产能为 4037 万吨，在丙烯生产中，油制烯烃占 61%，丙烷裂解制丙烯（PDH）占 14%，煤制丙烯（CTO/CTP,MTO/MTP）合计占比 25%。

图 18 乙烯工艺占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

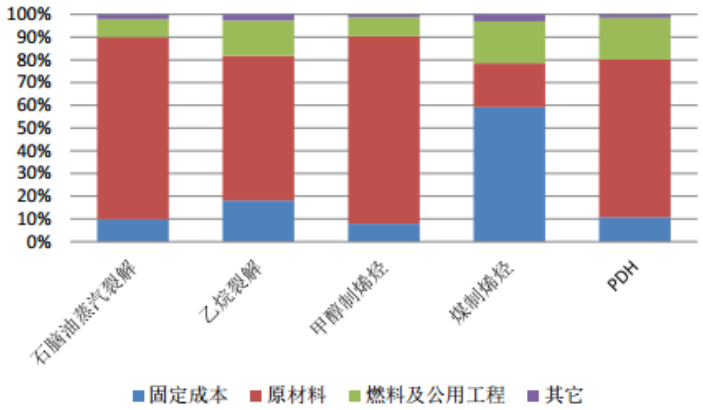
图 19 丙烯不同工艺占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

不同生产路线，由于原材料、生产工艺、装置投资、加工成本不同，存在着不同的成本结构。根据公司招股说明书，整体而言，由于 CTO/CTP 技术路线中，涉及到煤制甲醇装置，单位投资高，因此 CTO/CTP 路线的生产成本中，固定成本占比达到 60%，而原材料成本仅占 25%左右。而油制烯烃、气制烯烃以及甲醇制烯烃中，原材料成本占比均在 70%以上。

图 20 不同的烯烃生产路线成本结构对比（%）



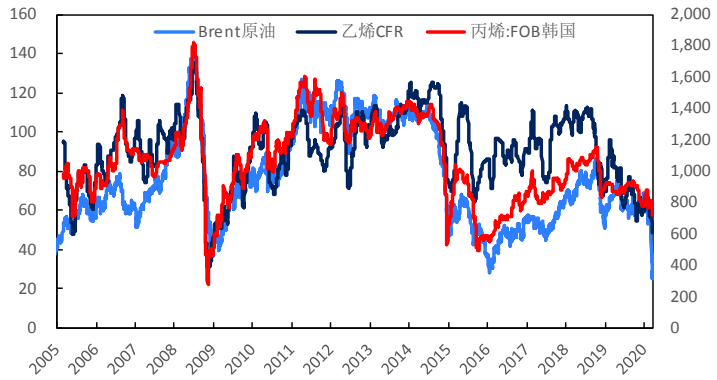
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

由于在世界范围内，油制烯烃占据主要地位，因此烯烃价格与原油、石脑油价格高度相关。根据我们统计，2015 年至今，原油价格与乙烯价格相关系数为 0.61，与丙烯价格相关系数 0.95。

而对于煤制烯烃而言，由于原油为大宗商品之母，且煤炭与原油之间存在着替代效应，因此原油价格与煤炭价格也存在一定的关联性。但是由于国内的煤炭整体而言主要为长协价格，且 2017 年以来受到进口配额限制，因此国内煤炭价格与国际油价的关联性相对国际煤价更弱。2013 年以来，国内动力煤期货的价格与国际油价的相关系数为 0.49。

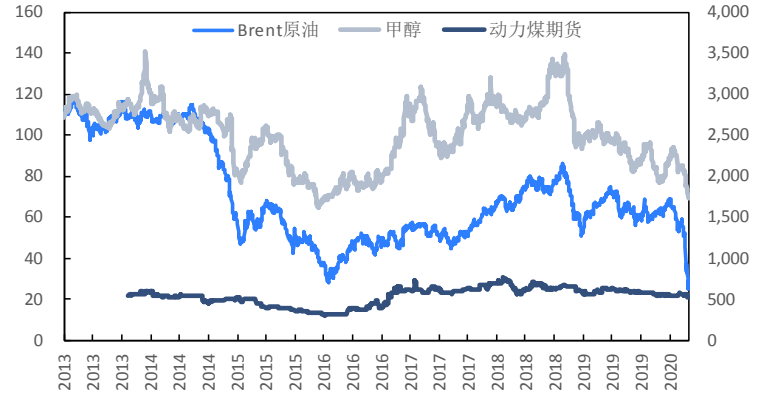
而甲醇制烯烃的原材料甲醇的价格则既受到煤炭价格影响，也受到原油价格的影响。2014 年以来，甲醇期货价格与国际煤价的相关系数为 0.6。

图 21 Brent 原油价格与乙烯/丙烯价格（美元/桶，美元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22 Brent 原油价格与动力煤、甲醇价格（美元/桶，元/吨）

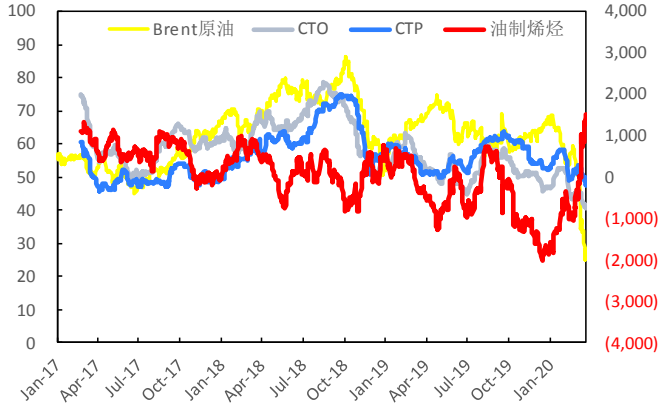


资料来源：万得，信达证券研发中心

由于烯烃价格与油价高度相关，而煤制烯烃路线，尤其是 CTO/CTP 路线的成本中，原材料占比较低，因此在不同的油价环境下，不同技术路线的盈利能力不一样。整体而言，高油价情况下，煤制烯烃路线的成本优势更为显著。而低油价情况下，煤制烯烃路线的盈利能力受到影响。

我们根据物料平衡关系，取 CTO 加工费 3400 元/吨，CTP 加工费 3050 元/吨，油制烯烃 800 元/吨进行测算，我们发现，在油价高于 60 美金/桶时，CTO 和 CTP 路线较油制烯烃的盈利能力更强。而在 40~60 美金/桶之间时，二者盈利能力相当。当油价跌破 40 美金/桶时，油制烯烃的盈利能力显著优于煤制烯烃。

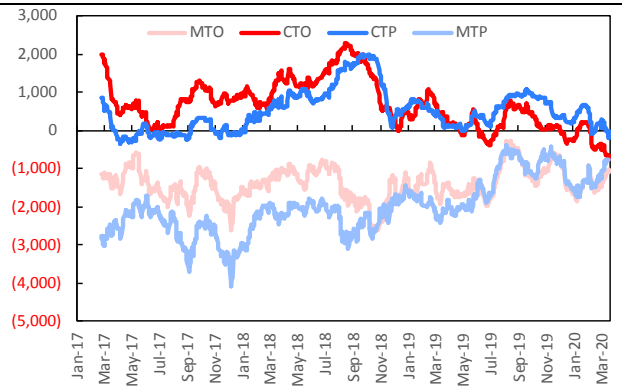
图 23 Brent 原油价格与不同的烯烃盈利对比（美元/桶，元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

而从 CTO 和 CTP 路线与 MTO/MTP 的路线对比来看，由于煤制烯烃包含了煤制甲醇+甲醇制烯烃两个环节的利润，因此整体而言，CTO/CTP 路线的盈利能力高于 MTO/MTP。因此从我国煤制烯烃不同路线的地域分布来看，MTO/MTP 路线主要集中于东部地区，因为接近下游从而可以通过减少运费、生产更多种类的下游产品的方式来部分消除由于生产流程短带来的盈利能力较长流程 CTO/CTP 路线弱的问题。

图 24 不同的煤制烯烃盈利能力对比（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、低油价环境下，煤炭资源和单位投资成竞争分水岭！

2020 年以来，受到新型冠状病毒肺炎影响，全球原油需求疲软。而同时，过去两年一直通过联合减产挺价的 OPEC+在最新的 OPEC+会议上就进一步深化减产未能达成一致意见，之后作为 OPEC+主要减产力量的沙特表示放弃减产，这一举动也导致国际油价暴跌。2020 年 3 月以来，国际油价跌破 30 美元/桶大关，这也直接导致了烯烃产品的价格大幅下跌，对于以煤炭为原材料的煤制烯烃路线的盈利能力形成极大的挑战。

但值得注意的是，尽管煤制烯烃 CTO/CTP 路线中，原材料成本占比相对较低，但是，相较于外购煤炭的企业，自有煤炭资源的企业仍然具有显著优势。对于自有煤炭资源的企业，整个生产流程的利润由三部分组成：煤炭开采利润+煤制甲醇利润+甲醇制烯烃利润。

对于公司而言，公司位于宁夏宁东能源化工基地，地处中国能源化工金三角（宁夏宁东、陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯）的核心区，煤炭资源丰富。埋深小于 2,000m 的煤炭资源 1.41 万亿吨，占全国煤炭资源总量的 25.5%；已查明煤炭资源 3,514 亿吨，占全国查明煤炭资源总量的 18.1%；区域内含煤面积占区域国土总面积的 65%左右；煤层厚度大，地质结构简单，开

采条件好，煤质优良。

公司共有四处煤矿资源，主要为马莲台煤矿、四股泉煤矿、丁家梁煤矿和红四煤矿，总共产能达到 810 万吨/年，总可采储量达到 6.69 亿吨。其中，马莲台煤矿和四股泉煤矿共计 510 万吨/年煤矿产能已投产，占公司总共用煤的约 50%。丁家梁煤矿已经核准。

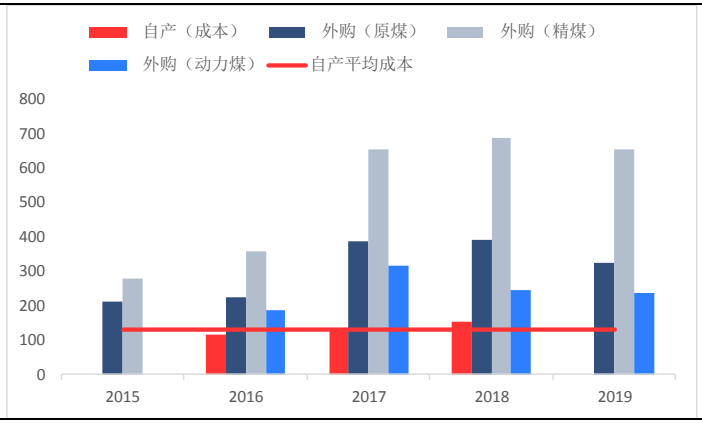
表 2 公司煤炭资源

煤矿名称		煤种	地质储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	设计产能（万吨/年）	项目状态
马莲台煤矿		气肥煤、1/3 焦煤	3.81	2.42	360	已投产
四股泉煤矿	一号井	1/3 焦煤	1.46	1.05	90	已投产
	二号井	1/3 焦煤	0.61	0.56	60	已投产
丁家梁煤矿		气肥煤、1/3 焦煤	0.86	0.51	60	已核准
红四煤矿		气肥煤	3.98	2.15	240	“十二五”规划项目
合计			10.72	6.69	810	

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

从公司的自产煤来看，公司主要生产 1/3 焦煤和气肥煤，外购原煤和精煤比例约为 1:1。公司自产煤成本平均为 131 元/吨，与外购煤炭（原煤与精煤加权平均）相比，公司自产煤具有明显的优势。尤其是自 2017 年煤炭供给侧改革以来，国内煤价上行，公司自产煤与外购煤价差达到约 400 元/吨。

图 25 公司自产煤与外购煤炭成本对比（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在自有煤炭资源成本优势明显的情况下，由于在 CTO 生产中，固定成本占比较高，其中装置设备折旧占比较高。因此单位投资额对于公司的生产成本影响较大。不同规模、不同工艺路线、不同时期投产额装置差距较大。公司二期 60 万吨烯烃生产装置总投资 153 亿元，对应单吨投资额为 25500 元。以 15 年折旧来计算，设备折旧对应的固定成本约为 1700 元/吨。而国内其他 CTO 路线的设备装置投资平均约为 3.3 万元/吨，折旧对应的固定成本约为 2200 元/吨，因此在折旧一项，公司与其他公司要节省约 500 元/吨。

表 3 主要烯烃生产企业单位投资额对比

所在省份	企业	产能（千吨）	投资额（亿元）	单位投资额（万元/吨）	工艺路线	投产时间
浙江省	浙江兴兴	600	120	2.00	MTO	2015
江苏省	富德常州	400	60	1.50	MTO	2016
内蒙古	中煤蒙大	600	104	1.73	MTO	2016
内蒙古	内蒙古久泰	630	82.8	1.31	MTO	2019
宁夏	神华宁煤	2050	455	2.22	MTO	2018
新疆	神华新疆	680	198	2.91	CTO	2016
内蒙古	中天合创	1370	543	3.96	CTO	2016
安徽省	中安联合	700	267	3.81	CTO	2019
内蒙古	神华包头	600	165	2.75	CTO	2010
宁夏	宝丰能源	600	153	2.55	CTO	2019
陕西省	蒲城清洁能源	650	200	3.08	CTO	2014
陕西省	延长石油延安能化	876	240	2.74	CTO	2018
陕西省	中煤榆林能化	600	270	4.50	CTO	2019

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

通过对公司历年盈利分析，我们假设公司全部生产原材料均来自自产煤炭，将公司的烯烃业务盈利拆分为三部分：煤炭开采盈利（外购煤炭-自产煤炭价差）、甲醇加工盈利（外购甲醇减自产甲醇-煤炭开采盈利）、甲醇制烯烃盈利（外销烯烃－生产成本－煤炭开采盈利－甲醇制烯烃盈利）。由于公司煤炭约有 50%需要外购、甲醇部分外购，公司实际烯烃单吨盈利低于此情景假设。

表 4 烯烃生产各环节对毛利的贡献

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
聚乙烯销量（万吨）	30.13	35.47	32.18	42.26

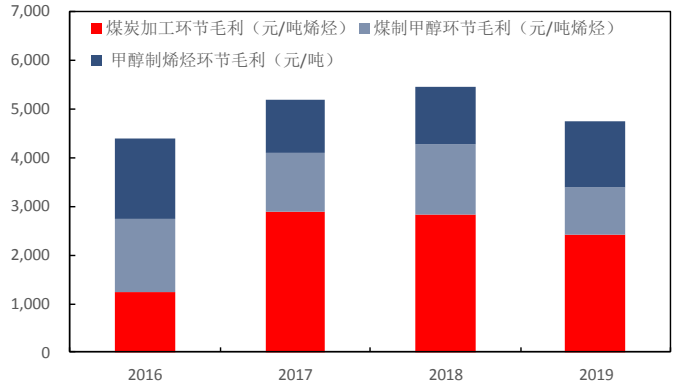
聚乙烯价格（元/吨）	7651.86	8189.58	8139.33	6821.32
聚丙烯销量（万吨）	29.89	32.05	30.03	39.12
聚丙烯价格（元/吨）	6481.11	6912.80	8343.78	7684.64
单吨烯烃平均价格（元/吨）	7068.82	7583.52	8238.02	7236.35
甲醇单耗	3.23	3.24	3.30	3.26
甲醇外购价格（元/吨）	1532.95	1887.73	2044.32	1727.06
加工成本（元/吨）	438.10	361.86	285.23	248.15
甲醇制烯烃环节毛利（元/吨）	**1679.30**	**1105.42**	**1206.54**	**1363.74**
外购原煤量（万吨）	358.51	268.52	327.86	260.82
外购原煤价格（元/吨）	223.07	385.39	392.02	322.6
外购精煤量（万吨）	316.43	339.59	320.23	298.14
外购精煤价格（元/吨）	357.38	653.12	689.46	656.16
外购煤炭平均价格（元/吨）	286.04	534.90	538.99	500.52
煤炭单耗	2.2	2.2	2.2	2.07
加工成本	437.94	342.17	420.08	394.87
煤制甲醇环节毛利（元/吨烯烃）	**1504.28**	**1194.84**	**1446.94**	**964.37**
自产煤炭成本(元/吨）	113.79	128.43	151.13	140.00
煤炭加工环节毛利（元/吨烯烃）	**1224.00**	**2897.32**	**2815.86**	**2430.34**

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

以公司全部煤炭、甲醇都自产、自销来拆分，在 2017 年以前，煤炭开采环节、煤制甲醇环节和甲醇制烯烃环节盈利各占整个环节的毛利的约 1/3。而随着 2017 年以来煤炭供给侧改革以来，煤价上行，煤炭开采环节盈利占比逐渐提升。尤其是 2019 年以来，国家油价下行导致烯烃、甲醇价格下行，而煤炭价格受影响较小，因此煤制甲醇环节盈利受到明显影响。煤炭开采环节盈利已经占烯烃生产盈利的 60%以上。

因此，我们认为，在 2020 年国际油价继续下探至 30 美元/桶以下的情况下，公司自有的低价煤炭将构成公司的核心竞争力！

图 26 公司烯烃生产各环节盈利拆分（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

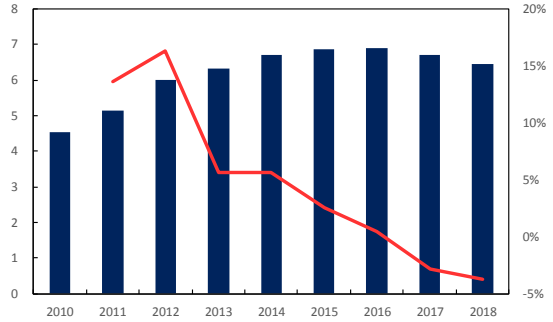
焦炭供给侧改革叠加新基建，西部龙头盈利稳健！

一、焦炭供给侧改革，行业格局向好！

焦炭是由炼焦煤在隔绝空气的条件下，经过高温干馏转等一系列工艺转换而来，生产 1 吨焦炭大约消耗 1.3~1.4 吨炼焦煤。焦炭既可以作为发热剂、还原剂、渗碳剂以及骨架支撑的作用，主要应用于高炉炼铁、冲天炉铸造、铁合金冶炼和有色金属冶炼等领域，也可以应用于电石生产、气化和合成化学等领域。

焦炭产能自 2001 年以来呈大幅扩张态势，2015 年产能达到历史高点 6.92 亿吨，2001~2014 年年均复合增长率达到 20.2%。2015 年开始，国家加大力度淘汰小规模、不环保的落后产能力度，截止 2018 年底，中国焦炭产能 6.45 亿吨，2014-2018 年间净减少 5000 万吨产能，其中冶金焦产能约 5.5 亿吨。

图 27 焦炭产能及增速（亿吨，%）

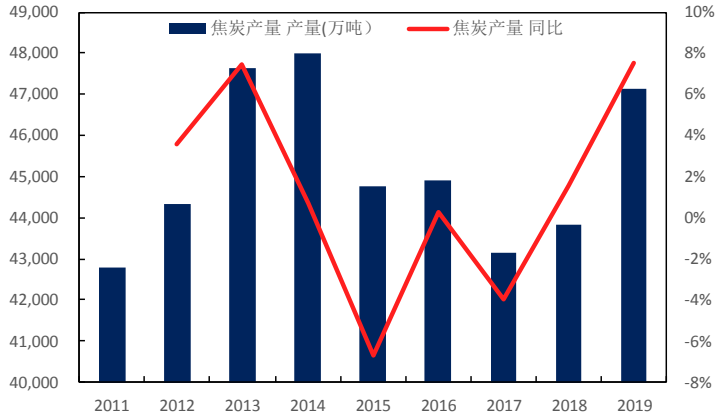


资料来源：钢铁钢业协会，信达证券研发中心

从焦炭产量来看，2015 年，焦炭产能达到历史高点 6.92 亿吨，焦炭产量也达到历史高点 4.8 亿吨。之后，随着焦炭去产能和下游需求疲软的影响，中国焦炭的产量维持在 4.4 亿吨左右。焦炭的产能利用率仅为 60%-70%左右。随着焦炭产能的逐步出清以及环保限产导致部分中小焦炭企业长期停产，焦炭盈利能力上升，2019 年，中国焦炭产量达到了 4.7 亿吨，同比增速达到 7.5%，达到近三年来最高增速。

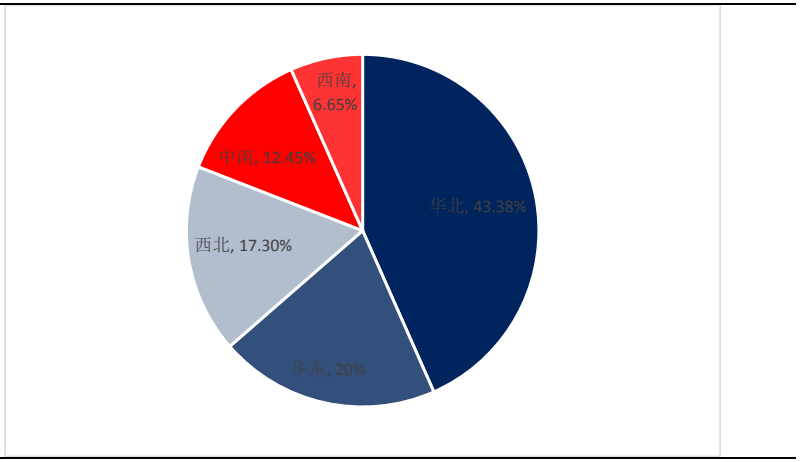
从焦炭产量的区域分布来看，我国的焦炭产能主要集中于华北和华东地区的东部地区。2018 年，华北地区焦炭产量占比最大，为 40.85%；其次是华东，占比为 19.04%；第三是西北，占比为 16.29%。从省份来看，山西、河北、山东和陕西为焦炭产量的前四名，其年产量均在 4000 万吨以上，而其中山西的产量达到 9256 万吨，约占全国产量的 20%。

图 28 焦炭产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29 焦炭产量分布（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

在产能整体过剩、且环保趋严的大背景下，各地区都陆续出台相应政策淘汰落后产能。根据《焦化行业“十三五”发展规划纲要》规定，“十三五”时期，共需要化解过剩焦化产能 5000 万吨。2016-2017 年已经淘汰焦化产能约 2700 万吨，2018 年 1400 万吨，那 2019-2020 年仍有至少 1000 万吨产能退出任务。尤其是产能占比较大、且环保压力大的河北、山西等省份，不仅加快了产能淘汰进度，也限制了焦厂全年的开工时间。

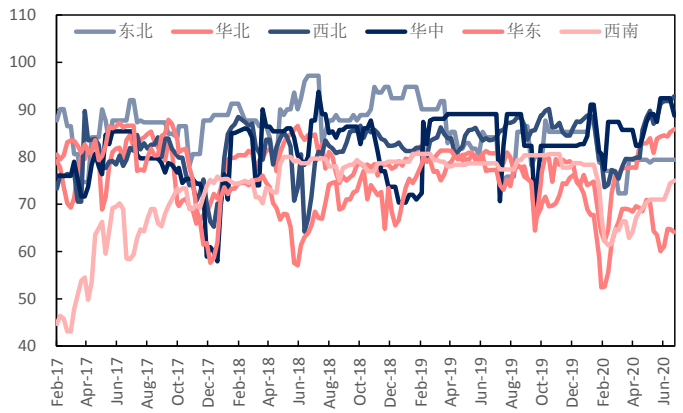
表 5　2019 年焦炭相关政策

时间	部门	内容
2019 年 12 月	商务部	自 2020 年 1 月 1 日起对 859 项商品(不含关税配额商品)实施进口暂定税率;自 2020 年 7 月 1 日起，取消 7 项信息技术产品进口暂定税率。其中针对焦炭及半焦炭 2020 年 1 月 1 日起，其暂定关税为 0%
2019 年 9 月	太原	根据最新发布的《太原市打赢蓝天保卫战行动计划》，全市淘汰焦化产能 310 万吨
2019 年 7 月	山东	2019 年 7 月底前，制定出台全省焦化行业产能总量压减和转型升级方案，明确焦化产能压减清单和重点措施。2019 年压减焦化产能 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨，两年共压减 1686 万吨。
2019 年	河北	为了加快推动河北省焦化行业转型升级，实现高质量发展，近日，河北省焦化产业结构调整领导小组印发《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》。《措施》提出，河北炭化室高度为 4.3 米(产业政策限制类)的焦炉，2019 年底前必须提出升级改造或压减方案，2020 年底前全省所有炭化室高度 4.3 米的焦炉全部关停。
2019 年	山东	落实炭化室高度小于 4.3 米及热回收焦炉产能压减工作，确保按期完成焦化产能压减任务。
2019 年	山西	2019 年，力争新增建成大机焦产能 1000 万吨，建成大机焦占比达到 40%；2020 年，力争再新增建成大机焦产能 700 万吨，建成大机焦产能占比达到 50%；2021 年，力争建成大机焦产能占比达到 60%。2019 年 10 月 1 日起，全省焦化企业全部达到环保特别排放限值标准。

资料来源：信达证券研发中心

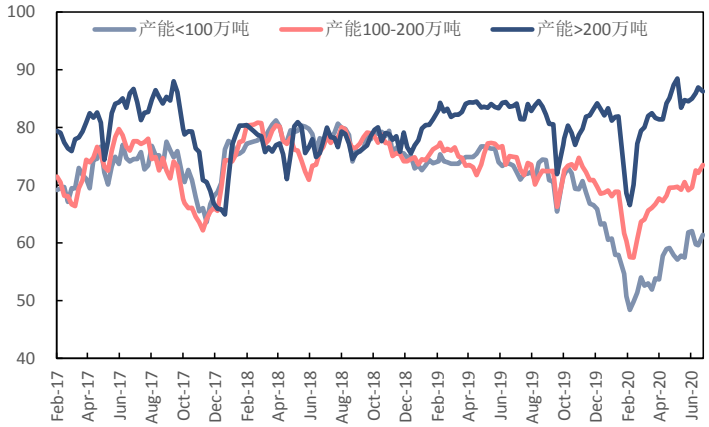
从独立焦化厂的开工率来看，独立焦化厂的开工率整体处于 60%-90%的区间。2017 年，受到环保监管趋严和焦化厂本身产能的影响，焦化企业开工率明显下降。分地区来看，焦炭产能较为集中的华东、华北和西南地区的开工率显著低于东北、华中和西北。而从产能规模来看，200 万吨以上产能的独立焦化厂开工率高于产能在 200 万吨以下的焦化厂。而且 2019 年以来，二者分化加剧。2019 年底，产能小于 100 万吨的焦化厂开工率骤降，而 200 万吨/年以上的开工率上升。受疫情影响，焦化企业在 2020 年 2 月开工率大幅下行，但随着疫情得到控制开工率迅速恢复。

图 30 独立焦化厂分地区开工率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31 独立焦化厂分产能开工率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

根据卓创资讯统计，在其统计的 190 家焦炭生产企业中，产能在 100 万吨/年以下的有 35 家，100 万吨-200 万吨之间的有 79 家。而像公司一样焦化产能在 400 万吨以上的，仅有 23 家。公司规模优势显著！

表 6 焦炭企业产能分布

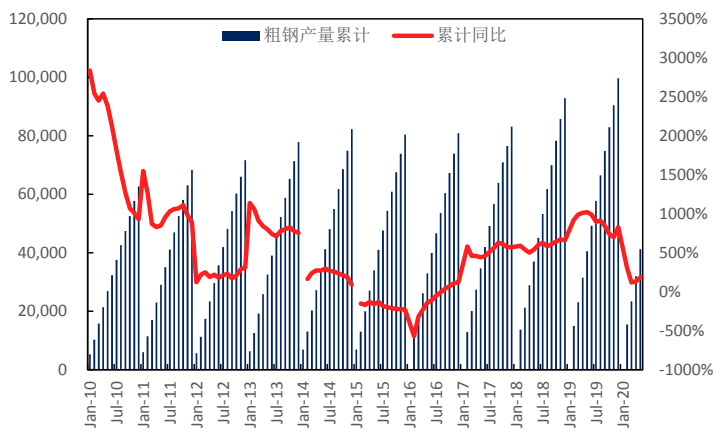
产能范围	企业数量
产能≥500 万吨	14
400 万吨≤产能＜500 万吨	9
300 万吨≤产能＜400 万吨	11
200 万吨≤产能＜300 万吨	42
100 万吨≤产能小于 200 万吨	79
产能＜100 万吨	35
合计	190

资料来源：卓创，信达证券研发中心

二、新基建或成新的驱动因素！

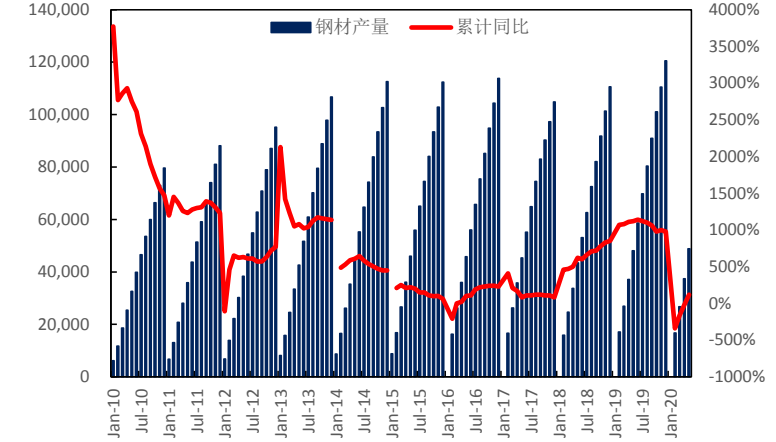
由于焦炭的主要下游为钢铁，因此焦炭的盈利能力与下游钢铁行业景气度有较大关联。我国粗钢产量自 2017 年以来，保持在 5%以上的增速。我国钢材产量自 2018 年以来增速明显加快， 2019 年，我国钢材产量累计同比增速达到 10%。2020 年受疫情影响增速有所下降，但 2 季度以来增速逐渐恢复！

图 32 粗钢累计产量及累计同比增速（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

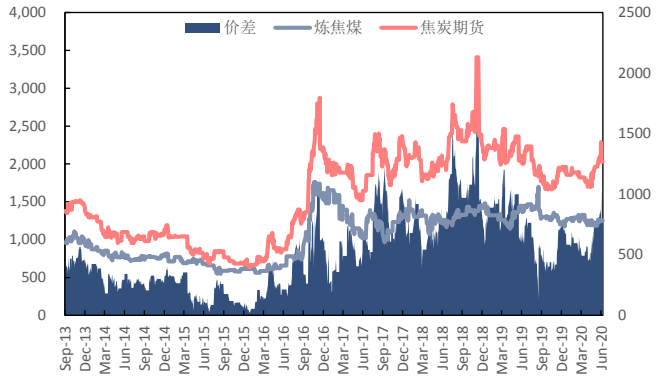
图 33 钢材累计产量及累计同比增速（万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

随着下游钢铁的增速恢复，2017 年以来，焦炭与炼焦煤价差持续上升。焦炭-炼焦煤价差从 2015 年底部的 188 元/吨恢复至 2018 年的 920 元/吨。2019 年，在焦炭产量高速增长的影响下，价差有所回落，但仍高达 700 元/吨。2020 年以来，受疫情因素影响，平均价差略微下降至 600 元/吨，但随着疫情得到控制，价差正在逐步恢复。

图 34 焦炭与炼焦煤价差（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

在国内疫情好转、海外疫情持续升级带来诸多不确定性的情况下，我国经济面临着经济结构转型的挑战与机遇。在改革开放后的经济发展中，传统基建为拉动我国经济增长做出了重要贡献，目前在部分地区逐渐出现产能资源过剩、投资效率低下、

杠杆过高等隐患，难以匹配新形势下我国下一经济转型发展战略目标。

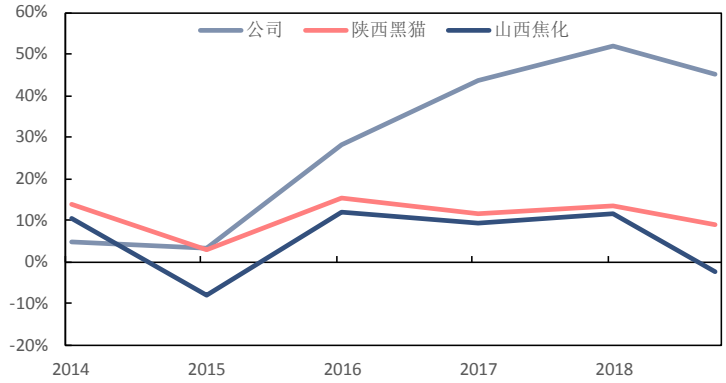
新基建顺势而起，除明确稳增长、稳就业的发展预期外，更将释放潜在经济活力，进一步助力我国经济结构调整以及新旧动能转化。预计接下来新基建与传统基建有望共同推进，共振发力实现经济稳中求进。

所谓新基建，主要指以 5G、人工智能、工业互联网、物联网为代表的新型基础设施，本质上是信息数字化的基础设施。尽管与传统基建有所不同，但我们认为，新基建仍将推动对相关工业品的需求，钢铁需求也将受益！

三、地域与规模优势，盈利能力突出！

公司焦炭业务由于自产煤炭成本低、装置规模大、身处西北地区环保压力相对较小三个方面的因素，与同类企业的焦炭业务相比具有显著的优势。从毛利率来看，2015 年以来，公司焦炭业务毛利率持续提升，2017-2019 年三年，公司焦炭毛利率都在 40%以上，而同类上市公司的毛利率仅在 10%左右，公司优势突出！

图 35 公司焦炭业务与其他焦炭上市公司毛利率对比（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

重要假设

盈利预测、估值及投资评级

根据公司披露，2020 年 5 月，公司 220 万吨甲醇产能投产。同时，设计产能 240 万吨/年的红四煤矿取得国家发展改革委核准并基本建成，正在办理采矿许可证等投产手续。我们预计相关手续在 2020 年能办完，2021 年红四煤矿投产。

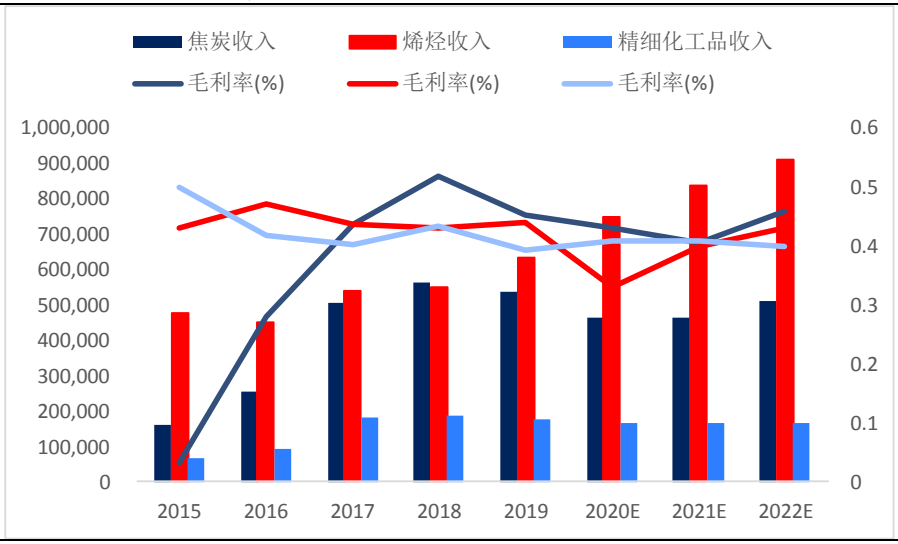
表 7 产能和产能利用率假设（万吨，%）

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
煤炭	产能	510	510	510	510	510	750	750
	产能利用率	86.44%	86.56%	90.35%	92.16%	95.00%	80.00%	90.00%
甲醇	产能	170	170	170	170	243.3333	390	390
	产能利用率	102.31%	119.09%	109.21%	117.65%	100.00%	100.00%	105.00%
聚乙烯	产能	30	30	30	35	60	60	60
	产能利用率	100.43%	118.23%	107.27%	120.73%	95.00%	100.00%	105.00%
聚丙烯	产能	30	30	30	35	60	60	60
	产能利用率	99.63%	106.83%	100.10%	111.78%	90.00%	100.00%	103.00%

资料来源：万得，信达证券研发中心

对于公司主要产品，我们认为，2020 年，在油价大幅下行的压力下，聚乙烯和聚丙烯价格将大幅下行。而焦炭行业受油价下行压力较小。2021 年和 2022 年，随着新冠病毒疫情的缓解，烯烃价格将回升。

图 36 2020-2022 公司各项业务收入和毛利率（百万元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们采用相对估值法对公司进行估值。

表 8 可比上市公司相对估值

代码	公司名称	股价	市值（亿）	EPS				PE				PB
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
平均								19	23	16	14	2
601015.SH	陕西黑猫	3.53	58	0.0831				42	-	-	-	1.0
600740.SH	山西焦化	5.34	105	0.7550	0.2516	0.31	0.36	7	21	17	15	1.0
000723.SZ	美锦能源	7.27	298	0.3516	0.1905	0.32	0.36	21	38	22	20	3.6
600997.SH	开滦股份	5.52	88	0.8713	0.5710	0.64	0.69	6	10	9	8	0.8
600989	宝丰能源	9.26	679	0.56	0.40	0.49	0.60	17	23	19	15	2.9

资料来源：宝丰能源为信达证研发中心预测，其他引用万得一致预期，注：股价为 2020/7/14 日收盘价

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2020-2022 年 EPS(摊薄)分别为 0.40 元，0.49 元和 0.60 元，对应动态市盈率（2020 年 7 月 14 日收盘价 9.26 元）分别为 23 倍、19 倍、15 倍。以 2019 年盈利来看，公司市盈率为 17 倍，行业平均为 19 倍。同时，其他公司预测暂未考虑油价大幅下行因素影响。而公司的盈利能力与同行业相比，在油价大幅下行的情况下，抗风险能力更强。**首次覆盖给予“买入”评级。**

风险因素

1、油价持续大幅下行的风险

2、公司项目建设不及预期的风险

3、煤炭价格大幅波动的风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,275.73	3,174.97	2,950.55	5,002.65	7,380.40
货币资金	1,434.38	1,861.88	1,632.69	3,663.54	6,020.07
应收票据	151.96	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	14.66	140.32	15.80	16.80	18.17
预付账款	56.99	166.12	189.36	192.91	196.33
存货	507.35	754.74	860.36	876.47	892.02
其他	110.40	251.91	252.34	252.94	253.80
非流动资产	24,553.42	30,119.78	31,397.96	32,993.30	35,102.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	15,066.33	17,903.78	21,959.62	26,168.20	27,167.67
无形资产	1,246.93	3,220.83	3,879.91	4,704.66	5,813.89
其他	8,240.15	8,995.17	5,558.42	2,120.44	2,121.29
资产总计	26,829.15	33,294.74	34,348.51	37,995.95	42,483.25
流动负债	7,480.33	5,530.73	5,691.24	5,751.88	5,825.83
短期借款	1,086.00	180.00	180.00	180.00	180.00
应付票据	1,027.70	548.01	624.70	636.40	647.69
应付账款	549.63	505.02	575.69	586.47	596.88
其他	4,817.00	4,297.69	4,310.85	4,349.01	4,401.26
非流动负债	5,666.25	4,411.82	4,411.82	4,411.82	4,411.82
长期借款	2,390.40	2,643.00	2,643.00	2,643.00	2,643.00
其他	3,275.85	1,768.82	1,768.82	1,768.82	1,768.82
负债合计	13,146.57	9,942.54	10,103.06	10,163.70	10,237.65
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	13,682.58	23,352.20	24,245.44	27,832.25	32,245.61
负债和股东权益	26,829.15	33,294.74	34,348.51	37,995.95	42,483.25

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,052.29	13,568.20	13,870.59	14,747.79	15,948.70
同比（%）	6.11%	3.95%	2.23%	6.32%	8.14%
归属母公司净利润	3,695.52	3,801.87	2,946.59	3,586.81	4,413.35
同比（%）	26.41%	2.88%	-22.50%	21.73%	23.04%
毛利率（%）	46.90%	43.95%	37.50%	40.12%	43.65%
ROE%	29.39%	20.53%	12.38%	13.77%	14.69%
EPS (摊薄)(元)	0.50	0.52	0.40	0.49	0.60
P/E	18	18	23	19	15
P/B	4.96	2.91	2.80	2.44	2.11
EV/EBITDA	12.50	13.01	15.23	12.77	10.65

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,052.29	13,568.20	13,870.59	14,747.79	15,948.70
营业成本	6,931.14	7,604.61	8,668.81	8,831.14	8,987.85
营业税金及附加	258.35	159.96	224.98	239.21	258.69
销售费用	401.26	443.34	467.90	497.49	538.01
管理费用	386.00	442.01	396.84	421.94	456.30
研发费用	19.57	53.42	54.61	58.06	62.79
财务费用	531.79	324.03	382.43	344.07	329.27
减值损失合计	0.27	-78.20	-5.31	-27.35	-35.89
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-19.80	12.85	-3.48	-2.27	-2.87
营业利润	4,504.11	4,631.88	3,676.84	4,380.95	5,348.81
营业外收支	-220.80	-246.44	-285.55	-252.82	-269.38
利润总额	4,283.31	4,385.43	3,391.29	4,128.14	5,079.43
所得税	587.79	583.56	444.71	541.33	666.07
净利润	3,695.52	3,801.87	2,946.59	3,586.81	4,413.35
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	3,695.52	3,801.87	2,946.59	3,586.81	4,413.35
EBITDA	5,590.14	5,582.74	4,768.60	5,687.58	6,821.49
EPS (当年)(元)	0.56	0.52	0.40	0.49	0.60

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,265.19	3,572.59	4,476.92	5,184.67	6,206.80
净利润	3,695.52	3,801.87	2,946.59	3,586.81	4,413.35
折旧摊销	769.61	829.83	1,027.61	1,241.20	1,408.09
财务费用	537.22	367.47	349.70	318.24	333.97
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-1,813.74	-1,713.12	135.00	32.02	42.41
其它	76.58	286.53	18.03	6.40	8.97
投资活动现金流	-1,708.12	-3,972.70	-2,303.07	-2,835.58	-3,516.29
资本支出	-1,599.63	-4,540.54	-2,303.07	-2,835.58	-3,516.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-108.50	567.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-2,148.14	1,586.95	-2,403.04	-318.24	-333.97
吸收投资	0.00	8,000.00	0.00	0.00	0.00
借款	-223.04	-3,689.33	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,921.75	2,473.80	2,403.04	318.24	333.97
现金流净增加额	-591.38	1,187.95	-229.18	2,030.84	2,356.54

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。 2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。