

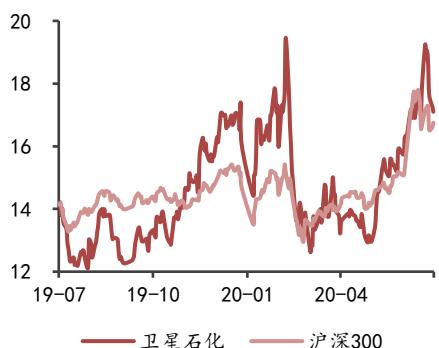


二季度产品景气度回暖，业绩有改善

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-07-30
近12个月最高/最低(元)	19.72/11.79
总股本(百万股)	1065.71
流通股本(百万股)	1038.06
流通股比例(%)	97.4%
总市值(亿元)	189.27
流通市值(亿元)	184.35

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：

《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

《龙蟠佰利系列报告之一：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

《标准升级系列之一：替代市场空间巨大，可降解塑料大有可为》2020.06.30

事件描述：

7月30日，公司公告2020年半年报。据公告，2020H1公司实现营收47.72亿元，同比减少7.52%；归母净利润4.74亿元，同比减少14.79%；扣非后归母净利润4.64亿元，同比下降16.3亿元；加权平均净资产收益率为5.01%，同比减少1.7个百分点；经营活动现金流净额为-5.57亿元，同比减少267%。

➤丙烯酸及酯板块贡献了主要利润，销量因素导致利润下降

2020H1，公司实现毛利10.91亿元，毛利率为22.86%；其中，丙烯系列和丙烯酸及酯系列贡献了主要利润，丙烯酸及酯系列毛利为4.73亿元（占总毛利43.4%），毛利率为25.75%；丙烯系列毛利4.62亿元（42.3%），毛利率为22.30%；高分子乳液系列毛利为0.57亿元（5.2%），毛利率为36.14%；SAP系列毛利为0.42亿元（3.8%），毛利率为20.92%；双氧水系列毛利为0.32亿元（2.9%），毛利率为35.47%；颜料中间体系列毛利为0.30亿元（2.7%），毛利率为40.24%；其他业务毛利为-0.05亿元。与2019H1比较，公司2020H1毛利下降了1.59亿元，其中丙烯酸及酯系列下降了3.15亿元，是业绩下滑的主要原因。该系列毛利大幅下降主要是因为销量同比减少了23.81%，销售价格同比下降18.51%导致。此外，丙烯系列毛利上升了2.35亿元，高分子乳液系列毛利下降了0.33亿元，颜料中间体毛利下降了0.4亿元，都主要是销量变化造成的，其余产品毛利变化不大。从地区经营看，2020H1，公司国内主营业务毛利为10.73亿元（同比减少1.21亿元），国外主营毛利为0.18亿元（同比减少0.38亿元），国外利润下行更大。

➤行业议价能力提升，增加杠杆效果不明显

财务方面，公司应收账款从19年底的3.26亿元减少到20H1的2.78亿元，预付账款从1.61亿元减少到1.34亿元，而应付账款从20.52亿元增加到29.72亿元，说明公司盈利质量和行业议价能力有所提升。公司资产负债率从19年底的48.4%提高到20H1的58.5%；EBIT/利息费用从19H1的8.31下降到20H1的6.25，公司偿债能力有所减弱。存货周转天数同比33天到51天，主要受到下游需求减少导致产品销量（丙烯系列除外）下降的影响。公司销售净利率从19H1的10.79%下降到20H1的9.94%，资产周转率从0.35下降到0.23，权益乘数从1.78上升到2.18，权益乘数的提高无法弥补另外两项的下降，导致公司20H1的ROE仅为5.05%，与去年同期的6.72%相比，下降了1.67个百分点。

➤Q2整体毛利率环比增长14.1个百分点，现金流好转

2020Q2，公司实现营收31.19亿元，环比增加88.7%；归母净利润4.34亿元，环比增长979%；扣非后归母净利润4.55亿元；整体销售毛利率为27.74%，环比增加14.1个百分点，20Q2公司盈利状况大幅好转。Q2公司经营活动现金流净额为-1.62亿元，与Q1的-3.95亿元和19Q4的-3.65亿元相比，现金流有所好转。

➤ **丙烯酸及酯板块：价格略有上升，盈利有望改善**

2020H1 丙烯酸酯板块实现营收 18.38 亿元，同比减少 37.92%，营收占比 38.51%（同比下降 37.92 个百分点）；实现毛利润 4.73 亿元，毛利同比减少 40.0%，毛利占比 43.4%（同比下降 19.7 个百分点）。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的丙烯酸及酯业务有所下滑，主要是因为销量和价格的双重影响。20H1 国内丙烯酸均价仅为 6814 元/吨，同比下降 15%，环比下降 3%；20H1 华东丙烯酸甲酯均价仅为 8719 元/吨，同比下降 19%，环比下降 4%，但依旧维持公司主要营收来源的地位。2020 年以来，丙烯酸均价从 Q1 的 6730 元/吨上升至 Q2 的 6887 元/吨(+2%)；丙烯酸甲酯均价从 Q1 的 8355 元/吨上升至 Q2 的 9076 元/吨(+9%)，盈利状况开始改善。20Q1 丙烯酸和丙烯酸酯价格处于较低水平是因为受到疫情和原油价格低的因素影响，随着国内疫情的影响减弱、原油等原料价格企稳，公司丙烯酸及酯业务将重新进入发展通道。从分业务营收来看，公司丙烯酸及酯板块业务和丙烯业务 2019 年的营收合计为 91.6 亿元，与同业公司万华化学石化业务营收（201.0 亿元）相比，营收规模较小；但从毛利率角度看，公司丙烯酸及酯板块和丙烯业务 2019 年的毛利率为 25.3%（丙烯酸及酯 26.6%、丙烯 23.4%），与万华化学石化业务毛利率（22.42%）相比更高，不过万华化学的石化产品聚醚多元醇在财务上算作聚氨酯系列产品，或因此影响万华的毛利率水平。总体而言，公司丙烯酸及酯板块和丙烯业务有比较成本优势。

➤ **(聚)丙烯板块：价格有回暖趋势，盈利贡献占比提高**

2020H1 丙烯板块实现营收 20.70 亿元，同比增长 48.17%，营收占比 43.38%（同比上升 16.31 个百分点）；实现毛利润 4.62 亿元，毛利同比增加 103.5%，毛利占比 42.3%（同比上升 24.2 个百分点）。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的丙烯业务状况有所提高，主要因为销量增加。20H1 国内聚丙烯均价仅为 7888 元/吨，同比下降 13%，环比下降 10%。2020 年以来，聚丙烯价格有所回暖，均价从 Q1 的 7616 元/吨上升至 Q2 的 8160 元/吨(+7%)，盈利状况开始改善，但价格依然没有恢复到去年同期水平。20Q1 聚丙烯价格处于较低水平是因为受到疫情和原油价格低的因素影响，随着国内疫情的影响减弱、原油价格企稳，丙烯板块业务或将回暖。

投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 118 亿元、214 亿元、241 亿元，归母净利润分别为 13.5、24.6、30.0 亿元，同比增速为 5.7%、82.7%、21.8%。对应 PE 分别为 13.6、7.4 和 6.1 倍。公司既有较强的盈利能力，又有增量业务放量支撑，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；疫情影响持续的风险

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10779	11771	21351	24100
(+/-) (%)	7.47%	9.21%	81.39%	12.88%
归母净利润	1273	1345	2458	2994
(+/-) (%)	35.3%	5.69%	82.73%	21.8%
EPS(元)	1.19	1.26	2.31	2.81
P/E	13.69	13.55	7.41	6.09

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

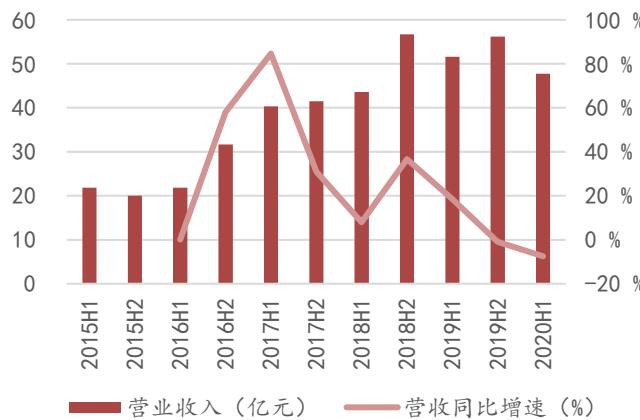
图表 1 公司营收半年度变化情况	5
图表 2 公司营收季度变化情况	5
图表 3 公司毛利半年度变化情况	6
图表 4 公司毛利季度变化情况	6
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况	6
图表 6 公司归母净利润季度变化情况	6
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况	6
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况	6
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况	7
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况	7
图表 11 公司现金流半年度变化情况	7
图表 12 公司现金流季度变化情况	7
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况	7
图表 14 购建固定资产、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 各系列产品经营数据	10
图表 20 各系列产品价格价差	11
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

7月30日，卫星石化发布2020半年报。据公告，2020H1公司共实现营收47.72亿元，同比下降7.52%，环比下降15.07%；实现毛利10.91亿元，同比下降12.77%，环比下降30.24%；实现归母净利润4.74亿元，同比下降14.79%，环比下降33.80%；整体毛利率为22.86%（同比减少1.37个百分点）；整体净利率为9.90%（同比减少0.83个百分点）；三项费用率为7.27%（同比保持不变），销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.37%、2.38%、2.52%；研发费用率为4.07%（同比增加0.32个百分点）；经营活动现金流净额为-5.57亿元，同比下降266.77%，环比下降154.66%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为14.24亿元，同比下降2.53%；净现比为-1.18，同比减少1.78，盈利质量恶化；存货周转天数为51天，同比增加17天，经营效率有所下降。

2020Q2公司经营状况相较Q1有所改善，但未达到去年同期水平。据计算，2020Q2公司共实现营收31.19亿元，同比上升2.16%，环比上升88.69%；实现毛利8.65亿元，同比上升12.34%，环比上升284.44%；实现归母净利润4.34亿元，同比上升28.78%，环比上升985%；整体毛利率为27.74%（同比增加2.53个百分点）；整体净利率为13.91%（同比增加2.9个百分点）；三项费用率为6.93%（同比减少0.84个百分点），销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.44%、2.23%、2.26%；研发费用率为3.45%（同比减少0.45个百分点）；经营活动现金流净额为-1.62亿元，同比减少228.57%，环比上升58.99%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为8.69亿元，同比减少8.24%；净现比为-0.37；存货周转天数为57天，同比增加21天，环比减少24天，经营效率逐步改善。

图表1 公司营收半年度变化情况



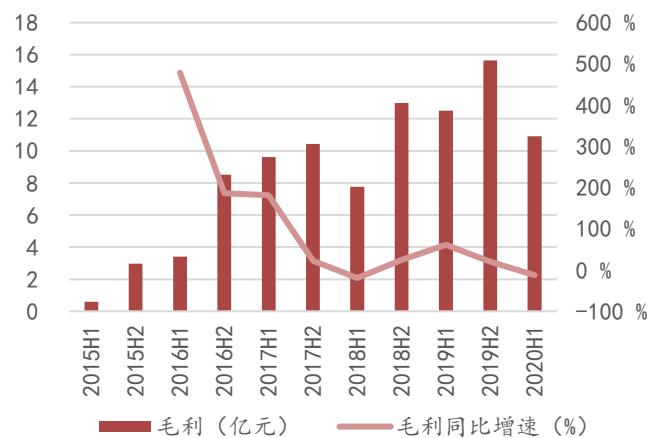
图表2 公司营收季度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

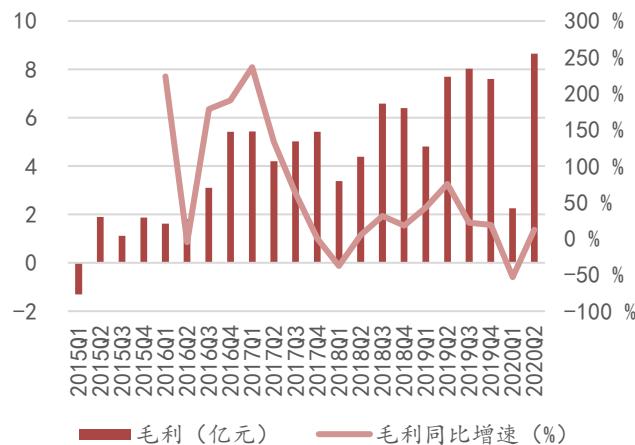
资料来源：wind，华安证券研究所

图表3 公司毛利半年度变化情况



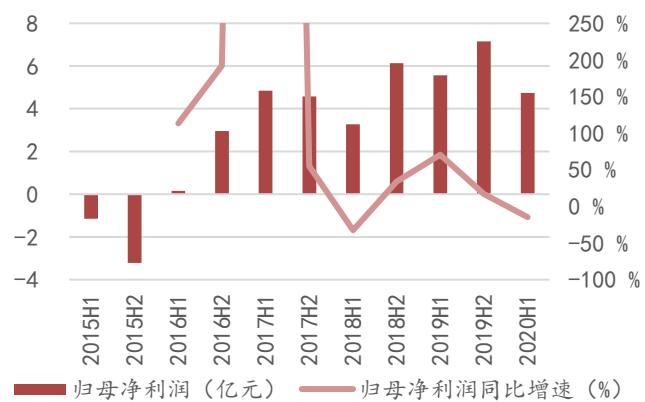
资料来源：wind，华安证券研究所

图表4 公司毛利季度变化情况



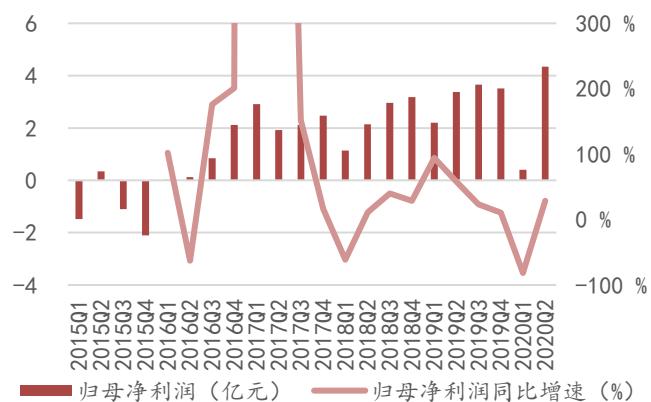
资料来源：wind，华安证券研究所

图表5 公司归母净利润半年度变化情况



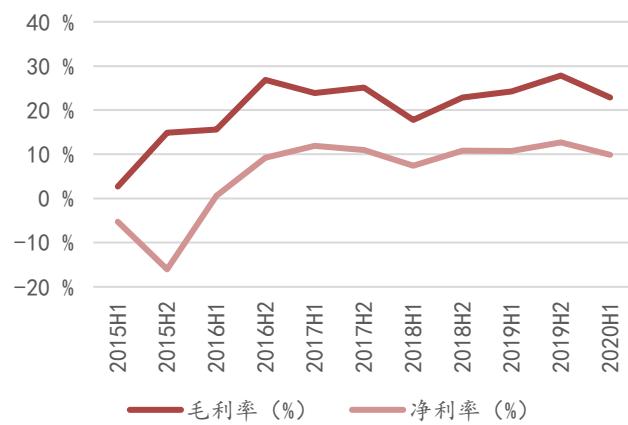
资料来源：wind，华安证券研究所

图表6 公司归母净利润季度变化情况



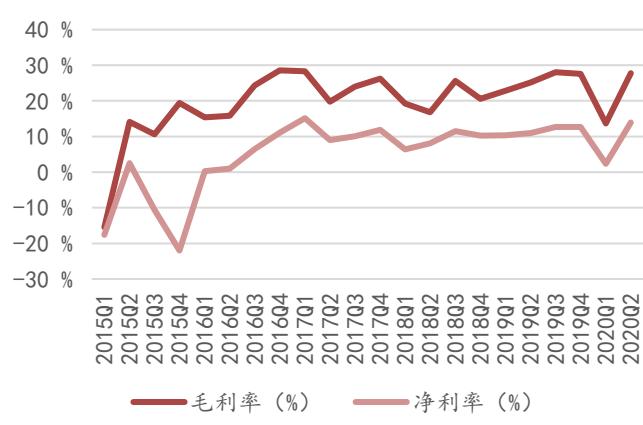
资料来源：wind，华安证券研究所

图表7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



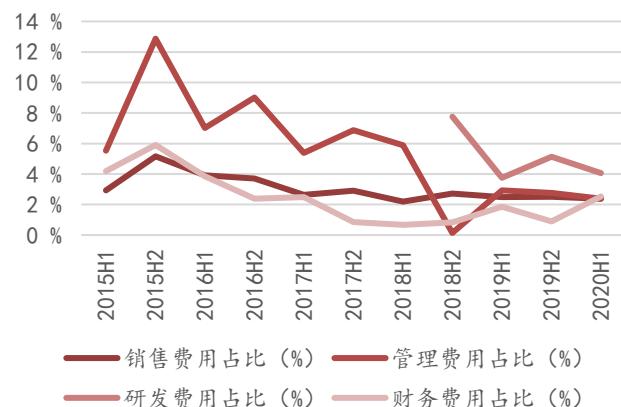
资料来源：wind，华安证券研究所

图表8 公司毛利率、净利率季度变化情况



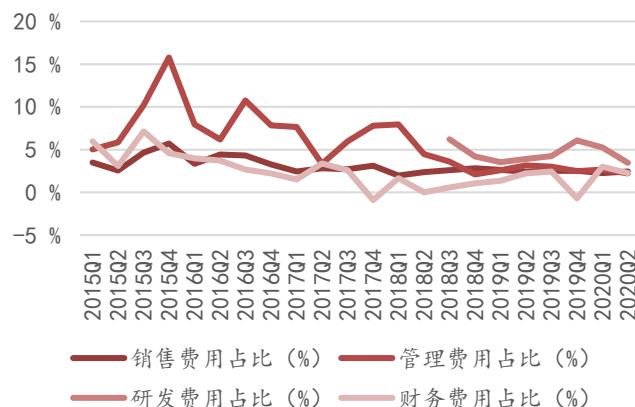
资料来源：wind，华安证券研究所

图表9 公司三项费用占比半年度变化情况



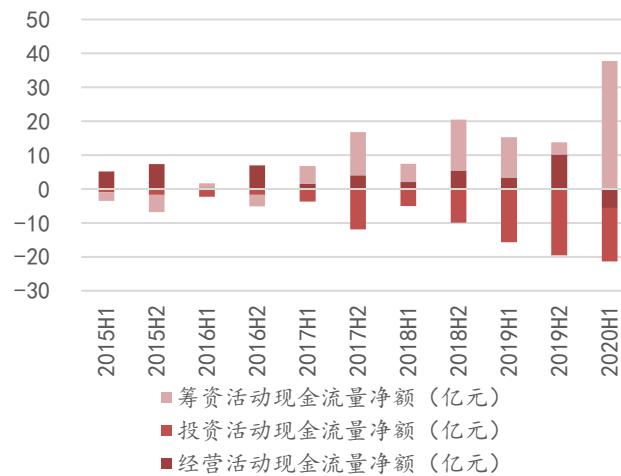
资料来源：wind，华安证券研究所

图表10 公司三项费用占比季度变化情况



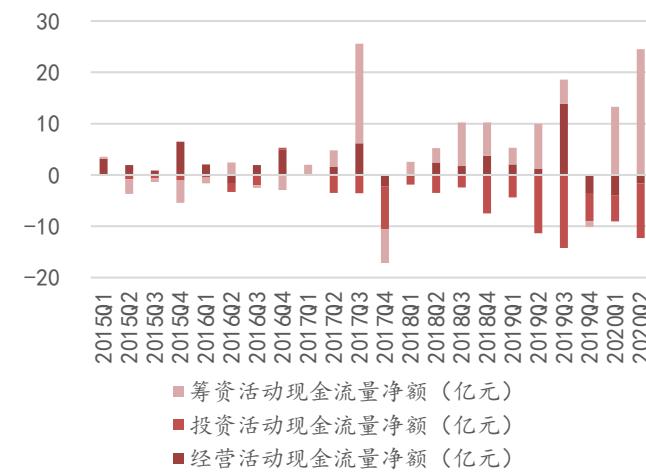
资料来源：wind，华安证券研究所

图表11 公司现金流半年度变化情况



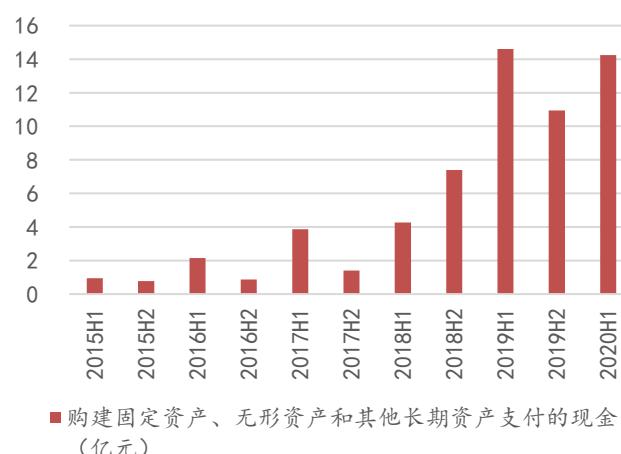
资料来源：wind，华安证券研究所

图表12 公司现金流季度变化情况



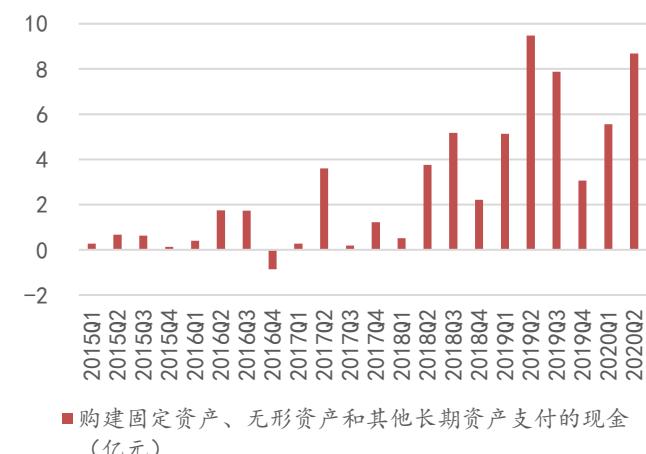
资料来源：wind，华安证券研究所

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



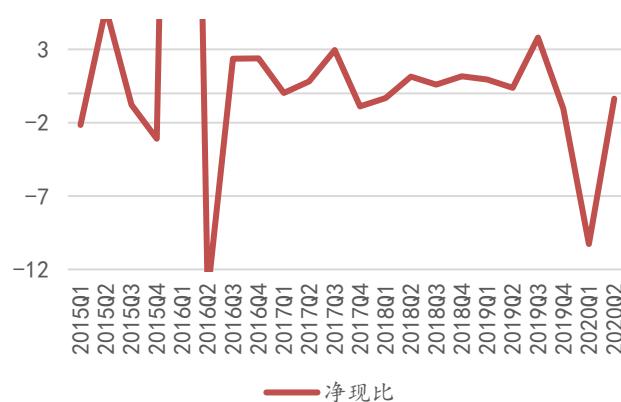
资料来源：wind，华安证券研究所

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

2020H1，公司丙烯酸酯板块实现营收 18.38 亿元，同比减少 37.92%，营收占比 38.51%（同比下降 18.86 个百分点）；实现毛利润 4.73 亿元，毛利同比减少 40.0%，毛利占比 43.4%（同比下降 19.7 个百分点）。2020 年以来，丙烯酸均价从 Q1 的 6730 元/吨上升至 Q2 的 6887 元/吨 (+2%)；丙烯酸甲酯均价从 Q1 的 8355 元/吨上升至 Q2 的 9076 元/吨 (+9%)，盈利状况开始改善。我们认为 20Q1 丙烯酸和丙烯酸酯价格处于较低水平是因为受到疫情和原油价格低的因素影响，随着国内疫情的影响减弱、原油等原料价格企稳，公司丙烯酸及酯业务将重新进入发展通道。

2020H1 丙烯板块实现营收 20.70 亿元，同比增长 48.17%，营收占比 43.38%（同比上升 16.31 个百分点）；实现毛利润 4.62 亿元，毛利同比增加 103.5%，毛利占比 42.3%（同比上升 24.2 个百分点）。20H1 国内聚丙烯均价仅为 7888

元/吨，同比下降 13%，环比下降 10%。2020 年以来，聚丙烯价格有所回暖，均价从 Q1 的 7616 元/吨上升至 Q2 的 8160 元/吨(+7%)，盈利状况开始改善，但价格依然没有恢复到去年同期水平。我们认为 20Q1 聚丙烯价格处于较低水平是因为受到疫情和原油价格低的因素影响，随着国内疫情的影响减弱、原油价格企稳，丙烯板块业务也将回暖。

表格 19 各系列产品经营数据

时间	(甲基)丙烯酸及酯				丙烯			
	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%
15H1	14.60	14.53	0.07	0.47	4.66	4.79	-0.14	-2.92
15H2	15.68	13.79	1.89	12.04	1.82	1.47	0.35	19.01
16H1	16.10	13.79	2.31	14.35	2.66	2.41	0.26	9.69
16H2	23.87	17.36	6.51	27.28	3.46	2.65	0.81	23.35
17H1	26.80	20.11	6.69	24.98	7.31	5.89	1.43	19.50
17H2	26.00	19.80	6.20	23.85	11.10	8.34	2.76	24.87
18H1	24.21	20.08	4.13	17.07	11.49	9.67	1.83	15.89
18H2	33.85	24.92	8.94	26.40	13.45	11.54	1.91	14.18
19H1	29.60	21.72	7.88	26.63	13.97	11.70	2.27	16.25
19H2	24.24	17.82	6.42	26.50	23.74	17.19	6.55	27.58
20H1	18.38	13.65	4.73	25.75	20.70	16.08	4.62	22.30
15FY	30.27	28.32	1.96	6.46	6.47	6.26	0.21	3.24
16FY	39.97	31.15	8.82	22.07	6.13	5.06	1.07	17.41
17FY	52.80	39.90	12.89	24.42	18.42	14.23	4.19	22.74
18FY	58.06	44.99	13.07	22.51	24.94	21.21	3.73	14.97
19FY	53.85	39.54	14.31	26.57	37.71	28.89	8.82	23.38
时间	高分子乳液				SAP			
	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%
15H1	1.47	0.92	0.54	36.93	0.31	0.39	-0.08	-26.83
15H2	1.48	0.85	0.63	42.56	0.24	0.28	-0.04	-17.61
16H1	1.41	0.88	0.53	37.68	0.11	0.12	-0.01	-7.09
16H2	1.95	1.25	0.70	36.03	0.42	0.48	-0.07	-16.81
17H1	2.55	1.77	0.77	30.35	0.88	0.83	0.05	6.14
17H2	2.66	1.74	0.93	34.82	-0.25	-0.20	-0.05	19.52
18H1	2.19	1.49	0.69	31.66	1.30	1.13	0.17	13.38
18H2	3.14	2.04	1.10	35.15	2.12	1.63	0.49	23.06
19H1	2.52	1.62	0.90	35.57	1.94	1.51	0.43	22.38
19H2	2.61	1.60	1.01	38.76	2.40	1.98	0.42	17.58
20H1	1.58	1.01	0.57	36.14	2.01	1.59	0.42	20.92
15FY	2.95	1.78	1.17	39.76	0.54	0.67	-0.12	22.84
16FY	3.37	2.13	1.24	36.72	0.53	0.61	-0.08	14.74
17FY	5.21	3.51	1.70	32.64	0.63	0.62	0	0.77
18FY	5.33	3.53	1.80	33.72	3.42	2.75	0.66	19.38
19FY	5.13	3.22	1.91	37.19	4.34	3.48	0.86	19.73
时间	颜料中间体				双氧水			
	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%
15H1	0.48	0.30	0.18	36.98	0	0	0	0
15H2	0.41	0.28	0.13	31.69	0	0	0	0
16H1	0.68	0.42	0.27	39.31	0	0	0	0
16H2	0.66	0.33	0.32	49.04	0	0	0	0
17H1	0.72	0.40	0.33	45.14	0	0	0	0
17H2	0.51	0.29	0.22	43.35	0	0	0	0
18H1	1.00	0.52	0.47	47.52	0	0	0	0
18H2	1.33	0.56	0.77	57.91	0.53	0.38	0.15	27.87
19H1	1.25	0.55	0.70	55.75	0.82	0.52	0.30	36.41
19H2	0.92	0.41	0.51	55.11	1.20	0.64	0.56	46.66
20H1	0.73	0.44	0.30	40.24	0.91	0.59	0.32	35.47
15FY	0.89	0.58	0.31	34.56	0	0	0	0
16FY	1.34	0.75	0.59	44.07	0	0	0	0
17FY	1.23	0.69	0.55	44.40	0	0	0	0
18FY	2.33	1.08	1.25	53.47	0.53	0.38	0.15	27.87
19FY	2.18	0.97	1.21	55.48	2.01	1.16	0.86	42.49

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 各系列产品价格价差

	半年度均价												最新 价格	
	含税价 (元/ 吨)	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	20H1 同比	20H1 环比
聚丙烯 (T30S) : 全国	9014	7756	7045	8667	8613	9104	9294	1009 4	9021	8813	7888	-13%	-10%	8364
丙烯酸: 国内	6652	5388	5303	7322	8445	8233	7672	9035	8003	7011	6814	-15%	-3%	6650
丙烯酸甲酯: 华东市场	8825	6799	6075	7587	9808	9892	10831	1130 8	1070 4	9094	8719	-19%	-4%	9400
双氧水 (27.5%) : 国 内	802	979	837	754	811	1172	1594	1204	1042	1203	898	-14%	-25%	1010
季度均价														
含税价 (元/ 吨)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q1 同比	20Q1 环比	20Q2 同比	2002 环比
聚丙烯 (T30S) : 全国	9355	9240	9893	1029 5	9233	8833	8954	8671	7616	8160	-18%	-12%	-8%	7%
丙烯酸: 国内	7584	7758	8731	9364	8384	7634	7325	6677	6730	6887	-20%	1%	-10%	2%
丙烯酸甲酯: 华东市场	1041 9	1120 9	1141 1	1119 7	1087 7	1053 4	9539	8619	8355	9076	-23%	-3%	-14%	9%
双氧水 (27.5%) : 国 内	1586	1603	1205	1202	927	1153	1138	1271	983	824	6%	-23%	-29%	-16%

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
公司环评		
2020/5/29	聚丙烯新材料、双氧水项目	公司总投资 6 亿元人民币在独山港区进行工业项目投资扩建, 主要从事年产 30 万吨聚丙烯新材料(研发生产改性聚丙烯)、25 万吨双氧水(含电子级双氧水)项目。
重点项目进展		
2020 中报	年产 12 万吨高吸水性树脂(SAP)扩建项目	截至 2020H1 累计实际投入金额 1.54 亿元, 工程进度 95%。
2020 中报	平湖石化公司废液焚烧炉二期工程项目	截至 2020H1 累计实际投入金额 0.25 亿元, 工程进度 80%。
2020 中报	平湖石化公司年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯技改项目	截至 2020H1 累计实际投入金额 5.34 亿元, 工程进度 35%。

2020 中报	卫星能源公司年产 45 万吨丙烯及 30 万吨聚丙烯二期项目	项目总投资额 1.48 亿元，于近日正式达产。
2020 中报	连云港禾兴码头公司 43-45 液体散货泊位建设工程	截至 2020H1 累计实际投入金额 3.30 亿元，工程进度 80%。
2020 中报	连云港石化公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目	截至 2020H1 累计实际投入金额 62.57 亿元，工程进度 20%。
重大事件		
2020/7/24	新增借款	截至 2020 年 6 月末，公司合并口径下(以下同)借款余额为约 96.6 亿元，较 2019 年末借款余额约 58.16 亿元增加约 38.44 亿元，增加金额占 2019 年末经审计净资产的 41.52%
2020/7/15	非公开发行股票	非公开发行不超过 2.13 亿股新股获中国证券监督管理委员会核准批复。
2020/7/9	控股股东股份质押	卫星控股所持有公司的部分股份被质押，本次质押数量 1710 万股，累计质押数量 1.46 亿股，累计质押股份数量占公司总股本比例 13.65%。
2020/6/29	2018 年限制性股票激励计划第二个解锁期	本次符合解锁条件的 48 名激励对象共计 54.6 万股限制性股票，占公司股本总额的 0.05%，上市流通日为 2020 年 7 月 6 日。
2020/6/29	2018 年限制性股票激励计划预留部分第一个解锁期	本次符合解锁条件的 4 名激励对象共计 6.6 万股限制性股票，占公司股本总额的 0.006%。
2020/5/8	2019 年度权益分派	以公司现有总股本 10.66 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 1.8 元人民币现金。
行业重大事件		
2020/7/22	国际油价升幅受限	截至 7 月 17 日，美国原油库存增加 489.2 万桶至 5.366 亿桶，调查的分析师预估为减少 58.9 万桶，燃料需求的回升备受压抑。
2020H1	聚丙烯价格震荡	2020H1，随着国内外公共卫生安全事件的爆发，市场价格走势不同于往年在四月份形成高速拉涨然后快速回落的情况，在年初震荡运行为主。春节期间国内疫情的爆发让聚丙烯市场原来累库现象加剧，价格开始震荡回落到 2 月中水平。推进复工复产初期，价格小幅上涨后，因需求不佳，截止三月底价格整体处于弱势震荡于三月底降至本年度最低点。四月中上旬受国内外口罩需求和市场炒作因素聚丙烯市场形成快速拉涨达到本年最高点后开始消化回落，进入六月市场开始回归平静开始震荡运行为主。
2020H1	丙烯酸价格震荡回暖	新冠疫情以及原油暴跌影响下，上半年国内丙烯酸市场价格呈现震荡局面。1-3 月受疫情、原油等不利突发因素影响，利空整体市场；4-6 月受到聚丙烯带来的丙烯全产业链投机气氛支撑，加上自身产业链 4-6 月基本面供弱需强，价格得以逐渐回暖。
2020H1	双氧水价格持续下跌	2020H1 双氧水市场呈“反对号”型走势。主要分为四个阶段：1 月份高位整理运行，2 月份急速下跌，3-5 月份持续性走跌，6 月份小幅回涨。

资料来源：wind，百川盈孚，华安证券研究所

3. 风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；疫情影响持续的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5458	3750	5778	5736	营业收入	10779	11771	21351	24100
现金	3276	0	0	0	营业成本	7965	9100	16300	18300
应收账款	326	465	811	865	营业税金及附加	57	51	97	114
其他应收款	12	17	24	29	销售费用	269	304	538	610
预付账款	161	182	344	374	管理费用	306	311	577	657
存货	903	929	1549	1894	财务费用	145	262	325	315
其他流动资产	781	2157	3051	2574	资产减值损失	-79	-23	-13	-18
非流动资产	12468	15656	18445	21632	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	1413	1413	1413	1413	投资净收益	-34	-19	-9	-42
固定资产	4072	5430	6145	7099	营业利润	1447	1503	2763	3369
无形资产	840	1121	1369	1688	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	6142	7693	9518	11432	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	17926	19406	24223	27368	利润总额	1452	1508	2768	3374
流动负债	7874	8017	10389	10555	所得税	184	171	323	396
短期借款	5265	5656	5801	5271	净利润	1267	1337	2445	2979
应付账款	1647	1435	2894	3307	少数股东损益	-5	-8	-13	-15
其他流动负债	962	926	1693	1978	归属母公司净利润	1273	1345	2458	2994
非流动负债	794	794	794	794	EBITDA	2368	2380	3516	4120
长期借款	549	549	549	549	EPS (元)	1.19	1.26	2.31	2.81
其他非流动负债	245	245	245	245					
负债合计	8668	8811	11183	11350					
少数股东权益	15	7	-6	-22					
股本	1066	1066	1066	1066					
资本公积	4167	4167	4167	4167					
留存收益	4010	5355	7813	10808					
归属母公司股东权益	9243	10588	13046	16040					
负债和股东权益	17926	19406	24223	27368					
现金流量表									
经营活动现金流	1352	737	3590	4753	主要财务比率				
净利润	1273	1345	2458	2994	成长能力				
折旧摊销	668	867	606	666	营业收入	7.5%	9.2%	81.4%	12.9%
财务费用	185	311	325	315	营业利润	37.7%	3.9%	83.8%	22.0%
投资损失	34	19	9	42	归属于母公司净利润	35.3%	5.7%	82.7%	21.8%
营运资金变动	-845	-1816	198	739	获利能力				
其他经营现金流	2154	3171	2256	2252	毛利率 (%)	26.1%	22.7%	23.7%	24.1%
投资活动现金流	-3529	-4092	-3411	-3907	净利率 (%)	11.8%	11.4%	11.5%	12.4%
资本支出	-2547	-4073	-3403	-3866	ROE (%)	13.8%	12.7%	18.8%	18.7%
长期投资	-1045	0	0	0	ROIC (%)	9.8%	8.0%	13.3%	14.0%
其他投资现金流	63	-19	-9	-42	偿债能力				
筹资活动现金流	1562	79	-179	-846	资产负债率 (%)	48.4%	45.4%	46.2%	41.5%
短期借款	1677	391	146	-531	净负债比率 (%)	93.6%	83.2%	85.8%	70.9%
长期借款	549	0	0	0	流动比率	0.69	0.47	0.56	0.54
普通股增加	0	0	0	0	速动比率	0.56	0.33	0.37	0.33
资本公积增加	-7	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	-657	-311	-325	-315	总资产周转率	0.60	0.61	0.88	0.88
现金净增加额	-565	-3276	0	0	应收账款周转率	33.10	25.32	26.34	27.86
					应付账款周转率	4.84	6.34	5.63	5.53
					每股指标(元)				
					每股收益	1.19	1.26	2.31	2.81
					每股经营现金流	1.27	0.69	3.37	4.46
					每股净资产	8.67	9.94	12.24	15.05
					估值比率				
					P/E	13.69	13.55	7.41	6.09
					P/B	1.89	1.72	1.40	1.14
					EV/EBITDA	8.43	10.26	6.99	5.84

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資目标、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形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。