



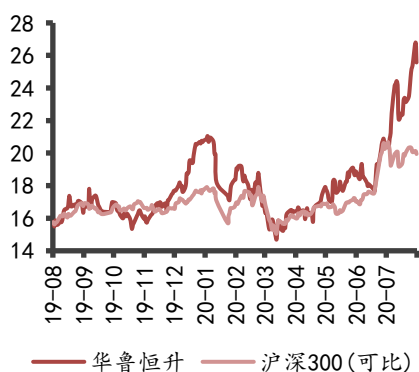
疫情影响即将结束，业绩有望回暖

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-12

近 12 个月最高/最低 (元)	26.98/14.24
总股本 (百万股)	1626.66
流通股本 (百万股)	1,620.33
流通股比例 (%)	99.6%
总市值 (亿元)	415.94
流通市值 (亿元)	414.28

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：

《金发科技：净利润大幅增长，医疗健康业务带来新增量》2020.8.11

《利尔化学：疫情影响基本结束，农药板块再回正轨》2020.8.7

《新宙邦：含氟化学品领跑，电解液后劲十足》2020.7.31

《卫星石化：二季度产品景气度回暖，业绩有改善》2020.7.30

《华峰氨纶：氨纶业务优势稳定，新材料业务成主力》2020.07.29

事件描述：

8月12日，公司公告2020年半年报。据公告，2020H1公司实现营收59.93亿元，同比下降了15.30%；归母净利润9.04亿元，同比下降30.93%；扣非后归母净利润8.78亿元，同比减少32.10%；加权平均净资产收益率为6.16%，同比下降了4.12个百分点；经营活动现金流净额为15.00亿元，同比上升了26.54%。

➤ 营收毛利下降，但公司整体状况良好。

2020H1公司营收59.93亿元，实现毛利13.54亿元，毛利率为22.59%，营收和毛利同比分别下降15.30%和53.46%。虽然由于疫情和原油价格波动导致公司盈利能力有所下降，但是公司的整体状况没有发生本质的影响。2020H1，公司净现比为1.65，同比上升6.34%；存货周转天数为13.40天，同比减少4.69天，保持了较好的盈利质量和经营效率。资产负债率为20.21%，同比减少8.89个百分点；已获利息倍数为20.63，同比上升15.88%，公司财务风险进一步降低，提高抗风险能力。公司应付账款由2019年年末的7.96亿元增加到8.76亿元，应收账款由2019年年末的2657万元减少到1842万元，应收账款的增加与应付账款的减少表明了公司在产业链中的话语权增大。2020H1公司良好的整体状况抵御了市场和外部环境变化带来的冲击，在竞争加剧的情况下保持盈利，巩固市场地位。

➤ Q2整体净利润环比增长，经营状况有所改善。

2020Q2，公司实现营收30.34亿元，环比增加2.54%；归母净利润4.74亿元，环比增长10.45%；扣非后归母净利润4.56亿元，环比增长8.06%；整体销售净利率为15.64%，环比增加1.12个百分点。公司Q2的经营状况有所改善，主要因为二季度疫情的影响减弱，生产、物流相继恢复。

➤ 化肥板块：受产品价格下降影响，营收略有下降。

化肥业务一直是公司主要的营收来源。2020H1化肥系列业务实现营收17.78亿元，同比减少2.58%，营收占比29.67%，营收占比第一。销量132.79万吨，同比上升8.51%，产量148.18万吨，同比上升9.12%。化肥板块主要产品尿素2020H1均价仅为1774元/吨，环比下降3.39%。从季度均价来看，2020Q1价格为1809元/吨，2020Q2价格为1739元/吨，略有下降，而8月最新价格继续下降到1670元/吨。

2020H1，疫情一度对化肥供求关系带来了较大影响，但随着国内疫情的有效遏制、企业复工复产和一系列扶持企业、保化肥的政策出台，公司化肥板块和有机胺板块总体产量、销量不减反增，保持了良好的增长态势。2020下半年，随着疫情影响逐渐减弱、化学品价格回归稳定、国内外需求不断增加，化肥板块业务有望重新进入发展通道。

➤ 多元醇板块：部分产品价格回暖，盈利能力有望提高。

2020H1多元醇业务实现营收11.79亿元，同比减少24.23%，营收占比19.67%，销量31.85万吨，同比减少3.63%，产量32.50万吨，同比增加1.97%。正丁醇2020Q1均价为2438元/吨，2020Q2均价为2234元/吨，二季度价格有所下降，而8月的最新价格有所回暖，反弹到2325元/吨；乙二醇2020Q1均价为4384元/吨，2020Q2均价为2234元/吨，出现大幅下降，而8月最新价格也有所回暖，达到3700元/吨。目前

公司多元醇系列产品价格都有所回升,预计未来将稳步增长,同时随着下游需求的不断激活,公司多元醇业务将继续维持发展通道。

➤ **其他业务板块:受疫情影响有所下滑。**

2020H1 有机胺业务实现营收 8.79 亿元,同比增加 2.21%,营收占比 14.67%,销量 18.04 万吨,同比上升 3.50%,产量 16.45 吨,同比下降 1.52%。2020H1 己二酸业务实现营收 5.75 亿元,同比减少 31.55%,营收占比 9.59%,销量 9.93 吨,同比减少 12.97%,产量 16.45 吨,同比下降 1.52%。2020H1 醋酸业务实现营收 6.82 亿元,同比减少 15.70%,营收占比 11.38%,销量 30.33 吨,同比减少 1.69%,醋酸系列产量 31.71 吨,同比减少 0.22%。目前公司其他系列产品由于疫情原因,需求不足,价格下降幅度大于原材料价格上升幅度,处于下降态势。随着疫情结束,产品需求逐渐趋于正常,业务有望恢复稳步增长态势。

➤ **多项重大项目即将投产,有望带来新的业绩增量。**

目前公司正在建设多个项目,包括:精己二酸品质提升项目,总投资 15.7 万元,目前工程进度 65%,预计 2021 年 5 月投产;预计 2021 年 11 月投产的酰胺及尼龙新材料项目,总投资 49.8 亿元,合计产能 30 万吨,目前工程进度 35%。公司项目投产后,产能进一步释放,带来业绩增量。

投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 136.77 亿元、155.74 亿元、173.41 亿元,归母净利润分别为 22.16、28.46、32.22 亿元,同比增速为-9.7%、28.4%、13.2%。对应 PE 分别为 18.77、14.61、12.91 倍。公司首次覆盖,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
营业总收入	14190	13677	15574	17341
(+/-) (%)	-1.2%	-3.6%	13.9%	11.3%
归母净利润	2453	2216	2846	3222
(+/-) (%)	-18.8%	-9.7%	28.4%	13.2%
EPS (元)	1.51	1.36	1.75	1.98
P/E	13.18	18.77	14.61	12.91

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

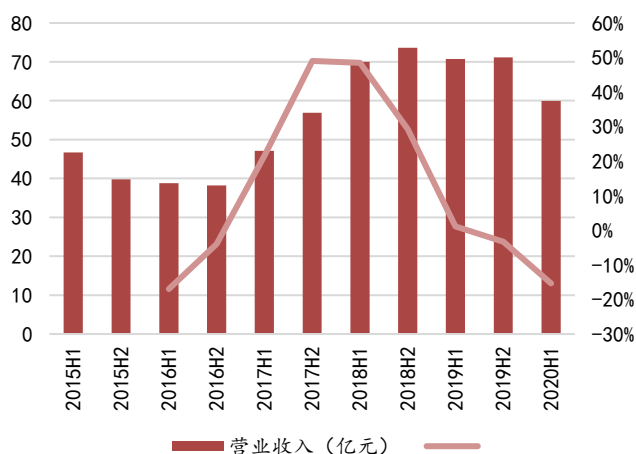
图表 1 公司营收半年度变化情况	5
图表 2 公司营收季度变化情况	5
图表 3 公司毛利半年度变化情况	6
图表 4 公司毛利季度变化情况	6
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况	6
图表 6 公司归母净利润季度变化情况	6
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况	6
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况	6
图表 9 公司项费用占比半年度变化情况	7
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况	7
图表 11 公司现金流半年度变化情况	7
图表 12 公司现金流季度变化情况	7
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况	7
图表 14 购建固定资产、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

1. 公司整体经营状况与财务数据

8月12日，华鲁恒升发布2020半年报。据公告，2020H1公司共实现营收59.93亿元，同比减少15.30%，环比减少15.76%；实现毛利13.54亿元，同比减少34.83%，环比减少27.73%；实现归母净利润9.04亿元，同比减少30.93%，环比减少20.98%；整体毛利率为22.59%（同比降低6.77个百分点）；整体净利率为15.08%（同比降低3.41个百分点）；三项费用率为2.25%（同比减少2.55个百分点），销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.34%、1.05%、0.86%；经营活动现金流净额为15.00亿元，同比减少26.54%，环比降低11.40%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为9.10亿元，同比增加210.69%，投资强度增加；净现比为1.65，同比增加6.35%，盈利质量改善；存货周转天数为13.40天，同比减少4.69天，经营效率提升。

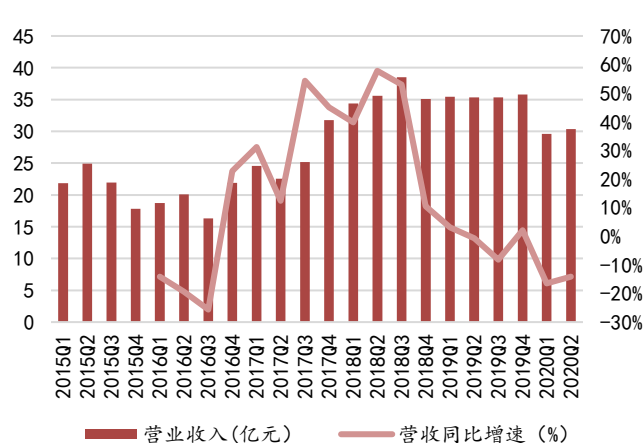
2020Q2公司经营状况相较Q1有所下滑。据计算，2020Q2公司共实现营收30.34亿元，同比减少14.12%，环比增加2.54%；实现毛利5.52亿元，同比减少48.20%，环比减少31.10%；实现归母净利润4.74亿元，同比减少28.82%，环比增加10.45%；整体毛利率为18.20%（同比降低了11.18个百分点）；整体净利率为15.64%（同比减少3.23个百分点）；三项费用率为-0.72%（同比降低5.37个百分点），销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为-2.64%、1.05%、0.87%，主要原因是新收入准则要求将“销售费用”中的运费、装卸费及出口港杂费等转入“合同履约成本”；经营活动现金流净额为9.42亿元，同比上升23.59%，环比上升68.80%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为3.31元，同比增长40.63%，投资强度提高；净现比为1.99，同比增加73.64%，盈利质量大幅改善；存货周转天数为14.58天，同比增加1.27天，经营效率降低。

图表1 公司营收半年度变化情况



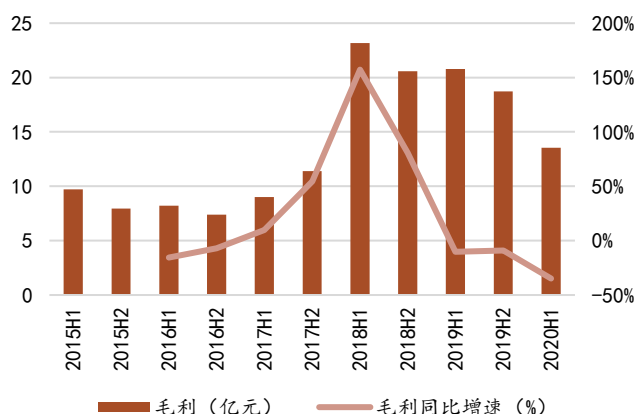
资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 公司营收季度变化情况



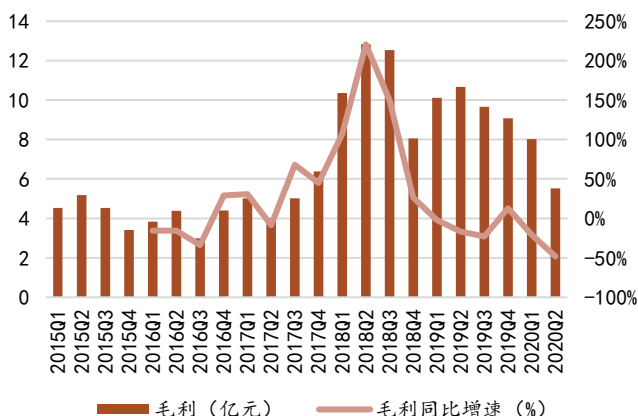
资料来源：wind，华安证券研究所

图表3 公司毛利半年度变化情况



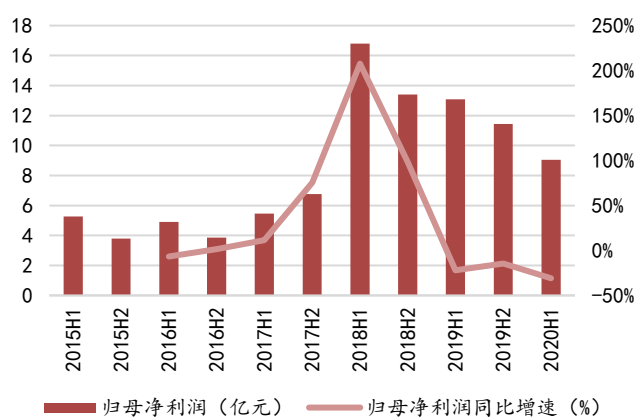
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 公司毛利季度变化情况



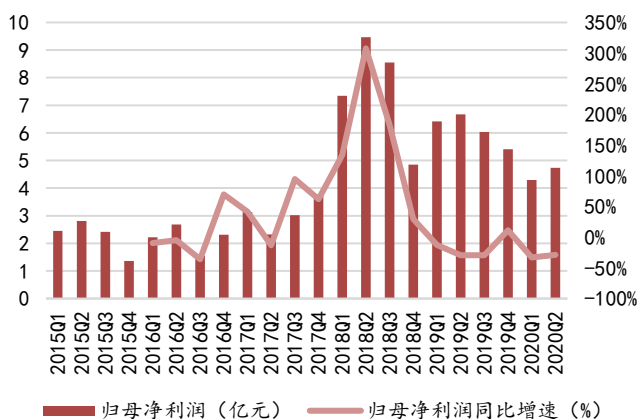
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 公司归母净利润半年度变化情况



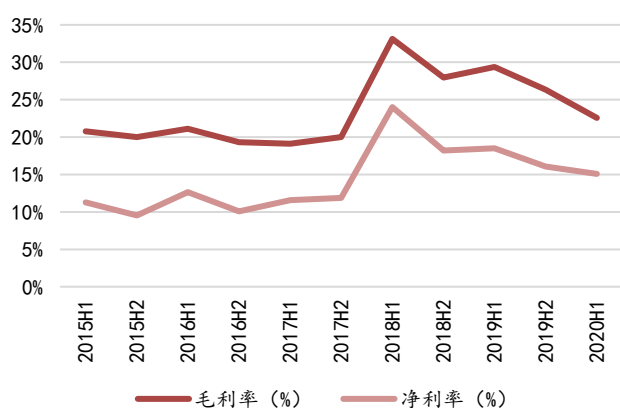
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 公司归母净利润季度变化情况



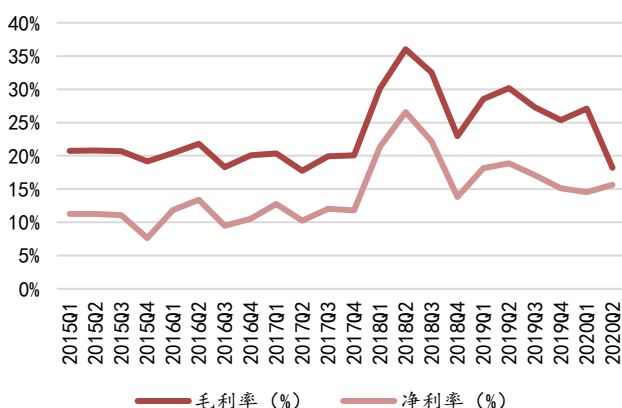
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



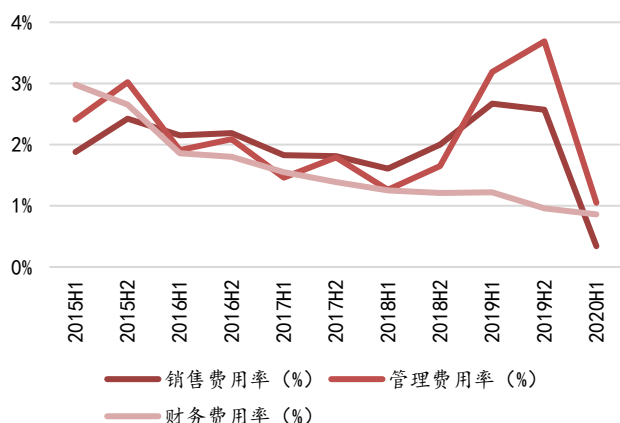
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 公司毛利率、净利率季度变化情况



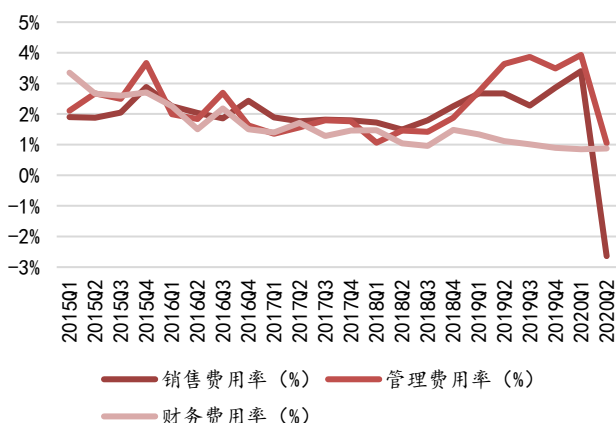
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表9 公司项费用占比半年度变化情况



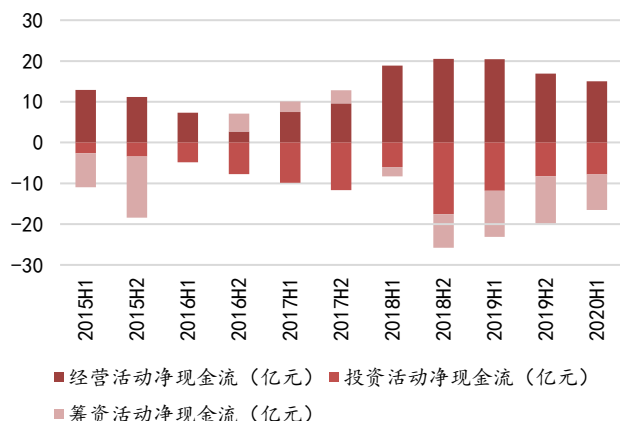
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表10 公司三项费用占比季度变化情况



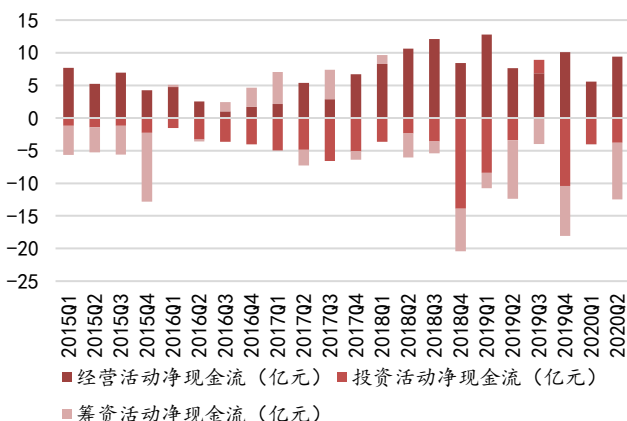
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表11 公司现金流半年度变化情况



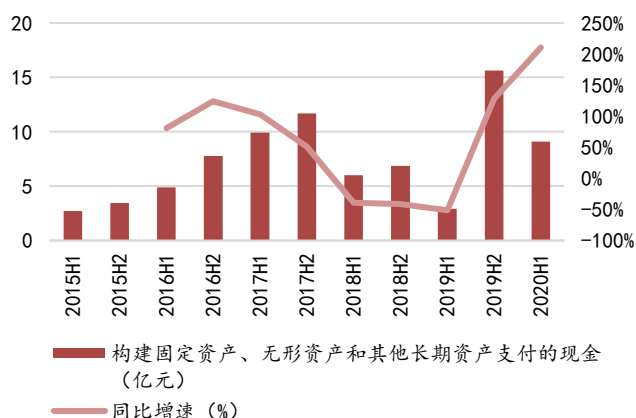
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表12 公司现金流季度变化情况



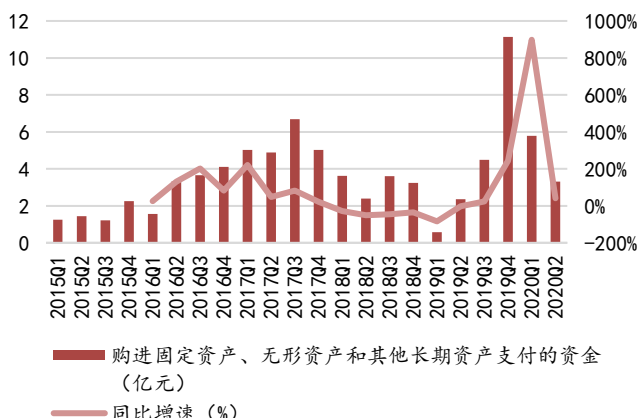
资料来源: wind, 华安证券研究所

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



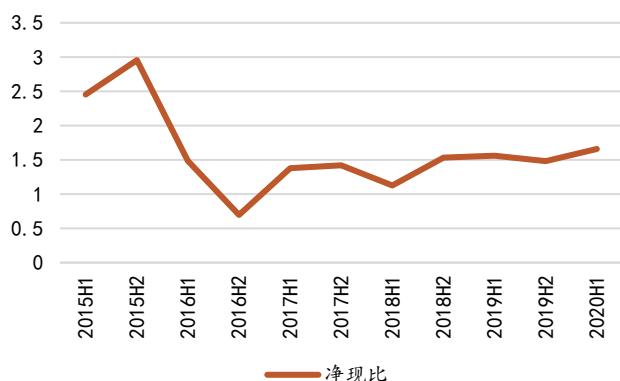
资料来源: wind, 华安证券研究所

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



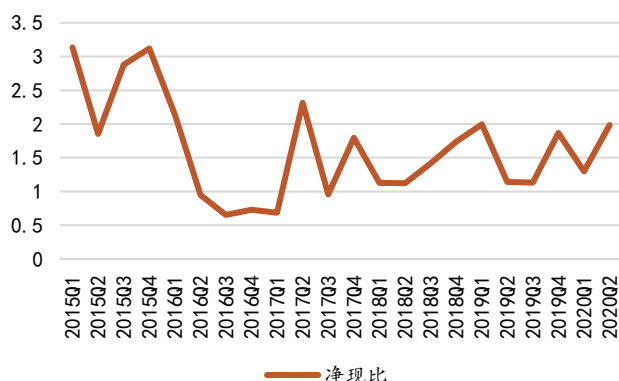
资料来源: wind, 华安证券研究所

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

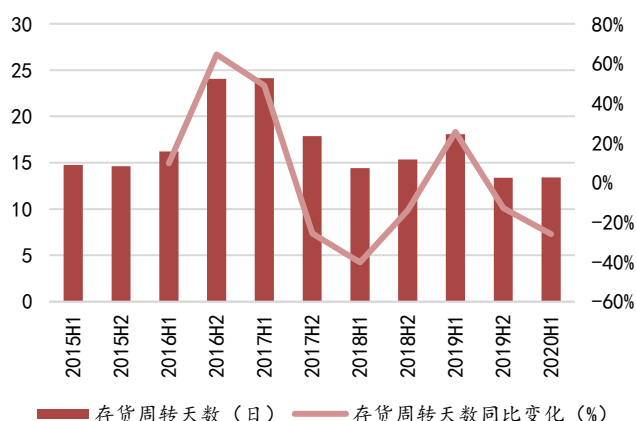
图表 16 公司净现比季度变化情况



注: 2015Q4 净现比数据剔除

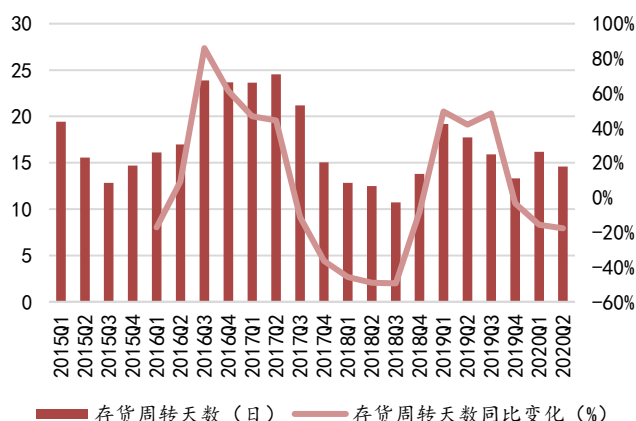
资料来源: wind, 华安证券研究所

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 化肥系列业务实现营收 17.78 亿元, 同比减少 2.58%, 营收占比 29.67%, 营收占比第一。化肥板块主要产品尿素 2020H1 均价仅为 1774 元/吨, 环比下降 3.39%。从季度均价来看, 2020Q1 价格为 1809 元/吨, 2020Q2 价格为 1739 元/吨, 略有下降, 而 8 月最新价格继续下降到 1670 元/吨。随着全球疫情影响逐渐消退, 国际贸易形势缓和, 预计未来化肥价格将会反弹, 有利于公司业绩提升。

2020H1 有机胺业务实现营收 8.79 亿元, 同比增加 2.21%, 营收占比 14.67%。2020H1 己二酸业务实现营收 5.75 亿元, 同比减少 31.55%, 营收占比 9.59%。2020H1 醋酸业务实现营收 6.82 亿元, 同比减少 15.70%, 营收占比 11.38%。2020H1 多元醇业务实现营收 11.79 亿元, 同比减少 24.23%, 营收占比 19.67%。随着疫情状况的改善以及原油价格的企稳, 各项业务都将回暖。

图表 19 各系列产品经营数据

化肥系列												
	营收	产量	销量	均价	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	亿元	万吨	万吨	元/吨
17Q1	5.15	41	39	1321	9.9	81.65	77.18	1283	19.8	164.09	152.39	1299
17Q2	4.75	40.65	38.18	1244								
17Q3	4.76	40.98	37.82	1259	9.9	82.44	75.21	1316				
17Q4	5.14	41.46	37.39	1375								
18Q1	5.44	40.09	36.69	1483	12.06	90.9	78.77	1531	29.26	214.33	186.72	1567
18Q2	6.62	50.81	42.08	1573								
18Q3	8.54	57.95	55.7	1533	17.2	123.43	107.95	1593				
18Q4	8.66	65.48	52.25	1657								
19Q1	8.21	62.72	57.51	1428	18.25	134.66	122.38	1491	36.71	281.16	254.92	1440
19Q2	10.04	71.94	64.87	1548								
19Q3	9.29	72.22	84.5	1099	18.46	146.5	132.54	1393				
19Q4	9.17	74.28	48.04	1909								
20Q1	9.45	77.72	69.63	1357	17.78	148.18	132.79	1339	-	-	-	-
20Q2	8.33	70.46	63.16	1319								
有机胺系列												
	营收	产量	销量	均价	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	亿元	万吨	万吨	元/吨
17Q1	4.83	9	9	5367	8.59	17.05	16.09	5339	19.02	34.97	35.67	5332
17Q2	3.76	8.05	7.09	5303								
17Q3	5.33	9.68	10.88	4899	10.43	17.92	19.58	5327				
17Q4	5.1	8.24	8.7	5862								
18Q1	5.31	9.44	8.47	6269	10.19	17.43	16.78	6073	20.91	37.16	36.94	5661
18Q2	4.88	7.99	8.31	5872								
18Q3	5.48	9.48	10.41	5264	10.72	19.73	20.16	5317				
18Q4	5.24	10.25	9.75	5374								
19Q1	4.19	9.09	8.05	5205	8.6	16.87	17.43	4934	19.24	37.95	39.02	4931
19Q2	4.41	7.78	9.38	4701								
19Q3	5.12	9.09	8.05	6360	10.64	21.08	21.59	4928				
19Q4	5.52	11.99	13.54	4077								
20Q1	3.78	9.44	3.77	10027	8.79	18.89	18.04	4873	-	-	-	-
20Q2	5.01	9.45	14.27	3511								
己二酸系列												
	营收	产量	销量	均价	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	亿元	万吨	万吨	元/吨
17Q1	4.98	9	5	9960	9.13	16.66	10.66	8565	18.31	33	21.42	8548
17Q2	4.15	7.66	5.66	7332								

TOTAL RESERCH												
17Q3	4.01	7.92	5.3	7566	9.18	16.34	10.76	8532				
17Q4	5.17	8.42	5.46	9469								
18Q1	5.31	8.24	5.28	10057	10	16.02	10.45	9569	18.32	31.63	19.98	9169
18Q2	4.69	7.78	5.17	9072								
18Q3	4.82	8.18	5.19	9287	8.32	15.61	9.53	8730				
18Q4	3.5	7.43	4.34	8065								
19Q1	4.33	8.4	5.85	7402	8.4	16.7	11.41	7362	16.41	33.54	22.31	7355
19Q2	4.07	8.3	5.56	7320								
19Q3	3.97	8.43	5.36	7407	8.01	16.84	10.9	7349				
19Q4	4.04	8.41	5.54	7292								
20Q1	2.53	8.28	3.81	6640	5.75	16.45	9.93	5791	-	-	-	-
20Q2	3.22	8.17	6.12	5261								
醋酸系列												
	营收	产量	销量	均价	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	亿元	万吨	万吨	元/吨
17Q1	3.77	16	16	2356	7.37	31.52	31.21	2361	16.75	63.6	63.62	2633
17Q2	3.6	15.52	15.21	2367								
17Q3	3.99	15.89	16.41	2431	9.38	32.08	32.41	2894				
17Q4	5.39	16.19	16	3369								
18Q1	6.09	16	15.07	4041	12.77	31.78	30.83	4142	24.96	63.01	62.29	4007
18Q2	6.68	15.78	15.76	4239								
18Q3	6.52	16.05	16.87	3865	12.19	31.23	31.46	3875				
18Q4	5.67	15.18	14.59	3886								
19Q1	4.25	15.87	15.23	2791	8.09	31.78	30.85	2622	16.53	63.26	61.19	2701
19Q2	3.84	15.91	15.62	2458								
19Q3	4.1	15.04	14.58	2812	8.44	31.48	30.34	2782				
19Q4	4.34	16.44	15.76	2754								
20Q1	3.41	16.2	14.79	2306	6.82	31.71	30.33	2249	-	-	-	-
20Q2	3.41	15.51	15.54	2194								
多元醇系列												
	营收	产量	销量	均价	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	亿元	万吨	万吨	元/吨
17Q1	2.85	5	5	5700	6.34	10.36	10.5	6038	14.07	21.98	21.78	6460
17Q2	3.49	5.36	5.5	6345								
17Q3	4.26	6.23	6.13	6949	7.73	11.62	11.28	6853				
17Q4	3.47	5.39	5.15	6738								
18Q1	3.7	5.39	5.43	6814	8.08	11.72	11.8	6847	19.41	30.59	29.41	6600
18Q2	4.38	6.33	6.37	6876								
18Q3	4.34	6.13	6.18	7023	11.33	18.87	17.61	6434				
18Q4	6.99	12.74	11.43	6115								
19Q1	8.52	17.04	17.37	4905	15.56	31.86	33.05	4708	31.4	55.21	67.67	4640
19Q2	7.04	14.82	15.68	4490								
19Q3	7.85	17.38	17.35	4525	15.84	23.35	34.62	4575				

19Q4	7.99	5.97	17.27	4627								
20Q1	6.1	16.68	14.63	4170	11.79	32.5	31.85	3702	-	-	-	-
20Q2	5.69	15.82	17.22	3304								

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 产品价格价差

	含税价	化肥板块	有机胺板块	己二酸板块	醋酸板 块	多元醇板块	
	(元/吨)	尿素:全 国	二甲基甲酰胺(DMF):国 内	己二酸(AA):华东地 区	醋酸:山 东	正丁醇:华东地 区	乙二醇: 国内
半年度均 价	17H1	1697	5876	10383	2695	6354	6807
	17H2	1757	5931	9925	3302	7333	7357
	18H1	2047	6179	11821	4695	7739	7556
	18H2	2084	5564	9678	4296	7613	6924
	19H1	2037	4704	8219	2820	6838	4775
	19H2	1836	4997	8107	2880	6547	4715
	20H1	1774	5073	6849	2337	5570	3889
	20H1 同比	-14.85%	7.86%	-20.00%	-20.68%	-22.77%	-22.79%
	20H1 环比	-3.39%	1.52%	-15.51%	-18.85%	-14.91%	-17.52%
季度均价	17Q1	1748	5817	11614	2772	6453	7363
	17Q2	1651	5935	9165	2623	6109	6260
	17Q3	1649	5445	9196	2815	7597	7310
	17Q4	1865	6465	10654	3838	7068	7408
	18Q1	2050	6426	13409	4510	7254	7690
	18Q2	2044	5935	10249	4863	8149	7424
	18Q3	2023	5656	10058	4341	8090	7534
	18Q4	2144	5465	9289	4247	7056	6265
	19Q1	2002	4763	8423	3048	7070	5102
	19Q2	2069	4646	8031	2607	6625	4459
	19Q3	1899	4690	8174	3046	6649	4597
	19Q4	1773	5325	8039	2703	6445	4840
	20Q1	1809	5323	7570	2438	5720	4384
	20Q2	1739	4856	6128	2242	5432	3458
	20Q1 同比	-9.65%	11.76%	-10.13%	-20.00%	-19.10%	-14.07%
	20Q1 环比	2.00%	-0.03%	-5.83%	-9.82%	-11.25%	-9.42%
	20Q2 同比	-15.93%	4.51%	-23.70%	-13.99%	-18.00%	-22.46%
	20Q2 环比	-3.84%	-8.79%	-19.06%	-8.03%	-5.02%	-21.14%
最新价格	8月10日	1670	5950	6350	2325	5710	3700

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		
2020 中报	精己二酸品质提升项目	总投资 15.72 亿元，2020H1 投入 1.36 亿元，预计 2021 年 5 月份投产，目前工程进度 65%
2020 中报	酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）	总投资 49.8 亿元，2020H1 投入 3.2 亿元，预计 2021 年 11 月份投产，目前工程进度 35%
公司重大事件		
2020/8/7	部分生产装置停车检修	公司对一套煤气化装置及部分产品生产装置进行停车检修，检修及停车时间预计 20 天左右。本次停车检修将影响公司营业收入约 3 亿元，占全年营业收入的 2%左右。
2020/7/1	高级管理人员聘任	根据公司经营发展需要，经公司总经理提名、董事会提名委员会审核通过，董事会同意聘任张杰先生、祁少卿先生为公司副总经理，任期自董事会审议通过之日起至第七届董事会任期届满时止。
2020/6/11	2019 年年度权益分派	本次利润分配以方案实施前的公司总股本 1,626,659,750 股为基数，每股派发现金红利 0.35 元（含税），共计派发现金红利 569,330,912.50 元。
行业重大事件		
2020/8/11	醋酸市场弱势运行	8 月 11 日，华东地区企业整体开工率降低，但市场现货供应仍相对充足，企业库存逐渐累积，但下游市场需求不佳，企业为防止后市库压增加开始竞价出货，醋酸市场弱势下滑，目前弱势运行。
2020/7/31	《国家化肥储备管理办法》	国家发改委、财政部正式印发《国家化肥商业储备管理办法》，同时废止《化肥淡季商业储备管理办法》、《中央救灾储备化肥管理办法》、《化肥淡季商业储备管理办法补充规定》，标志着此轮国家化肥商业储备改革的“靴子”落地
2020/7/10	《农业农村部财政部发布 2020 年重点强农惠农政策》	有机肥替代化肥行动。以减少化肥投入、增加有机肥投入为目标，支持重点县实施果菜茶有机肥替代化肥，实施区域重点向长江经济带和黄河流域倾斜，试点作物向其他节肥潜力大的园艺作物和大田作物拓展。

资料来源：wind，百川盈孚，政府网站，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

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3491	3554	3611	4281
现金	715	0	0	771
应收账款	34	37	35	42
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	130	152	168	178
存货	332	455	499	509
其他流动资产	2280	2910	2909	2780
非流动资产	14697	19206	20978	22957
长期投资	0	0	0	0
固定资产	11932	15907	17633	19183
无形资产	1070	1427	1730	2075
其他非流动资产	1694	1873	1616	1700
资产总计	18187	22760	24590	27239
流动负债	2434	4790	3774	3201
短期借款	0	1834	662	0
应付账款	824	1324	1380	1397
其他流动负债	1610	1633	1732	1804
非流动负债	1522	1522	1522	1522
长期借款	1504	1504	1504	1504
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	3956	6313	5296	4723
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1627	1627	1627	1627
资本公积	2073	2073	2073	2073
留存收益	10532	12748	15594	18816
归属母公司股东权益	14231	16447	19294	22515
负债和股东权益	18187	22760	24590	27239

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3736	5065	4806	5480
净利润	2453	2216	2846	3222
折旧摊销	1298	2974	1723	1979
财务费用	172	151	168	122
投资损失	-42	-24	-31	-36
营运资金变动	-142	-255	98	191
其他经营现金流	2591	2474	2751	3033
投资活动现金流	-2014	-7463	-3467	-3924
资本支出	-1856	-7486	-3498	-3960
长期投资	-200	0	0	0
其他投资现金流	42	24	31	36
筹资活动现金流	-2291	1683	-1339	-784
短期借款	-270	1834	-1172	-662
长期借款	-1090	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他筹资现金流	-940	-151	-168	-122
现金净增加额	-569	-715	0	771

资料来源：wind，华安证券研究所

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14190	13677	15574	17341
营业成本	10239	10016	11194	12481
营业税金及附加	93	95	106	117
销售费用	372	287	311	347
管理费用	156	205	156	173
财务费用	154	140	168	110
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-13	0	0	0
投资净收益	42	24	31	36
营业利润	2899	2618	3362	3805
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	2896	2615	3360	3803
所得税	443	399	514	581
净利润	2453	2216	2846	3222
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2453	2216	2846	3222
EBITDA	4296	5706	5219	5854
EPS (元)	1.51	1.36	1.75	1.98

主要财务比率

会计年度	2020E	2021E	2022E	2020E
成长能力				
营业收入	-1.2%	-3.6%	13.9%	11.3%
营业利润	-18.8%	-9.7%	28.4%	13.2%
归属于母公司净利润	-18.8%	-9.7%	28.4%	13.2%
获利能力				
毛利率 (%)	27.8%	26.8%	28.1%	28.0%
净利率 (%)	17.3%	16.2%	18.3%	18.6%
ROE (%)	17.2%	13.5%	14.8%	14.3%
ROIC (%)	15.2%	11.2%	13.2%	13.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	21.8%	27.7%	21.5%	17.3%
净负债比率 (%)	27.8%	38.4%	27.5%	21.0%
流动比率	1.43	0.74	0.96	1.34
速动比率	1.24	0.62	0.78	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.60	0.63	0.64
应收账款周转率	412.11	373.60	445.66	408.33
应付账款周转率	12.43	7.57	8.11	8.93
每股指标 (元)				
每股收益	1.51	1.36	1.75	1.98
每股经营现金流	2.30	3.11	2.95	3.37
每股净资产	8.75	10.11	11.86	13.84
估值比率				
P/E	13.18	18.77	14.61	12.91
P/B	2.27	2.53	2.16	1.85
EV/EBITDA	7.92	8.03	8.56	7.39

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。