



Research and
Development Center

西部能化龙头再添新矿，铁路管道投运扩大辐射半径！

—广汇能源(600256)公司点评报告

2021年1月8日

张燕生 化工行业首席分析师
S1500517050001
+86 10 83326847
zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师
S1500520080002
+86 10 83326848
hongyingdong@cindasc.com

证券研究报告
西部能化龙头再添新矿，铁路管道投运扩大辐射半径！
公司研究

2021年01月08日

公司点评报告
本期内容提要：
广汇能源(600256)
投资评级 买入

上次评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	2.69
52周内股价波动区间(元)	3.43-2.42
最近一月涨跌幅(%)	-97.31
总股本(亿股)	67.54
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	181.68

资料来源：信达证券研发中心

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

◆**收购马朗煤矿，再增优质煤矿资源。**2020年12月29日，公司发布《关于关于控股子公司伊吾矿业收购新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号矿井详查探矿权的公告》，随着公司对于马朗煤炭探矿权的收购，公司的煤炭资源储备进一步丰富。马朗煤矿煤层总体属中高发热量煤，为优质的火力发电和煤化工用煤，本次矿权收购交易完成后，公司在行业市场竞争中所发挥出的高品质煤炭资源储量优势更加彰显。根据公司3季报，公司2020年前三季度实现提质煤产量246.98万吨，同比增长42.09%，提质煤销量309.8万吨，同比增长48.48%。公司化工加提质煤项目所需原煤增加，进一步增加煤炭的需求量，因此马朗煤矿的收购，将进一步保障公司下游业务能够有稳定、优质和低成本的煤炭来源。

◆**红淖铁路投产转固，助力资源走出去。**红淖铁路全长438公里，总投资108.68亿元，于2012年3月开工兴建，建设历时8年，于2019年1月1日开通试运营。自2020年11月30日起，红淖铁路“红柳河站-淖毛湖站(含货场)-白石湖东站段”已达到项目投产转固的条件。红淖铁路的贯通最重要的是保证公司产品的承运需求，一方面对扩展公司产品的销售半径起到积极的推动作用，另外能够有效的将公司煤炭资源优势转换成产品的竞争力。公司在淖毛湖地区的煤炭、甲醇以及其他副产品的运输需求就超过千万吨。

◆**西气东输管网互联互通，启东LNG站辐射范围大增：**根据公司2020年12月29日公告，国家管网西气东输南通分输站已正式向启通天然气管线项目(通州末站-中石油南通分输站)进行天然气升压，具备了天然气上载进气的条件，标志着国家管网集团西气东输公司南通分输站与启通天然气管线项目完成互联互通。随着启通天然气管线与西气东输完成互联互通，公司启东LNG接收站气化外输能力将大幅提升。自2020年6月启东LNG接收站三期4#16万立方米储罐投入试运行以来，公司LNG接卸能力和周转量大幅提升。2020年1-9月，启东LNG接收站安全靠泊LNG外轮共计22艘次，累计接卸135.02万吨，有效保障了长三角地区天然气的供应。而自4季度以来，随着寒冬导致的天然气需求大幅增加，也使得天然气市场价-进口价价差扩大，进一步提升公司盈利能力！

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年营业收入分别达到138.52、209.78、237.8亿元，同比增长-1.35%、51.45%、13.36%，归属母公司股东的净利润分别为11.34、28.68、33.53亿元，同比增长-29.2%、152.93%、16.87%，2020-2022年摊薄EPS分别达到0.17、0.42、0.49元。对应2020年的PE为17倍、2021年PE为7倍，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**公司收购新煤矿，红淖铁路投产，同时启东天然气管道与西气东送管道联通，同时4季度天然气价格大幅上涨，无论是从量、价和运输半径上，都将极大提升公司业务。

◆**风险因素：**1、LNG价格大幅波动的风险 2、公司收购煤炭勘探开发不及预期的风险 3、公司下游煤化工产品价格大幅波动的风险

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	12,904.56	14,041.60	13,852.02	20,978.31	23,780.37
增长率 YoY %	58.58%	8.81%	-1.35%	51.45%	13.36%
归属母公司净利润(百万元)	1,743.81	1,602.16	1,134.28	2,868.98	3,353.11
增长率 YoY%	166.07%	-8.12%	-29.20%	152.93%	16.87%
毛利率%	36.30%	31.72%	28.03%	31.42%	31.22%
净资产收益率ROE%	13.02%	10.30%	7.01%	16.08%	16.00%
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.24	0.17	0.42	0.49
市盈率 P/E(倍)	11	12	17	7	6
市净率 P/B(倍)	1.27	1.21	1.17	1.00	0.85

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 01 月 07 日收盘价

目录

投资聚焦.....	5
一、收购马朗煤矿，再增优质煤矿资源！	6
煤炭分质利用标杆.....	7
红淖铁路投产转固，助力资源走出去	7
红淖铁路投产转固.....	7
西气东输管网互联互通，启东 LNG 站辐射范围大增！	8
投资评级与盈利预测.....	10
风险因素.....	10

表目录

表 1: 公司煤炭资源.....	6
表 2: 公司煤炭产销.....	6
表 3: 公司天然气产量和销售情况.....	9
表 4: 公司盈利预测（百万元）.....	10

图目录

图 1: 公司煤炭分支利用流程.....	7
图 2: 红淖铁路位置示意图	8
图 3: LNG 出厂价格和 LNG 到岸价（元/吨）.....	10

投资聚焦

与市场主流认识的不同

煤炭分质利用吃干榨尽，优势铁路资源辐射大西部：市场普遍认为，在低油价环境下，煤化工将承压。我们认为，不同煤化工企业的竞争力差异较大，主要来自于煤炭资源、煤化工路线和区位，广汇能源一方面具有优质低价的煤炭资源，一方面根据自身的煤质特点，生产提质煤、煤焦油并充分利用荒煤气生产乙二醇，对煤进行了吃干榨尽，同时，红淖铁路的投产也有利于公司的煤炭和煤化工产品覆盖整个西部地区！

启东 LNG 区位优势突出：市场认为，LNG 贸易业务毛利率较低，而公司凭借启东 LNG 接收站突出的区位优势，并与西气东送管道互联互通，实现了对江苏及周边省份的覆盖，同时公司的进口 LNG 价格较为灵活，在国际天然气整体过剩而国内天然气紧缺的大环境下，具有较强的盈利能力！

一、收购马朗煤矿，再增优质煤矿资源！

2020年12月29日，公司发布《关于关于控股子公司伊吾矿业收购新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号矿井详查探矿权的公告》，根据公司公告，以评估价值为基础，并考虑缴纳首期矿业权权益金等情况，以35.37亿元的转让价格获得新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号矿井详查探矿权，其中：以2,671,240,131.12元冲抵广汇能源对富蕴新能源公司的其他应收款债权，剩余866,473,468.88元以现金方式支付。

新疆伊吾县淖毛湖矿区马朗一号矿井详查探矿权，矿田东西走向长约7.55km，南北宽约4.79km，面积75.44km²，矿区范围内保有资源储量1949.98Mt，探明的资源储量（331）450.36Mt，控制的资源量（332）为848.28Mt，推断的资源量（333）为794.29Mt。露天区查明资源/储量443.95Mt，探明的资源量（331）为298.65Mt；控制的资源量（332）为158.94Mt，推断的资源量（333）为129.41Mt；井工区查明资源/储量1505.93Mt探明的资源量（331）151.71Mt，控制的资源量（332）689.34Mt，推断的资源量（333）664.88Mt。

公司在新疆哈密和富蕴拥有两大煤区六大煤田，公司丰富的自有煤矿资源是下游煤化工产业价值最大化的保障。

表 1：公司煤炭资源

主要矿区	资源储量（吨）	可采储量（吨）
新疆伊吾县淖毛湖煤田白石湖勘查区井田勘探	969,170,00	969,170,000
新疆伊吾县淖毛湖煤田白石湖露天煤矿	803,730,100	738,236,000
新疆伊吾淖毛湖煤田东部勘查区	2,952,970,000	738,236,0000
新疆伊吾淖毛湖煤田农场煤矿东部勘查区	61,836,700	60,353,900
合计	4,787,706,800	4,720,729,900

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司所拥有的煤矿位于哈密市伊吾县淖毛湖煤田中东北部，煤种以长焰煤为主，是富含油和无粘结性的煤，具有低灰分，特高挥发分，特低-低硫，煤炭热值在5000-5500大卡左右，是优质的化工原料煤和民用煤。

随着公司对于马朗煤炭探矿权的收购，公司的煤炭资源储备进一步丰富。马朗煤矿煤层总体属中高发热量煤，为优质的火力发电和煤化工用煤，本次矿权收购交易完成后，公司在行业市场竞争中所发挥出的高品质煤炭资源储量优势更加彰显。公司所拥有充沛的煤炭资源不仅内可保公司煤化工产业链的原料供应，外可通过红淖铁路将原煤销售到川渝地区，经济价值潜力较大。

从公司目前的煤炭板块来看，2020年前三季度，公司煤炭产量388万吨，煤炭销量747.94万吨，其中原煤销量438万吨，提质煤销量309.8万吨。公司的煤炭销售中，除自产煤炭以外，还有部分外购煤。同时，随着公司1000万吨提质煤项目全面达产，公司化工加提质煤项目所需原煤增加，进一步增加煤炭的需求量，因此马朗煤矿的收购，将进一步保障公司下游业务能够有稳定、优质和低成本的煤炭来源。

表 2：公司煤炭产销

分类	2018年	2019年	2020Q3	同比（%）
煤炭生产量（万吨）	540.23	544.26	388.39	2.46
煤炭销售量（万吨）	842.13	889.62	747.94	22.42
其中：原煤	616.12	560.44	438.14	8.9
提质煤	226.01	329.18	309.8	48.48

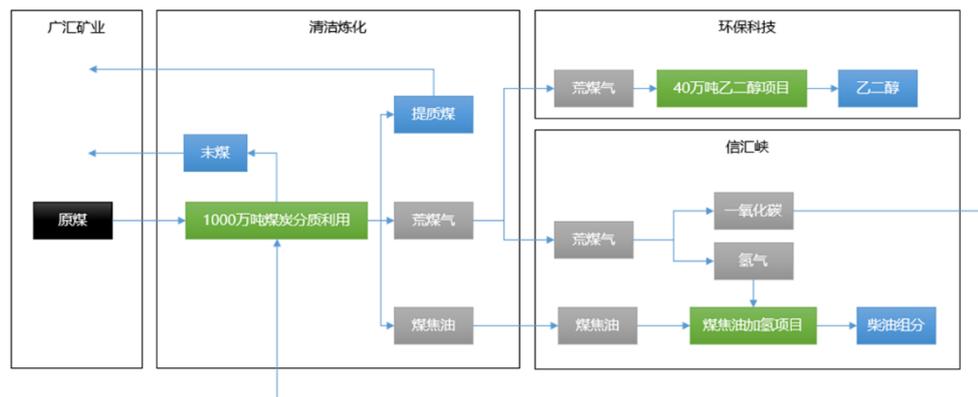
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

煤炭分质利用标杆

根据公司 3 季报，公司 2020 年前三季度实现提质煤产量 246.98 万吨，同比增长 42.09%，提质煤销量 309.8 万吨，同比增长 48.48%。公司的提质煤来自于公司的子公司广汇清洁炼化，广汇清洁炼化于 2019 年投产了 1000 万吨煤炭分质利用项目。

项目装置以公司自有白石湖露天煤矿煤炭产品为主原料，主要生产工艺是对淖毛湖的块煤资源进行分级提质、综合利用，建立“煤-化-油”的生产模式，即块煤经过干馏生产提质煤和煤焦油。其副产荒煤气进入由信汇峡公司（广汇能源控股）投建的粗芳烃加氢项目进行净化处理后，一部分作为燃料供给干馏炉，另一部分作为制氢装置的原料；煤焦油通过催化加氢，可以生产柴油组分。仍有剩余荒煤气，正在建设环保科技项目，用于生产乙二醇。

图 1：公司煤炭分支利用流程



资料来源：信达证券研发中心

各地的煤种成分千差万别，所以没有放之四海皆准的最优煤炭分质利用技术，而是务实的坚持以经济性为核心目的，通过不断的试验、调整总结出来的适用技术。公司充分根据自身煤炭的特性，通过提质得到提质煤、煤焦油，并通过荒煤气生产乙二醇，充分做到了将自有的煤炭吃干榨尽，随着公司提质煤项目的开工率提升，公司煤炭的盈利能力有望进一步提升！

红淖铁路投产转固，助力资源走出去

红淖铁路投产转固

根据公司 2020 年 12 月 29 日公告，红淖铁路项目自 2019 年 1 月 1 日进入试运行，新疆铁道运营管理有限公司近日对红柳河站-淖毛湖站（含货场）-白石湖东站段车站、机务及通讯等克缺工作进行验收，确认截止目前已达到预计可使用状态，自 2020 年 11 月 30 日起，红淖铁路“红柳河站-淖毛湖站（含货场）-白石湖东站段”已达到项目投产转固的条件，将产生一定的经济利益流入，相关成本及收益能够可靠计量。根据会计准则的要求，为了真实反映公司的财务状况和资产价值，铁路公司将相关已使用设备设施从“在建工程”结转至“固定资产”科目核算。

红淖铁路全长 438 公里，总投资 108.68 亿元，于 2012 年 3 月开工兴建，建设历时 8 年，于 2019 年 1 月 1 日开通试运营。红淖铁路项目投入试运营后，初期年运能为 3950 万吨，远期将达到 1.5 亿吨，将新疆优势资源富集区与兰新大动脉连在一起。2019 年全年，红淖铁路已累计运输 623 万吨。2020 年 1-7 月，已经实现运货 540.5 万吨，同比增加 83.77%。2020 年前三季度，红淖铁路公司实现装车 1942 列，货物发运量 657.24 万吨，同比增长

59.04%。

图 2: 红淖铁路位置示意图



资料来源: 项目可研报告, 信达证券研发中心

鉴于铁路低廉的运输成本(相比公路运输每吨煤炭可节约 50-70 元的成本)。红淖铁路的开通进可承运丰富的周边资源, 退可保证广汇自己产品的承运需求。

从成本角度来看, 随着红淖铁路的投产转固, 会增加一定的折旧成本。但铁路的主要投资来自路基和轨道, 其折旧年限相较于一般的固定资产折旧时间更长, 其它的一些站点、站房、设施通讯等的折旧年限在 20 年、25 年、15 年不等, 平均折算之后, 虽然红淖铁路整体投资较大, 但转固后折旧带来的成本相对较小, 预计在 4 亿元左右。

而从转固后的收益角度来看, 红淖铁路吸引区主要有淖毛湖和三塘湖矿区, 预测淖毛湖矿区储量达 187.39 亿吨、三塘湖矿区 371.12 亿吨, 其中可供露天开采资源量淖毛湖矿区 32 亿吨, 三塘湖矿区 5 亿吨; 根据项目可研报告预测 2020 年两个地区的煤炭相关资源的外运量将达到 3700 万吨。2020 年的运货量预计在 800-900 万吨, 仍有较大的增长潜力。

红淖铁路的贯通最重要的是保证公司产品的承运需求, 一方面对扩展公司产品的销售半径起到积极的推动作用, 另外能够有效的将公司煤炭资源优势转换成产品的竞争力。公司在淖毛湖地区的煤炭、甲醇以及其他副产品的运输需求就超过千万吨。

西气东输管网互联互通, 启东 LNG 站辐射范围大增!

根据公司 2020 年 12 月 29 日公告, 国家管网西气东输南通分输站已正式向启通天然气管线项目(通州末站-中石油南通分输站)进行天然气升压, 具备了天然气上载进气的条件, 标志着国家管网集团西气东输公司南通分输站与启通天然气管线项目完成互联互通。

2018 年 7 月 6 日, 公司控股子公司广汇综合物流与华电江苏公司、天生港发电公司等共五方经友好协商, 签署了投资协议共同建设启通天然气管线项目。项目依托广汇启东 LNG 接收站资源, 线路全长 160km(主线 95km, 支线 65km), 主线线路总体呈东南走向; 设计输量定位 40 亿方/年, 适当考虑预留。除接收广汇启东天然气资源, 并与中石油西气东输管道连通外, 还将与江苏省重点推动的沿海管道相连接, 可通过沿海管道、启通天然气管道

向苏南市场供气，并与中石油南通分输站进行互联。

西气东输管道工程起于新疆轮台县轮南镇，途经新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、河南、安徽、江苏、上海以及浙江 10 省(区、市)66 个县，全长约 4000 千米。西气东输冀宁支线管道是江苏重要管道，纵贯江苏、山东、河北三省，南接西气东输青山分输站，北连陕京二线输气安平分输站，在江苏省境内管道经过扬州、淮安、徐州等，是规模最大的南北走向的输气管道。

随着启通天然气管线与西气东输完成互联互通，公司启东 LNG 接收站气化外输能力将大幅提升。

根据未来的总体发展思路，公司将突出发展天然气产业，计划通过 4-5 年的发展，争取实现天然气收入占比达到 70-80%。公司的天然气业务主要依托于广汇天然气公司。公司的天然气业务又分为天然气生产和销售，天然气的生产主要来自吉木乃工厂和哈密新能源工厂，销售分为自产气和贸易气，贸易气主要依托于启动 LNG 接收站。目前三路气源保障公司 LNG 业务顺利推进

表 3: 公司天然气产量和销售情况

分类	2018 年	2019 年	2020Q3	同比 (%)
产量 (万方):	118,882.41	112,491.87	68,436	-18.25
1、吉木乃工厂	48,877.77	42,085.44	19,583	-39.1
2、哈密新能源工厂	70,004.64	70,406.43	48,853	-5.25
销量 (万方):	234,525.42	290,933.93	247,187	21.28
1、自产	119,120.87	112,203.10	68,726	-17.68
2、外购	115,404.55	178,730.83	178,461	48.3

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从公司天然气业务来看，公司自产天然气产销均较为稳定，无新增产能，且 2020 年由于受到疫情影响有所下滑，公司未来天然气的增量主要来自于启动 LNG 接收站。

自 2020 年 6 月启东 LNG 接收站三期 4#16 万立方米储罐投入试运行以来，公司 LNG 接卸能力和周转量大幅提升。2020 年 1-9 月，启东 LNG 接收站安全靠泊 LNG 外轮共计 22 艘次，累计接卸 135.02 万吨，有效保障了长三角地区天然气的供应。启动 LNG 接收站项目该项目分为三期，目前具有 2 座 5 万方、2 座 16 万方及后续在建 20 万方的 LNG 储罐，年处理能力可达 300 万吨。随着公司后续储罐的投建，公司的 LNG 年处理能力预计能达到 350 万吨/年。

我国天然气行业的供给格局已经形成“以四大核心地区的国产气为主，以管道气及 LNG 等进口气为有力支撑”的格局。我国共建成 LNG 接收站 21 座，实现 LNG 终端接收能力超过 95 亿立方米（9035 万吨/年），接收站周转率约为 66%。启东 LNG 接收站位于天然气需求旺盛的华东地区，因此具有较强的区位优势。

从国内天然气价格来看，在寒冬气候影响下，我国天然气需求增加，从而导致天然气价格大幅攀升，导致天然气市场价和进口价价差从 2020 年 3 季度底部反弹，2020 年 3 季度，市场价与进口价价差一度跌至 500 元/吨的低位，而 4 季度以来，价差已经恢复至 1000 元/吨-2000 元/吨的水平，随着价差的扩大，有助公司天然气贸易业务的盈利提升。

图 3: LNG 出厂价格和 LNG 到岸价 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

投资评级与盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别达到 138.52、209.78、237.8 亿元, 同比增长-1.35%、51.45%、13.36%, 归属母公司股东的净利润分别为 11.34、28.68、33.53 亿元, 同比增长-29.2%、152.93%、16.87%, 2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.17、0.42、0.49 元。对应 2020 年的 PE 为 17 倍、2021 年 PE 为 7 倍, 给予“买入”评级。

表 4: 公司盈利预测 (百万元)

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	12,904.56	14,041.60	13,852.02	20,978.31	23,780.37
增长率 YoY %	58.58%	8.81%	-1.35%	51.45%	13.36%
归属母公司净利润(百万元)	1,743.81	1,602.16	1,134.28	2,868.98	3,353.11
增长率 YoY%	166.07%	-8.12%	-29.20%	152.93%	16.87%
毛利率%	36.30%	31.72%	28.03%	31.42%	31.22%
净资产收益率 ROE%	13.02%	10.30%	7.01%	16.08%	16.00%
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.24	0.17	0.42	0.49
市盈率 P/E(倍)	11	12	17	7	6
市净率 P/B(倍)	1.28	1.21	1.17	1.00	0.86

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心, 以 2020 年 12 月 31 日收盘价

风险因素

- 1、LNG 价格大幅波动的风险
- 2、公司收购煤炭勘探开发不及预期的风险
- 3、公司下游煤化工产品价格大幅波动的风险

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	5,253.54	8,955.76	7,660.74	10,401.74	11,199.86	
货币资金	2,677.42	2,465.22	1,259.21	3,147.17	3,586.36	
应收票据	221.63	116.92	0.00	0.00	0.00	
应收账款	279.42	798.43	787.65	1,192.86	1,352.19	
预付账款	261.45	112.26	116.73	168.45	191.50	
存货	815.02	859.72	893.94	1,290.05	1,466.59	
其他	998.60	4,603.21	4,603.21	4,603.21	4,603.21	
非流动资产	43,085.48	39,664.39	41,538.47	44,527.85	48,147.35	
长期股权投资	429.49	657.05	657.05	657.05	657.05	
固定资产(合计)	17,406.20	19,885.55	29,721.36	35,995.97	39,337.95	
无形资产	1,908.86	1,697.91	1,749.86	1,870.69	1,829.18	
其他	23,340.93	17,423.88	9,410.21	6,004.14	6,323.17	
资产总计	48,339.02	48,620.15	49,199.21	54,929.59	59,347.21	
流动负债	17,490.41	19,010.47	19,239.47	22,366.01	23,740.41	
短期借款	5,957.03	6,393.82	6,393.82	6,393.82	6,393.82	
应付票据	1,731.36	2,097.47	2,180.95	3,147.34	3,578.05	
应付账款	3,518.09	3,899.56	4,054.75	5,851.44	6,652.21	
其他	6,283.93	6,619.63	6,609.96	6,973.42	7,116.34	
非流动负债	13,561.97	12,985.53	12,985.53	12,985.53	12,985.53	
长期借款	8,815.85	7,733.15	7,733.15	7,733.15	7,733.15	
其他	4,746.13	5,252.37	5,252.37	5,252.37	5,252.37	
负债合计	31,052.38	31,995.99	32,225.00	35,351.54	36,725.93	
少数股东权益	2,125.36	671.21	566.38	301.25	-8.63	
归属母公司股东权益	15,161.28	15,952.94	16,407.83	19,276.80	22,629.91	
负债和股东权益	48,339.02	48,620.15	49,199.21	54,929.59	59,347.21	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	12,904.56	14,041.60	13,852.02	20,978.31	23,780.37	
同比(%)	58.58%	8.81%	-1.35%	51.45%	13.36%	
归属母公司净利润	1,743.81	1,602.16	1,134.28	2,868.98	3,353.11	
同比(%)	166.07%	-8.12%	-29.20%	152.93%	16.87%	
毛利率(%)	36.30%	31.72%	28.03%	31.42%	31.22%	
ROE%	13.02%	10.30%	7.01%	16.08%	16.00%	
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.24	0.17	0.42	0.49	
P/E	11	12	17	7	6	
P/B	1.27	1.21	1.17	1.00	0.85	
EV/EBITDA	8.55	9.59	9.98	6.19	5.40	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	12,904.5	14,041.60	13,852.02	20,978.31	23,780.37	
营业成本	8,219.88	9,587.82	9,969.39	14,386.89	16,355.74	
营业税金及附加	295.57	253.52	320.83	485.88	550.78	
销售费用	286.19	327.06	415.56	629.35	713.41	
管理费用	385.99	469.04	554.08	839.13	951.21	
研发费用	11.67	113.33	111.80	169.31	191.92	
财务费用	1,054.47	1,045.62	1,017.06	1,084.17	1,059.66	
减值损失合计	383.21	248.72	140.05	119.29	146.39	
投资净收益	-17.39	-30.84	-21.60	-23.28	-25.24	
其他	65.16	-51.70	28.86	21.18	25.02	
营业利润	2,315.36	1,913.95	1,330.51	3,262.20	3,811.03	
营业外收支	-26.08	-138.61	-73.63	-83.12	-95.49	
利润总额	2,289.28	1,775.34	1,256.88	3,179.09	3,715.55	
所得税	662.84	321.24	227.43	575.25	672.32	
净利润	1,626.44	1,454.10	1,029.45	2,603.84	3,043.23	
少数股东损益	-117.37	-148.06	-104.82	-265.14	-309.88	
归属母公司净利润	1,743.81	1,602.16	1,134.28	2,868.98	3,353.11	
EBITDA	4,564.38	4,249.21	4,084.39	6,582.36	7,541.36	
EPS(当年)(元)	0.26	0.24	0.17	0.42	0.49	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	4,140.47	4,073.18	4,190.99	8,308.65	7,912.71	
净利润	1,626.44	1,454.10	1,029.45	2,603.84	3,043.23	
折旧摊销	1,252.05	1,381.73	1,834.62	2,412.96	2,834.22	
财务费用	1,023.05	1,092.13	992.88	990.32	991.60	
投资损失	17.39	30.84	21.60	23.28	25.24	
营运资金变动	-136.51	-236.87	207.86	2,194.08	922.24	
其它	358.04	351.24	104.57	84.18	96.19	
投资活动现金流	-4,856.14	-3,151.74	-3,724.71	-5,430.38	-6,481.92	
资本支出	-1,722.62	-3,095.64	-3,703.11	-5,407.10	-6,456.68	
长期投资	-1,323.82	368.68	-21.60	-23.28	-25.24	
其他	-1,809.71	-424.78	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现金流	919.31	-1,566.98	-1,672.28	-990.32	-991.60	
吸收投资	4,123.68	9.44	0.00	0.00	0.00	
借款	-1,637.04	494.80	0.00	0.00	0.00	
支付利息或股息	1,668.29	1,865.46	1,672.28	990.32	991.60	
现金流净增加额	206.32	-639.38	-1,206.00	1,887.95	439.19	

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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。