

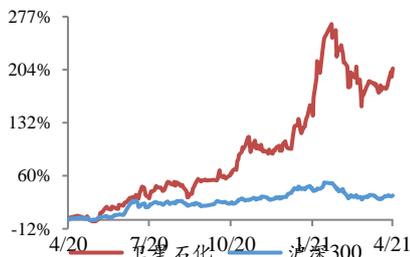
Q1 业绩超预期, C2 项目投产在即

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-04-29

收盘价 (元)	40.44
近 12 个月最高/最低 (元)	48.46/12.93
总股本 (百万股)	1,229
流通股本 (百万股)	1,064
流通股比例 (%)	86.57
总市值 (亿元)	497
流通市值 (亿元)	430

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

联系人: 王鹏

执业证书号: S0010121020019

电话: 18810636601

邮箱: wangpeng@hazq.com

相关报告

1. C3 产业链贡献多, 碳中和或助力公司成长 2021-04-13
2. 新建 PDH 项目强化 C3 产业链, 能耗优势明显 2021-03-21
3. 合资建设 EAA 项目同时延伸 C2/C3 产业链, 为公司带来新的利润增长点 2021-03-12

主要观点:

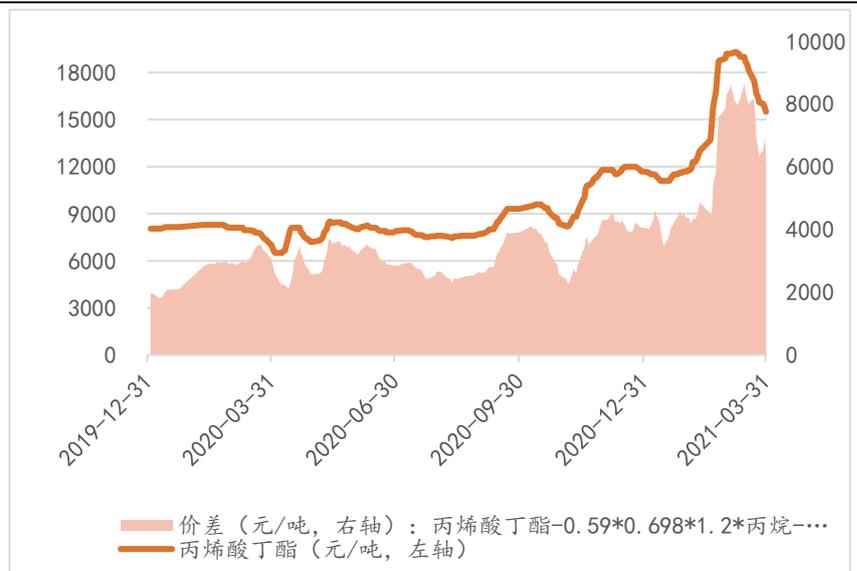
● 事件描述

4 月 28 日, 公司公告 2021 年第一季度报。据公告, 2021 年第一季度公司实现营收 36.24 亿元, 同比上升 119.22%; 归母净利润 7.67 亿元, 同比上升 1805.53%; 扣非后归母净利润 7.03 亿元, 同比上升 8186.86%; 加权平均净资产收益率为 5.46%, 同比增长 5.03 个百分点; 经营活动现金流净额为-3.67 亿元, 同比增长 2785 万元。

● 一季度业绩同比猛增, 归功于 C3 产业链价差好转

一季度 C3 产品价格涨势迅猛。以丙烯酸丁酯为例, 一季度均价 14793 元/吨, 同比上升 84.3%; 丙烯酸丁酯与原料丙烷+丁醇的平均价差 5850 元/吨, 同比上升 115.6%。

图表 丙烯酸丁酯与原料价差在 2021 年一季度冲高



资料来源: wind, 华安证券研究所

2021 年一季度, 公司实现毛利润 11.86 亿元, 同比增长 9.61 亿元; 毛利率 32.73%, 同比增加 13.64 个百分点; 净利率 21.15%, 同比增加 18.8 个百分点。公司财务费用 3687 万元, 同比减少 25.67%; 管理费用 9576 万元, 同比增加 115.97%, 主要系执行新租赁准则, 增加使用权资产折旧费用所致; 销售费用 4252 万元, 同比增加 14.45%; 研发费用 1.63 亿元, 同比增加 88.52%, 主要系研发项目增加所致; 研发投入占营收比例为 4.51%, 同比减少 0.7 个百分点。公司经营活动净现金流-3.67 亿元, 同比增长 2785 万元; 投资活动净现金流为-16.22 亿元, 同比减少 217.28%, 主要系本期工程项目投入增加所致; 筹资活动净现金流为

20.41 亿元，同比增长 7.15 亿元。存货周转天数为 12 天，同比下降 3 天。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(资本开支)为 15.98 亿元，同比增长 187.93%。

● C2 项目一期进入投产在即，二期已开工，业绩有望逐渐兑现

连云港石化有限公司 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目一期项目建设一套 125 万吨/年轻烃裂解联合装置（包括轻烃裂解装置、丁二烯抽提装置、芳烃抽提装置）及下游装置。目前两艘 VLEC 船已就绪，2021 年 1 月 125 万吨/年乙烯裂解装置（一期）裂解炉正式进气点火烘炉，乙烯裂解装置投产运行进入倒计时。

2021 年 1 月 18 日，连云港二期 125 万吨/年乙烯裂解装置土建工程正式破土开工。目前 6 艘 VLEC 船已签订租约或建造合同。二期原料运输得到保障，计划于 2022 年中建成试生产。

随着 C2 项目投产，公司以 C2/C3 低碳原料为基础的产业链布局将完成，业绩有望逐渐兑现、公司腾飞在即。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 31.45、41.22、57.75 亿元，同比增速为 89.3%、31.1%、40.1%。对应 PE 分别为 14.10、10.76、7.68 倍。维持“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；项目建设不及预期的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10773	24538	33117	43727
收入同比 (%)	-0.1%	127.8%	35.0%	32.0%
归属母公司净利润	1661	3145	4122	5775
净利润同比 (%)	30.5%	89.3%	31.1%	40.1%
毛利率 (%)	28.7%	24.6%	25.0%	24.2%
ROE (%)	12.2%	18.7%	19.7%	21.7%
每股收益 (元)	1.35	2.56	3.35	4.70
P/E	19.32	14.10	10.76	7.68
P/B	2.35	2.64	2.12	1.66
EV/EBITDA	13.41	14.21	10.95	7.59

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	11064	10218	15169	23552	
现金	7154	3008	7400	13350	
应收账款	408	918	1164	1610	
其他应收款	29	38	59	88	
预付账款	129	370	472	617	
存货	1234	2120	3219	4469	
其他流动资产	2110	3762	2853	3418	
非流动资产	21277	25309	28693	32009	
长期投资	2100	2100	2100	2100	
固定资产	4536	4536	3442	1721	
无形资产	857	857	720	394	
其他非流动资产	13783	17816	22430	27794	
资产总计	32341	35527	43861	55562	
流动负债	9175	9229	13456	19399	
短期借款	2431	0	0	0	
应付账款	3814	5378	8235	12352	
其他流动负债	2930	3851	5221	7047	
非流动负债	9524	9524	9524	9524	
长期借款	8671	8671	8671	8671	
其他非流动负债	853	853	853	853	
负债合计	18699	18752	22979	28923	
少数股东权益	11	-1	-15	-33	
股本	1226	1226	1226	1226	
资本公积	6985	6985	6985	6985	
留存收益	5420	8565	12686	18461	
归属母公司股东权	13631	16775	20897	26672	
负债和股东权益	32341	35527	43861	55562	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	-520	3055	7801	8890	
净利润	1661	3145	4122	5775	
折旧摊销	712	0	-692	-1098	
财务费用	217	708	647	647	
投资损失	35	24	82	98	
营运资金变动	-3087	-815	3668	3509	
其他经营现金流	4690	3953	428	2224	
投资活动现金流	-4221	-4062	-2761	-2293	
资本支出	-5277	-4038	-2679	-2195	
长期投资	-788	0	0	0	
其他投资现金流	1844	-24	-82	-98	
筹资活动现金流	9574	-3139	-647	-647	
短期借款	-2834	-2431	0	0	
长期借款	8121	0	0	0	
普通股增加	160	0	0	0	
资本公积增加	2818	0	0	0	
其他筹资现金流	1309	-708	-647	-647	
现金净增加额	4775	-4146	4392	5949	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	10773	24538	33117	43727	
营业成本	7681	18510	24854	33130	
营业税金及附加	56	118	169	221	
销售费用	269	612	826	1091	
管理费用	274	655	889	1151	
财务费用	189	556	491	336	
资产减值损失	0	0	17	29	
公允价值变动收益	-56	0	0	0	
投资净收益	-35	-24	-82	-98	
营业利润	1913	3587	4714	6603	
营业外收入	31	31	31	31	
营业外支出	37	37	37	37	
利润总额	1907	3581	4708	6597	
所得税	250	449	600	840	
净利润	1658	3132	4108	5757	
少数股东损益	-3	-12	-14	-18	
归属母公司净利润	1661	3145	4122	5775	
EBITDA	2725	3553	4209	5287	
EPS (元)	1.35	2.56	3.35	4.70	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-0.1%	127.8%	35.0%	32.0%
营业利润	32.3%	87.5%	31.4%	40.1%
归属于母公司净利	30.5%	89.3%	31.1%	40.1%
获利能力				
毛利率 (%)	28.7%	24.6%	25.0%	24.2%
净利率 (%)	15.4%	12.8%	12.4%	13.2%
ROE (%)	12.2%	18.7%	19.7%	21.7%
ROIC (%)	6.9%	11.9%	14.2%	15.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	57.8%	52.8%	52.4%	52.1%
净负债比率 (%)	137.1%	111.8%	110.0%	108.6%
流动比率	1.21	1.11	1.13	1.21
速动比率	1.06	0.84	0.85	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.69	0.76	0.79
应收账款周转率	26.42	26.72	28.44	27.16
应付账款周转率	2.01	3.44	3.02	2.68
每股指标 (元)				
每股收益	1.35	2.56	3.35	4.70
每股经营现金流	-0.42	2.49	6.35	7.24
每股净资产	11.09	13.65	17.01	21.71
估值比率				
P/E	19.32	14.10	10.76	7.68
P/B	2.35	2.64	2.12	1.66
EV/EBITDA	13.41	14.21	10.95	7.59

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，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。

联系人：王鹏，天津大学化工硕士、应用化学学士，4年能源化工央企工作经历，多次担任项目投资评估及市场研究负责人。

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。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市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数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；
- 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。