

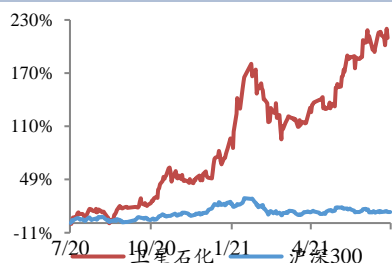
轻烃龙头稳布局，未来成长仍可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-26

收盘价(元) **38.10**
近12个月最高/最低(元) **34.49/12.17**
总股本(百万股) **1,720**
流通股本(百万股) **1,714**
流通股比例(%) **99.66**
总市值(亿元) **655**
流通市值(亿元) **653**

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.业绩预告大增，碳中和下路线优势凸显 2021-07-01
- 2.Q1 业绩超预期，C2 项目投产在即 2021-04-29
- 3.C3 产业链贡献多，碳中和或助力公司成长 2021-04-13

主要观点：

● 事件描述：

7月26日，公司公告2021年半年报。据公告，2021H1公司实现营业收入107.70亿元，同比增加125.68%；归母净利润21.25亿元，同比增加348.1%；扣非后归母净利润20.30亿元，同比增加337.88%；加权平均净资产收益率为14.48%，同比增加9.47个百分点；经营活动现金流净额为5.84亿元，同比增加204.91%。

● 产能释放叠加价格上涨，公司业绩大增

2021H1，公司实现毛利33.22亿元，同比增加204.6%。其中，C3大宗化学品贡献了主要利润，毛利为24.99亿元（占总毛利75.23%），毛利率为32.40%；与2020H1比较，C3大宗化学品毛利增加了15.64亿元，对业绩贡献最大。主要是因为技改带来丙烯酸及酯产能增加，叠加价格上涨。5月20日，全资子公司连云港石化年产135万吨PE、219万吨EOE和26万吨ACN联合装置项目一阶段项目一次开车成功。公司产品增加聚乙烯、环氧乙烷、乙二醇。2021H1 C2大宗化学品贡献销售收入15.32亿元，毛利5.6亿元（占总毛利16.86%），毛利率为36.51%。

图表1 2021H1年公司主要产品均价

产品	2021H1 均价 (元/吨)	同比
丙烯	7704	24.6%
聚丙烯	8970	13.7%
聚乙烯(LDPE)	10826	43.1%
乙二醇	5046	29.7%
丙烯酸	9480	39.1%
丙烯酸甲酯	14123	59.9%
丙烯酸乙酯	15206	71.4%
丙烯酸正丁酯	15803	99.5%
丙烯酸异辛酯	17260	96.4%
甲基丙烯酸甲酯	12822	24.5%
双氧水(27.5%)	1123	25.1%

资料来源：wind，华安证券研究所

● 上游巩固产能优势，下游布局新材料、氢能，未来公司成长性十足

图表1 公司在建及规划项目

项目	(拟) 开工时间	拟投产时间
125万吨乙烯裂解装置 (连云港二期)	2021年1月	2022年年中

30万吨聚丙烯、25万吨双氧水	2020年	2021年
80万吨PDH、80万吨丁辛醇、12万吨新戊二醇项目	2021年11月	2024年6月
4万吨乙烯丙烯酸(EAA)共聚项目	-	-
与液空氢能合作项目	-	-

资料来源：wind，华安证券研究所

未来，在上游公司继续巩固 C2、C3 轻烃路线上游产能规模优势，建设丙烷脱氢、乙烷裂解项目；在下游公司积极发挥高纯度轻烃原料、产业链一体化、稳定供应等优势，加快布局 C2、C3 下游化学新材料。根据公司公告，公司将加快推进环氧乙烷下游聚醚大单体、乙醇胺、乙烯胺以及 EAA 新材料等项目建设，同时围绕新能源方向的化学新材料布局相关产品，计划于 2022 年建成以环氧乙烷与二氧化碳加成反应生产电池级碳酸乙烯酯（EC）、碳酸二甲酯（DMC）、碳酸二乙酯（DEC）、碳酸甲乙酯（EMC）等装置，包括对 VC、FEC 等产品规划。另外，通过与高校合作加快乙烯齐聚法合成长链 α -烯烃及 POE 技术开发项目的中试。我们认为，公司将在化工新材料领域取得新突破。

为了充分利用轻烃裂解产生的大量副产氢气，公司积极展开氢能开发及利用等方面的合作与布局。同时利用公司双氧水在江浙地区光伏产业市场中超过 50% 的市占率，进一步扩大双氧水在半导体、光伏等行业影响力。

在双碳背景下，公司轻烃路线具有天然优势，积极布局氢能和化工新材料将为公司未来的成长性保驾护航。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 39.84、48.77、68.89 亿元，同比增速为 139.9%、22.4%、41.3%。对应 PE 分别为 16.41、13.4、9.49 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

产品价格下跌的风险；原材料供应的风险；在建项目不及预期的风险。

● 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	23217	30541	38950
收入同比 (%)	-0.1%	115.5%	31.5%	27.5%
归属母公司净利润	1661	3984	4877	6889
净利润同比 (%)	30.5%	139.9%	22.4%	41.3%
毛利率 (%)	28.7%	29.7%	29.3%	29.7%
ROE (%)	12.2%	22.6%	21.7%	23.4%
每股收益 (元)	1.52	2.32	2.84	4.01
P/E	27.05	16.41	13.40	9.49
P/B	3.30	3.71	2.91	2.23
EV/EBITDA	13.41	9.64	7.91	5.70

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11064	8360	11028	15827	营业收入	10773	23217	30541	38950
现金	7154	1586	3896	6834	营业成本	7681	16312	21602	27390
应收账款	408	869	1074	1434	营业税金及附加	56	112	156	197
其他应收款	29	36	55	79	销售费用	269	579	762	972
预付账款	129	326	411	510	管理费用	274	620	820	1025
存货	1234	1869	2798	3695	财务费用	189	556	512	388
其他流动资产	2110	3673	2795	3275	资产减值损失	0	-23	-13	-12
非流动资产	21277	27105	32884	39393	公允价值变动收益	-56	0	0	0
长期投资	2100	2100	2100	2100	投资净收益	-35	-22	-76	-87
固定资产	4536	6046	6967	7930	营业利润	1913	4543	5577	7876
无形资产	857	1143	1386	1568	营业外收入	31	31	31	31
其他非流动资产	13783	17816	22430	27794	营业外支出	37	37	37	37
资产总计	32341	35465	43912	55220	利润总额	1907	4537	5571	7870
流动负债	9175	8331	11917	16358	所得税	250	569	710	1002
短期借款	2431	0	0	0	净利润	1658	3968	4861	6868
应付账款	3814	4740	7158	10212	少数股东损益	-3	-16	-17	-22
其他流动负债	2930	3592	4760	6146	归属母公司净利润	1661	3984	4877	6889
非流动负债	9524	9524	9524	9524	EBITDA	2725	5627	6566	8603
长期借款	8671	8671	8671	8671	EPS (元)	1.52	2.32	2.84	4.01
其他非流动负债	853	853	853	853					
负债合计	18699	17855	21441	25881					
少数股东权益	11	-4	-21	-43					
股本	1226	1226	1226	1226					
资本公积	6985	6985	6985	6985					
留存收益	5420	9404	14281	21171					
归属母公司股东权益	13631	17614	22492	29381					
负债和股东权益	32341	35465	43912	55220					

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	4515	9556	10994
净利润	1661	3984	4877	6889
折旧摊销	712	1064	726	794
财务费用	217	708	647	647
投资损失	35	22	76	87
营运资金变动	-3087	-1277	3227	2580
其他经营现金流	4690	5273	1653	4305
投资活动现金流	-4221	-6944	-6600	-7408
资本支出	-5277	-6922	-6524	-7321
长期投资	-788	0	0	0
其他投资现金流	1844	-22	-76	-87
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	-5568	2309	2938

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-0.1%	115.5%	31.5%	27.5%
营业利润	32.3%	137.5%	22.8%	41.2%
归属于母公司净利润	30.5%	139.9%	22.4%	41.3%
获利能力				
毛利率 (%)	28.7%	29.7%	29.3%	29.7%
净利率 (%)	15.4%	17.2%	16.0%	17.7%
ROE (%)	12.2%	22.6%	21.7%	23.4%
ROIC (%)	6.9%	14.9%	16.1%	17.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	57.8%	50.3%	48.8%	46.9%
净负债比率 (%)	137.1%	101.4%	95.4%	88.2%
流动比率	1.21	1.00	0.93	0.97
速动比率	1.06	0.74	0.66	0.71
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.65	0.70	0.71
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	1.52	2.32	2.84	4.01
每股经营现金流	-0.30	2.62	5.56	6.39
每股净资产	7.92	10.24	13.08	17.08
估值比率				
P/E	27.05	16.41	13.40	9.49
P/B	3.30	3.71	2.91	2.23
EV/EBITDA	13.41	9.64	7.91	5.70

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，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表 10 篇国际论文，引用数超 600 次，申请 5 项国家发明专利；天津大学化工学士；2 年央企战略规划经验，5 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。