

卫星石化 (002648)

—全产业链拓展，丙烯酸龙头优势尽显

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 17.09 元

投资要点:

- **公司为国内丙烯酸产业龙头，具备全产业链优势。**公司是国内首家拥有 C3 产业链一体化的上市公司，也是国内最大的丙烯酸生产企业。上游自备丙烯生产线，下游配套高附加值的高分子乳液、颜料中间体、SAP 等生产线。产品结构合理，产能增长稳健高效。
- **供给侧改革，环保加码，行业集中度提高。**国内供给侧改革的实施，国家生态文明建设的战略定位，化工行业淘汰落后小产能势在必行，行业集中度未来将进一步提高，龙头企业将继续受益于产业调整。
- **技术创新，精耕细作，下游产品开花结果。**公司不仅对丙烯酸及相关下游产业持续技术开发降低成本，多年自主研发 SAP 材料，填补国内空白，跻身国内一线品牌，2017 年销量同比增长 300%以上。
- **巨资投资进入乙烯产业链，有望实现丙烯乙烯双向跨越式发展，**未来公司将建成年产 250 万吨乙烷裂解制乙烯装置，并配套聚乙烯、环氧乙烷/乙二醇、醋酸乙烯等下游装置，一期预计投入 195 亿元，预计 2020 年建成投产。公司历年产能稳步扩张，具备良好的成长性。
- **估值与投资建议：**考虑到公司 18 年 19 年还有新的装置产能投产，下游 SAP 等产品走向正轨，未来将继续为公司带来利润提升，我们预测公司 17/18/19 年营业收入分别为 9030/10807/12410 百万元，17/18/19 年 EPS 约为 1.06/1.19/1.41 元。
- **风险提示：**落后产能死灰复燃，扩张产能不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8188	9030	10807	12410
收入同比(%)	53%	10%	20%	15%
归属母公司净利润	942	1037	1194	1447
净利润同比(%)	202%	10%	15%	21%
毛利率(%)	24.5%	24.3%	23.4%	23.0%
ROE(%)	13.1%	11.2%	10.6%	10.7%
每股收益(元)	0.89	0.97	1.12	1.36
P/E	19.29	17.54	15.22	12.56
P/B	2.53	1.96	1.62	1.34
EV/EBITDA	10	11	10	8

发布时间: 2018 年 3 月 19 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	19.58/11.90
上证指数/深圳成指	3269.88/11051.12
50 日均成交额(百万元)	212.58
市净率(倍)	2.53
股息率	0.51%

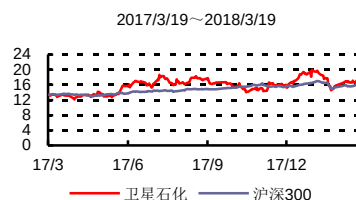
基础数据

流通股(百万股)	801.41
总股本(百万股)	1063.71
流通市值(百万元)	13696.06
总市值(百万元)	18178.82
每股净资产(元)	6.77
净资产负债率	41.31%

股东信息

大股东名称	浙江卫星控股股份有限公司
持股比例	39.96%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 李朝松
执业证书编号: S0020512080005
研究助理: 毛正
执业证书编号: S0020118010043
电 话: 021-51097188-1872
电 邮: maozheng@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

目录

第 1 部分 国内丙烯酸龙头，专注 C3 产业链	2
1.1 稳扎稳打，拼搏数载打造国内丙烯酸龙头	4
1.2 公司股权结构	5
第 2 部分 营收稳步增长，产能平稳扩张	5
2.1 企业营收逐年稳步上行	5
2.2 企业产能有序扩张，产业链逐步延伸	6
2.3 原油波动剧烈，企业利润亦受影响	8
第三部分 原油复苏周期，丙烯产业链受益	8
3.1 丙烯价格跟随原油价格周期性变化	8
3.2 页岩气技术革命提升 PDH 生产优势	10
3.2 丙烯酸下游应用广泛，消费升级提升需求空间	11
3.4 经济复苏改善丙烯酸供求关系，供给侧改革助力行业集中	11
3.4.1 全球经济复苏+ OPEC 减产促进原油重回上涨周期	11
3.4.1 供给侧改革+环保加码促进产能向龙头企业集中	13
3.4.2 环保观念提升+消费升级，下游产品需求增速有保障	15
第 4 部分 投资亮点分析	19
4.1 主业产能稳中有进	20
4.2 下游产品多样化，全产业链优势	20
4.3 专注技术创新，研发投入高	21
4.4 C2 产业横向布局，跨越式发展	22
第 5 部分 盈利预测与估值	23
图 1 卫星石化产业链结构	4
图 2 公司股权结构	5
图 3 公司历年营业收入与同比增幅	6
图 4 公司产品收入结构	6
图 5 公司历年产能分布	7
图 6 公司产能发展路径	7
图 7 卫星石化历年净利润	8
图 8 国际原油价格	8
图 9 原油产业链结构图	9
图 10 原油价格与丙烯价格	9
图 11 中国石油消费量与丙烯消费量	9
图 12 2016 年丙烯国内产能来源	10
图 13 丙烯酸产业链示意图	11
图 14 OPEC 原油产量与原油价格	12
图 15 原油库存与原油价格	12
图 16 OPEC 原油产量与中国原油需求	12
图 17 中国原油需求和第二产业 GDP	12
图 18 丙烯价格与丙烯产量	13
图 19 丙烯生产利润与丙烯产量	13

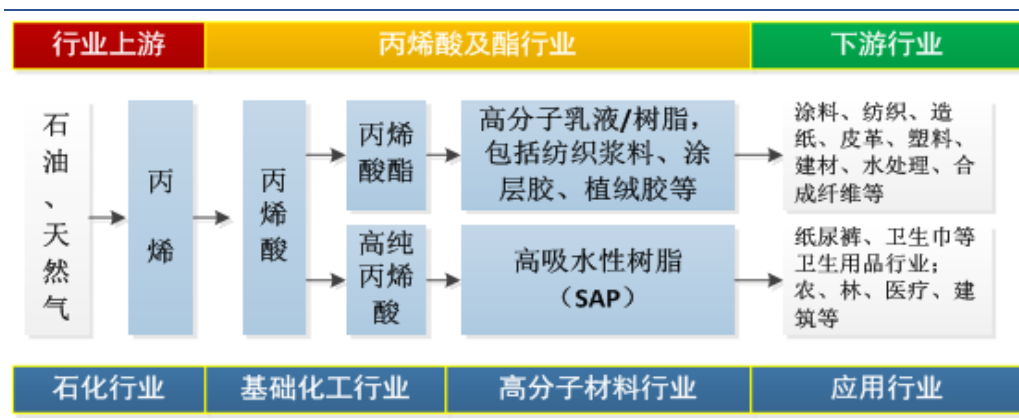
图 20 丙烯酸-丙烯价差	14
图 21 丙烯酸甲酯-丙烯价差	14
图 22 2016 年国内丙烯酸产能分布	14
图 23 国内丙烯酸供需对比	14
图 24 丙烯酸下游应用	16
图 25 中国 0-2 岁幼儿人口	16
图 26 国内纸尿裤渗透率	16
图 27 中国卫生巾产销量	17
图 28 中国成人纸尿裤产销量	17
图 29 中国婴儿纸尿裤产销量	17
图 30 中国卫生巾与婴儿纸尿裤渗透率	17
图 31 全球 SAP 产能	17
图 32 全球 SAP 产能分布比例	17
图 33 2016 年人均粘合剂消费量	18
图 34 胶黏剂产量和销售额	18
图 35 中国涂料产量和增长率	19
图 36 丙烯现货价与房地产开发投资完成额	19
图 37 公司 2018-2019 年产能分布	20
图 38 公司主营收入结构	21
图 39 公司各产品毛利率	21
图 40 公司历年研发投入	22
表 1 卫星石化当前产能分布表	4
表 2 中国与欧美发达地区 GDP 对比	12
表 3 中国与金砖国家 GDP 对比	13
表 4 历年环保政策一览	15
表 5 公司连云港项目一期建设产能	22
表 6 公司主营业务拆分	23
表 7 财务报表分析和预测	24

第 1 部分 国内丙烯酸龙头，专注 C3 产业链

1.1 稳扎稳打，拼搏数载打造国内丙烯酸龙头

浙江卫星石化成立于 2005 年 8 月，公司是以高分子乳液起家，上世纪 90 年代依托杭嘉湖平原的纺织工业经营纺织乳液，之后向产业链上游发展建设一套 4 万吨的丙烯酸装置，2009 年再建设一套 16 万吨的丙烯酸装置，在 2011 年底的时候实现了 IPO 上市，上市后公司开始建设 3 万吨的 SAP 一期装置，并在 2014 年投产，另外建设了 2.1 万吨的颜料中间体项目，公司积极创新和技术改造，对传统制造颜料中间体的工艺进行了改进，改进后的工艺更加环保，迎合国家环保的大方针。2012 年用超募资金收购了一套 45 万吨的 PDH 装置，是国内第一套用 UOP 技术的 PDH 装置，并且配套上了 32 万吨的丙烯酸装置和 30 万吨的丙烯酸丁酯装置。经过数年的积累和发展，公司已成为国内首家拥有 C3 产业链一体化的上市公司，也是国内最大的丙烯酸生产企业，公司目前已经实现了丙烯、聚丙烯、丙烯酸及酯、高分子乳液、颜料中间体、SAP 全产业链产能覆盖，当前各项产品的产能为：丙烯 45 万吨/年；丙烯酸 48 万吨/年；丙烯酸酯 45 万吨/年；高分子乳液 21 万吨/年；SAP（高吸水性树脂）9 万吨/年；颜料中间体 2.1 万吨/年。

图 1: 卫星石化产业链结构



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

表 1:卫星石化当前产能分布表

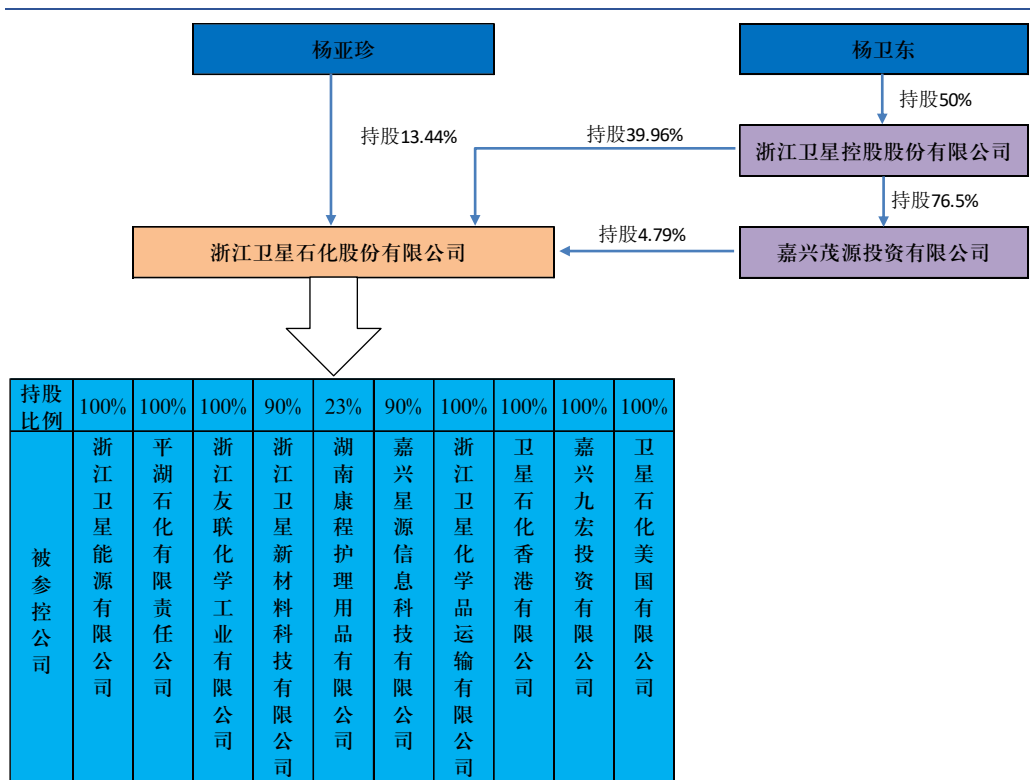
公司	项目	产能（万吨）	权益比
浙江卫星能源有限公司	丙烯	45	100%
浙江卫星能源有限公司	聚丙烯(PP)	30	100%
平湖石化有限责任公司	丙烯酸	48	100%
平湖石化有限责任公司	丙烯酸酯	45	100%
平湖石化有限责任公司	SAP	9	100%
平湖石化有限责任公司	高分子乳液	21	100%
平湖石化有限责任公司	颜料中间体	2.1	100%
浙江卫星新材料有限公司	SAP	9	90%

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

1.2 公司股权结构

浙江卫星石化股份有限公司的控制股东为浙江卫星控股股份有限公司，浙江卫星控股股份有限公司持有股份 43.62%，公司实际控制人为杨卫东（持股比例为 21.81%）和杨亚珍（13.44%），二者为夫妻关系。

图 2：公司股权结构



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

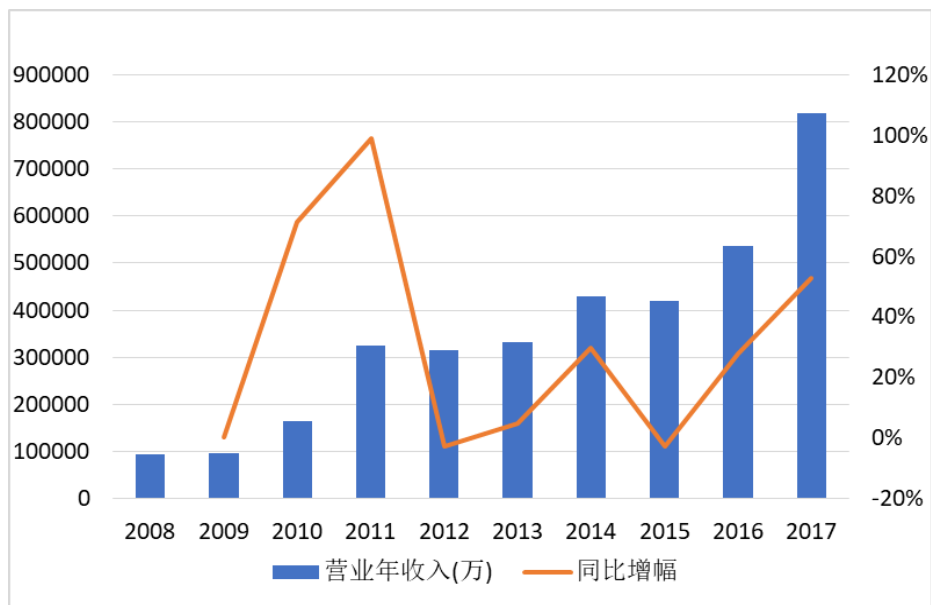
第 2 部分 营收稳步增长，产能平稳扩张

截止 2017 年 3 季度，公司实现主营业务收入 612485 万元，利润总额 695523 万元，同比增长 77%和 602%；实现每股收益 0.81 元。公司实现业绩的大幅提升，主要受益于下游需求大幅增长，同时叠加供给侧改革，环保监管日趋严格，行业集中度有所提高，企业竞争明显提升。

2.1 企业营收逐年稳步上行

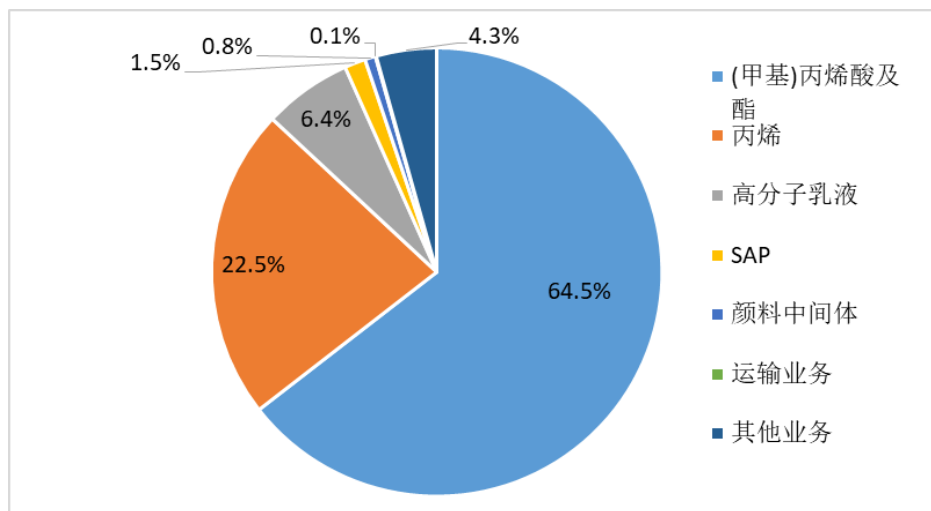
从过去 8 年财务数据来看，卫星石化收入稳步增长，有两个方面的原因，一方面是由于国内经济稳步增长，下游消费也同步表现平稳增长的趋势；另一方面是由于卫星石化在过去几年逐步扩张新的产能和新的项目，既保证了供给端产量稳定增长，也实现了产品的多样化。

图 3:公司历年营业收入与同比增幅



资料来源:Wind、国元证券研究中心

图 4:公司产品收入结构



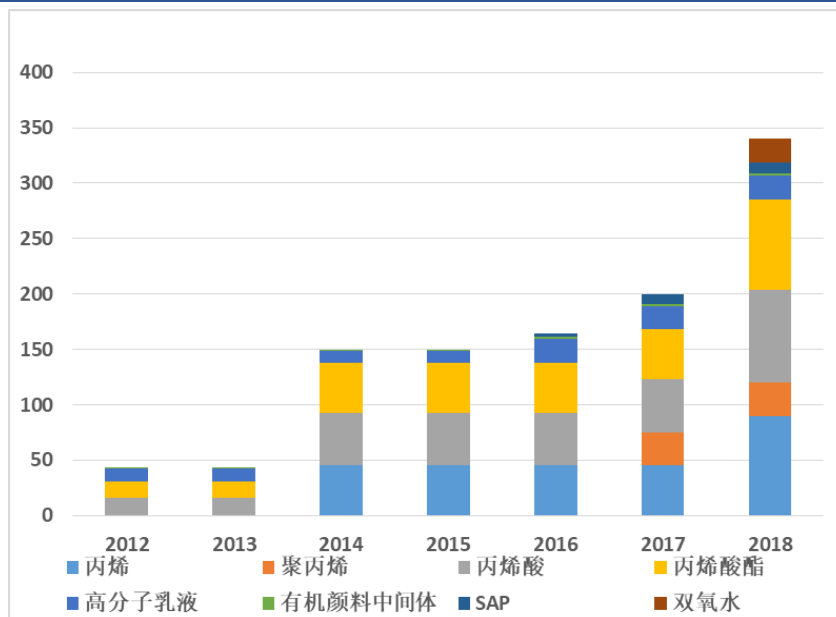
资料来源:Wind、国元证券研究中心

2.2 企业产能有序扩张，产业链逐步延伸

卫星石化在初始阶段主要受益于华东地区纺织工业发达的市场从丙烯酸开始进入纤维上游产业链，在上市之前基本维持 16 万吨的丙烯酸的产能。2011 年上市之后，企业开启了稳健的扩产步伐。2012 年收购聚龙石化获得 45 万吨丙烯产能并于 2014 年投产。同时 2012 年丰富了产品结构，分别投产了丙烯酸酯，甲基丙烯酸，高分子乳液和颜料中间体。2014 年平湖基地的三大项目（丙烯，丙烯酸，丙烯酸酯）逐步投产，所以从公司营业收入能看到 14 年化工品价格大跌的情况下公司的营业收入反而是很大提升的。到 2016 年高分子乳液和颜料中间体产能有所增加，同时由于化工品价格上涨带动，16 年收入明显增长。进入 2017 年公司对外募集投资的聚丙烯项目已经进行投产。2018 年对

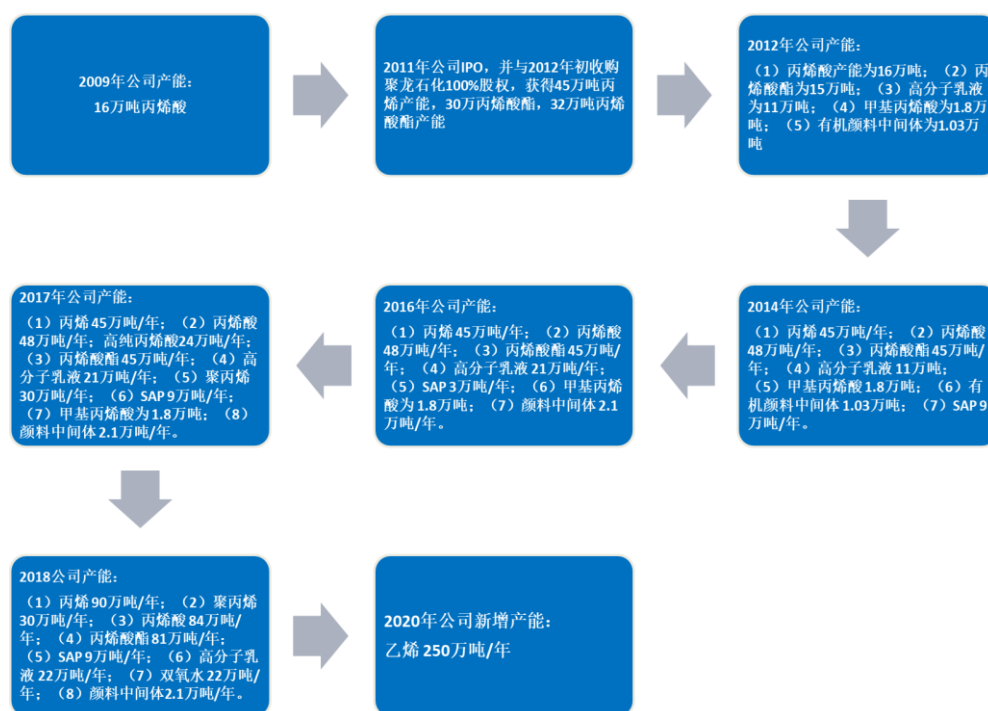
外募集投资的 45 万吨聚丙烯和平湖基地扩产的 36 万吨丙烯酸，36 万吨丙烯酸酯，22 万吨双氧水项目也将相继投产。公司具备良好的产业链纵向布局，形成更强的风险抵御能力。另外，年产 400 万吨烯烃综合利用示范产业园项目也进入项目审批阶段，该项目的投资表明卫星石化做稳做强丙烯酸产业链龙头的同时，积极扩展横向产业链的发展，该项目的建成将极大的提升企业规模，使公司走向一个新的台阶。

图 5:公司历年产能分布



资料来源:Wind、国元证券研究中心

图 6: 公司产能发展路径



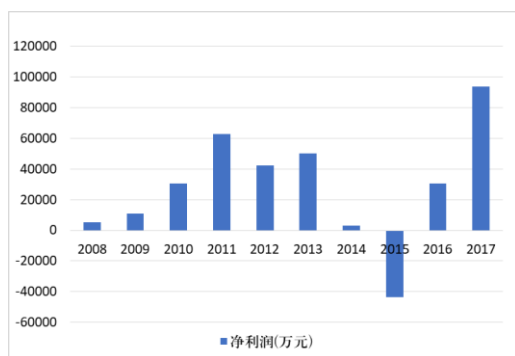
资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

2.3 原油波动剧烈，企业利润亦受影响

卫星石化主要产品为丙烯酸产业链产品，丙烯是石油化工中重要的 C3 产品，价格受石油价格影响明显。宏观角度看，化工行业利润与原油价格密不可分，原油价格上涨，表明需求好于供给，对于化工原料生产企业来说会受益，公司利润改善；反之，原油价格下跌，表明供给相对于需求是过剩，企业开工率低，存货减值较大，企业利润随之变差，因此，化工企业往往受到商品价格影响呈现周期性的特点。微观上看，各企业个体的经营状况受到企业管理水平，公司所处行业地位，国家产业政策等影响。

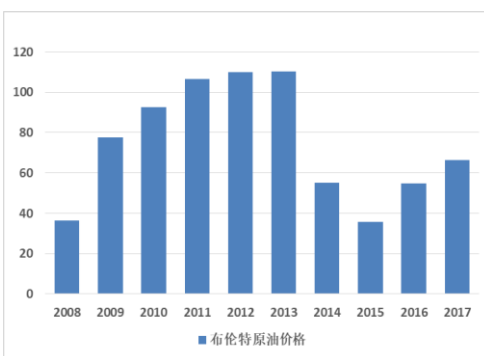
从历年利润和原油图表可以看出，卫星石化受原油价格影响明显，2008-2013 年在原油上涨的 5 年周期里，公司净利润稳步增长，2014 年 2015 年原油价格暴跌，公司利润出现明显的回撤，尤其 2015 年，由于 2014 年上马大量新的产能，产能扩张加上大宗商品价格持续下跌，公司的上游原料和下游产品库存双重减值，对公司利润影响较大。进入 2016 年，宏观上原油价格企稳并恢复上涨行情。微观上公司经历 15 年亏损之后内部加强精细化管理，成立丙烯酸及酯协调小组和大宗原料采购决策小组，确保丙烯酸及酯在采购、生产、销售各环节的高效配合，及时制定和调整销售策略，有效提高决策效率，通过产能与销售的合理配置，最大限度降低成本，在行业低点抢占空间，提高了市场占有率。同时抓好采购源头的成本控制，通过大宗原料采购决策小组，分析市场行情走势，通过合约采购与现货采购相结合的方式，有效降低丙烷及丁醇的采购成本。使得公司在 2016 年和 2017 年实现净利润大幅回升。

图 7:卫星石化历年净利润



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

图 8: 国际原油价格



资料来源:Wind、国元证券研究中心

第三部分 原油复苏周期，丙烯产业链受益

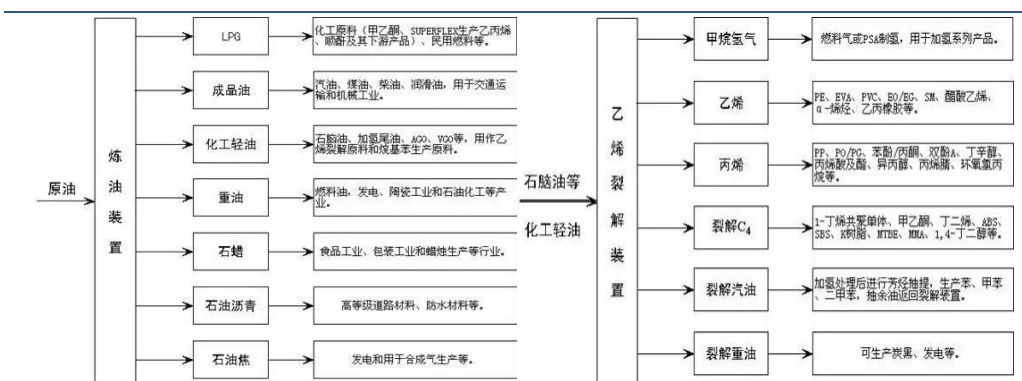
3.1 丙烯价格跟随原油价格周期性变化

丙烷，三碳烷烃，化学式为 C_3H_8 ，结构简式为 $CH_3CH_2CH_3$ 。通常为气态，但一般经过压缩成液态后运输。原油或天然气处理后，可以从成品油中得到丙烷。丙烷常用作发动机、烧烤食品及家用取暖系统的燃料，也可以作为生产丙烯的原料。丙烷主要来自于原油和天然气，原油从地质探测、勘探生产到炼制加工、运输储存，再到终端消费

等需要经历漫长且复杂的过程。跟其他大宗商品类似，石油工业一般也被分为上游、中游和下游等三大部分。其中，“上游”的主要任务是将地下的石油开采出来，其中包括勘探、开发及生产等三大环节；“中游”主要是进行石油的储运，具体包括运输、储存等两大环节；“下游”主要包括炼油、化工、销售等三大环节。

其中化工轻油是高分子合成材料是材料工业的重要支柱，提供了绝大多数的有机化工原料。

图 9:原油产业链结构图



资料来源:公开资料、国元证券研究中心

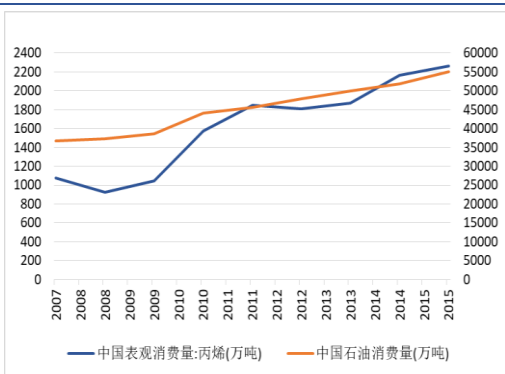
化工品价格变动主要受上游原油价格的影响，原油作为最重要的能源和化工原料，有着庞大的工业体系和产业链，原油价格对下游化工产品的影响十分明显。原油价格走势具有明显周期性，主要有几个方面的因素影响，首先是全球经济发展状况，经济的发展状况决定着原油下游的需求，是推动原油价格变化的主要动力。其次是上游供给，主要指 OPEC 国家的原油供应，这会随着政治因素或油价水平发生调整，是促进油价变化的另一个主要力量。另外，地缘政治，金融市场等其他宏观因素也会在短期内能通过暂时影响原油供需关系而加剧油价的周期性波动。全球经济发展不平衡，经济发展本身存在一定得周期性，原油作为最重要的商品，内在核心驱动力为供需矛盾，原油主要消费国的经济周期决定着原油的需求增幅也出现周期性变化，同时产油国的地缘政治复杂多变也影响着供给的变化，因而要将两方面结合起来看。原油作为化工品上游原料，对下游化工品价格影响十分显著，从下图可以看到丙烯价格与原油价格是高度正相关的。

图 10:原油价格与丙烯价格



资料来源:Wind、国元证券研究中心

图 11:中国石油消费量与丙烯消费量



资料来源:Wind、国元证券研究中心

3.2 页岩气技术革命提升 PDH 生产优势

(1) 丙烯简介

丙烯是三大合成材料的基本原料，主要用于生产聚丙烯、丙烯腈、异丙醇、丙酮和环氧丙烷等。丙烯常温下为无色、稍带有甜味的气体。冰点-185.3℃，沸点-47.4℃。不溶于水，溶于有机溶剂，是一种属低毒类物质。丙烯作为我国重要的化工原料单体，一直受到市场的高度关注。丙烯通过聚合、氧化、氨氧化、卤化、烷基化、水合、羰基化、齐聚等反应，生产包括聚丙烯、环氧丙烷、丙烯酸及酯、丁辛醇、丙烯腈、丙酮、丙二醇和乙丙橡胶等一系列重要的丙烯衍生物。

丙烯衍生物作为新型材料和精细化工产品的中间体或基本原料，通过进一步的加工，用于生产合成树脂、合成纤维、合成橡胶、聚氨酯以及多种精细化学品等，产品最终广泛应用于工业生产及人民生活的各个方面。以丙烯为原料向下游延伸加工发展已经成为提高相关石化企业经济效益的有效途径之一。

丙烯用量最大的是生产聚丙烯，另外丙烯可制丙烯腈、异丙醇、苯酚和丙酮、丁醇和辛醇、丙烯酸及其脂类以及制环氧丙烷和丙二醇、环氧氯丙烷和合成甘油等。

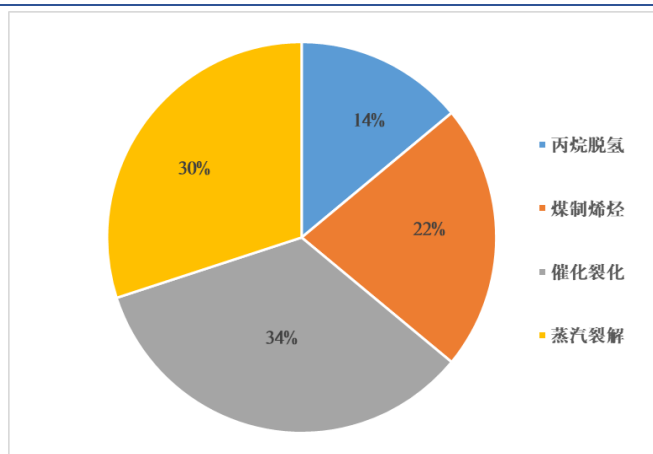
(2) 丙烯生产工艺

当前制取丙烯常用的工艺路线有：

- A、传统的石脑油裂解或 LPG 裂解制乙烯、丙烯；
- B、煤（经甲醇）制烯烃（CTO），甲醇制烯烃/丙烯（MTO/MTP）；
- C、丙烷脱氢制丙烯（PDH）；
- D、炼厂丙烯（FCC）。

丙烯产能从来源途径来看，传统生产工艺仍占主导地位，但新兴工艺在逐步增长，16 年丙烷脱氢和煤制烯烃均增长 2%。卫星石化采用的丙烯生产工艺为 PDH，PDH 相对煤基和油基路线具有明显的环保和成本优势，当前由于美国页岩气技术的革新，打破传统的能源格局，天然气产量大涨，价格下跌，油气价格差巨大，低价的天然气液化气将带来低价的丙烷原料成本，长远来看，使得 PDH 丙烷脱氢路线成本低于石脑油路线。

图 12: 2016 年丙烯国内产能来源



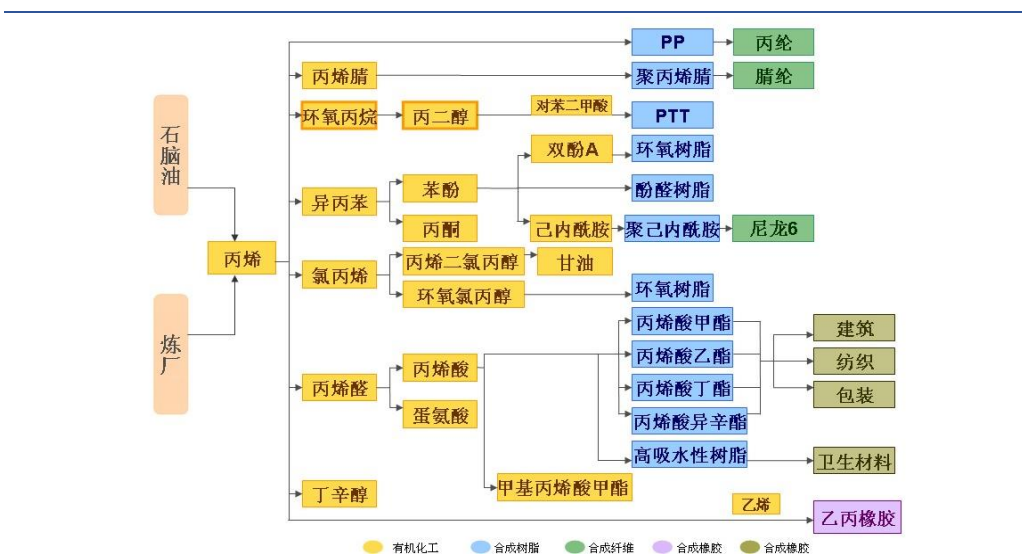
资料来源:凯迈资讯、国元证券研究中心

3.2 丙烯酸下游应用广泛，消费升级提升需求空间

丙烯酸是重要的有机合成原料及合成树脂单体，是聚合速度非常快的丙烯类单体。纯的丙烯酸是无色澄清液体，可与水、醇、醚和氯仿互溶，是由丙烯制备而来，有着广泛的应用，未来发展前良好。丙烯酸及丙烯酸酯可以均聚及共聚，其聚合物用于合成树脂、合成纤维、高吸水性树脂、建材、涂料等工业部门。丙烯酸是水溶性聚合物的重要原料之一，与淀粉接枝共聚可制得超强性吸水剂，我国近年来生产丙烯酸的能力大幅提升，但开工率也整体下降，所以整个行业发展态势保持平稳。

通用丙烯酸酯包括丙烯酸甲酯、丙烯酸乙酯、丙烯酸丁酯和丙烯酸辛酯，主要用于胶黏剂、涂料、皮革、纺织等领域，其中用量最大的是丙烯酸丁酯。国内建筑、纺织和包装材料等领域的快速发展，是中国丙烯酸酯市场发展的驱动力。随着化纤和纺织服装业发展及产品消费能力的提升，对丙烯酸酯类高档纺织浆料、涂料印花浆和加工用胶黏剂等需求必将大幅增长。中国包装材料业发展迅速，包装胶粘带用丙烯酸酯类胶黏剂，其需求量也将不断增长。

图 13:丙烯酸产业链示意图



资料来源:六鉴网、国元证券研究中心

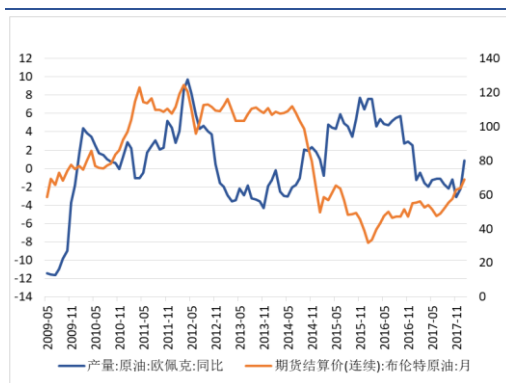
3.4 经济复苏改善丙烯酸供求关系，供给侧改革助力行业集中

3.4.1 全球经济复苏+ OPEC 减产促进原油重回上涨周期

原油价格影响因素复杂多变，商品内在动力受供需关系影响，供给端 OPEC 组织的原油供给起主导作用，从 OPEC 原油产量和原油价格关系可以看到，OPEC 产量对价格影响明显，从 13 年开始随着 OPEC 原油产量大幅增长，原油开启了暴跌行情，一直持续到 15 年底，之后 OPEC 原油产量开始同比下降，原油价格迎来难得复苏行情。中国作为世界第二的石油消费大国，其需求对原油价格影响也至关重要，从 OPEC 原油产量与中国需求量的关系曲线来看，二者较为吻合，一定程度上反应中国的需求直接影响原油主产区的产量，而中国需求由中国经济基本面决定，从原油需求量和中国第二产业

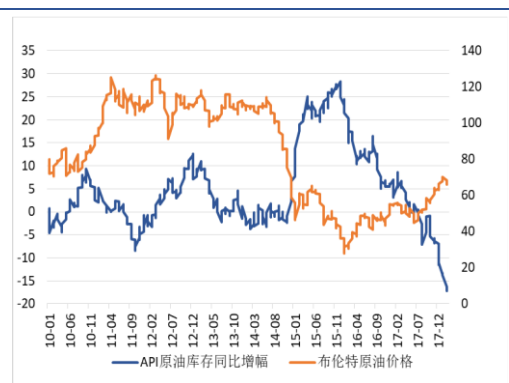
GDP 同比增速的相关性可以看出，中国原油需求的大趋势大致跟中国第二产业 GDP 的走势一致。

图 14:OPEC 原油产量与原油价格



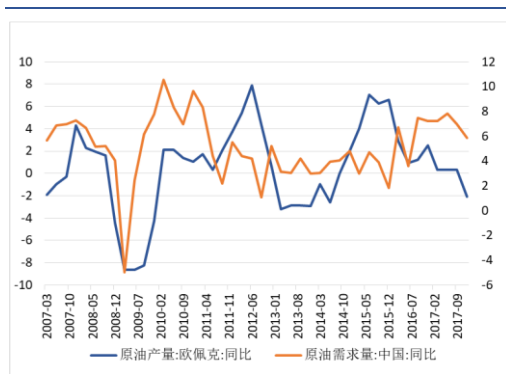
资料来源:Wind、国元证券研究中心

图 15:原油库存与原油价格



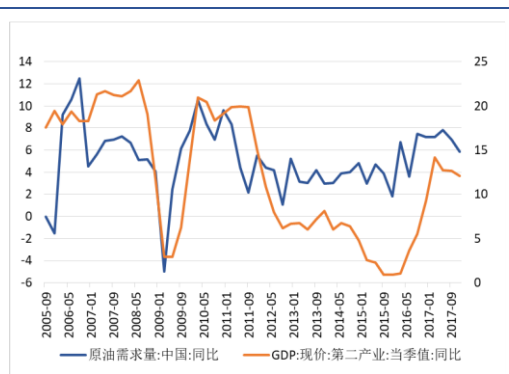
资料来源:Wind、国元证券研究中心

图 16:OPEC 原油产量与中国原油需求



资料来源:Wind、国元证券研究中心

图 17:中国原油需求和第二产业 GDP



资料来源:Wind、国元证券研究中心

当前全球经济处于稳定复苏状态，中国，美国，欧元区 GDP 都实现了良好的增长，金砖国家除印度之外也都较去年同期有所增长。特朗普上台将进一步推动美国经济复苏，而美国是全球经济的主要力量。随着中国互联网，人工智能等产业蓬勃发展，高速铁路网促进城市间人口流动，经济结构转型升级将变得更加顺利，也会带来高质量的增长，有助于中国经济保持中长期的平稳增长，世界银行预计 2017/18/19 年全球 GDP 增速为 2.7%/2.9%/2.9%，相较于 2016 年 2.3% 显著上升，全球经济的稳定复苏无疑会提升原油需求，原油价格未来仍将偏向于上涨周期，国内化工也将继续处于行业复苏周期。

表 2:中国与欧美发达地区 GDP 对比

指标名称	最新报告期	最新值	上期值	上年同期
中国(%)	2017/12/31	6.80	6.80	6.80
美国(%)	2017/12/31	2.60	3.20	1.80
欧元区(%)	2017/9/30	2.50	1.80	1.60
日本(%)	2017/12/31	0.50	2.20	1.80

资料来源:Wind、国元证券研究中心

表 3:中国与金砖国家 GDP 对比

指标名称	最新报告期	最新值	上期值	上年同期
中国(%)	2017/12/31	6.80	6.80	6.80
俄罗斯(%)	2017/9/30	1.50	-0.60	-0.90
印度(%)	2017/9/30	6.27	5.72	7.53
巴西(%)	2017/9/30	1.41	0.42	-2.68
南非(%)	2017/9/30	1.97	2.83	0.44

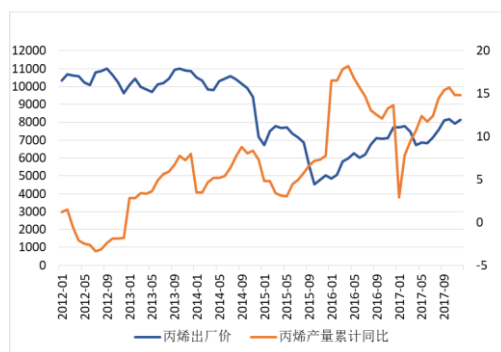
资料来源:Wind、国元证券研究中心

3.4.1 供给侧改革+环保加码促进产能向龙头企业集中

(1) 供给侧改革促进产量更有质量的增长

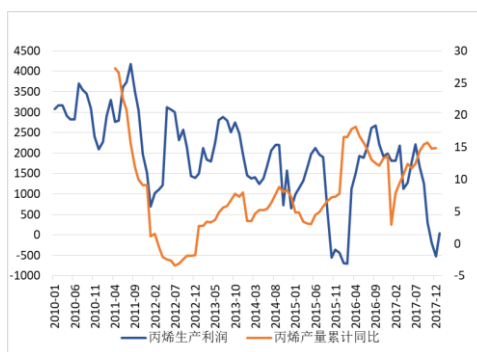
从供给端看产量,近几年随着国内经济的增长,丙烯产量也稳步增长,但从丙烯价格与产量关系来看,产量逐步可以看到产量对价格影响不明显,主要因为价格除了看供给端还要看需求端。但是产量的逐步增长,表明企业在利润可观情况下都在扩大产能,这一定程度上影响行业利润,所以从大周期来看,随着产量的逐步上升,丙烯的生产利润也走出震荡走低趋势,但同时还需要高度关注的是国内的宏观调控政策,2016 年开始的供给侧改革和环保政策,明显改善了化工行业利润,为何在供给侧背景下的产量是在增加的,原因在于官方数据统计的大多为大中型企业生产数据,而对于分散于各地的小型企业数据很难统计在内,而往往小型企业的环保不达标,产品集中在低端,产品结构不合理,无序过度竞争,导致整个行业利润偏低,这与国家提倡的提升实际经济质量和效率,实际经济的转型升级大方向不符,所以大量小企业的落后产能是供给侧改革需要淘汰的目标,并且 16 年 17 年供给侧改革和环保措施实施力度空前,政策得到有效执行,因此,从产量数据上看变化不大,但行业利润却得到了大幅改善。

图 18:丙烯价格与丙烯产量



资料来源:Wind、国元证券研究中心

图 19:丙烯生产利润与丙烯产量

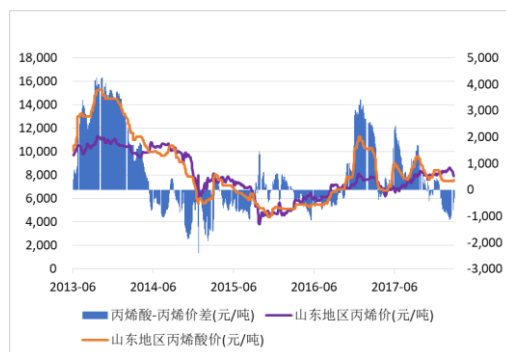


资料来源:Wind、国元证券研究中心

从丙烯酸与丙烯价差来看,丙烯酸行业低迷时期主要是 2014-2016 年,一方面国际油价 2014-2015 年国家油价的大幅下跌,油价下跌主要原因在于 OPEC 不断增产同时 2014 年页岩油技术革新导致页岩油开采成本降低,产能大涨,改变了过去由 OPEC 主导的国家油价的格局。另一方面也是国内产能扩张比较快的一段时期,14-16 年间供给

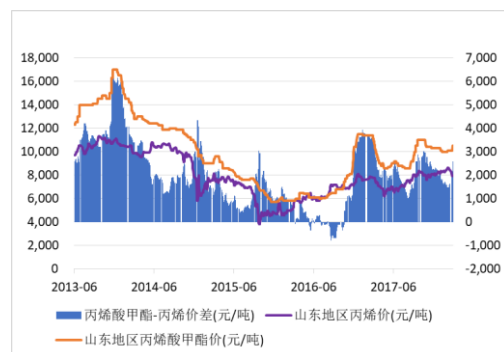
端情况严重过剩。随着 2016 年供给侧改革之后落后小产能退出市场，丙烯酸行业利润得到明显改善。

图 20:丙烯酸-丙烯价差



资料来源:Wind、国元证券研究中心

图 21:丙烯酸甲酯-丙烯价差

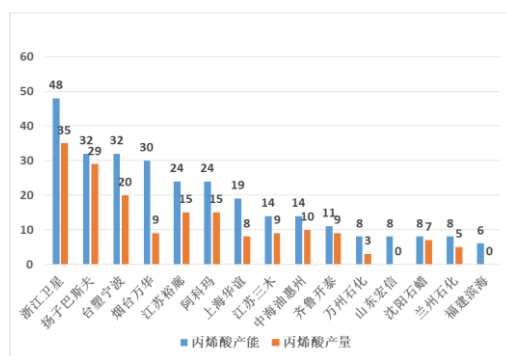


资料来源:Wind、国元证券研究中心

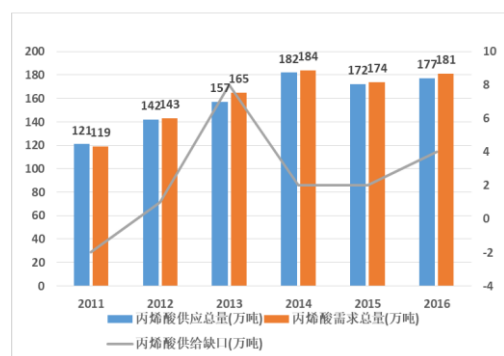
(2) 行业集中度提高，剩者为王

过去几年由于供给的大幅增长，行业竞争激烈以及这几年国家对环保的日益加强，导致大量落后产能逐步退出市场，行业集中度逐步提高，前 7 家大企业的产能占据行业产能 70%以上。未来随着供给侧改革的继续实施，行业集中度有望进一步提高，强者恒强，环保政策继续落实也使得新增产能的门槛逐步提升，未来剩者为王，产能向龙头集中，剩下的优质企业既享受市场带来的机遇，也享受政策带来的红利。

图 22: 2016 年国内丙烯酸产能分布（万吨） 图 23: 国内丙烯酸供需对比



资料来源: 凯迈咨询、国元证券研究中心整理



资料来源: 凯迈咨询、国元证券研究中心整理

(3) 建设生态文明，环保加码，优质产能大放异彩

习近平代表第十八届中央委员会向党的十九大作报告时“生态”一词提到 39 次，“生态文明”提到 12 次，从顶层角度将生态文明纳入“五位一体”总布局，不断强调推进生态环境保护与生态文明建设。

2014 年全国人大通过的新环保法被称为“史上最严”环保法，新环境保护法从 2015 年开始实施，在打击环境违法行为方面力度空前。2016 年，全国共立案查处环境违法案件 13.78 万件，下达处罚决定 12.47 万份，罚款 66.33 亿元，同比分别增长 34%、28% 和 56%。环保治理不达标的化工企业将会受到国家和社会的严厉监管，这对于一些生产水平低下、环保设施配套不足、治理粗放的行业 and 中小企业来说，未来经营将面临巨大

的监管压力和经营风险。加之供给侧结构性改革的持续推进，若干化工子行业很可能在近面临落后产能出清、供给减少的局面。产品品质优良、环保设施配套充足的龙头优质企业将在此过程中取得比较优势，独享劣质产能退出、产品价格上涨带来的外部收益。

表 4: 历年环保政策一览

发布时间	发布部门	文件/政策	相关内容
2013年9月	国务院	《大气污染防治行动计划》	按照政府调控与市场调节相结合、全面推进与重点突破相配合、区域协作与属地管理相协调、总量减排与质量改善相同步的总体要求，提出加快形成政府统领、企业施治、市场驱动、公众参与的大气污染防治新机制。
2014年4月	全国人大常委会	新《环境保护法》	新《环境保护法》赋予环保部门许多新的监管权力和手段，按日计罚、查封扣押、限制生产、停产整治等。
2015年4月	国务院	《关于加快推进生态文明建设的意见》	意见》明确了生态文明建设的总体要求、目标愿景、重点任务和制度体系，还对政绩效考核和责任追究等内容做出了明确规定，强调“实行终身追责”。
2015年4月	国务院	《水污染防治行动计划》	《水十条》提出了全部取缔“十小”企业，整治十大重点行业，清除垃圾河、黑臭河等众多亮点。
2016年5月	国务院	《土壤污染防治行动计划》	提出要坚决守住影响农产品质量和人居环境安全的土壤环境质量底线。
2016年7月	工信部，财政部	《关于印发重点行业挥发性有机物削减行动计划的通知》	《计划》实施期为2016年—2018年，涉及筛选农药、涂料、油墨、粘合剂、石油炼化石油化工、橡胶、包装印刷、制鞋、合成革、家具、汽车等11个重点行业，计划到2018年将工业行业挥发性有机物排放量比2015年削减330万吨。
2016年12月	全国人大	《中华人民共和国环境保护税法》	我国施行了近40年的排污收费制度将退出历史舞台。环保税开征之后，我国现行的税种由18个增加到19个。
2016年11月	国务院	《控制污染物排放许可制实施方案》	控制污染物排放许可制是依法规范企事业单位排污行为的基础性环境管理制度，环境保护部门通过对企事业单位发放排污许可证并依证监管实施排污许可制。

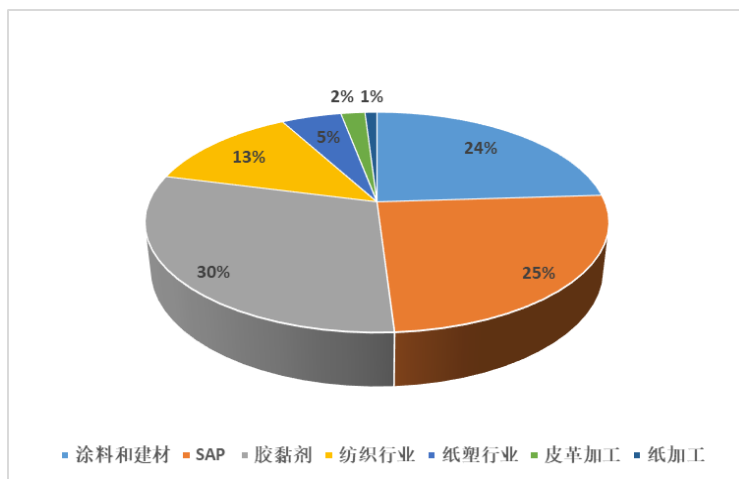
资料来源：环保网、国元证券研究中心整理

无论从制度层面还是政策层面，环保已经是当前和未来的重点方向，化工行业作为高污染产业已经从根本上无法回到过去劣质产能无序竞争的时代，未来产业逻辑是是优质产能之间的竞争，在实现环保达标的基础上如何降低成本，精耕细作，技术创新是未来化工企业必经之路，卫星石化作为国内丙烯酸行业龙头将具备长期的产业优势。

3.4.2 环保观念提升+消费升级，下游产品需求增速有保障

丙烯酸上游原料是丙烯，下游主要用于丙烯酸酯和其他聚酯。丙烯酸在工业上主要用来生产丙烯酸酯类（树脂），占丙烯酸总消费量的 60%左右，应用于建筑、造纸、皮革、纺织、塑料加工、包装材料、日用化工、水处理、采油、冶金等领域。丙烯酸在精细化工领域占有相当重要的地位。用丙烯酸生产的聚丙烯和丙烯酸共聚物，被用作分散剂、絮凝剂和增稠剂等。SAP、涂料和建材、胶黏剂需求量占了丙烯酸需求主要部分。

图 24: 丙烯酸下游应用

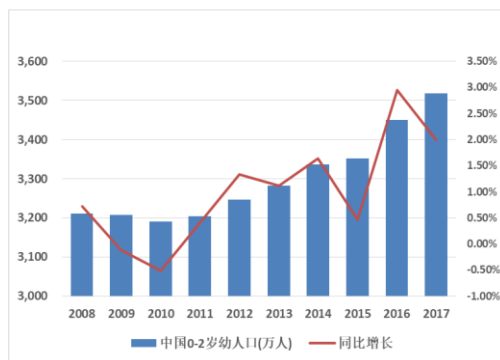


资料来源: 公开资料整理、国元证券研究中心

(1) SAP 需求分析

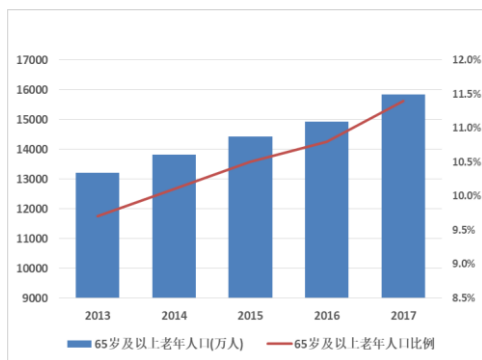
SAP 材料主要用于卫生用品行业,如纸尿裤,卫生巾等,随着二胎政策的实施,伴随着新生儿数量短暂回落后,将于 2017 年迎来新生儿的增长。我国当前纸尿裤日使用量大约只有 3.2 片/日,而日本平均使用量为 4.9 片/日,欧美发达国家平均使用量为 5.6 片/日。随着消费习惯的改变,人均纸尿裤的渗透率将会继续保持增长,我国纸尿裤与发达国家还存在 20%-30%差距,随着渗透率的增加,婴儿纸尿裤日均使用量也会增加,未来发展潜力很大。随着人民生活水平以及可支配收入的提高,高端品牌会更受青睐,婴儿纸尿裤平均销售价格也会随之增加。预计婴儿纸尿裤市长规模在 2018 年将达到 485 亿元。随着当前二胎政策的放开和我国老龄化人口基数大,婴儿纸尿裤和成人尿不湿需求将逐年上升,未来 SAP 市场需求增幅将不可限量。

图 25: 中国 0-2 岁幼儿人口



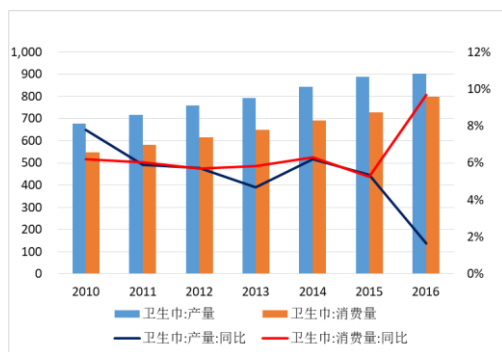
资料来源: wind、国元证券研究中心

图 26: 国内纸尿裤渗透率



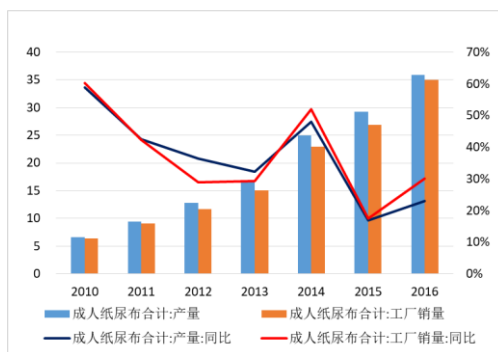
资料来源: 中国产业信息网、国元证券研究中心

图 27: 中国卫生巾产销量 (亿片)



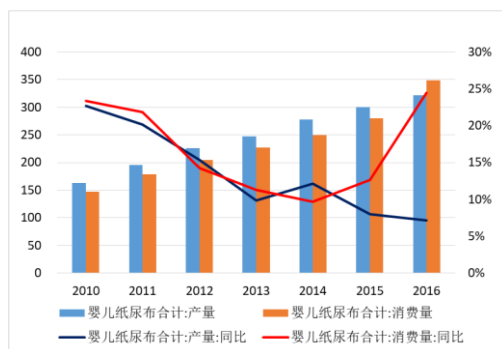
资料来源: wind、国元证券研究中心

图 28: 中国成人纸尿裤产销量 (亿片)



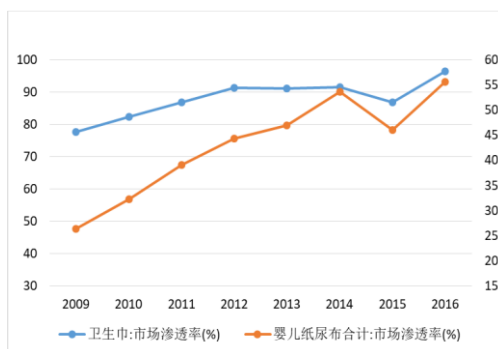
资料来源: wind、国元证券研究中心

图 29: 中国婴儿纸尿裤产销量 (亿片)



资料来源: wind、国元证券研究中心

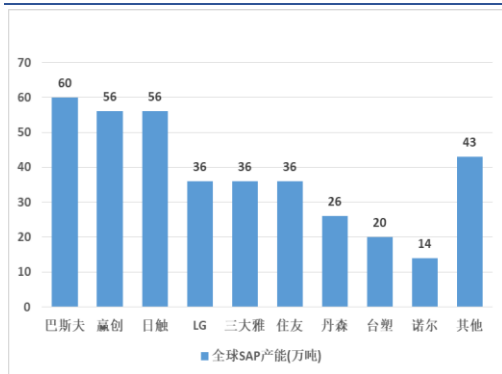
图 30: 中国卫生巾与婴儿纸尿裤渗透率 (%)



资料来源: wind、国元证券研究中心

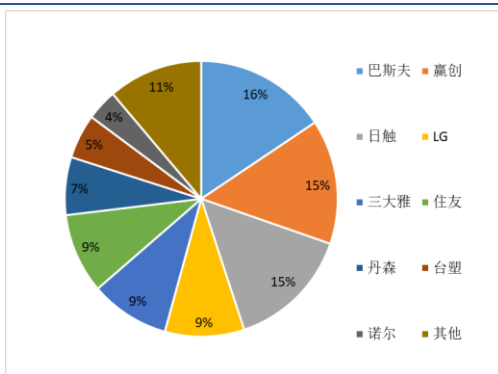
SAP 行业集中度较高，主流供应商集中在外资企业，预计未来几年市场格局不会改变，并且国际主流生产商在继续扩大产能，表明未来高端 SAP 仍有很大市场需求，卫星石化从 2008 年开始研发 SAP 材料，目标就是致力于突破国内该领域的空白，实现 SAP 材料的国内自主研发和生产，经过几年的技术积累和创新研发，公司 SAP 已经达到国际水准，产品已经成为国内外主流纸尿裤企业的供应商，如福建恒安、婴舒宝、倍康等品牌。未来公司将继续定位高端，进入欧美国家标准体系，可以预见未来 SAP 会成为卫星石化良好的利润增长点。

图 31: 全球 SAP 产能



资料来源: 凯迈咨询、国元证券研究中心

图 32: 全球 SAP 产能分布比例

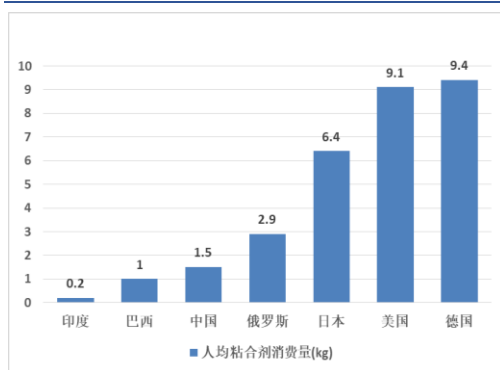


资料来源: 凯迈咨询、国元证券研究中心

(2) 胶黏剂需求分析

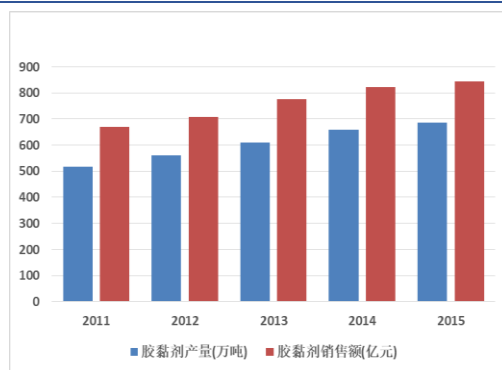
由于胶黏剂主要用于各种人造板，家具，木制品等，过去我国胶黏剂保持年均 7% 的增速，需求端保持 8% 左右的增长，根据胶黏剂十三五规划，未来发展目标是保持产量年均增长率达到 7.8%，下游胶黏剂产量的平稳增长有利于支撑上上游丙烯酸的价格。

图 33: 2016 年人均粘合剂消费量



资料来源: 公开资料、国元证券研究中心

图 34: 胶黏剂产量和销售额

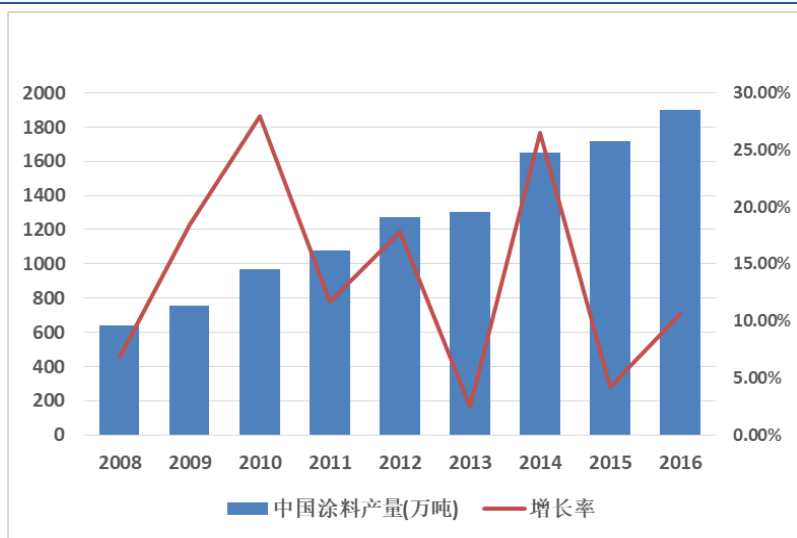


资料来源: 公开资料、国元证券研究中心

(2) 涂料市场

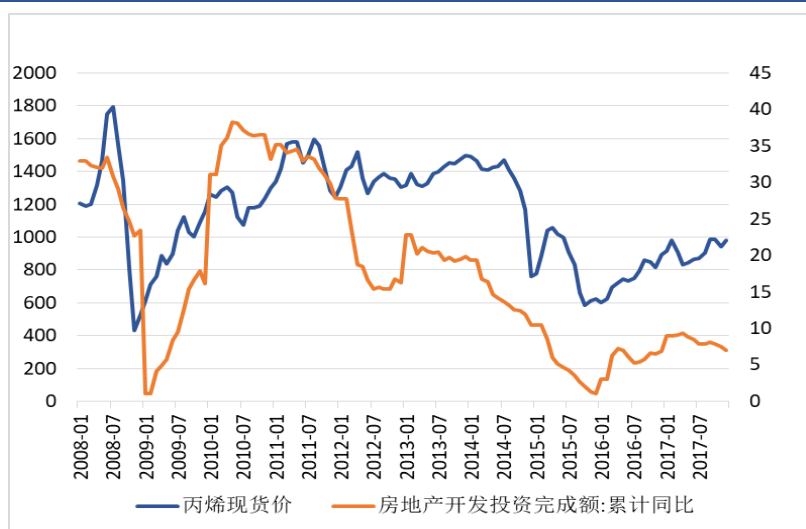
涂料是丙烯酸另外一个主要的需求市场，我国涂料市场产量基本保持正向同比增长，产量逐年上升，虽然近两年涂料产量同比增幅有所下降，但是可以关注市场结构，丙烯酸被用作水性涂料，近些年环保压力和消费者健康意识逐步提高，水性涂料将迎来高速增长时期，水性涂料具有环保性，在日本、欧美国家的市场占有率已在 60% 以上，而我国这一比例则明显偏低，不到 4%，所以未来发展空间较大。近些年，国家重拳治理环境污染，国民环保意识提升、消费行为转变，节能环保的水漆涂料正迎来前所未有的发展机遇，市场呈现“井喷式”需求态势。用环保的水漆替代油漆的“油改水”已经势在必行。在这种趋势下，企业看好水性涂料发展前景，纷纷加大水性涂料项目的投资力度。从 2016 年投资的涂料项目看，水性涂料项目投资比例占大多数，比如晨阳集团投资新建年产 100 万吨的水性漆工业园项目，润南漆业投资 10 亿元新建年产 60 万吨水性涂料项目，山东感印投资 3.2 亿元新建年产 40 万吨水性涂料项目，亚士创能投资 4.95 亿元新建年产 25 万吨水性涂料滁州项目等。

图 35: 中国涂料产量和增长率



资料来源: 公开资料、国元证券研究中心

图 36: 丙烯现货价与房地产开发投资完成额



资料来源: wind、国元证券研究中心

无论是涂料和还是胶黏剂都与建筑材料相关，因此房地产的需求对丙烯酸影响较大。从丙烯酸价格与房地产投资图形可以清晰看到二者关系密切，这包含两个方面，首先，建筑相关的直接需求决定了上游原料的景气程度，其次，房地产当前作为我国支柱产业，房地产对整体商品价格影响作用都十分明显。因此未来把握丙烯酸价格走向也可以重点关注国内房地产投资增速。

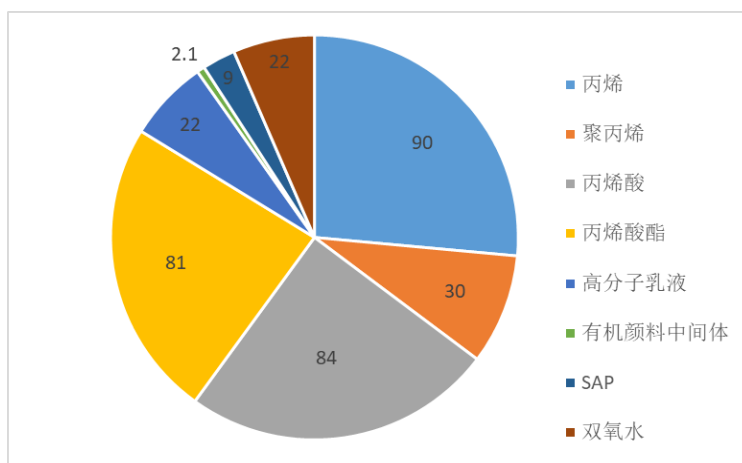
第4部分 投资亮点分析

公司是国内首家拥有 C3 产业链一体化的上市公司，也是国内最大的丙烯酸生产企业。丙烯酸及酯是公司利润的主要看点，全产业链布局是公司利润的稳定器，未来的发展和亮点在于产能的扩张和下游高附加值产品的拓展。

4.1 主业产能稳中有进

公司过去几年集中资金和技术重点发展 C3 产业链，深耕细作，基本维持 2 年一个步伐，每两年新增一部分产能，使得公司规模逐步上升，逐渐成为国内最大的丙烯酸生产企业。对外募集的项目中的年产 45 万吨的丙烯将于 2018 年底完成建设，完成投产后丙烯产能将实现翻倍；17 年三季度公司通过了年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯和 22 万吨双氧水扩产项目，与公司目前现有装置工艺稍有不同，采用改良后的工艺，生产成本会更低。项目建成之后将使得公司丙烯酸和丙烯酸酯产能提升 67%，进一步稳固丙烯酸国内龙头地位。由于公司采用的是丙烷脱氢生产工艺，因此生产过程中会产生大量氢，双氧水装置能够有效利用丙烷脱氢制丙烯装置产生的废氢，增加企业利润。另外，新增高附加值产能也进一步规划中，公司 6 万吨 SAP 三期和年产 20 万高分子乳液都在规划中。丙烯酸行业经历了 2-3 年的艰难低靡历程，在 15 年底至 16 年初触底反弹，2016 年国内供需关系已经达到平衡，加之供给侧改革的持续实施，产业集中度逐步提高，预计未来若干年丙烯酸市场将仍然乐观。

图 37: 公司 2018-2019 年产能分布

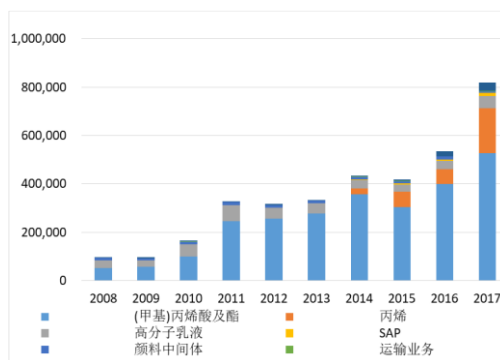


资料来源:公司定报告、国元证券研究中心

4.2 下游产品多样化，全产业链优势

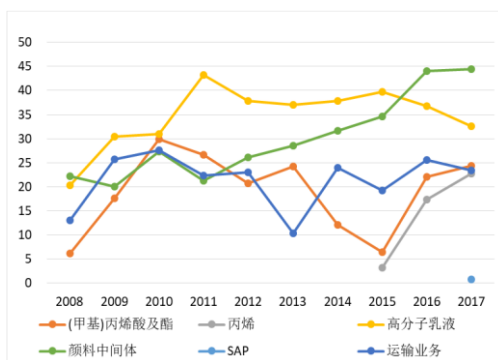
公司产品目前沿产业链纵向分布，从上游的丙烯到中间环节的丙烯酸，丙烯酸酯，聚丙烯再到下游的高分子乳液，SAP 等。全产业链产品布局有利于抵御价格波动影响，可以根据各环节利润进行调配使公司利润最大化，全产业链布局可以使得生产原料供给有保障，不会受到外界供给影响而对生产造成损失，公司如果产品收入结构太单一，则潜在风险较大，一旦单一产品出现供应过剩将对企业利润影响很大。如今卫星石化丙烯除了用于生产丙烯酸，还用于生产聚丙烯，聚丙烯项目的投产可以良好的作为丙烯生产调节阀，当丙烯酸利润不理想时，可以将丙烯原料更多用于生产聚丙烯，因此，卫星不仅可以将产能在丙烯酸和丙烯酸酯之间进行调节，还可以将产能在丙烯酸和聚丙烯之间进行调节。当从收入结构可以看到，作为国内丙烯酸龙头，丙烯酸是公司的主要收入来源，随着公司不断拓展产业链品种，公司收入来源逐年丰富起来。

图 38: 公司主营收入结构



资料来源:公司定报告、国元证券研究中心

图 39: 公司各产品毛利润



资料来源:公司定报告、国元证券研究中心

从毛利率来看，下游产品高分子乳液和颜料中间体有较高的利润率，但过去 SAP 一直没有产生利润，主要由于 SAP 这个项目的评估期非常长，进入高端客户的供应商体系中大约需要数年时间，卫星采取自上而下的策略，在 2015 年把分散的客户群筛选掉了一部分，留下了中大型优质客户，从高端级别开始入手，目前公司产品对标的是国际一线企业。德国巴斯夫、盈创、日本三大雅、触媒、住友，全球五大家 SAP 生产企业只有巴斯夫和触媒有自己配套的丙烯酸，巴斯夫的 SAP 主要供应欧洲，日本触媒的 SAP 全部供应给美国宝洁。卫星石化有自己配套的丙烯酸产业链，产品成本将更加低廉，产品达到国际品质后将极具市场竞争力，公司争取在 2020 年做到全球第六。

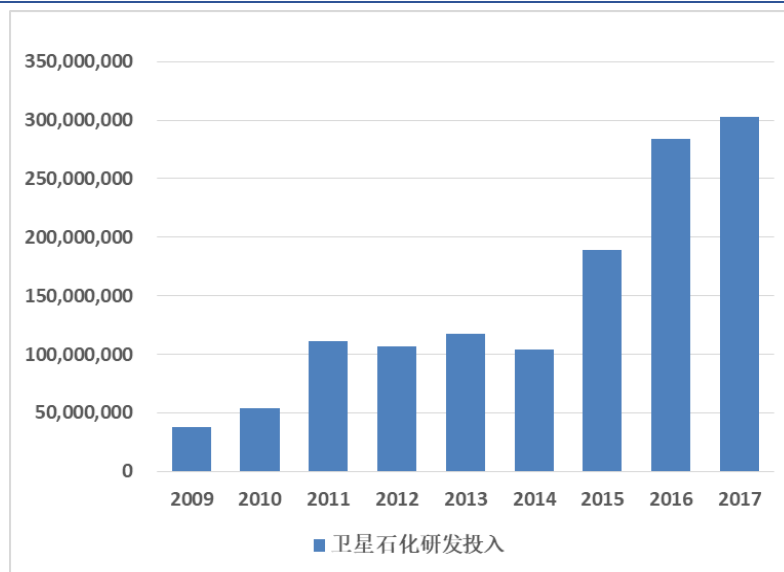
SAP 市场具有巨大的潜力，首先，二胎政策的开放，新增婴幼儿的数量会增加，婴儿纸尿裤的用量会上升；其次，人口老龄化进程，成人失禁用品的普及率在上升，越来越多的老年人需要用上成人失禁用品；再次，国内纸尿裤的市场覆盖率目前仍然较低，相比欧美、日本的覆盖率，随着人们生活水平的提高和观念的改变，国内市场还有巨大空间。市场对卫星石化的 SAP 的认可度在提高，卫星的品牌能力也在提升，公司 2017 年上半年 SAP 实现销售量较去年同期增长 383.36%，卫星科技 SAP 已进入国内一线品牌，如福建恒安、婴舒宝、倍康等，并在美国、南美、东南亚、欧洲等区域实现了较好地销售，全球销售网络同步建立。

4.3 专注技术创新，研发投入高

卫星目标是成为中国最好的专注于技术与服务的多元化化工企业，公司专注于技术创新，这是未来发展的主要动力。公司一方面通过技术优化和高开工率有效降低了生产成本。我国 SAP 主要由日本三大雅精细化学品、触媒化工主导，其他国内企业由于原材料及技术方面问题，产品质量和稳定性有所欠缺，难以进入国内外大型卫生材料生产商供应体系。公司 2008 年开始就已经启动 SAP 研究开发工作，经历数年潜心研发，资金投入，终于在 SAP 产品上实现了突破性进展，与国内主流纸尿裤品牌建立了合作，第二条生产线也已经进入调试阶段。研发中心 SAP 釜式反应工艺不断取得新的进展，进一步加强与纺化事业部的配合，相续开发了印花浆、防水剂、增稠剂等产品。公司技术实

力的提升和研发水平的提高将是公司保持后续发展的动力。公司战略上一方面抓上游大化工建设，一方面抓下游精细化工开发，真正把卫星建成 C3 产业链的领导者。

图 40: 公司历年研发投入



资料来源: 公司定报告、国元证券研究中心

4.4 C2 产业横向布局，跨越式发展

公司于 2017 年 9 月 2 日签署了《年产 400 万吨烯烃综合利用示范产业园项目合作框架协议书》，公司拟计划总投资 330 亿元将产能扩产至 C2 产业链同时也进一步扩大 C3 产业链，实现公司产业链横向突破。未来公司将建成年产 250 万吨乙烷裂解制乙烯装置，并配套聚乙烯、环氧乙烷/乙二醇、醋酸乙烯等下游装置，建成年产 150 万吨丙烷脱氢制丙烯装置、并配套聚丙烯、环氧丙烷、丙烯腈、丙烯酸及酯等下游装置。项目将分期进行，一期项目计划投资约 195 亿元，建设 C2 产业链，主要为聚乙烯与乙二醇，均为乙烯下游主流产品，国内需求旺盛，一期分两个阶段，第一阶段主要生产装置包括乙烯联合装置、HDPE 装置、LLDPE 装置、EO/EG 装置，第二阶段主要生产装置包括乙烯装置、LDPE 装置、EO/EG 装置。二期项目投资约 135 亿元，继续扩充 C3 产能，一期项目预计于 18 年开工建设，建设周期两年，预计 2020 年能实现投产。

表 5: 公司连云港项目一期建设产能

公司	项目	计划产能 (万吨)	权益比
连云港石化 一期一阶段	乙烯联合装置	125	80%
连云港石化 一期一阶段	EO/EG 装置	72/91	80%
连云港石化 一期一阶段	LLDPE 装置	50	80%
连云港石化 一期一阶段	HDPE 装置	40	80%
连云港石化 一期二阶段	轻烃裂解装置	125	80%
连云港石化 一期二阶段	EO/EG 装置	72/91	80%
连云港石化 一期二阶段	LDPE 装置	50	80%
连云港石化 一期二阶段	苯乙烯	50	80%

连云港石化 一期二阶段	丙烯腈	26	80%
-------------	-----	----	-----

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

第 5 部分 盈利预测与估值

考虑到公司 18 年 19 年还有新的装置产能投产,下游 SAP 等产品走向正轨,未来将继续为公司带来利润提升,我们预测公司 17/18/19 年营业收入分别为 9030/10807/12410 百万元,净利润分别为 1028/1183/1434 百万元,17/18/19 年 EPS 约为 0.97/1.12/1.36 元。公司是国内丙烯酸龙头企业,具备全产业链优势,随着行业集中度的提高,对 17/18/19 年 PE 给予 17.54/15.22 /12.56 估值,目标价 20.5 元,给予公司“增持”评级。

表 6: 公司主营业务拆分

产品	分类	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
(甲基)丙烯酸及酯	营业收入	3561	3027	3997	5280	5808	6853	7881
	营业成本	3128	2832	3115	3990	4429	5223	6059
	毛利	433	196	882	1289	1378	1630	1822
	毛利率	12.16%	6.46%	22.07%	24.42%	23.73%	23.78%	23.12%
高分子乳液	营业收入	359	295	337	521	599	659	738
	营业成本	223	178	213	351	411	443	492
	毛利	136	117	124	170	189	216	246
	毛利率	37.86%	39.76%	36.72%	32.64%	31.47%	32.71%	33.31%
颜料中间体	营业收入	110	89	134	123	130	143	161
	营业成本	75	58	75	69	74	78	87
	毛利	35	31	59	55	55	65	74
	毛利率	31.68%	34.56%	44.07%	44.40%	42.81%	45.41%	45.89%
(聚)丙烯	营业收入	236	647	613	1842	2026	2634	3029
	营业成本	260	626	506	1423	1579	2101	2437
	毛利	-24	21	107	419	446	533	592
	毛利率	-10.08%	3.24%	17.41%	22.74%	22.03%	20.24%	19.54%
SAP	营业收入	28	54	53	63	72	83	100
	营业成本	28	67	61	62	71	79	87
	毛利	-1	-12	-8	0	2	4	13
	毛利率	-2.62%	-22.84%	-14.74%	0.77%	2.50%	5.04%	12.96%
运输业务	营业收入	10	12	9	4	5	6	7
	营业成本	7	10	7	3	4	4	5
	毛利	2	2	2	1	1	1	2
	毛利率	23.95%	19.27%	25.60%	23.42%	23.42%	22.14%	25.39%
其他业务	营业收入	-	-	212	355	391	430	494
	营业成本	-	-	185	284	312	347	392
	毛利	-	-	27	71	79	83	103
	毛利率	-	-	12.63%	20.11%	20.11%	19.39%	20.79%

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

表 6: 财务报表分析和预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5215	8176	11493	14751	营业收入	8188	9030	10807	12410
现金	1696	4276	6998	9654	营业成本	6182	6840	8275	9559
应收账款	361	442	511	594	营业税金及附加	31	26	33	39
其他应收款	17	12	20	20	营业费用	227	321	407	370
预付账款	105	44	99	105	管理费用	503	660	764	868
存货	762	817	986	1147	财务费用	136	98	83	69
其他流动资产	2274	2584	2878	3231	资产减值损失	6	9	8	12
非流动资产	4969	4953	4792	5007	公允价值变动收益	-25	1	3	7
长期投资	96	10	10	10	投资净收益	-42	-25	-17	-10
固定资产	3283	3821	3862	4198	营业利润	1043	1052	1222	1490
无形资产	376	397	416	431	营业外收入	3	21	26	28
其他非流动资产	1214	727	503	367	营业外支出	21	8	8	10
资产总计	10184	13129	16284	19758	利润总额	1025	1065	1240	1508
流动负债	2929	3960	5089	6206	所得税	90	37	57	74
短期借款	1718	1770	1858	1951	净利润	935	1028	1183	1434
应付账款	606	963	1291	1709	少数股东损益	-7	-9	-11	-13
其他流动负债	605	1227	1940	2545	归属母公司净利润	942	1037	1194	1447
非流动负债	44	90	156	227	EBITDA	1727	1614	1832	2140
长期借款	0	59	123	194	EPS (元)	0.89	0.97	1.12	1.36
其他非流动负债	44	32	33	33	主要财务比率				
负债合计	2973	4051	5245	6433	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	13	4	-7	-20	成长能力				
股本	1064	1064	1064	1064	营业收入	52.9%	10.3%	19.7%	14.8%
资本公积	4155	5175	6072	7058	营业利润	239.0%	0.8%	16.2%	22.0%
留存收益	1950	3025	4108	5436	归属于母公司净利润	202.5%	10.0%	15.2%	21.1%
归属母公司股东权益	7198	9264	11244	13561	获利能力				
负债和股东权益	10184	13319	16482	19974	毛利率(%)	24.5%	24.3%	23.4%	23.0%
现金流量表					净利率(%)	11.5%	11.5%	11.1%	11.7%
单位:百万元					ROE(%)	13.1%	11.2%	10.6%	10.7%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	14.6%	15.6%	18.4%	21.7%
经营活动现金流	566	1991	2005	2243	偿债能力				
净利润	935	1028	1183	1434	资产负债率(%)	29.2%	30.4%	31.8%	32.2%
折旧摊销	548	465	528	581	净负债比率(%)	58.06%	52.18%	49.23%	47.86%
财务费用	136	98	83	69	流动比率	1.78	2.06	2.26	2.38
投资损失	42	25	17	10	速动比率	1.52	1.86	2.06	2.19
营运资金变动	-1124	373	186	137	营运能力				
其他经营现金流	29	4	9	12	总资产周转率	0.93	0.77	0.73	0.69
投资活动现金流	-1565	-730	-453	-882	应收账款周转率	23	21	21	21
资本支出	528	533	255	682	应付账款周转率	9.45	8.72	7.34	6.37
长期投资	-57	5	11	23	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-1094	-192	-187	-177	每股收益(最新摊薄)	0.89	0.97	1.12	1.36
筹资活动现金流	1790	1319	1170	1296	每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.87	1.88	2.11
短期借款	-7	52	88	93	每股净资产(最新摊薄)	6.77	8.71	10.57	12.75
长期借款	-113	59	65	71	估值比率				
普通股增加	260	0	0	0	P/E	19.29	17.54	15.22	12.56
资本公积增加	2722	1020	897	986	P/B	2.53	1.96	1.62	1.34
其他筹资现金流	-1072	188	120	145	EV/EBITDA	10	11	10	8
现金净增加额	753	2580	2722	2657					

资料来源:公司年报、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn