



卫星石化 (002648)

丙烯酸(酯)龙头: 打通丙烯产业链, 进军乙烯产业链

推荐(首次)

现价: 10.26 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.satlpec.com
大股东/持股	浙江卫星控股股份有限公司 /39.96%
实际控制人	杨卫东
总股本(百万股)	1,066
流通 A 股(百万股)	1,036
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	109.97
流通 A 股市值(亿元)	106.87
每股净资产(元)	6.97
资产负债率(%)	33.60

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.
CN

研究助理

刘永来 一般从业资格编号
S1060118060026
LIUYONGLAI647@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **国内第一全球前五的丙烯酸(酯)生产企业:** 公司是国内最大、全球前五大丙烯酸制造商, 是国内第一家以丙烷为原料形成 C3 产业一体化格局的民营上市企业。业务涵盖从丙烯、聚丙烯、丙烯酸普酸、高纯度丙烯酸, 到丙烯酸酯、高分子乳液、高吸水性树脂和颜料中间体等 10 多个大类产品。丙烷脱氢制丙烯项目的投产完全打通了 C3 全产业链, 公司营业收入也随着产业链的打通而逐年递增。
- **一季度业绩下滑但二季度好转, 看好公司下半年业绩:** 一季度营业收入同比下降 8.45%, 净利润下降 61.21%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比下降 60.48%, 主要原因是丙烯酸(酯)与原料价差的收窄; 嘉兴基地蒸汽停供, 导致基地内装置非计划停车, 产销量下降; 同时叠加春节期间下游工厂复工较晚, 采购量减少的原因。二季度业绩好转部分抵消了一季度的业绩下滑, 公司 2018 年 4-6 月份实现归属于上市公司股东的净利润为 2.135 亿元, 比上年同期增长 10.93%。三季度产品行情逐步进入传统旺季, 产销情况向好, 我们看好公司下半年的业绩表现。
- **油改水和去产能利好公司业务发展:** 油改水政策使得水性漆的市场份额正在赶超溶剂型涂料, 拉动公司主要产品销售。日本、欧美国家水性涂料的市场占有率已在 60% 以上, 而我国市场水性涂料占比不足 10%, 预计到 2022 年, 我国水性涂料市场需求将达到 634 万吨, 复合增速超过 20%, 发展空间较大。去产能背景下预计 2018-2019 年丙烯酸行业开工率有望进一步上行, 行业景气度将维持在较好水平, 作为国内最大的丙烯酸生产企业, 卫星石化是丙烯酸去产能最大的受益者。
- **做大做强丙烯产业链, 进军乙烯产业链:** 公司在打通 C3 全产业链后仍在精耕细作, 目前在建丙烷脱氢副产氢气制双氧水, 丙烷脱氢二期和连云港乙烷裂解等项目, 预计各个项目陆续在 2018 年底到 2020 年投产, 届时公司的营收和利润将大幅提升。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,355	8,188	9,214	14,541	18,548
YoY(%)	27.9	52.9	12.5	57.8	27.6
净利润(百万元)	312	942	1,227	1,844	2,389
YoY(%)	171.5	202.5	30.2	50.3	29.5
毛利率(%)	22.3	24.5	24.6	25.6	26.1
净利率(%)	5.8	11.5	13.3	12.7	12.9
ROE(%)	9.1	13.0	14.6	18.1	19.1
EPS(摊薄/元)	0.29	0.88	1.15	1.73	2.24
P/E(倍)	35.1	11.6	8.9	5.9	4.6
P/B(倍)	3.2	1.5	1.3	1.1	0.9

- **盈利预测与估值：**结合丙烯酸（酯）和丙烷脱氢市场状况，公司 2016–2018 年上半年生产经营情况以及公司在建项目计划投产时间，我们预计公司 2018–2020 年的归母净利润分别是 12.27 亿元、18.44 亿元、23.89 亿元，对应的 EPS 分别为 1.15、1.73、2.24 元，对应的 PE 分别为 8.9、5.9、4.6 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 市场需求风险：宏观经济的波动（尤其是建筑、房屋装修、汽车等涂料和胶黏剂使用大户的增速）对公司业务影响很大。如果这些行业的增速不及预期，将会影响公司产品的价格和销售增速，造成利润率的下滑。2) 油价和原材料价格大幅波动风险：公司目前完全覆盖了 C3 产业链并在建设 C2 产业链项目，进口丙烷和乙烷作为公司的原料，其价格的波动对公司成本端影响巨大，丙烷和乙烷原料的价格受到中东油气增产/减产幅度、美国页岩气开采量和油价的影响。油价和原材料价格的大幅度波动会影响企业的成本和成本管理难度。3) 项目进度不及预期风险：公司在建项目进度会受到资金到位情况、工业园区配套设施、主要设备生产和安装进度、主要技术和生产人员招聘进度、试运行是否顺利等因素的影响，倘若建设进度不及预期，将会影响公司的盈利。4) 资金风险：连云港乙烷裂解项目为公司自成立以来投资最大的项目，资金需求量非常大。项目融资受到公司经营状况、宏观经济、资本市场和相关政策影响。因此，资金问题也是影响项目顺利推进的因素之一。

正文目录

一、国内最大的丙烯酸（酯）生产商，打通 C3 全产业链	5
1.1 公司是国内第一全球前五的丙烯酸（酯）生产企业	5
1.2 丙烷脱氢投产打通 C3 全产业链，营收不断增加	6
1.3 一季度利润同比下滑，看好下半年业绩表现	7
1.4 限制性股票激励计划彰显公司信心	7
二、涂料行业油改水政策和环保去产能利好公司业务发展	8
2.1 环保升级，“油改水”政策拉动丙烯酸系列产品需求	8
2.2 去产能政策使公司受益	9
三、高油价提升公司丙烷脱氢盈利能力	10
3.1 丙烯-1.2 倍丙烷价差跟油价正相关	10
3.2 EIA 近期上调国际原油价格预测 2 美金，利好丙烷脱氢盈利预期	10
四、继续做大做精 C3 产业链，进军 C2 产业链	11
4.1 320 万吨/年轻烃裂解项目进展顺利，一期计划于 2020 年投产	11
4.2 项目产品市场需求大，工艺成熟，原材料供应有保障	13
五、盈利预测和投资评级	14
六、风险提示	16
6.1 市场需求风险	16
6.2 油价和原材料价格大幅波动风险	16
6.3 项目进度不及预期风险	16
6.4 资金风险	16

图表目录

图表 1	卫星石化及其前身发展历程	5
图表 2	卫星石化产业链和产能	5
图表 3	卫星石化组织架构	6
图表 4	卫星石化历年营业收入（亿元）	6
图表 5	公司产品-原料丙烷月度价差（人民币元）	7
图表 6	各地油改水政策施行时间和相关政策	8
图表 7	中国历年丙烯酸产能和产能增长率（万吨）	9
图表 8	中国历年丙烯酸供需和开工率（万吨）	10
图表 9	丙烯-1.2 倍丙烷价差跟油价的关系	10
图表 10	国际原油价格走势（美元/桶）	11
图表 11	卫星石化在建和计划建设的项目	11
图表 12	320 万吨/年轻烃综合加工利用项目主要装置	12
图表 13	320 万吨轻轻裂解项目主要里程碑和项目进展	12
图表 14	项目目标产品在中国的供需缺口（万吨）	13
图表 15	美国轻烃历年进出口（百万桶/天）	14
图表 16	卫星石化营收和盈利预测假设	15

一、国内最大的丙烯酸（酯）生产商，打通 C3 全产业链

1.1 公司是国内第一全球前五的丙烯酸（酯）生产企业

卫星石化(股票代码: 002648)全称浙江卫星石化股份有限公司, 成立于 2010 年, 前身为浙江卫星丙烯酸制造有限公司, 总部坐落于浙江嘉兴, 是国内最大、全球前五大丙烯酸制造商, 是国内第一家以丙烷为原料形成 C3 产业一体化格局的民营上市企业。

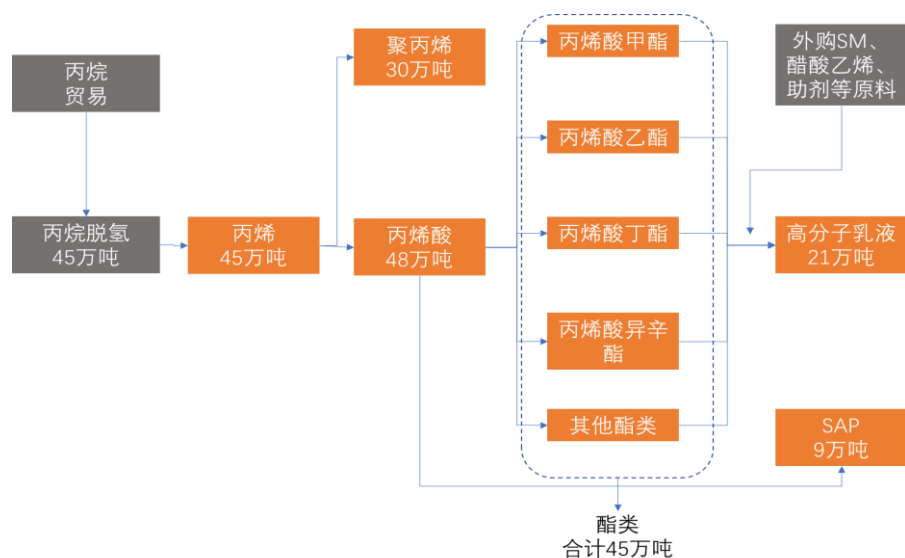
图表1 卫星石化及其前身发展历程

2005 年	公司前身卫星丙烯酸成立
2009 年	公司吸收合并山特莱德(国内最大的织物涂层胶和纺织浆料生产商), 主营业务顺延至下游丙烯酸酯高分子乳液行业
2009 年	公司 16 万吨/年丙烯酸装置投产
2009 年	收购国内最大的有机颜料中间体生产商之一的友联化工, 业务进一步拓展至有机颜料中间体和甲基丙烯酸行业
2010 年	公司整体更名为浙江卫星石化股份有限公司
2010 年	公司高吸水性树脂专利技术产业化获得初步成果, 试验产品累计销量达 66.87 吨
2011 年	公司成功上市
2014 年	45 万吨丙烷脱氢装置投产, 32 万吨丙烯酸和 30 万吨丙烯酸丁酯投产
2014 年	3 万吨/年 SAP 装置投产

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 平安证券研究所

目前公司业务涵盖从丙烯、聚丙烯、丙烯酸普酸、高纯度丙烯酸, 到丙烯酸酯、高分子乳液、高吸水性树脂和颜料中间体等 10 多个大类产品。产业链覆盖和产能情况如下图所示:

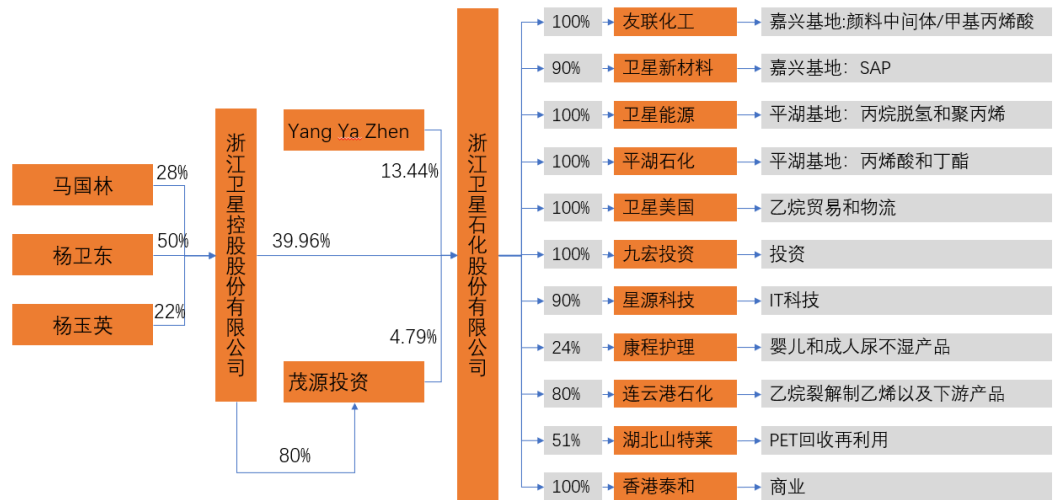
图表2 卫星石化产业链和产能



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

浙江卫星石化股份有限公司的控股股东为浙江卫星控股股份有限公司,持有卫星石化股份的 39.96%,其余两位较大股东为 Yang Ya Zhen(13.44%)和茂源投资(4.79%);控股股东浙江卫星控股股份有限公司由杨卫东、马国林和杨玉英三位自然人股东持股。其中杨卫东与 Yang Ya Zhen 为夫妻关系。

图表3 卫星石化组织架构



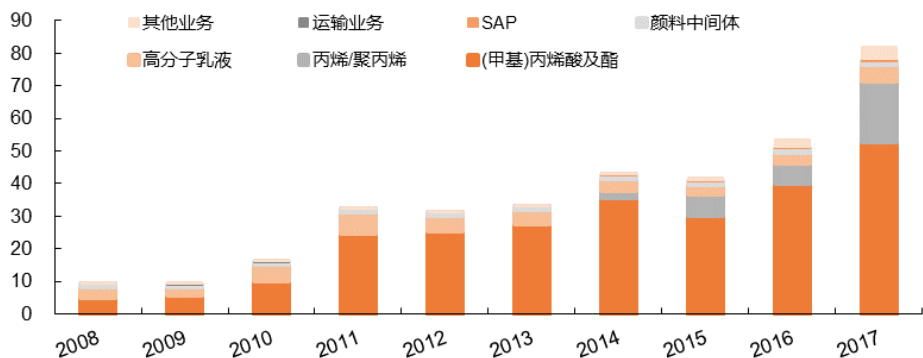
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.2 丙烷脱氢投产打通 C3 全产业链, 营收不断增加

2014 年公司投产了位于浙江省平湖市独山港区的丙烯及下游一体化项目, 包括全资子公司平湖石化年产 32 万吨丙烯酸及 30 万吨丙烯酸酯项目、全资子公司卫星能源的年产 45 万吨丙烷脱氢制丙烯及聚丙烯项目。卫星石化丙烷脱氢项目是继渤海化工 2013 年投产的 60 万吨丙烷脱氢项目之后国内第二套丙烷脱氢项目, 也是国内第一套采用 UOP-Oleflex 技术的丙烷脱氢装置。

投产之后不但扩大了丙烯酸和丙烯酸酯的产能, 而且所产的丙烯确保了丙烯酸原料的供应安全, 完全打通了 C3 全产业链, 锁定了产业链利润, 增加了抵御风险的能力。公司营业收入也随着产业链的扩展而逐年递增。

图表4 卫星石化历年营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 一季度利润同比下滑，看好下半年业绩表现

2018年4月24日公司发布2018年一季度报，一季度实现营业收入17.53亿元，比去年同期下降8.45%，实现归属于上市公司股东的净利润1.13亿元，比去年同期下降61.21%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为1.16亿元，比去年同期下降60.48%，实现每股EPS 0.11元。

2018年8月11日公司发布2018年上半年报，上半年公司实现营业收入43.59亿元，比上年同期增长8.00%；营业利润3.7亿元，比上年同期降低28.42%；实现归属于上市公司股东的净利润3.27亿元，比上年同期降低32.53%。值得注意的是，公司2018年4-6月份实现归属于上市公司股东的净利润为2.14亿元，比上年同期增长10.93%。上半年业绩略有下滑主要受到一季度业绩下滑幅度过大影响。

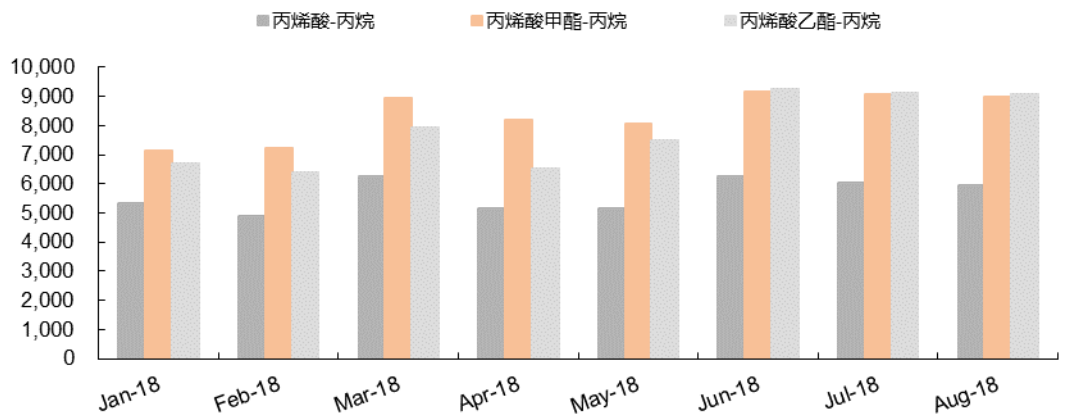
一季度公司盈利下滑原因之一是丙烯酸（酯）与原料价差的收窄，2018Q1丙烯酸、丙烯酸甲酯和丙烯酸乙酯跟丙烷的价差分别为5487元/吨/7767元/吨和7006元/吨，同比下降25%、5%和18%。

一季度公司盈利下滑原因之二是公司嘉兴基地蒸汽停供，导致基地内装置非计划停车，产销量下降；同时叠加春节期间下游工厂复工较晚，采购量减少的原因。目前嘉兴基地已恢复生产。

二季度公司进行PDH装置的计划内检修，因此二季度的丙烷脱氢业绩也受到一定影响，但从整个公司来看，二季度丙烯酸、丙烯酸甲酯和丙烯酸乙酯跟原料丙烷的价差分别是5519元/吨、8479元/吨和7757元/吨，同比上涨12%、28%和19%。综合考虑，二季度业务的好转抵消了一季度的业绩下滑。

截止8月10日，三季度丙烯酸、丙烯酸甲酯和丙烯酸乙酯跟原料丙烷的价差分别是5985元/吨、9030元/吨和9109元/吨，同比上涨1%、28%和12%，考虑到丙烷脱氢装置检修完毕，三季度产品行情逐步进入传统旺季，产销情况向好，我们看好公司下半年的业绩表现。

图表5 公司产品-原料丙烷月度价差（人民币元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.4 限制性股票激励计划彰显公司信心

公司于2018年6月25日召开公司第三届董事会第十三次会议，审议通过了《关于公司向2018年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的议案》，本次限制性股票总计212万股，其中预留22万股，授予数量为190万股，授予人数50人，主要是平湖生产基地中层管理人员以及技术（业务）骨干；授予价格7.44元/股。

激励计划分三期解锁,解锁条件分别为平湖 45 万吨 PDH 装置 2018 年 12 月 31 日前具备投料条件、平湖 15 万吨聚丙烯装置 2019 年 12 月 31 日前成功建成投产和相比 2017 年,公司 2020 年净利润增长率不低于 60%。

二、涂料行业油改水政策和环保去产能利好公司业务发展

2.1 环保升级,“油改水”政策拉动丙烯酸系列产品需求

油性涂料(溶剂型涂料)的有机溶剂挥发是涂料行业造成大气污染的主因,因此涂料行业被国务院发布的《大气污染防治行动计划》列入重点整治领域,VOCs(挥发性有机物)减排成为控制工作的重中之重,为此环保部专门出台《“十三五”VOCs 减排综合方案》,对 VOCs 排放进行重点治理。而降低涂料行业 VOC 排放最为行之有效的办法之一是用水性涂料代替油性涂料。

水性漆是一种以高分子树脂为基材,以水为溶剂的漆,配方以水性聚氨酯分散体和丙烯酸酯乳液为主,适用于木质家具和塑料器具,具有绿色、安全、作用方便的特点。水性漆以水作为稀释剂,比油性涂料以有机溶剂作为稀释剂环保性要高很多,它具有低甲醛、低刺激性气味的碳氢化合物,这个起点就奠定了水性漆的前景。再者,与油性涂料相比水性漆的 VOC 排放量是传统油性涂料排放量的 1/10 左右。继环保部的政策出台之后,各地也纷纷施行了水性漆代替油性漆的行动(“油改水”):

图表6 各地油改水政策施行时间和相关政策

地区	施行时间	政策
广东	2016 年 7 月 1 日	广东省集装箱制造企业执行《集装箱制造业挥发性有机物排放标准》(DB44/1837—2016),推广使用水性环保涂料涂装工艺
	2017 年 2 月 7 日	广东省发布了《广东省节能减排“十三五”规划》,其中规定,在建筑装饰装修行业推广使用符合环保要求的水性或低挥发性建筑涂料、木器漆和胶粘剂。建立涂料产品政府绿色采购制度,优先采用水性或低挥发性产品。
惠州	2016 年底	惠州在其发布的《惠州市节能减排“十三五”规划》(征求意见稿)中提出,在建筑行业禁止使用溶剂型涂料和胶粘剂。
深圳	2017 年 5 月 1 日	“深圳标准”(家具类)之一的深圳经济特区技术规范《家具成品及原辅材料中有害物质限量》已通过深圳市人民政府审查批准实施,新标准将全面禁止使用溶剂型涂料和溶剂型粘剂在深圳地区使用。
江苏	2017 年 2 月 8 日	江苏省印发《“两减六治三提升”专项行动方案》,明确提出强制使用水性涂料
西安	2017 年 4 月	西安严禁含高挥发性有毒有害的稀释剂在市场上销售,并加大对全市装饰涂料销售产品挥发性有机物含量监督性监测频次和管控力度,民用建筑内外墙体涂料强制使用水性漆,家庭装修倡导使用水性漆,限制淘汰型涂料,严禁使用溶剂型涂料;全市建筑施工工地内,禁止进行溶剂型涂料等涂料喷涂作业。
石家庄	2017 年 6 月底	石家庄市决定前淘汰有机溶剂型涂料企业,推广水性漆代替油漆。
京津冀	2017 年 9 月 1 日	北京、天津、河北三地将统一实施建筑类涂装环保标准,限制油漆和胶粘剂等挥发性有机物(VOC)的使用

南京	2017 年	2017 年南京市将要求全市 800 余家机动车维修单位全面禁止油漆，改用水性漆
武汉	2017	武汉市将在汽车制造、维修行业推行喷涂“油改水”。在家具制造、木制品加工行业推行挥发性有机物含量低的水性漆。

资料来源：政策文件，平安证券研究所

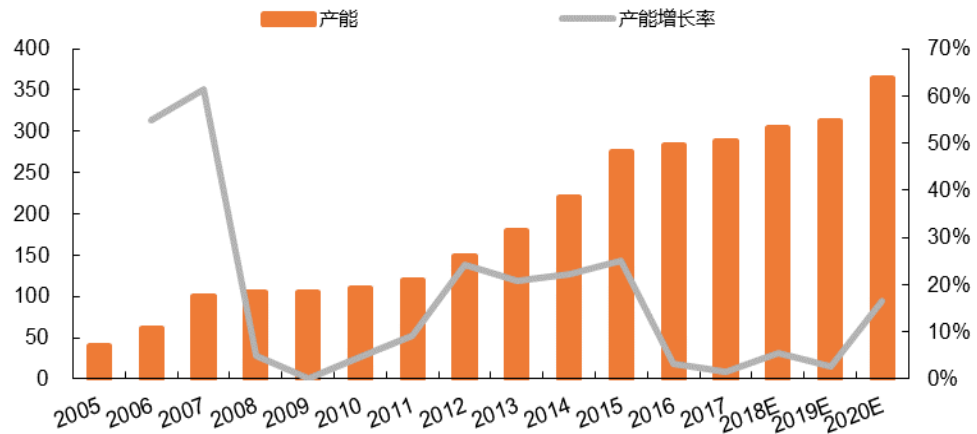
随着油改水政策的推进，溶剂型涂料的市场份额会持续流失。水性漆的市场份额正在赶超溶剂型涂料。作为水性涂料主要成膜物质的丙烯酸乳液市场也不断壮大。在日本、欧美国家水性涂料的市场占有率已在 60% 以上，而我国 2016 年水性涂料需求量约为 189 万吨，占涂料行业比重不足 10%，随着水性涂料在钢结构、家具、集装箱等领域的加快推进，预计到 2022 年，我国水性涂料市场需求将达到 634 万吨，复合增速超过 20%，发展空间较大。

2.2 去产能政策使公司受益

2015 年之后国内丙烯酸产能增速在 5% 以下，2017 年国内只有上海华谊丙烯酸一期的 16 万吨/年装置在 1 季度投产，考虑到其他关停的老装置，实际上国内 2018 年丙烯酸产能与 2016 年基本持平。目前国内丙烯酸行业形成了较为明显的寡头垄断态势，前五大企业共计占有约 65% 的份额。

未来 2 年，比较确定的丙烯酸产能投放有江苏三木 16 万吨、山东诺尔 8 万吨、卫星石化 36 万吨和上海华谊 16 万吨，投放时间集中在 2018 年下半年和 2019 年下半年。产能增速较为平缓。而海外丙烯酸的产能投放远少于国内，只有日本触媒的 10 万吨和 LG 化学的 18 万吨，预计海外丙烯酸的开工率有望进一步提升。

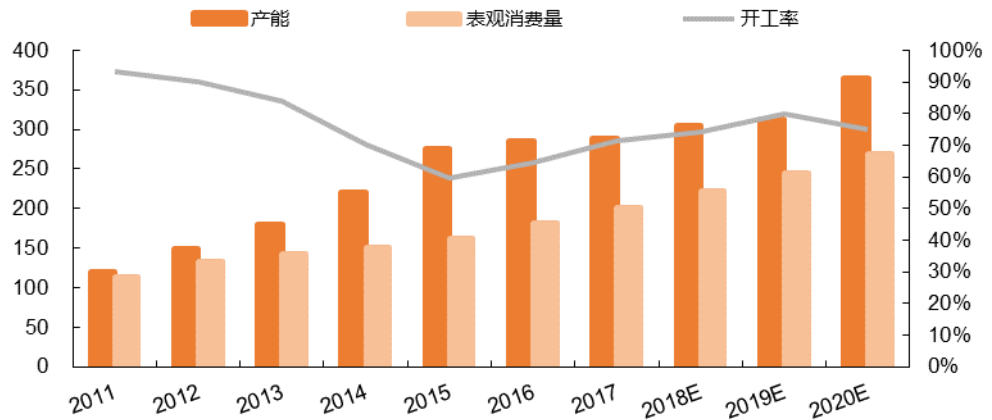
图表7 中国历年丙烯酸产能和产能增长率（万吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

丙烯酸的下游主要应用于胶粘剂、SAP 和涂料，其增速一直保持较高水平。预计 2018 年丙烯酸行业盈利能力将改善，主要由于丙烯酸 2018 年新增产能有限。另一方面，需求预计将稳定增长，保持 10% 左右增速。

图表8 中国历年丙烯酸供需和开工率（万吨）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

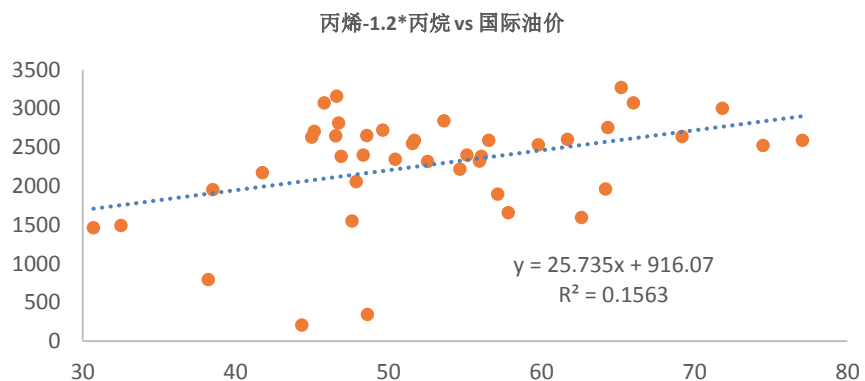
综上所述, 预计 2018-2019 年丙烯酸行业开工率有望进一步上行, 行业景气度将维持在较好水平, 国内丙烯酸行业格局正逐步改善, 作为国内最大的丙烯酸生产企业, 卫星石化是丙烯酸去产能最大的受益者。

三、高油价提升公司丙烷脱氢盈利能力

3.1 丙烯-1.2 倍丙烷价差跟油价正相关

我们在 7 月 24 日发布的报告《丙烯需求将稳步增长, 丙烷脱氢盈利向好》中分析得出: 丙烯丙烷价差跟油价呈现正相关关系, 相关系数 0.4, 为中等相关。随着油价的上涨, 丙烷脱氢的盈利能力得以提升。

图表9 丙烯-1.2 倍丙烷价差跟油价的关系



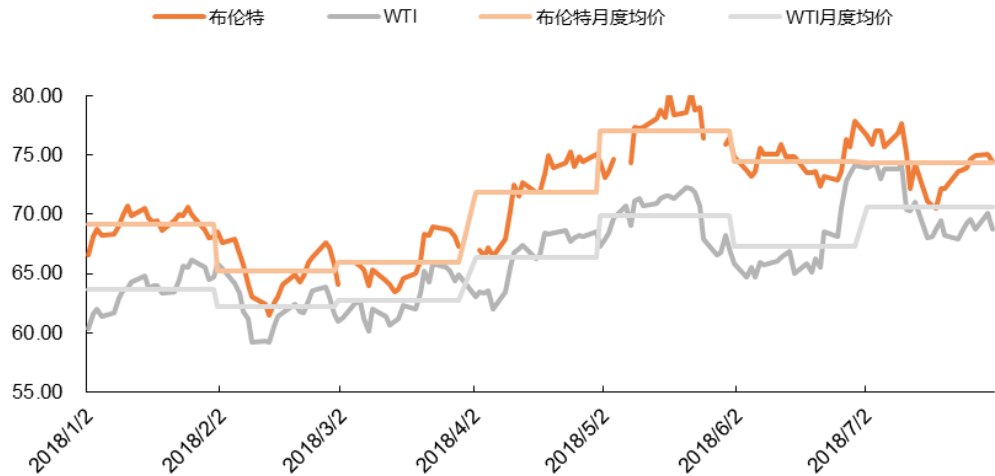
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 EIA 近期上调国际原油价格预测 2 美金, 利好丙烷脱氢盈利预期

EIA 在 8 月份的短期能源展望中预测布伦特现货原油价格 2018 年的平均价为 72 美元, 2019 年为 71 美元。布伦特-WTI 价差大约为 6 美元。截止 2018 年 8 月 2 日的 NYMEX WTI 原油期货期权价格

在 54 美金到 84 美金之间（95%置信区间）。本次预测比 7 月份的预测上调 2 美金，预示着下半年和 2019 年原油大概率保持在高位运行，给与丙烷脱氢盈利较强的支撑。

图表10 国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，平安证券研究所

四、继续做大做精 C3 产业链，进军 C2 产业链

卫星石化自创立以来致力于 C3 产业链的建设，在打通丙烷脱氢制丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯-高分子乳液全产业链后，目前仍在精耕细作，继续在 C3 产业链领域做大规模和做精细分产业，同时进军 C2 产业链。公司目前在建和计划中的项目如下：

图表11 卫星石化在建和计划建设的项目

项目	产品	地点	产能	状态	投产时间
丙烷脱氢二期	丙烯、副产氢气	嘉兴	45 万吨	在建	2018 年底
副产氢气制双氧水	双氧水	嘉兴	22 万吨	物理竣工	2018 年三季度
丙烷脱氢二期配套聚丙烯	聚丙烯	嘉兴	15 万吨	在建	2018 年底
高吸水性树脂三期	SAP	嘉兴	6 万吨	前期工作	2019 年
丙烯酸及酯二期	丙烯酸、丙烯酸酯	嘉兴	36 万吨	前期工作	2019 年
乙烷裂解项目	乙烯及下游衍生物	连云港	320 万吨	在建	2020

资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.1 320 万吨/年轻烃裂解项目进展顺利，一期计划于 2020 年投产

位于连云港石化产业园的 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目将利用进口乙烷、丙烷，采用世界先进生产工艺与技术，规划建设乙烷裂解乙烯装置，并配套聚乙烯、环氧乙烷/乙二醇、醋酸乙烯等下游装置；同时为了拓展公司丙烷脱氢制丙烯的 C3 产业链优势，也将规划建设丙烷脱氢制丙烯装置，

配套聚丙烯、苯乙烯和丙烯腈等下游装置。项目所在地连云港石化产业园是国家重点规划建设七大石化产业基地之一。

项目的具体内容：总投资含税约 330 亿元，固定资产计划投资含税约 300 亿元，建设项目内容包括年产 250 万吨乙烷裂解制乙烯装置、年产 150 万吨丙烷脱氢制丙烯装置、PE、EO/EG、丙烯腈、聚丙烯等下游配套装置。建设项目分期进行，一期项目计划总投资含税约 195 亿元，固定资产投资含税约 177 亿元，主要为 C2 产业链装置，二期项目计划总投资含税约 135 亿元，固定资产投资含税约 123 亿元，主要为 C3 产业链装置。

图表12 320万吨/年轻烃综合加工利用项目主要装置

项目分期	主要装置	产能
一期	乙烯联合装置	125 万吨
一期	环氧乙烷	72 万吨
一期	乙二醇	91 万吨
一期	LLDPE	50 万吨
一期	HDPE	40 万吨
二期	轻烃裂解装置	125 万吨
二期	环氧乙烷	72×2 万吨
二期	乙二醇	91×2 万吨
二期	LDPE	50 万吨
二期	苯乙烯	50 万吨
二期	丙烯腈	26 万吨

资料来源：公司公告，平安证券研究所

项目一期已于 2018 年上半年进入正式实施阶段，计划 10 个月内启动一期项目主体装置或主体厂房安装施工，在 2020 年上半年前本项目一期项目建成投产，该项目的主要里程碑和进展如下：

图表13 320万吨轻烃裂解项目主要里程碑和项目进展

日期	大事记
2017年9月3日	浙江卫星石化股份有限公司与国家东中西区域合作示范区（连云港徐圩新区）管委会签署了《年产400万吨烯综合利用示范产业园项目合作框架协议书》
2017年12月22日	公司第三届董事会第九次会议审议通过了《关于设立控股子公司连云港石化有限公司的议案》。
2018年1月8日	公司2018年第一次临时股东大会审议通过了《关于与东中西示范区（连云港徐圩新区）管委会签订合作协议书的议案》和《关于公司设立控股子公司连云港石化有限公司的议案》，公司投资设立控股子公司连云港石化有限公司
2018年1月17日	完成年产400万吨烯综合利用示范产业园项目年产250万吨乙烷裂解制乙烯项目的可行性研究报告，并确定向相关项目审批部门的正式申报项目名称为连云港石化有限公司320万吨/年轻烃综合加工利用项目 将工厂及厂外配套项目的工程设计工作交由中国石化工程建设有限公司承担，双方签订《连云港石化有限公

司 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目工程设计合同协议书》标志双方正式开展工程设计工作。

2018 年 3 月	浙江卫星石化股份有限公司全资子公司浙江卫星能源有限公司在美国设有 Satellite Petrochemical USA Corp. (卫星石化(美国)公司)拟与 Sunoco Partners Marketing & Terminals L.P.共同出资在美国设立新公司即 Orbit Gulf Coast NGL Exports, LLC. (以美国相关州公司注册登记部门注册登记的名称为准), 进行乙烷出口中国和开拓美国市场业务。
2018 年 3 月 15 日	浙江卫星石化股份有限公司(STL)与美国能源运输公司(Energy Transfer)、英国航海家气体运输公司(Navigator Gas) 合作协议签约仪式在首都北京举行。卫星石化董事长杨卫东分别与美国能源运输公司总裁麦吉·马克里 Mackie McCrea、英国航海家气体运输公司董事长戴维·巴特 David Butters 签署了《乙烷供应协议》及《乙烷运输谅解备忘录》, 标志着三方全方位合作正式开启。协议的签署是中国石化工业发展历史上第一份进口美国乙烷的正式合同, 也是美国页岩气革命以来, 乙烷出口中国的第一单, 具有里程碑的重要意义
2018 年 7 月	完成首批乙烷专用运输船的租约签订。项目原料保障得到彻底解决。
截止目前	各项工作进度符合项目计划要求。

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

4.2 项目产品市场需求大, 工艺成熟, 原材料供应有保障

项目下游主要生产聚乙烯和乙二醇等产品, 聚乙烯是乙烯最大的下游产品, 乙二醇是乙烯的下游第二大产品, 目前这两类产品均大量依赖进口, 国内供需缺口较大, 具体需求情况见下表:

图表14 项目目标产品在中国的供需缺口(万吨)

产品	2016 年			2020 年(预测)		
	总需求量	进口量	自给率	总需求量	进口量	自给率
乙烯	2352	1247	47%	4400	1500	66%
聚乙烯	2410	964	60%	2900	730	75%
乙二醇	1283	757	41%	1800	882	51%

资料来源: 石油经济技术研究院《中国聚烯烃产业发展趋势透析》, 公司公告, 平安证券研究所

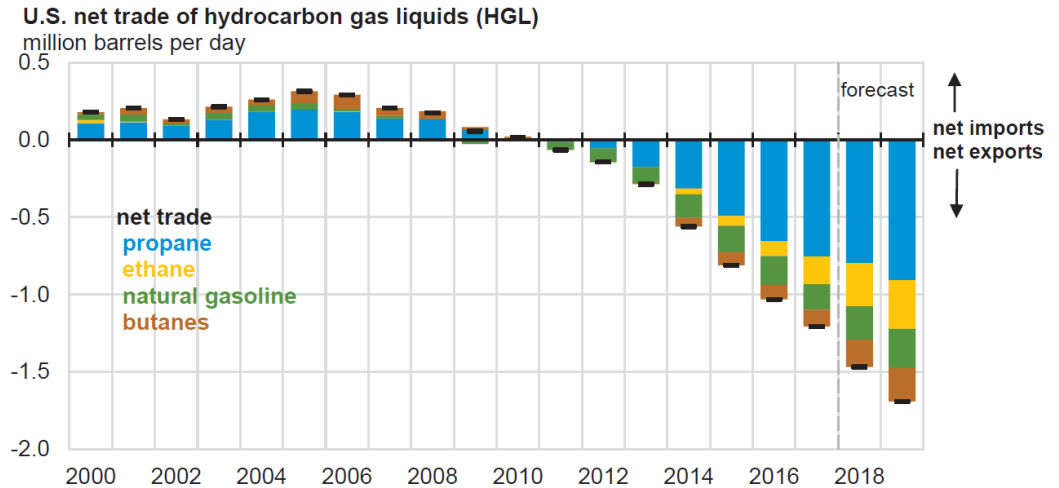
项目建成后将对国内乙烯供应及提高下游产品的自给率将起到重要作用, 对国内乙烯工业具有重要的影响。

项目采用的乙烷裂解技术成熟, 乙烷裂解制乙烯技术在全球已经成功运行多年, 世界上著名的乙烯专利公司 CB&I - Lummus 公司、S&W 公司、KBR 公司、Linde 公司、TPL/KTI 公司, 国内的寰球、SEI 等, 都具有成熟可靠的裂解炉技术。据统计, 目前乙烷裂解制乙烯装置主要集中在美国、加拿大、中东和西欧。例如: 埃克森美孚化学公司、陶氏化学、INEOS Americas 公司、Sweeny Texas 公司、台塑化学, 上述装置为公司项目提供可靠的案例。2018 年 4 月 18 日, CB&I - Lummus 宣布其获得浙江卫星石化股份有限公司的子公司连云港石化有限公司乙烯技术合同。CB&I 的服务范围包括为两套 125 万吨/年的乙烯装置提供工艺设计包、加热炉设计和专利技术许可服务。设计将采用 CB&I 业界领先的、低成本乙烷裂解工艺流程, 该工艺通过减少装置的设备台数从而降低投资成本。

受美国页岩气革命的影响, 其国内乙烷、丙烷资源得到充分开发, 产能日益增加。目前美国的丙烷已经形成较为广泛的销售。而乙烷随着近年来轻质化原料的开发和利用, 除在国内用于乙烷裂解制

乙烯外，也在寻求出口。出口设施和乙烷运输船等逐步建设，全球首艘超大型乙烷运输船已交付使用。美国乙烷出口的条件日益成熟。美国 EIA 数据显示，从 2011 年开始美国成为轻烃净出口国，出口量逐年高速增长，预计 2018 年将达到 1.5 百万桶/天。预计 2020 年出口量将超过 2 百万桶/天，其中丙烷和乙烷占大部分，这将为连云港项目的原料来源提供较好的保障。

图表15 美国轻烃历年进出口（百万桶/天）



资料来源：EIA，平安证券研究所

连云港烯烃综合利用项目投产后，将对目前公司的 C3 产业链业务形成较好互补。届时 1) 将使公司产品更加多元化，提高公司抗风险能力，将大力提升公司的行业影响力和可持续发展能力；2) 实现公司 C2、C3 产业链两条腿走路，能够巩固公司在 C2、C3 产业链的持续盈利能力及对产品价格波动的稳定能力；3) 可为公司的战略转型和产业链延伸搭建良好的产业发展平台，为公司的产业升级和增强持续盈利能力奠定基础，并对公司未来盈利和发展产生积极的影响。

五、盈利预测和投资评级

结合丙烯酸（酯）和丙烷脱氢市场状况，公司 2016–2018 年上半年生产经营情况以及公司在建项目计划投产时间，我们对公司未来三年盈利情况进行预测。预测 2018–2020 年，丙烷脱氢制丙烯/聚丙烯业务营收增长率分别为 10%、105%、5%，其中 2019 年的高增长主要来自于 2018 年底投产的 45 万吨丙烷脱氢二期项目；丙烯酸（酯）营收增长率分别为 8%、44%、34%，其中 2019 年和 2020 年的高增长主要来自新增丙烯酸和丙烯酸酯产能；其余业务占比较小，参考 2016 和 2017 年的增长率给与合理增长率预测，另外公司已经出售运输业务；由于丙烷脱氢的投产，也不再进行丙烯贸易业务。

预计 2018–2020 年，公司总体营收增长率分别为 13%、58%、28%，营业收入分别为 92、145、185 亿元，毛利率分别为 22.64%、25.60%、26.06%，公司各项业务增速及毛利率假设如下表所示：

预计公司 2018–2020 年的归母净利分别是 12.27 亿元、18.44 亿元、23.89 亿元，对应的 EPS 分别为 1.15、1.73、2.24 元，对应的 PE 分别为 8.9、5.9、4.6 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表16 卫星石化营收和盈利预测假设

业务	类别	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
(聚)丙烯	营业收入(百万元)	0.00	1841.62	2025.78	4158.54	4366.46
	营收增长率	-	0.00%	10.00%	105.28%	5.00%
	毛利率	-	22.74%	23.44%	27.27%	27.97%
(甲基)丙烯酸及酯	营业收入(百万元)	3996.82	5279.59	5681.30	8202.38	10961.36
	营收增长率	-	32.09%	7.61%	44.38%	33.64%
	毛利率	22.07%	24.42%	24.50%	24.69%	25.62%
高分子乳液	营业收入(百万元)	336.58	520.97	700.51	941.91	1266.51
	营收增长率	-	54.78%	34.46%	34.46%	34.46%
	毛利率	36.72%	32.64%	32.64%	32.64%	32.64%
颜料中间体	营业收入(百万元)	134.14	123.44	123.44	123.44	123.44
	营收增长率	-	-7.97%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	44.07%	44.40%	44.40%	44.40%	44.40%
SAP	营业收入(百万元)	52.76	62.90	86.52	119.00	163.68
	营收增长率	-	19.21%	37.55%	37.55%	37.55%
	毛利率	-14.74%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
运输业务	营业收入(百万元)	9.39	4.11	1.80	0.00	0.00
	营收增长率	-	-56.23%	-56.23%	-100.00%	0.00%
	毛利率	25.60%	23.42%	23.42%	-	-
丙烯贸易	营业收入(百万元)	612.71	0.00	0.00	0.00	0.00
	营收增长率	-	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	17.41%	-	-	-	-
其他业务	营业收入(百万元)	212.24	355.29	594.76	995.63	1666.70
	营收增长率	-	67.40%	67.40%	67.40%	67.40%
	毛利率	12.63%	20.11%	20.11%	20.11%	20.11%
合计	营业收入(百万元)	5354.64	8187.92	9214.10	14540.90	18548.15
	营收增长率	-	52.91%	12.53%	57.81%	27.56%
	毛利率	22.28%	24.50%	24.64%	25.60%	26.06%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

六、风险提示

6.1 市场需求风险

公司的主要产品丙烯酸、丙烯酸酯、高分子乳液和聚丙烯的市场需求受到下游涂料、胶黏剂、塑料加工等行业增速的直接拉动，根本上是受到宏观经济各个子部门的增速影响。因此宏观经济的波动，尤其是建筑、房屋装修、汽车等涂料和胶黏剂使用大户的增速对公司业务影响很大。如果这些行业的增速不及预期，将会影响公司产品的价格和销售增速，造成利润率的下滑。

6.2 油价和原材料价格大幅波动风险

公司目前完全覆盖了 C3 产业链并在建设 C2 产业链项目，进口丙烷和乙烷作为公司的原料，其价格的波动对公司成本端影响巨大，丙烷和乙烷原料的价格受到中东油气增产/减产幅度、美国页岩气开采量和油价的影响。油价和原材料价格的大幅度波动会影响企业的成本和成本管理难度。目前看来中美贸易战暂时对公司影响不大，因为公司的丙烷主要来自非美国地区，而中国进口美国乙烷暂未形成规模，目前还没有单独的税则号，暂未受到贸易战的波及，但未来存在一定的不确定性。

6.3 项目进度不及预期风险

目前公司在建和计划在建的项目较多，其中连云港乙烷裂解项目计划到 2020 年投产，在这两年半的时间内，进度会受到资金到位情况、工业园区配套设施、主要设备生产和安装进度、主要技术和生产人员招聘进度、试运行是否顺利等因素的影响，倘若建设进度不及预期，将会影响公司的盈利。

6.4 资金风险

连云港乙烷裂解项目为公司自成立以来投资最大的项目，资金需求量非常大。需要通过自有资金、项目公司固定资产银行贷款、其他融资方式解决。但自有资金受公司经营状况影响，项目公司固定资产银行贷款无法办理或贷款规模较大而增加公司负债，而其他融资方式可能受宏观经济、资本市场和相关政策影响存在不确定性。因此，资金问题也是影响项目顺利推进的因素之一。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5215	6736	7837	8217
现金	1696	3321	1558	2729
应收账款	361	398	800	729
其他应收款	17	35	48	58
预付账款	105	100	223	188
存货	762	609	1527	1180
其他流动资产	2274	2274	3681	3333
非流动资产	4969	5486	9172	11452
长期投资	96	97	98	98
固定资产	3283	3867	7449	9652
无形资产	376	382	393	407
其他非流动资产	1214	1139	1233	1295
资产总计	10184	12222	17009	19669
流动负债	2929	3723	4989	5453
短期借款	1718	1718	1718	1718
应付账款	606	863	1426	1476
其他流动负债	605	1141	1845	2258
非流动负债	44	147	1891	1787
长期借款	0	103	1847	1743
其他非流动负债	44	44	44	44
负债合计	2973	3871	6880	7240
少数股东权益	13	6	-7	-27
股本	1064	1066	1066	1066
资本公积	4155	4167	4167	4167
留存收益	1950	3049	4652	6652
归属母公司股东权益	7198	8345	10135	12457
负债和股东权益	10184	12222	17009	19669

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	566	2577	620	4677
净利润	935	1220	1832	2368
折旧摊销	548	429	647	815
财务费用	136	36	164	310
投资损失	42	8	11	15
营运资金变动	-1124	879	-2039	1163
其他经营现金流	29	4	5	5
投资活动现金流	-1565	-958	-4350	-3115
资本支出	528	516	3686	2279
长期投资	-57	-1	-1	-1
其他投资现金流	-1094	-443	-664	-837
筹资活动现金流	1790	6	1967	-392
短期借款	-7	0	0	0
长期借款	-113	103	1744	-104
普通股增加	260	2	0	0
资本公积增加	2722	12	0	0
其他筹资现金流	-1072	-111	224	-287
现金净增加额	753	1625	-1762	1170

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8188	9214	14541	18548
营业成本	6182	6943	10818	13715
营业税金及附加	31	25	38	53
营业费用	227	302	503	616
管理费用	503	660	1110	1351
财务费用	136	36	164	310
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	-25	-4	-5	-5
投资净收益	-42	-8	-11	-15
营业利润	1043	1235	1892	2483
营业外收入	3	14	12	9
营业外支出	21	12	12	13
利润总额	1025	1237	1892	2478
所得税	90	17	60	110
净利润	935	1220	1832	2368
少数股东损益	-7	-7	-13	-21
归属母公司净利润	942	1227	1844	2389
EBITDA	1626	1697	2602	3393
EPS (元)	0.88	1.15	1.73	2.24

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	52.9	12.5	57.8	27.6
营业利润(%)	238.9	18.4	53.2	31.2
归属于母公司净利润(%)	202.5	30.2	50.3	29.5
获利能力				
毛利率(%)	24.5	24.6	25.6	26.1
净利率(%)	11.5	13.3	12.7	12.9
ROE(%)	13.0	14.6	18.1	19.1
ROIC(%)	11.0	12.2	13.3	14.9
偿债能力				
资产负债率(%)	29.2	31.7	40.5	36.8
净负债比率(%)	0.4	-17.6	24.4	10.4
流动比率	1.8	1.8	1.6	1.5
速动比率	1.5	1.6	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	24.3	24.3	24.3	24.3
应付账款周转率	9.5	9.5	9.5	9.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.15	1.73	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.19	2.42	0.58	4.39
每股净资产(最新摊薄)	6.75	7.83	9.51	11.69
估值比率				
P/E	11.60	8.91	5.93	4.58
P/B	1.52	1.31	1.08	0.88
EV/EBITDA	6.8	5.6	5.2	3.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033