

# 卫星石化 (002648)

证券研究报告

2019年11月29日

## 进军 C2 产业链，开启新一轮高增长

**公司介绍:** 公司是 C3 行业龙头，目前拥有 90 万吨 PDH、45 万吨 PP、48 万吨丙烯酸、30 万吨丙烯酸丁酯、9 万吨 SAP 等，丙烯酸及酯和（聚）丙烯是公司盈利主要来源。公司在连云港徐圩新区投资乙烷裂解及下游项目，进入 C2 产业链，一期预计 2020 年底投产，2021 年开始贡献业绩。

### 乙烷裂解项目：最优原料路线，2021 年增量可期

1) 乙烷裂解成本优势明显：乙烷裂解由于其原料成本低、乙烯收率高等优势，位于各工艺路线乙烯成本曲线的最左端，乙烷裂解历史盈利均值 3000 元/吨以上。尽管 2020-2021 年是乙烯投产大年，公司路线优势助其保有良好利润。

2) 美国乙烷供给持续宽松，目前美国乙烷仍有 140 万桶/天的过剩量作为天然气销售，未来仍将保有 100-120 万桶/天的过剩量。且乙烷储运瓶颈未来 3 年内无需担心。预计美国乙烷价格大概率维持 20-30 美分/加仑的低位。

3) 我们测算，中性情形下，乙烯按照 MTO 现金成本，乙烷裂解盈利有 1800 元/吨左右。悲观情形下，乙烯按照石脑油现金成本，乙烷裂解盈利仍有 1200 元/吨。

### PDH：轻质化路线优势提供盈利安全边际

2019 年来，受益于美国本土化工需求减少，和中美贸易争端对全球丙烷贸易路线的改变，未来流入中国市场的丙烷价格大概率继续保持低位，PDH 成本优势开始显现。我们测算，中性情形下，丙烯按照 MTO 现金成本，PDH 盈利仍有 900 元/吨左右。悲观情形下，丙烯按照石脑油现金成本，PDH 盈利仍有 300 元/吨。

### C3 下游：丙烯酸供需仍承压，SAP 亮点值得重视

1) 国内丙烯酸行业供给压力仍存：2020/2021 年，国内新增产能分别为 36 和 20 万吨，增速分别为 11.0%和 5.5%，届时国内总产能达到 382 万吨，预计开工率将进一步下降，预计丙烯酸及酯盈利维持相对低位。

2) SAP 产品逐渐步入正轨，已开始贡献盈利：经过几年积累，2017 年 SAP 毛利率由负转正，2019 年前三季度毛利率已经超过 20%。预计 2020 年，公司三期 6 万吨 SAP 将会投产，SAP 营收和毛利将会进一步增加。

### 盈利预测、估值、及投资评级

维持公司 19/20/21 年业绩预测 13.7/17.7/30.1 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.3/8.7/5.1 倍。2019~2021 年，公司将进入产能投放、业绩释放期。即使在化工行业整体景气低迷背景下，公司也有一定的盈利基础。且公司同比估值、及相比历史估值区间均较便宜。维持“买入”评级。

**风险提示:** 乙烷裂解项目投产不及预期的风险；美国乙烷价格暴涨的风险；宏观经济持续走弱的风险；丙烯酸及酯二期投产不及预期的风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,187.92	10,029.30	10,748.10	13,623.94	21,306.68
增长率(%)	52.91	22.49	7.17	26.76	56.39
EBITDA(百万元)	1,580.77	1,983.02	2,022.20	2,824.25	5,248.20
净利润(百万元)	942.46	940.63	1,365.61	1,770.16	3,007.72
增长率(%)	202.49	(0.19)	45.18	29.62	69.91
EPS(元/股)	0.88	0.88	1.28	1.66	2.82
市盈率(P/E)	16.33	16.36	11.27	8.69	5.12
市净率(P/B)	2.14	1.91	1.68	1.05	0.84
市销率(P/S)	1.88	1.53	1.43	1.13	0.72
EV/EBITDA	10.92	5.23	7.21	8.72	4.80

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学原料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.44 元
目标价格	22.5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,065.71
流通 A 股股本(百万股)	1,038.19
A 股总市值(百万元)	15,388.79
流通 A 股市值(百万元)	14,991.50
每股净资产(元)	8.35
资产负债率(%)	48.30
一年内最高/最低(元)	22.85/9.13

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**贾广博** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

**刘子栋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090001  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《卫星石化-季报点评:Q3 净利润持续增长，经营性现金流大幅改善》2019-10-27
- 《卫星石化-半年报点评:2019 半年报：业绩符合预期，积极布局》2019-07-31
- 《卫星石化-公司点评:响水事件持续发酵，丙烯酸价格有望上涨》2019-04-07



## 内容目录

1. 公司产业链布局	4
2. 乙烷裂解：最佳原料路线，2021 年增量可期	5
2.1. 路线优势：乙烷裂解成本优势明显，历史盈利均值 3000 元以上	5
2.2. 国内供需：乙烯迎来投产高峰，MTO 现金成本是乙烯定价边际	6
2.3. 原料：美国乙烷供需及价格展望	6
2.3.1. 美国乙烷供给持续宽松	6
2.3.2. 未来乙烷如何定价？——从回注 vs. 分离经济性角度考虑	7
2.3.3. 储运瓶颈无需担心	8
2.4. 公司乙烷裂解项目预计 2020 年底投产	9
3. PDH：轻质化路线优势提供盈利安全边际	11
3.1. 路线优势：2019 年以来成本优势开始体现	11
3.2. 国内供需：丙烯产能投放有望放缓	12
3.3. 原料：全球丙烷供应仍过剩，丙烷价格有望长期维持低位	12
3.3.1. 供应端：美国丙烷产量快速增长	12
3.3.1. 需求端：美国本土化工需求减少，中美贸易争端改变贸易路线	13
4. C3 下游：丙烯酸供需仍承压，SAP 亮点值得重视	14
4.1. 国内丙烯酸行业供给压力仍存	14
4.2. 公司一体化优势，丙烯酸盈利好于同行	15
4.3. 公司 SAP 产品逐渐步入正轨，已开始贡献盈利	15
5. 盈利预测与估值	16
5.1. 盈利预测	16
5.1. 估值及同行比较	16

## 图表目录

图 1：公司股权结构及主要子公司	4
图 2：上市以来公司营业收入和归母净利润（亿元）	4
图 3：2019 年上半年公司毛利主要构成	4
图 4：公司 C3 产业链	5
图 5：2019 年各工艺路线乙烯成本曲线及当前乙烯价格（元/吨）	5
图 6：不同路线乙烯历史盈利回溯（元/吨）	6
图 7：国内乙烯供需平衡表（万吨）	6
图 8：乙烯产能结构及需求量（万吨）	6
图 9：美国乙烷产量及回注量推算（万桶/天）	7
图 10：乙烷价格贴近天然气价格（美元/mmbtu）	7
图 11：各产区乙烷回注量估算（万桶/天）	8
图 12：各产区乙烷到墨西哥湾运距及运价（美分/加仑）	8
图 13：乙烯下游消费结构	10

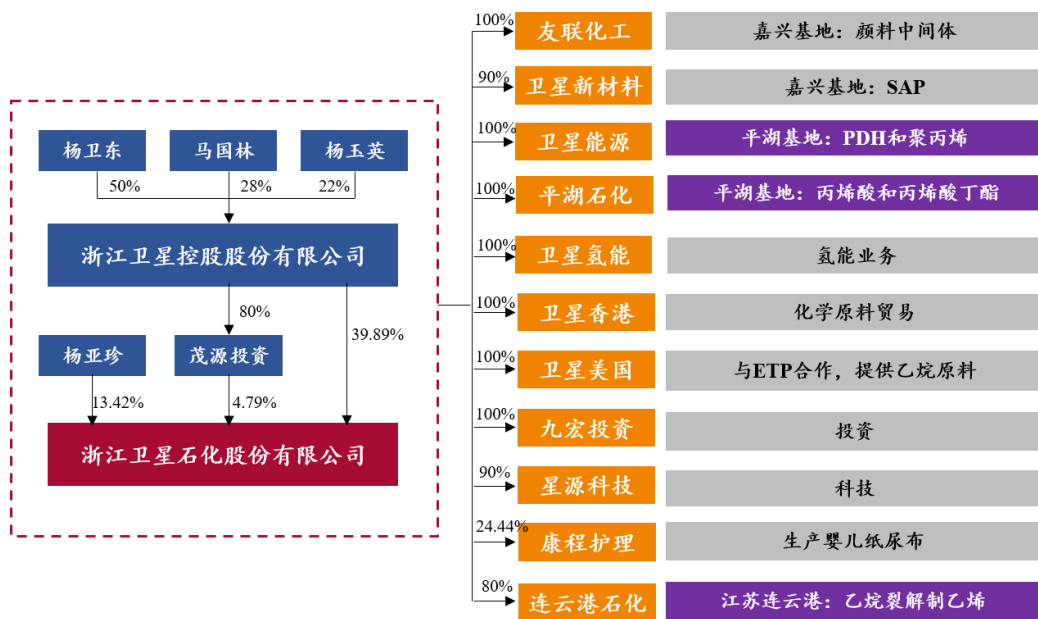
图 14: PE 价格及盈利 (元/吨) .....	10
图 15: MEG 价格及盈利 (元/吨) .....	11
图 16: EO 价格及盈利 (元/吨) .....	11
图 17: 2019 年各工艺路线丙烯成本曲线及丙烯价格 (元/吨) .....	11
图 18: 不同路线丙烯盈利回溯 (元/吨) .....	12
图 19: 国内丙烯供需平衡表 (万吨) .....	12
图 20: 丙烯产能结构及需求量 (万吨) .....	12
图 21: 美国 NGL 及组分产量 (百万桶/天) .....	13
图 22: 美国丙烷不同来源产量 (百万桶/天) .....	13
图 23: 美国丙烷消费量: 出口和蒸汽裂解 (千桶/天) .....	13
图 24: 以乙烷和丙烷为原料的蒸汽裂解装置盈利情况 (美元/吨) .....	14
图 25: 丙烯酸供需平衡表 (万吨) .....	14
图 26: 丙烯酸行业开工率 .....	14
图 27: 丙烯酸行业盈利情况 (元/吨) .....	15
图 28: 卫星石化与同行丙烯酸及酯单位毛利比较 (2018 年) .....	15
图 29: 华东地区丙烯酸企业配套丙烯情况 (万吨) .....	15
图 30: SAP 产能 (万吨) .....	16
图 31: SAP 产品盈利情况 (元/吨) .....	16
图 32: 卫星石化历史 PE 估值区间 .....	17
图 33: 卫星石化历史 PB 估值区间 .....	17
表 1: 未来 3 年美国乙烷回注量会维持在 100~120 万桶/天之间 .....	7
表 2: 新增通向 MB 的 NGL 管道(万桶/天) .....	9
表 3: 2020-2021 年新增 NGL 分离装置产能 (万桶/天) .....	9
表 4: 乙烷裂解项目一二期规划装置 .....	10
表 5: 乙烷裂解一期项目各装置单吨利润 (元/吨) 和总利润 (亿元) .....	11
表 6: 卫星石化 PE 和 PB 估值与同行对比 .....	17

## 1. 公司产业链布局

公司目前产能包括：90万吨PDH、45万吨聚丙烯、48万吨丙烯酸、30万吨丙烯酸丁酯、8万吨丙烯酸异辛酯、4万吨丙烯酸乙酯、4万吨丙烯酸甲酯、21万吨高分子乳液、9万吨SAP和2.1万吨颜料中间体。2020年，新项目48万吨丙烯酸及酯将投产。2019年上半年，丙烯酸及酯、丙烯、聚丙烯占到总毛利的80%以上。

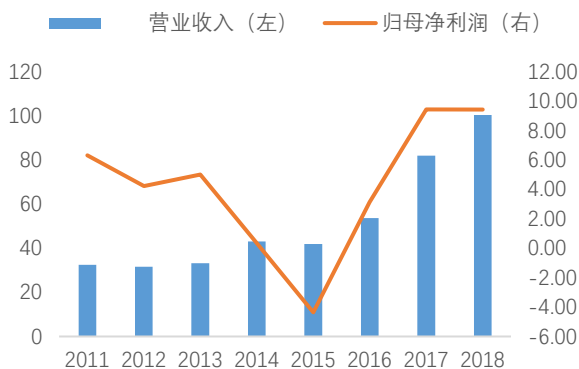
2017年9月，公司与国家东中西区域合作示范区（连云港徐圩新区）管委会，签署了《年产400万吨烯烃综合利用示范产业园项目合作框架协议书》，项目总投资额约330亿元，公司正式进入C2产业链。项目二期乙烯产能共250万吨，下游配套PE、MEG、EO等产品，一期125万吨乙烯及下游预计2020年底投产。

图1：公司股权结构及主要子公司



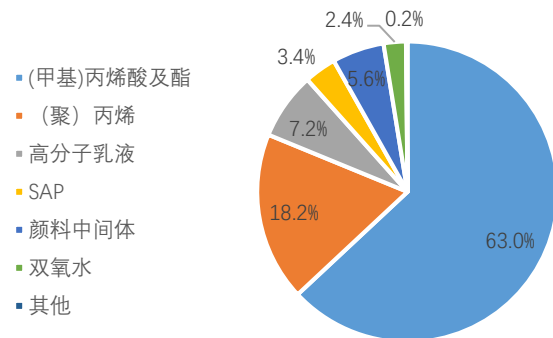
资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：紫色代表公司当前及未来主要盈利的子公司

图2：上市以来公司营业收入和归母净利润（亿元）



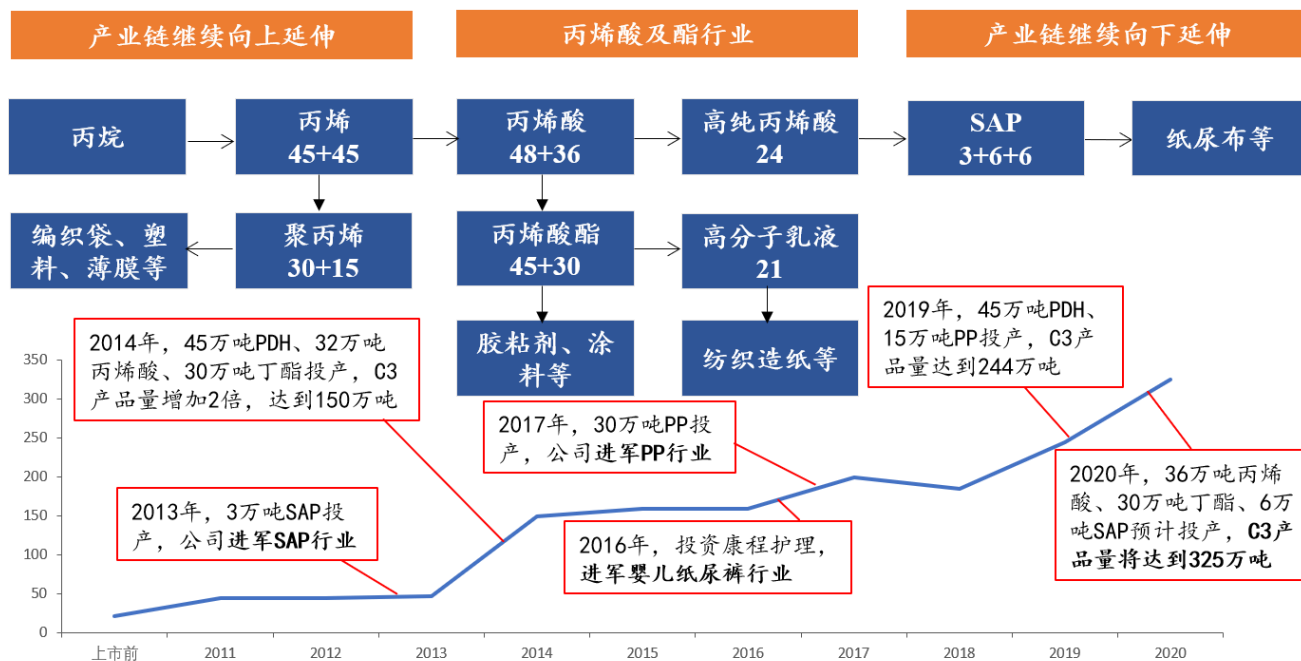
资料来源：wind，天风证券研究所

图3：2019年上半年公司毛利主要构成



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司 C3 产业链



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

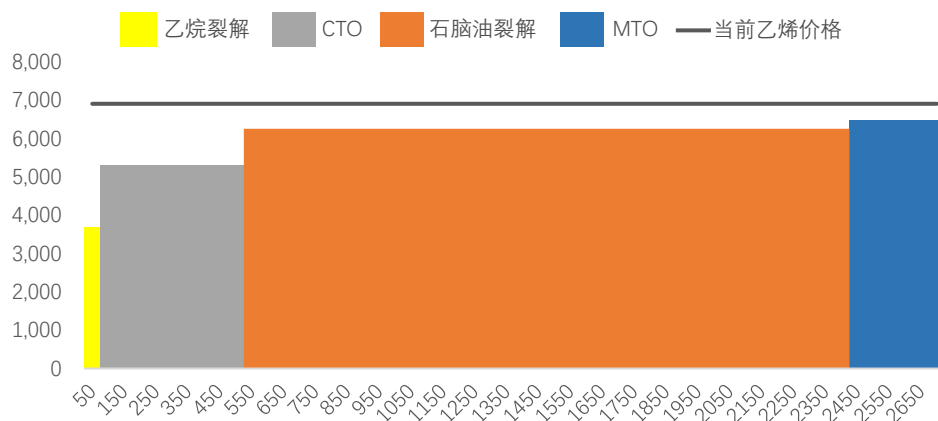
## 2. 乙烷裂解：最佳原料路线，2021 年增量可期

### 2.1. 路线优势：乙烷裂解成本优势明显，历史盈利均值 3000 元以上

到 2020 年，国内乙烯产能来源将包含：乙烷裂解、丙烷裂解、CTO、石脑油裂解和 MTO 五种工艺路线，而乙烷裂解由于其原料成本低、乙烯收率高等优势，位于各工艺路线乙烯成本曲线的最左端。

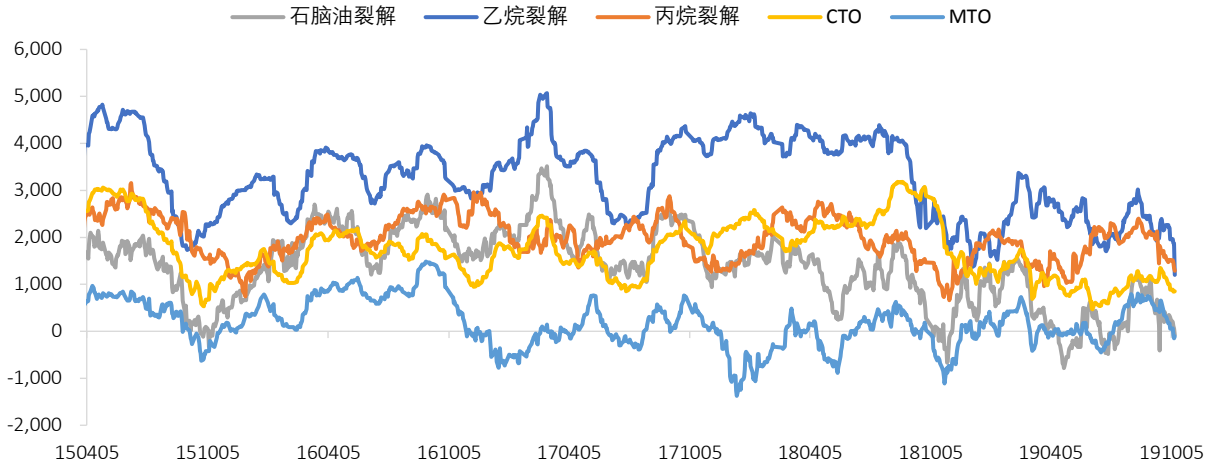
**乙烷裂解历史盈利最优。**上一轮景气高点时（2017 年 7 月-2018 年 10 月），乙烷裂解盈利 3900 元/吨。当前时点，乙烷裂解盈利 2300 元/吨。总的来看，乙烷裂解历史盈利基本在 3000 元/吨以上。

图 5：2019 年各工艺路线乙烯成本曲线及当前乙烯价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 6：不同路线乙烯历史盈利回溯（元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

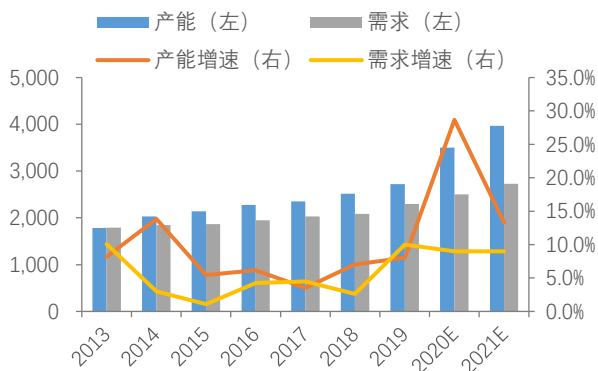
## 2.2. 国内供需：乙烯迎来投产高峰，MTO 现金成本是乙烯定价边际

2020-2021 年是乙烯投产大年，预计 2020 年新增产能 780 万吨，总产能达到 3500 万吨，2021 年新增产能 465 万吨，总产能近 4000 万吨。新增产能主要来自炼化一体化、CTO 和轻烃装置，MTO 装置由于成本较高，未来两年暂无新增产能出现。

根据未来 2 年国内乙烯产能扩张和消费情况推算，2021 年乙烯开工率可能降低至 65%左右。考虑 MTO 竞争力最弱，可能最先跌破现金成本，被挤出市场。在 MTO 停车假设下，其他乙烯装置需要 70%开工率满足需求。

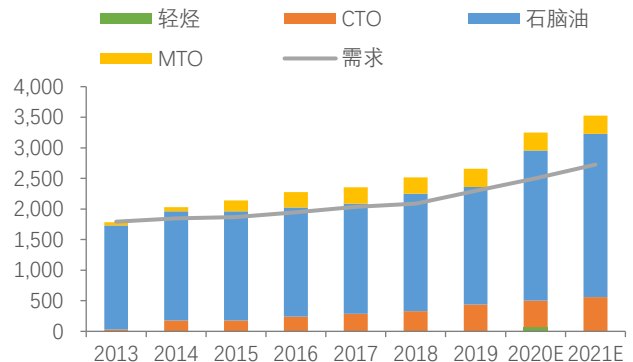
**未来乙烷裂解盈利展望：**中性情形下，乙烯按照 MTO 现金成本，乙烷裂解盈利在 1800 元/吨左右。悲观情形下，乙烯按照石脑油现金成本，乙烷裂解盈利约 1200 元/吨（根据 2019 年 1~11 月数据）。

图 7：国内乙烯供需平衡表（万吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 8：乙烯产能结构及需求量（万吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

## 2.3. 原料：美国乙烷供需及价格展望

### 2.3.1. 美国乙烷供给持续宽松

公司乙烷来源是美国。2018 年 3 月，公司与 SPMT 正式签署《美国卫星与 SPMT 合资设立 ORBIT 的协议》确定为连云港项目提供乙烷原料，并投资美国管道和岸罐项目。

美国乙烷价格长期以来保持低位，按照热值接近天然气价格。市场担心两方面问题：一是美国和中国的乙烷裂解项目大量投产后，乙烷供给量是否会出现短缺和价格上涨？二是



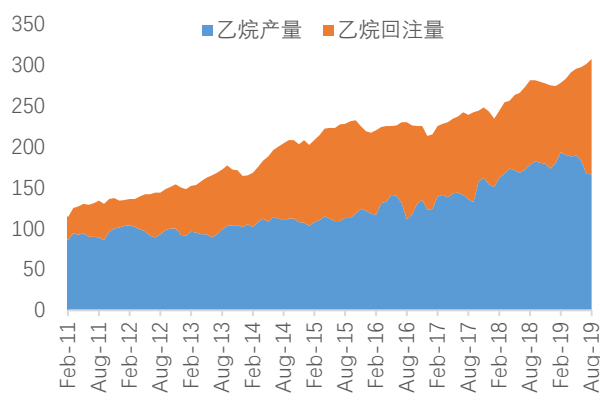
2018 年曾经出现分离装置产能瓶颈，导致短期乙烷价格暴涨暴跌，是否有可能重演？

针对第一个问题，从乙烷回注量的角度可以得出结论，乙烷供给过剩现状仍会延续。乙烷回注，即下游化工用途不足情况下，回注到天然气里按照热值销售。回注量反映乙烷供需总体平衡情况。乙烷总资源量=产量（美国本土裂解需要量+出口量）+回注量。

2011 年以来，尽管美国乙烷裂解和混合裂解装置大量投产，导致乙烷产出量越来越高，但是乙烷回注量并没有减少反而有所增加。主要原因是页岩革命带来的 NGL 产量快速增长，增速超出了下游化工需求增速。

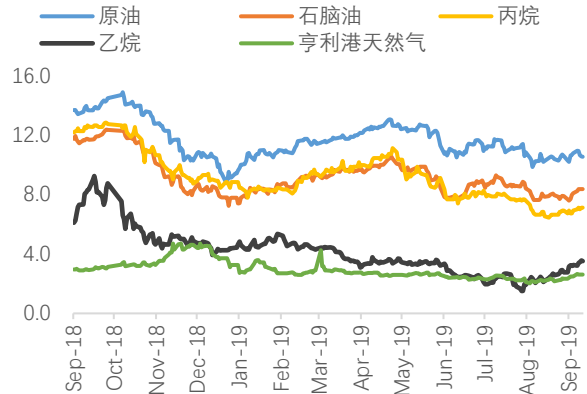
根据 EIA 数据推算，2011 年~2019 年 8 月，美国乙烷总资源量从 120 万桶/天增长到 300 万桶/天。同期产出量（用于本土裂解和出口）从 90 万桶/天增长到 160 万桶/天；乙烷回注量从不到 30 万桶/天增长到 140 万桶/天。即，目前美国乙烷仍有 140 万桶/天的过剩量作为天然气销售，潜在可用于化工。

图 9：美国乙烷产量及回注量推算（万桶/天）



资料来源：EIA，天风证券研究所

图 10：乙烷价格贴近天然气价格（美元/mmbtu）



资料来源：EIA，天风证券研究所

### 2019~2022 年美国墨西哥湾区的乙烷供应仍将充足，回注量维持 100~120 万桶/天

**新增需求：**未来新增使用美国乙烷作原料的化工项目主要在美国和中国，以及个别加拿大、欧洲裂解工厂。预计 2019/2020/2021/2022 年全球新增乙烷需求分别 30.2/5.8/20.2/22.2 万桶/天，合计 78.4 万桶/天。

**新增供给：**根据 EIA 对 NGL 即原油产量增速预测，推算乙烷资源量 2019/2020/2021/2022 年分别增加 34.0/21.7/14.1/8.7 万桶/天，合计 78.5 万桶/天。

表 1：未来 3 年美国乙烷回注量会维持在 100~120 万桶/天之间

	全球乙烷新增需求量	美国乙烷新增供给	回注量
2019	30.2	34.0	108.9
2020	5.8	21.7	124.8
2021	20.2	14.1	118.7
2022	22.2	8.7	105.2

资料来源：EIA，天风证券研究所

### 2.3.2. 未来乙烷如何定价？——从回注 vs. 分离经济性角度考虑

2020 年是全球乙烷裂解产能停顿期，2021~2022 年之后可能再次提速。不同时期，美国乙烷如何定价，要从乙烷回注经济性决策角度考虑。

#### 第一阶段：2019~2020 年

2019 年下半年以来，Shintech、Lotte、Sasol 共 17.4 万桶/天乙烷裂解能力逐渐达产，处于爬坡阶段。2019 年底~2020 年预计还有，Formosa、Dows 共 10.1 万桶/天乙烷裂解能力将要

投产。目前 PADD3 乙烷回注量超过 50 万桶/天 (2019 年 8 月), 新增需求完全可以由靠近墨西哥湾的 PADD3 区域供给得到满足。

**2019~2020 乙烷价格预测 20~27 美分/加仑。**只要 MB 地区乙烷价格能够覆盖以下三部分成本, 对于生产商而言减少回注、通过管道输送到 MB 地区就是经济性的: 1) Permian 天然气价格 (回注能够实现的收益) 约 10 美分/加仑 +2) NGL 管输成本 10~12 美分/加仑 +3) NGL 分离成本 5 美分/加仑 =25~27 美分/加仑。考虑到有一部分 NGL 管输是照付不议的, 既, 即使回注也要承担 8 美分/加仑左右的沉没成本。MB 乙烷价格可以低至 20 美分/加仑甚至以下。

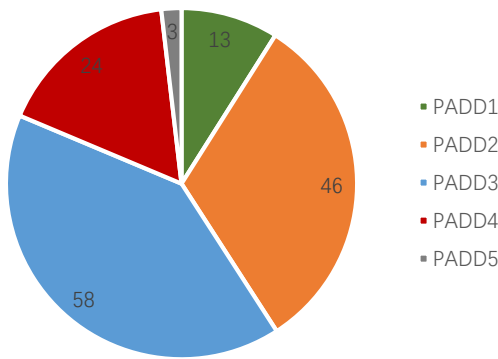
**第二阶段: 2021~2022 年**

2021~2022 年, 全球进入新一轮乙烷裂解投产高峰。美国的道达尔在德州 Port Arthur 项目、埃克森美孚德州 Corpus Christi 项目、壳牌宾夕法尼亚项目, 共消耗乙烷 25.4 万桶/天。中国卫星石化两期乙烷裂解共消耗乙烷 14.4 万桶/天。另外 NOVA 加拿大项目也有 2.6 万桶/天乙烷需求量。两年合计新增乙烷需求 42.4 万桶/天左右。

然而在 2021~2022 年, 美国乙烷产量将虽原油产量增速放缓而放缓, 我们预计两年累计增长 22.8 万桶/天左右, 小于需求增长。即, 这两年乙烷回注会减少。这个阶段 PADD3 的 Permian 的乙烷供给量已经不能覆盖新增需求, 需要从 PADD4 的落基山区, 或者 PADD1 的东北部补充。是否会带来边际成本上升, 乙烷价格上涨?

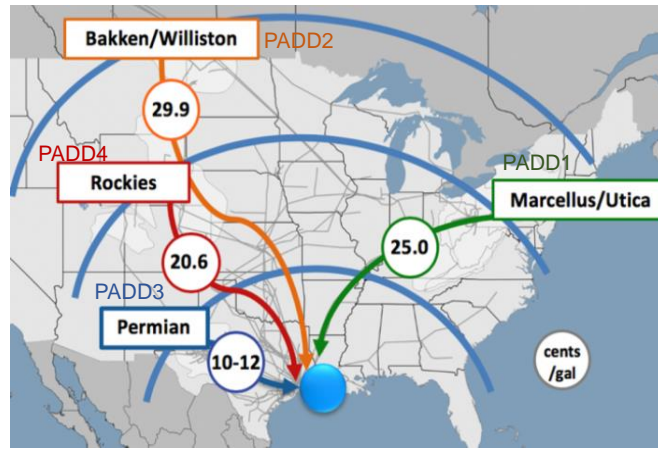
值得注意, 有两个项目——壳牌宾夕法尼亚项目、NOVA 加拿大项目, 靠近美国东北部的 Marcellus/Utica 产区。而这一区域天然气价格低至 1.27 美元/百万应热 (折 8.4 美分/加仑), 且管道运输距离近, 实际到厂成本预计也只有 20 美分/加仑左右。其余新需求仍可由 Permian 的回注量和产量增长来满足, 不至于使 Permian 回注降到 0。2021~2022 年乙烷价格大概率仍将维持 20~30 美分/加仑低位。

图 11: 各产区乙烷回注量估算 (万桶/天)



资料来源: EIA, 天风证券研究所

图 12: 各产区乙烷到墨西哥湾运距及运价 (美分/加仑)



资料来源: RBN, 天风证券研究所

**2.3.3. 储运瓶颈无需担心**

**1) 新增管道情况**

根据规划, 到 2020 年, 仅通往 MB 地区就将新增 5 条 NGL 管线, 新增运力将达到 205 万桶/天, 如果按照乙烷含量 50% 测算, 这 5 条管线可以承担 100 万桶/天的乙烷运力, 即使 2020 年后, 无新增 NGL 管线, 也能保障到 2022 年新增的 78.5 万桶/天的乙烷产量。



表 2：新增通向 MB 的 NGL 管道(万桶/天)

管道名	筹建时间	类型	所处阶段	运能（万桶/天）	起点	终点
Texas Express Expansion	Q2/2019	Expansion	Development	37	Skellytown, TX	MB
Shin Oak NGL	Q2/2019	New Build	Development	55	Gains Co., TX	MB
Grand Prix	Q2/2019	New Build	Development	30	/Barnett/STACK, TX	MB
Utica Marcellus Texas Pipeline	Q4/2019	Combination	Development	43	Mercer, PA	MB
Arbuckle II	Q1/2020	New Build	Announced	40	Velma, OK	MB
合计				205		

资料来源：RBN，天风证券研究所

## 2) NGL 分离装置扩能情况

整个德州 2020-2021 年将新增 219 万桶/天的 NGL 分离能力，总分离能力将达到 470 万桶/天左右。其中 MB 地区将新增 104 万桶/天，非 MB 地区将新增 115 万桶/天。按照上述测算方法，219 万桶/天的 NGL 分离能力同样也能保障到 2022 年 78.5 万桶/天的新增乙烷供给。

表 3：2020-2021 年新增 NGL 分离装置产能（万桶/天）

运营商	分离能力	上线时间	所在区域
Energy Transfer' s Lone Star NGL	15	2020 年 1 季度	MB
Energy Transfer' s Lone Star NGL	12	2020 年 4 季度	MB
Targa Resources	11	2020 年 1 季度	MB
Targa Resources	11	2020 年 2 季度	MB
Enterprise Products Partners	15	2020 年 1 季度	MB
Enterprise Products Partners	15	2020 年 2 季度	MB
ONEOK	12.5	2021 年 1 季度	MB
ONEOK	12.5	2019 年 2 季度	MB
合计	104		
Phillips 66	15	2020 年 1 季度	Sweeny Hub
Phillips 66	15	2020 年 1 季度	Sweeny Hub
EPIC Midstream Holdings	10	2020 年 1 季度	Corpus Christi
MPLX	15	2021	-
MPLX	15	2021	-
Permico Midstream Partners	15	2020 年 4 季度	Corpus area
Permico Midstream Partners	15	2020 年 4 季度	Corpus area
Permico Midstream Partners	15	2021 年	Corpus area
合计	115		
总计	219		

资料来源：RBN，天风证券研究所

## 2.4. 公司乙烷裂解项目预计 2020 年底投产

2017 年 9 月，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 万吨烯烃综合利用示范产业园项目合作框架协议书》，项目总投资额约 330 亿元，

公司正式进入 C2 产业链。

根据公司规划，一期项目主要包括 6 套主装置：1) 125 万吨的轻烃裂解装置；2) 72/91 万吨的 EO/EG 装置；3) 40 万吨的 HDPE 装置；4) 50 万吨的 LDPE 装置；5) 6 万吨的丁二烯抽提装置；6) 6 万吨的芳烃抽提装置。

二期项目主要包括 5 套主装置：1) 125 万吨的轻烃裂解装置；2) 2 套 72/91 万吨的 EO/EG 装置；3) 40 万吨的 LDPE 装置；4) 26/8.5 万吨的丙烯腈联合装置。

根据最新公司公告，公司在原有规划上做了三处改变：1) 将丁二烯抽提装置和芳烃抽提装置改到二期；2) 将原有的 40 万吨 LDPE 装置变更为 40 万吨 HDPE 装置，并改到二期；3) 一期将提前投入 2 套 72/91 万吨的 EO/EG 装置，以下是最新的产品规划。

表 4：乙烷裂解项目一二期规划装置

工程内容	一期 (万吨)	二期 (万吨)
轻烃裂解装置	125	125
丁二烯抽提装置		6
芳烃抽提装置		6
HDPE 装置	40	40
LLDPE 装置		55
EO/EG 装置	2 套 72/91	1 套 72/91
丙烯腈装置		26
MMA 装置		8.5

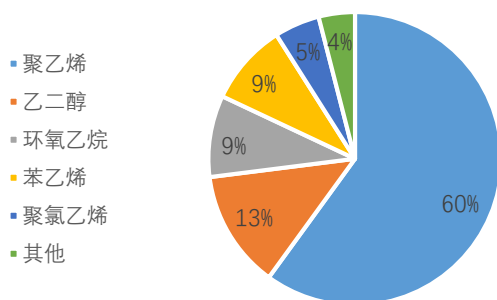
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019 年至今，乙烯下游主要品种 PE、MEG、EO 盈利均表现较弱。其中 MEG 基本处于亏损状态，单吨平均亏损超过 500 元/吨；EO 和 PE 要好于 MEG，在盈亏平衡线附近。

公司 EO/EG 装置具有一定灵活性，可以在一定程度上压减 MEG 产量，多产 EO 和 PE，以实现最大程度减少下游品种亏损。

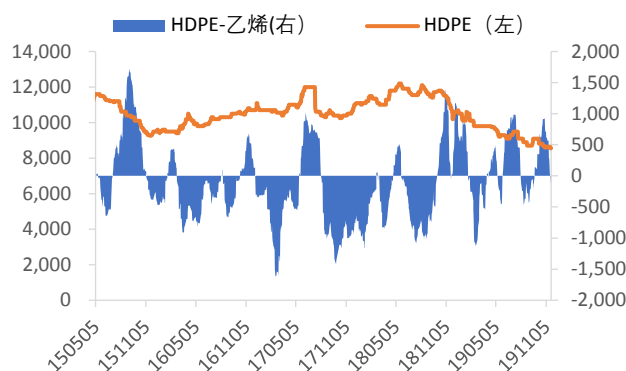
公司乙烷裂解一期项目预计 2020 年底投产。根据我们测算，中性情形下，乙烷裂解一期及下游合计贡献 15.1 亿利润，悲观情形下，乙烷裂解一期及下游也有 7.4 亿利润。

图 13：乙烯下游消费结构



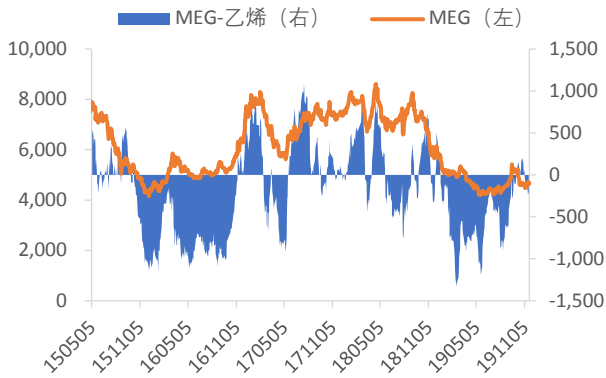
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 14：PE 价格及盈利 (元/吨)



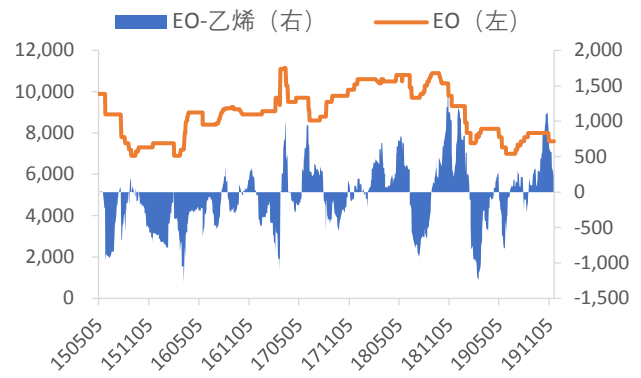
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 15: MEG 价格及盈利 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 16: EO 价格及盈利 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

表 5: 乙烷裂解一期项目各装置单吨利润 (元/吨) 和总利润 (亿元)

不同情形	乙烷裂解装置				乙烯下游装置				合计
	125 万吨乙烯		40 万吨 HDPE		144 万吨 EG		40 万吨 EO		
	单吨利润	总利润	单吨利润	总利润	单吨利润	总利润	单吨利润	总利润	
中性情形	1772	22.1	142.5	0.6	-521.0	-7.5	-32.0	-0.1	15.1
悲观情形	1159	14.5	142.5	0.6	-521.0	-7.5	-32.0	-0.1	7.4

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所, 注: 144 万吨 EG 里面包含 133 万吨 MEG 和 11 万吨 DE

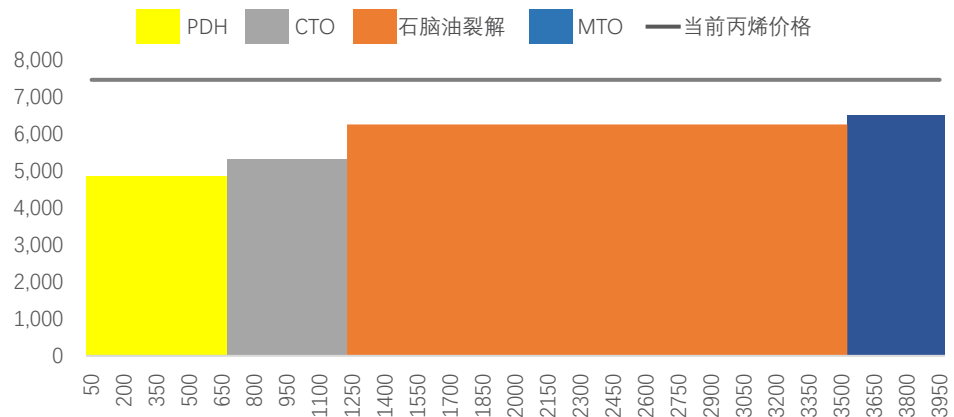
### 3. PDH: 轻质化路线优势提供盈利安全边际

#### 3.1. 路线优势: 2019 年以来成本优势开始体现

到 2021 年, 国内 PDH 总产能超过 800 万吨, 占丙烯总产能的 18.4%, PDH 成为仅次于石脑油路线的第二大丙烯原料来源。和乙烷裂解不同, PDH 虽然丙烯收率高, 但原料价格相对较高, 成本优势并不明显, 直到这一轮周期, 受全球丙烷需求不足影响, 丙烷价格暴跌, PDH 才首次处在丙烯成本曲线左端。

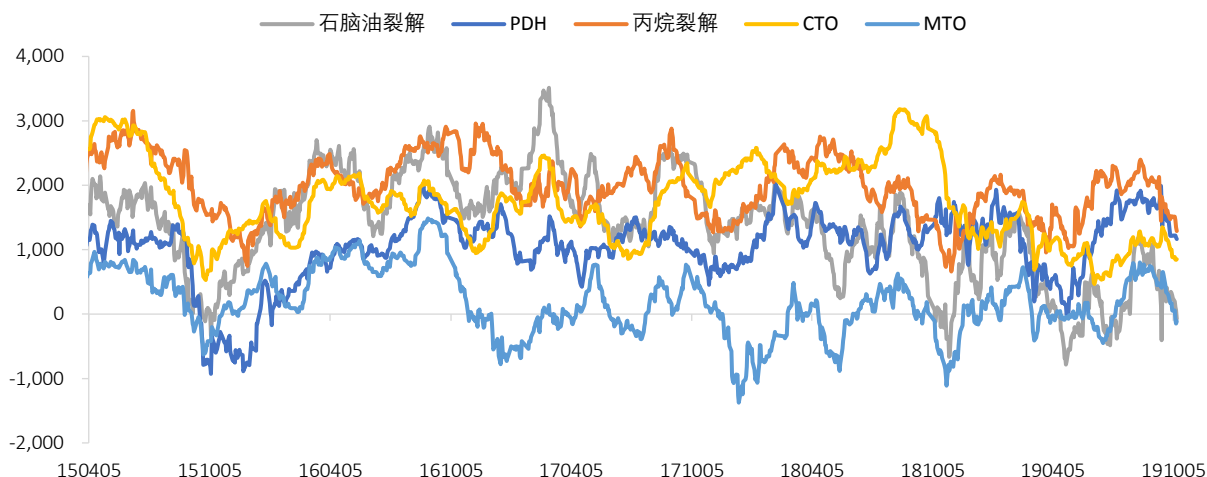
2014-2018 年, CTO 一直处在丙烯成本曲线的最左端, 其次才是 PDH, 即 PDH 相对石脑油和 MTO 有成本优势, 但对 CTO 却无成本优势。2019 年以来, 由于全球丙烷需求受到抑制, PDH 相对 CTO, 成本优势开始显现 (详见 3.3 部分)。

图 17: 2019 年各工艺路线丙烯成本曲线及丙烯价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 18: 不同路线丙烯盈利回溯 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

### 3.2. 国内供需: 丙烯产能投放有望放缓

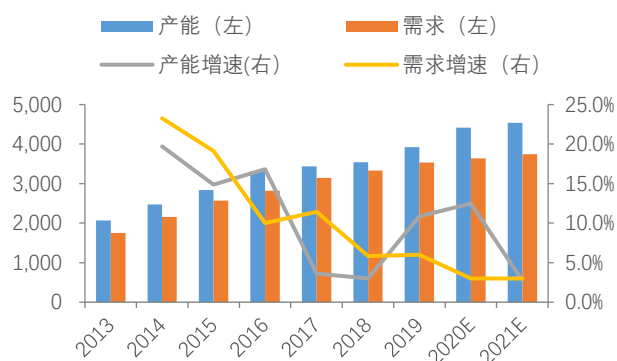
与乙烯不同, 2020-2021 年丙烯产能增速并不高, 具体来看, 2020 年新增 490 万吨, 同比 +12.5%, 2021 年新增 120 万吨, 同比 +2.7%。新增产能主要来自 PDH 和 CTO 装置。

根据未来 2 年国内丙烯产能扩张和消费情况推算, 2020 年丙烯开工率可能降低至 80% 左右, 2021 年丙烯开工率可能降低至 80% 以下, 考虑 MTO 竞争力最弱, 可能最先跌破现金成本, 被挤出市场。在 MTO 停车假设下, 其他丙烯装置需要 87% 开工率满足需求。

**未来 PDH 盈利展望:** 中性情形下, 丙烯按照 MTO 现金成本, PDH 盈利在 900 元/吨左右。  
悲观情形下, 丙烯按照石脑油现金成本, PDH 盈利约 300 元/吨 (根据 2019 年 1~11 月数据)。

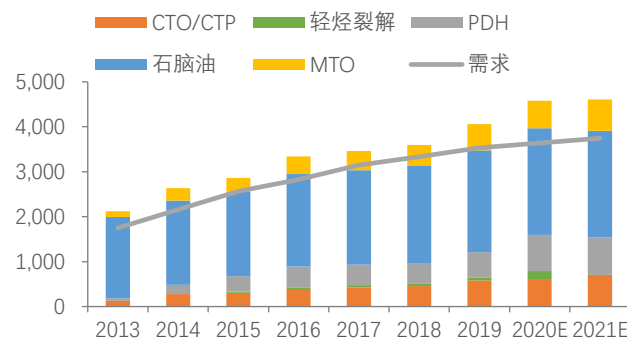
注: 假设 1) 丙烯 19-21 需求增速按照 6%、3%、3% 测算; 2) 烯烃进口会受到国内新增产能挤出影响; 3) 如果烯烃价格跌至现金成本, 装置将停车。

图 19: 国内丙烯供需平衡表 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 20: 丙烯产能结构及需求量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

### 3.3. 原料: 全球丙烷供应仍过剩, 丙烷价格有望长期维持低位

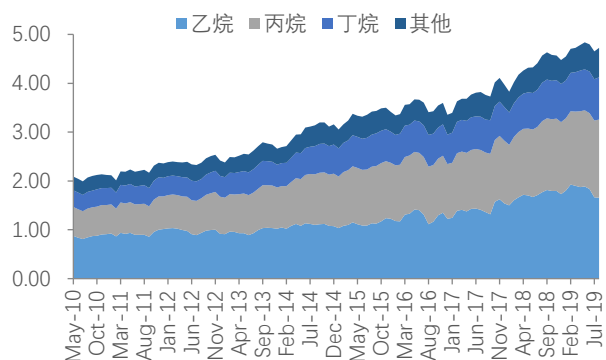
#### 3.3.1. 供应端: 美国丙烷产量快速增长

美国的 NGL 工厂大多依天然气产地而建。受“页岩革命”推动, 2010-2018 年, 页岩气产量增长了 250%, NGL 产量增长了 110% 倍。2019 年 1-8 月, NGL 产量同比增长 11.4%, 达到 472 万桶/天。

丙烷在 NGL 中的含量占比大概在 30% 左右, 2010-2018 年, 丙烷产量增长了 93.5%, 根据

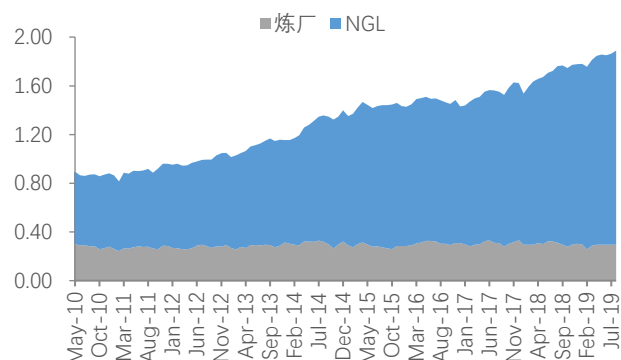
EIA, 2019 年 8 月, 丙烷产量已经达到 160 万桶/天 (来自 NGL)。EIA 预测到 2020 年 12 月, 丙烷产量将接近 169 万桶/天。

图 21: 美国 NGL 及组分产量 (百万桶/天)



资料来源: EIA, 天风证券研究所

图 22: 美国丙烷不同来源产量 (百万桶/天)



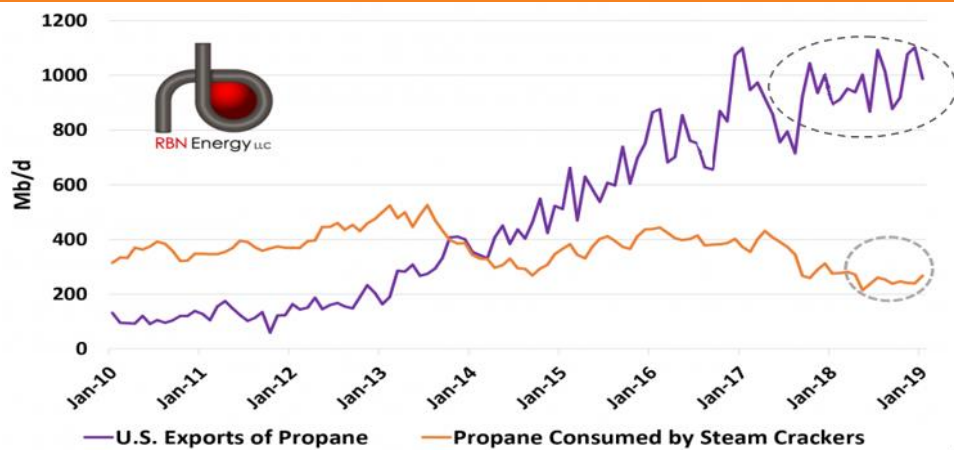
资料来源: EIA, 天风证券研究所

### 3.3.1. 需求端: 美国本土化工需求减少, 中美贸易争端改变贸易路线

美国蒸汽裂解装置原料从乙烷到丙烷、正丁烷或石脑油切换灵活, 而决定原料是否切换的主要因素是产品与原料之间的价差。近年来随着大量乙烷裂解路线的投产, 因其成本较灵活进料的蒸汽裂解更有优势, 挤占了包括丙烷在内的其他轻烃的生存空间。从 2017 年下半年开始, 乙烷裂解装置盈利一直好于以丙烷裂解。

美国国内, 由于以丙烷为原料的蒸汽裂解装置盈利持续下滑, 装置对丙烷的消耗量从 2017 年初的 40 万桶/天, 下降到了 2019 年初的 20 万桶/天。

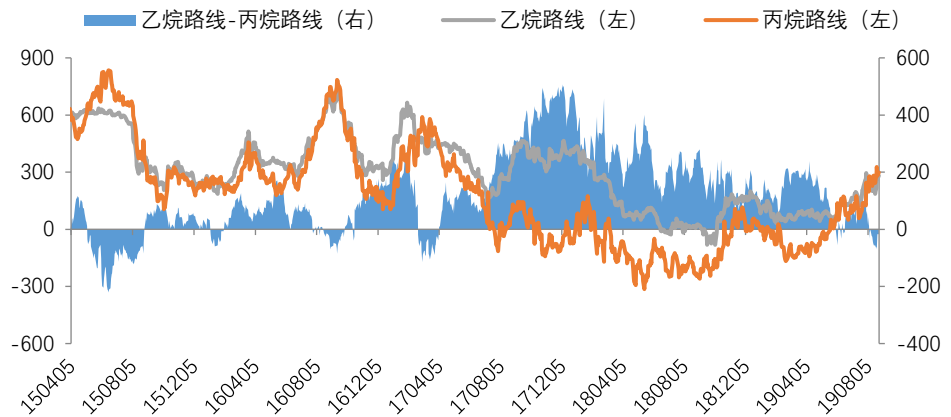
图 23: 美国丙烷消费量: 出口和蒸汽裂解 (千桶/天)



资料来源: RBN, 天风证券研究所



图 24：以乙烷和丙烷为原料的蒸汽裂解装置盈利情况（美元/吨）



资料来源：wind, EIA, 天风证券研究所 注：盈利为“价差扣除可变成本，未扣除折旧及财务费用”

2018 年 6 月，丙烷进入中国对美加征关税商品清单，从而导致美国丙烷出口目的地发生了结构性变化。贸易战使美国丙烷出口至中国的量流向了日本，而中国选择从科威特、沙特和卡塔尔三国进口更多丙烷，以弥补缺口。详见报告《丙烷专题报告：烯烃原料轻质化，老逻辑的新演绎》。

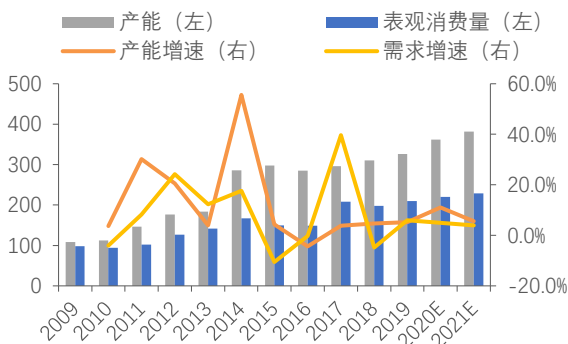
总的来说：1) 供给端，19-20 年，美国的丙烷产量增长 27 万桶/天，而中东 NGL 产量预计基本保持平稳；2) 19-20 年全球各国 PDH 所需丙烷增量 22 万桶/天，主要来自中国，考虑到开工进度，实际消耗量要打折扣，且美国灵活进料的丙烷消耗量可能下降，实际新增丙烷需求可能低于该数字。全球丙烷供需继续趋于过剩，价格保持低位。

## 4. C3 下游：丙烯酸供需仍承压，SAP 亮点值得重视

### 4.1. 国内丙烯酸行业供给压力仍存

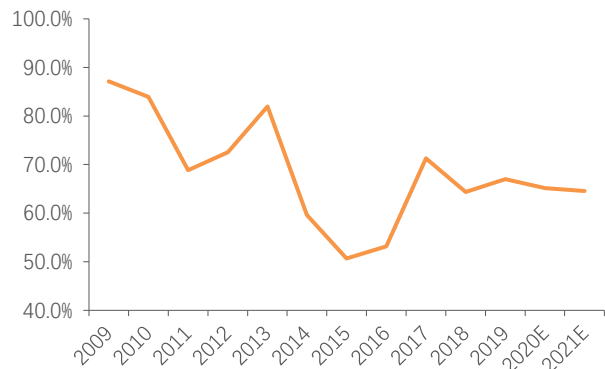
预计 2020-2021 年丙烯酸行业供需仍有压力。2020/2021 年，国内新增产能分别为 36 和 20 万吨，增速分别为 11.0%和 5.5%。2021 年，国内总产能达到 382 万吨，预计开工率将进一步下降，丙烯酸行业整体供应过剩。预计丙烯酸及酯盈利维持相对低位。

图 25：丙烯酸供需平衡表（万吨）



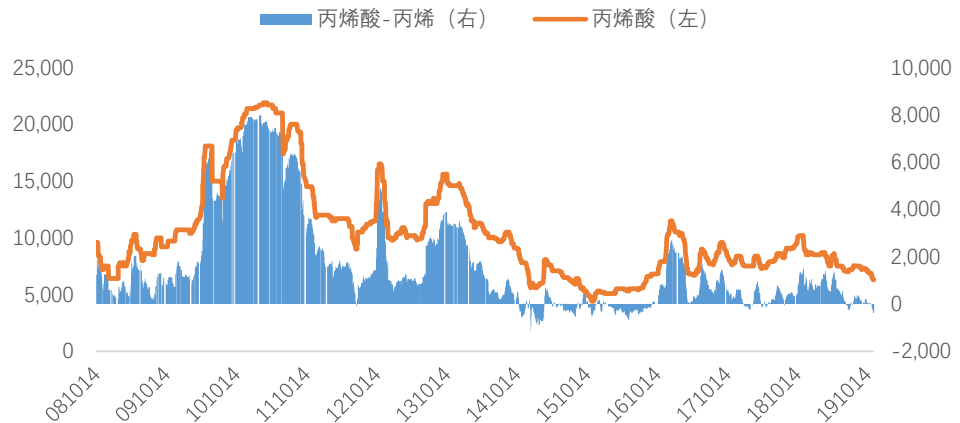
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 26：丙烯酸行业开工率



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 27：丙烯酸行业盈利情况（元/吨）



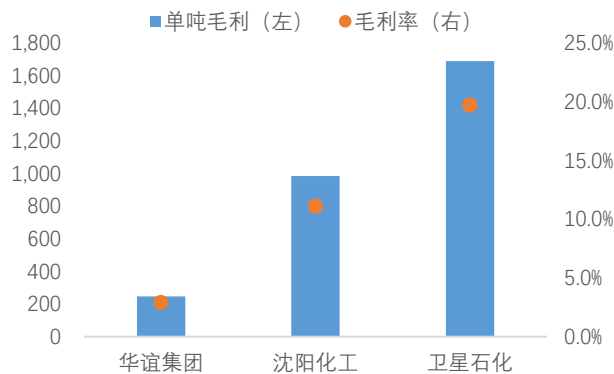
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

#### 4.2. 公司一体化优势，丙烯酸盈利好于同行

丙烯酸产能主要分布在江浙地区。到 2020 年，全国丙烯酸产能将达到 362 万吨，其中华东地区产能占据四分之三。华东地区生产丙烯酸的主要有七家企业，配套上游丙烯原料的只有扬子巴斯夫和卫星石化，其他五家企业合计 150 万吨丙烯酸产能均需要外购丙烯。而外购丙烯，无论是进口，还是从山东等其他地区采购，都面临运费和贸易条件的不确定性。

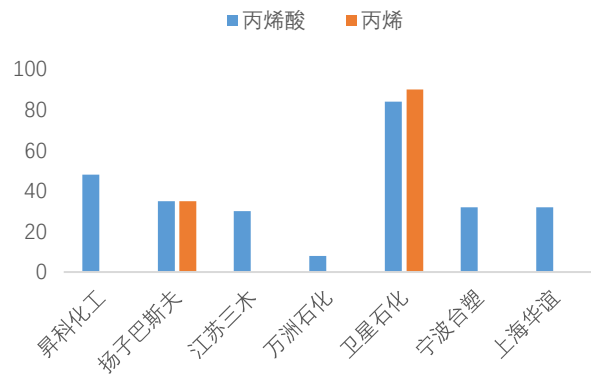
另外，公司作为民营企业，在成本控制方面比国企同行也有明显优势。2018 年，公司丙烯酸及酯单吨毛利 1900 元/吨，远高于沈阳化工和华谊集团。

图 28：卫星石化与同行丙烯酸及酯单位毛利比较（2018 年）



资料来源：wind，天风证券研究所，注：卫星石化剔除了 PDH 部分毛利

图 29：华东地区丙烯酸企业配套丙烯情况（万吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

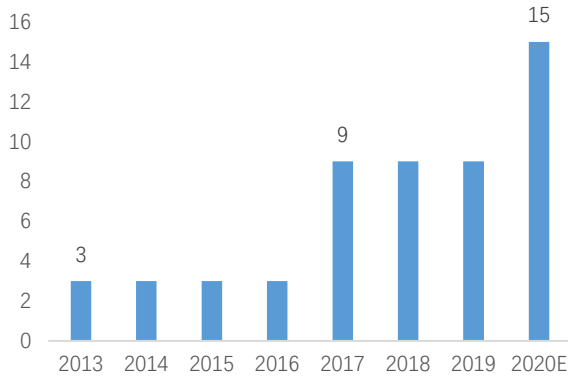
#### 4.3. 公司 SAP 产品逐渐步入正轨，已开始贡献盈利

公司丙烯酸下游，除了酯类产品之外，还有 SAP（超吸水性树脂），用于纸尿裤、卫生用品等。

公司 SAP 生产线 2013 年 6 月一期 3 万吨正式投产；2017 年 9 月二期 3 万吨投产，三期 3 万吨 SAP 生产线预计 2020 年投产。届时，公司 SAP 总产能达到 15 万吨。

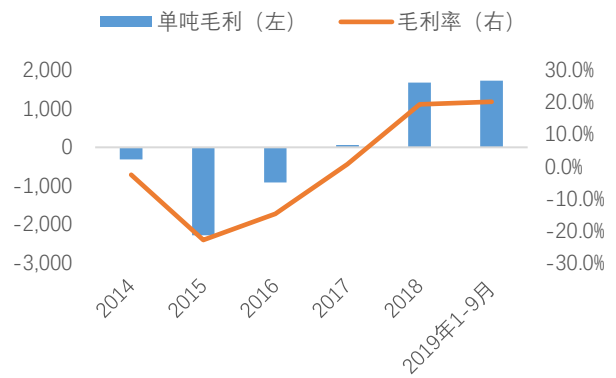
公司 SAP 产品逐渐拓展客户。2017 年，SAP 毛利率由负转正，为 0.8%。2018 年，公司 SAP 毛利率就已提升至 19.4%，2019 年前 3 季度，SAP 毛利率高达 20.2%。

图 30: SAP 产能 (万吨)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 31: SAP 产品盈利情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

#### 假设:

1. 乙烷裂解: 中性情形下, 乙烯按照 MTO 现金成本, 乙烷裂解盈利在 1800 元/吨左右。(根据 2019 年 1~11 月数据)。2020 年底一期投产, 2021 年开始贡献业绩。
2. PDH: 中性情形下, 丙烯按照 MTO 现金成本, PDH 盈利在 900 元/吨左右。(根据 2019 年 1~11 月数据)。
3. 丙烯酸及酯: 预计 2020、2021 年供需仍有压力, 盈利维持 2019 年低位。预计丙烯酸及酯二期项目 2020 年 6 月投产, 下半年开始贡献业绩。
4. SAP: 预计三期 6 万吨 2020 年一季度投产, 二季度开始贡献利润。
5. 其他业务: 颜料中间体、高分子乳液和双氧水等业务假设盈利平稳。

基于以上假设, 公司 2021 年乙烯一期项目达产后净利润将达到 28 亿 (乙烯一期 15.1\*80% 股权+C3 业务的 16 亿)。

维持公司 19/20/21 年业绩预测 13.7/17.7/30.1 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 11.3/8.7/5.1 倍。

### 5.1. 估值及同行比较

**同行比较:** 考虑到公司未来 19-21 年的成长性, 当前股价对应的 PE 相对同行, 处于较低水平

**历史比较:** 公司 19/20/21 年 PE 11.3/8.7/5.1 倍, 当前时点 PE (TTM) 12.4 倍, 处于历史偏低水平。

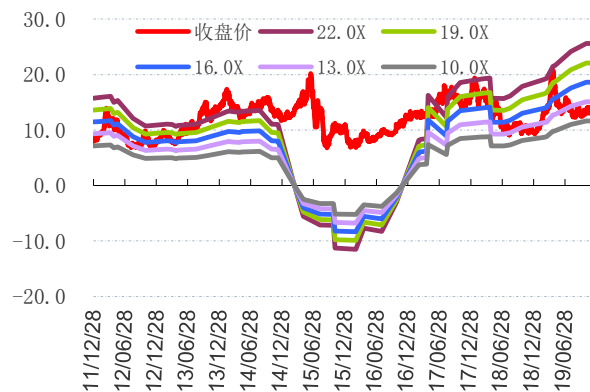
2019~2021 年, 公司将进入产能投放、业绩释放期。即使在化工行业整体景气低迷背景下, 公司一定的盈利基础。且公司同比估值、及相比历史估值区间均较便宜。结合 2021 年, 行业平均 PE 8 倍, 给与目标市值 240 亿, 相比目前市值 150 亿有 60% 上行空间 (未考虑增发摊薄), 因此给予目标价 22.5 元。维持“买入”评级。

表 6: 卫星石化 PE 和 PB 估值与同行对比

公司	当前股价	EPS				PE				PB
		18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E	当前
万华化学	48.7	3.9	3.4	4.0	4.8	7.2	14.3	12.2	10.2	3.8
东华能源	7.94	0.7	0.8	1.1	1.2	12.3	9.7	7.4	6.7	1.4
齐翔腾达	7.17	0.5	0.4	0.6	1.0	15.3	18.4	12.8	7.5	1.7
平均		1.7	1.5	1.9	2.3	11.6	14.1	10.8	8.1	2.3
卫星石化	14.29	0.9	1.3	1.7	2.8	16.2	11.3	8.7	5.1	1.7

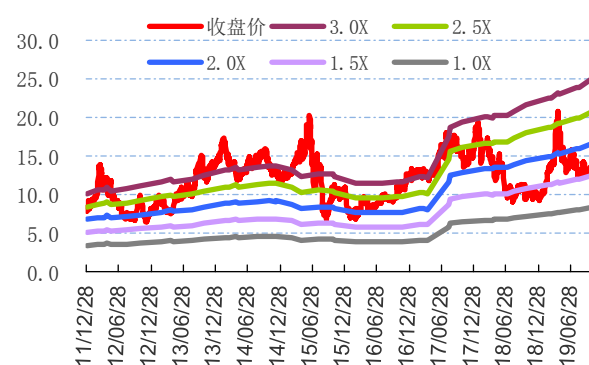
资料来源: wind, 天风证券研究所, 注: 估算日为 2019 年 11 月 27 日

图 32: 卫星石化历史 PE 估值区间



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 33: 卫星石化历史 PB 估值区间



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,695.94	3,125.01	4,740.17	4,245.05	6,638.90	营业收入	8,187.92	10,029.30	10,748.10	13,623.94	21,306.68
应收票据及应收账款	1,578.15	2,469.66	1,600.31	2,769.45	4,064.48	营业成本	6,182.12	7,954.68	8,484.17	10,700.43	16,471.68
预付账款	104.57	183.07	87.42	259.95	291.88	营业税金及附加	30.68	39.25	42.06	53.30	83.40
存货	761.85	553.97	1,113.18	881.66	2,321.86	营业费用	226.53	249.30	267.17	338.65	529.62
其他	1,074.08	470.52	620.57	712.64	650.60	管理费用	502.82	264.10	283.03	358.75	561.06
<b>流动资产合计</b>	<b>5,214.60</b>	<b>6,802.22</b>	<b>8,161.65</b>	<b>8,868.76</b>	<b>13,967.72</b>	研发费用	0.00	439.74	150.00	190.00	300.00
长期股权投资	96.46	510.74	510.74	510.74	510.74	财务费用	135.78	76.32	11.20	14.40	19.60
固定资产	3,282.84	3,280.54	4,609.61	6,215.02	20,427.52	资产减值损失	5.98	12.80	0.00	0.00	0.00
在建工程	728.27	2,287.76	1,970.50	14,505.50	4,769.02	公允价值变动收益	(24.83)	8.61	5.11	(1.28)	(0.85)
无形资产	376.16	411.78	402.60	393.42	384.24	投资净收益	(42.29)	35.86	(3.11)	(3.11)	(3.11)
其他	485.36	445.60	297.93	225.65	219.65	其他	128.28	(101.87)	(4.01)	8.79	7.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,969.09</b>	<b>6,936.43</b>	<b>7,791.38</b>	<b>21,850.33</b>	<b>26,311.17</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,042.86</b>	<b>1,050.51</b>	<b>1,512.47</b>	<b>1,964.01</b>	<b>3,337.36</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,183.68</b>	<b>13,738.65</b>	<b>15,953.03</b>	<b>30,719.09</b>	<b>40,278.89</b>	营业外收入	2.71	0.90	0.00	0.00	0.00
短期借款	1,718.42	3,588.16	4,000.00	11,770.94	14,222.60	营业外支出	20.73	5.67	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	846.47	1,527.95	2,031.16	1,758.19	4,128.38	<b>利润总额</b>	<b>1,024.84</b>	<b>1,045.74</b>	<b>1,512.47</b>	<b>1,964.01</b>	<b>3,337.36</b>
其他	364.02	521.80	702.44	610.95	1,134.94	所得税	89.74	110.35	159.60	207.25	352.17
<b>流动负债合计</b>	<b>2,928.92</b>	<b>5,637.91</b>	<b>6,733.60</b>	<b>14,140.09</b>	<b>19,485.91</b>	<b>净利润</b>	<b>935.10</b>	<b>935.39</b>	<b>1,352.87</b>	<b>1,756.77</b>	<b>2,985.19</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	1,851.89	2,367.08	少数股东损益	(7.35)	(5.23)	(12.74)	(13.40)	(22.53)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>942.46</b>	<b>940.63</b>	<b>1,365.61</b>	<b>1,770.16</b>	<b>3,007.72</b>
其他	44.23	53.29	49.41	48.98	50.56	每股收益(元)	0.88	0.88	1.28	1.66	2.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.23</b>	<b>53.29</b>	<b>49.41</b>	<b>1,900.87</b>	<b>2,417.64</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,973.15</b>	<b>5,691.20</b>	<b>6,783.01</b>	<b>16,040.95</b>	<b>21,903.55</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	12.92	7.89	(4.22)	(17.39)	(39.41)	<b>成长能力</b>					
股本	1,063.71	1,065.71	1,065.71	1,065.71	1,065.71	营业收入	52.91%	22.49%	7.17%	26.76%	56.39%
资本公积	4,154.92	4,173.90	4,173.90	8,142.23	9,246.21	营业利润	238.85%	0.73%	43.97%	29.85%	69.93%
留存收益	6,104.81	6,970.81	8,108.62	13,629.92	17,349.14	归属于母公司净利润	202.49%	-0.19%	45.18%	29.62%	69.91%
其他	(4,125.82)	(4,170.76)	(4,173.90)	(8,142.23)	(9,246.21)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,210.53</b>	<b>8,047.45</b>	<b>9,170.02</b>	<b>14,678.14</b>	<b>18,375.34</b>	毛利率	24.50%	20.69%	21.06%	21.46%	22.69%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,183.68</b>	<b>13,738.65</b>	<b>15,953.03</b>	<b>30,719.09</b>	<b>40,278.89</b>	净利率	11.51%	9.38%	12.71%	12.99%	14.12%
						ROE	13.09%	11.70%	14.89%	12.05%	16.33%
						ROIC	22.85%	14.82%	16.81%	21.14%	12.54%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	29.20%	41.42%	42.52%	52.22%	54.38%
净利润	935.10	935.39	1,365.61	1,770.16	3,007.72	净负债率	0.42%	5.76%	-5.87%	64.37%	54.65%
折旧摊销	548.26	542.98	498.53	845.83	1,891.23	流动比率	1.78	1.21	1.21	0.63	0.72
财务费用	146.31	86.71	11.20	14.40	19.60	速动比率	1.52	1.11	1.05	0.56	0.60
投资损失	42.29	(35.86)	3.11	3.11	3.11	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,931.03)	(216.12)	880.25	(1,366.82)	179.01	应收账款周转率	5.77	4.96	5.28	6.24	6.24
其它	825.31	(561.14)	(7.63)	(14.68)	(23.37)	存货周转率	13.42	15.24	12.89	13.66	13.30
<b>经营活动现金流</b>	<b>566.25</b>	<b>751.97</b>	<b>2,751.07</b>	<b>1,252.01</b>	<b>5,077.30</b>	总资产周转率	0.93	0.84	0.72	0.58	0.60
资本支出	620.51	2,427.42	1,505.03	14,977.49	6,356.50	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.27	414.28	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.88	0.88	1.28	1.66	2.82
其他	(2,186.12)	(4,339.93)	(3,013.23)	(29,952.38)	(12,719.90)	每股经营现金流	0.53	0.71	2.58	1.17	4.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,565.34)</b>	<b>(1,498.23)</b>	<b>(1,508.20)</b>	<b>(14,974.88)</b>	<b>(6,363.40)</b>	每股净资产	6.75	7.54	8.61	13.79	17.28
债权融资	1,726.25	3,588.16	4,201.95	13,692.76	16,680.30	<b>估值比率</b>					
股权融资	2,835.61	(81.39)	(14.34)	3,953.93	1,084.39	市盈率	16.33	16.36	11.27	8.69	5.12
其他	(2,771.66)	(1,471.71)	(3,815.32)	(4,418.92)	(14,084.73)	市净率	2.14	1.91	1.68	1.05	0.84
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,790.20</b>	<b>2,035.06</b>	<b>372.29</b>	<b>13,227.76</b>	<b>3,679.95</b>	EV/EBITDA	10.92	5.23	7.21	8.72	4.80
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.72	6.67	9.57	12.45	7.51
<b>现金净增加额</b>	<b>791.10</b>	<b>1,288.80</b>	<b>1,615.16</b>	<b>(495.11)</b>	<b>2,393.85</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com