

卫星石化 (002648) / 化工

C3 龙头持续扩张, C2 产能稳步推进

评级: 买入(首次)

市场价格: 15.72 元

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xianan@r.qlzq.com.cn

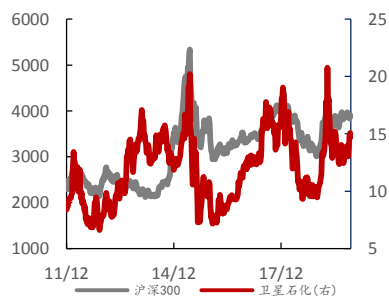
研究助理: 郭中伟

Email: guozw@r.qlzq.com

基本状况

总股本(百万股)	1066
流通股本(百万股)	1038
市价(元)	15.72
市值(百万元)	16757.52
流通市值(百万元)	16317.36

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,188	10,029	12,030	17,037	22,021
增长率 yoy%	52.91%	22.49%	19.95%	41.62%	29.26%
净利润	942	941	1,262	1,779	2,998
增长率 yoy%	202.49%	-0.19%	34.20%	40.95%	68.50%
每股收益(元)	0.88	0.88	1.18	1.67	2.81
每股现金流量	0.53	0.71	1.39	1.32	3.05
净资产收益率	13.09%	11.70%	13.58%	15.87%	21.35%
P/E	17.78	17.81	13.27	9.41	5.50
PEG	0.75	0.42	0.22	0.40	0.12
P/B	2.33	2.08	1.80	1.49	1.19

备注: 股价取自 2019 年 12 月 25 日收盘价

投资要点

➤ 专注于轻烃产业链一体化建设的行业龙头

公司专注于轻烃产业链的一体化建设。公司通过引入 PDH 工艺打通上游丙烯产能, 保证产业链原料供应, 同时利用原料丙烷的低价优势, 及公司在 C3 产业链下游酸酯多年的经营经验, 加速布局产业链一体化建设, 经过八年发展, 形成目前拥有 90 万吨 PDH、45 万吨聚丙烯、48 万吨丙烯酸、45 万吨丙烯酸酯、9 万吨 SAP 和 21 万吨高分子乳液产能的 C3 产业链龙头, 预计年底丙烯酸及酯产能合计将占全国产能的 26.3%, 国内市场份额中占比最大。

率先切入国内轻烃路线的 C2 产业链。同 PDH 工艺类似, 乙烷裂解制乙烯工艺以高收率及低廉的乙烷价格带来了较大的比较优势。公司率先推进轻烃路线的 C2 产业链建设, 在连云港拟投资 330 亿, 建成两期合计 320 万吨/年的轻烃综合利用项目。公司推进多项举措, 保障项目各项工作按计划有序进行。

➤ 公司 C3 业务盈利已至底部, 新产能贡献业绩增量。酸酯供给端新增产能集中在具备成本优势的卫星石化, 下游占比最大的胶粘剂受快递行业带动, 需求持续有支撑, 盈利端丙烯酸及酯价差已至周期底部, 继续下降空间有限, 随着公司新增酸酯产能释放及 PDH 的开工负荷提高, C3 业务仍将贡献业绩增量。

➤ C2 业务存在盈利边际, 助推未来业绩增长。按目前价格计算, 乙烷脱氢制乙烯单吨盈利 1000 元以上, 一期 125 万吨/年的产能, 每年贡献净利润达 13 亿元。预计公司 C2 项目在 2020 年底建成, 将推升公司利润再上新台阶。

➤ 首次覆盖, 给与“买入”评级

首次覆盖, 我们对 2019-2021 年公司的 EPS 预测分别为 1.18 元、1.67 元和 2.81 元, 当前股价对应 PE 分别 13.27/9.41/5.50 倍。维持“买入”评级。

➤ 风险提示:

企业经营、产能集中投放、经济下行、油价大幅波动、财务压力增加等风险

内容目录

一、卫星石化：快速发展的行业龙头	- 5 -
1) C3、C2 产业链逐步打通	- 5 -
2) 股权结构及激励机制	- 6 -
3) 公司财务分析	- 8 -
二、PDH 工艺：位于丙烯产能的第一梯队	- 10 -
三、丙烯下游产品：整体景气已至底部区域	- 13 -
1) 聚丙烯目前仍维持相对较好盈利	- 13 -
2) 丙烯酸：行业盈利进入底部区域	- 15 -
3) 丙烯酸酯：景气度回落至周期底部	- 16 -
4) SAP：需求维持较高增长	- 18 -
四、乙烷裂解制乙烯盈利突出	- 20 -
1) 全球乙烯产能持续扩张	- 20 -
2) 轻烃路线成本优势突出	- 21 -
3) 乙烷供应是项目稳定运行的关键	- 23 -
五、投资建议：首次覆盖，给以“买入”评级	- 25 -
六、风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司各产品产能变化 (万吨/年)	- 5 -
图表 3: 公司现有及规划的产品线及产能布局 (万吨/年)	- 6 -
图表 4: 公司股权结构图	- 7 -
图表 5: 管理层股权激励	- 7 -
图表 6: 员工持股计划	- 8 -
图表 7: 公司主营业务收入快速增长 (亿元)	- 8 -
图表 8: 2013~2018 年公司盈利中枢抬高 (亿元)	- 8 -
图表 9: 公司各产品在总营收中占比 (%)	- 9 -
图表 10: 公司各业务毛利率变动 (%)	- 9 -
图表 11: 存货周转天数与应收账款周转天数(天).....	- 9 -
图表 12: 资产负债率及流动比率	- 9 -
图表 13: 全球丙烯供需状况 (百万吨/年)	- 10 -
图表 14: 我国丙烯产能结构与需求变动 (万吨/年)	- 10 -
图表 15: PDH 目前产能及规划产能统计	- 10 -
图表 16: 2015 年之后美国丙烷供给快速增加 (百万桶/天)	- 11 -
图表 17: 丙烯-丙烷高价差奠定 PDH 工艺的盈利基础.....	- 12 -
图表 18: 丙烯下游产品需求结构分布	- 13 -
图表 19: PP-丙烯+丙烯-丙烯酸-丙烯酸丁酯(元/吨).....	- 13 -
图表 20: 全球聚丙烯产能、产量、开工率(万吨/年).....	- 13 -
图表 21: 聚丙烯增量产能分布及扩张计划(百万吨/年).....	- 13 -
图表 22: 2018 年聚丙烯下游需求结构分布	- 14 -
图表 23: 聚丙烯消费增速 (万吨/年)	- 14 -
图表 24: 国内聚丙烯-丙烯价差走势.....	- 14 -
图表 25: 全球主要的丙烯酸企业产能分布	- 15 -
图表 26: 全球丙烯酸下游需求分布	- 15 -
图表 27: 历年丙烯酸产能、消费量及增速(万吨).....	- 16 -
图表 28: 丙烯酸价格及丙烯酸-丙烯价差变化(元/吨).....	- 16 -
图表 29: 丙烯酸酯产能及增速变化 (万吨/年)	- 16 -
图表 30: 丙烯酸酯产量、表观消费量及增速 (万吨)	- 16 -
图表 31: 主要丙烯酸及酯企业产能分布 (万吨/年)	- 16 -
图表 32: 丙烯酸酯分类.....	- 17 -
图表 33: 丙烯酸酯下游需求分布	- 17 -

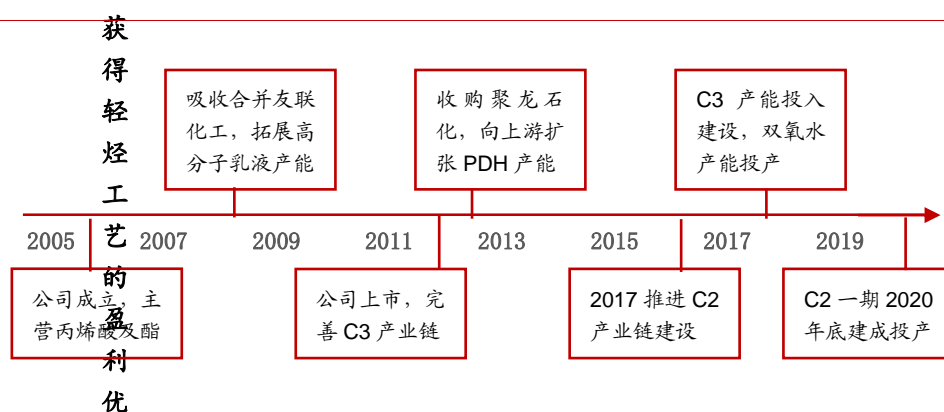
图表 34: 规模以上快递企业营收及增速	- 18 -
图表 35: 规模以上企业快递业务量及增速 (亿件)	- 18 -
图表 36: 丙烯酸甲酯价格及价差走势 (元/吨)	- 18 -
图表 37: 丙烯酸丁酯价格及价差走势 (元/吨)	- 18 -
图表 38: 高吸水性树脂产业链	- 18 -
图表 39: 国内 SAP 产能、产量及开工情况(万吨/年)	- 19 -
图表 40: 2018 年国内 SAP 产能分布 (万吨/年)	- 19 -
图表 41: 我国人口老龄化趋势明显 (亿人)	- 19 -
图表 42: SAP-丙烯酸价差走势 (元/吨)	- 20 -
图表 43: 全球乙烯产能分布及增速(百万吨/年).....	- 21 -
图表 44: 全球乙烯供需及开工率情况 (万吨/年)	- 21 -
图表 45: 国内乙烯需求及对外依赖度(万吨)	- 21 -
图表 46: 乙烯下游需求结构构成	- 21 -
图表 47: 全球乙烯生产路线中乙烷路径的成本优势明显.....	- 22 -
图表 48: 不同乙烯工艺路线的成本构成比例	- 22 -
图表 49: 乙烯-石脑油价差回落至近十年来低位	- 22 -
图表 50: 乙烯-乙烷价差回落, 但仍维持相对高位.....	- 22 -
图表 51: 乙烷裂解制乙烯路线产能占比持续提高.....	- 22 -
图表 52: 国内规划及在建乙烷脱氢制乙烯项目统计	- 22 -
图表 53: 全球主要国家或地区乙烷产量、消费量及净出口情况统计(万吨).....	- 23 -
图表 54: 美国乙烷主要管道分布	- 24 -
图表 55: 美国乙烷供应充足(百万桶/天).....	- 24 -
图表 56: 美国乙烷出口港口情况统计	- 24 -
图表 57: 盈利预测假设	- 25 -
图表 58: 可比公司估值情况.....	- 26 -
图表 59: 公司盈利预测	- 27 -

一、卫星石化：快速发展的行业龙头

1) C3、C2 产业链逐步打通

- 公司专注于轻烃产业链一体化建设。卫星石化成立于 2005 年 8 月，2010 年 9 月变更为股份有限公司，并于 2011 年 12 月 28 日在深交所上市。公司专注轻烃产业链的一体化建设，上市之初公司仅拥有 16 万吨酸、15 万吨酯，年营收 31 亿元，经过八年的专注发展，目前已拥有两期合计 90 万吨的 PDH、两期合计 45 万吨的聚丙烯，酸酯产能也将扩张至 66 万吨和 75 万吨，同时配套高分子乳液、SAP、颜料中间体，以及利用副产氢配套双氧水等相关产能，产业链深度和广度均得到明显发展。

图表 1 ■ 公司发展历程



资料来源：Wind，中泰证券研究所

后，公司抓住时机，持续推进产业链的一体化发展。轻烃工艺的盈利优势主要得益于丙烷价格的低廉，据我们测算，在目前的行业低迷期，PDH 业务仍能盈利 1000 元/吨左右。在 2014 年打通 PDH 产能获得原料端盈利优势之后，公司抓住时机，快速加码下游产能，C3 业务迎来快速发展期，C3 产业链相关产能由 2014 年之前的 16 万吨/年丙烯酸和 15 万吨/年丙烯酸酯扩张至目前 90 万吨/年丙烯、45 万吨/年聚丙烯，同时酸酯产能合计有望近期达到 141 万吨/年，C3 产业链相关产能增长近八倍，几乎每年都有新产能开工建设。

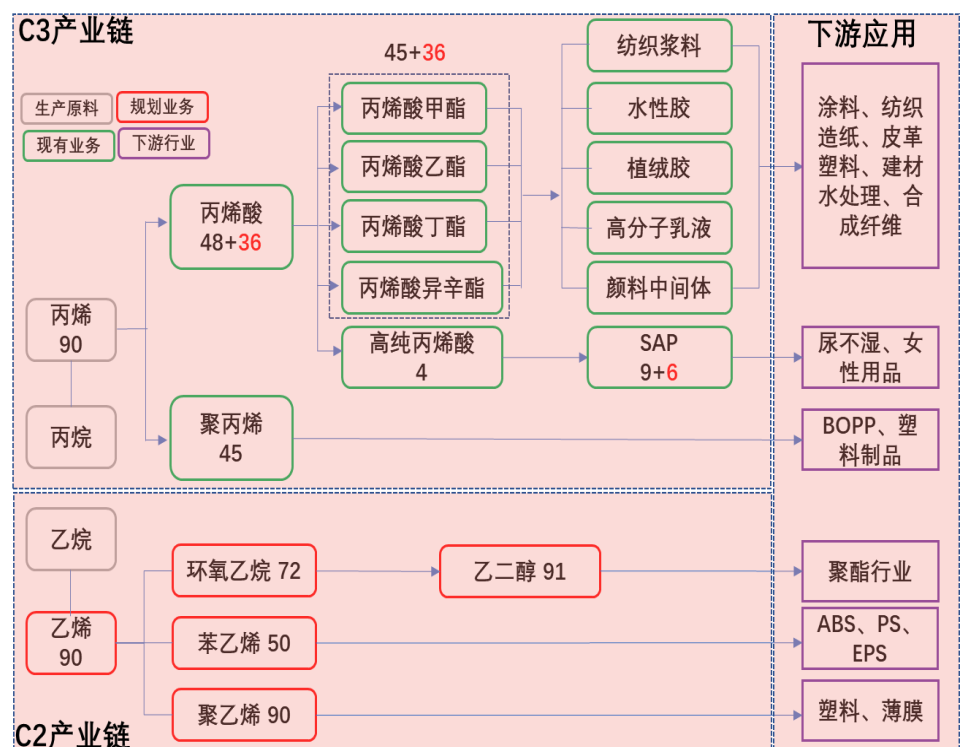
图表 2：公司各产品产能变化（万吨/年）

	丙烯	聚丙烯	双氧水	丙烯酸	丙烯酸酯	高分子乳液	高纯丙烯酸	SAP	颜料中间体
2014	45			48	45	21	4	3	2.1
2015	45			48	45	21	4	3	2.1
2016	45	30		48	45	21	4	9	2.1
2017	45	30		48	45	21	4	9	2.1
2018	90	30	22	48	45	21	4	9	2.1
2019	90	45	22	66	75	21	4	15	2.1

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

- 在 C3 项目的成功经验上，公司在国内率先进军轻烃原料路线的 C2 产业链。在借助轻烃工艺实现 C3 产业链快速发展后，公司发现了轻烃原料路线上 C2 产业的商业机会，同样得益于原料乙烷的低廉价格以及工艺路线的高收率，乙烷脱氢制乙烯项目在行业低迷期仍能维持较高盈利。2017 年公司同连云港徐圩新区管委会签署合作协议，计划投资 330 亿元，在连云港建设两期合计 320 万吨/年的轻烃综合利用项目，其中一期投资 195 亿元，计划于 2020 年底建成；二期计划总投资约 135 亿元。项目建成后，公司将进一步完善在轻烃路线上的业务布局。

图表 3：公司现有及规划的产品线及产能布局（万吨/年）

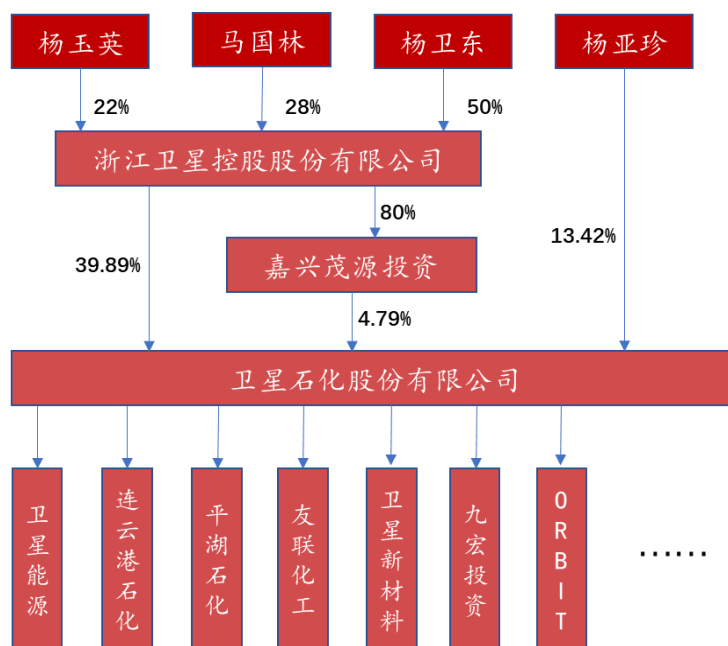


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

2) 股权结构及激励机制

- 股权结构稳定，持股相对集中。公司实际控制人为杨卫东、杨亚珍夫妇，杨卫东持有浙江卫星控股股份有限公司 50% 的股份，间接持有了公司 21.86% 股份，杨亚珍直接持有公司 13.42% 的股份，夫妇合计持有公司 35.28% 的股份，为公司的实际控制人。
- 子公司分工明确，业务线条清晰。公司控股和参股的公司 21 家，其中卫星能源的业务包括两期 PDH 及聚丙烯业务，连云港石化主要负责公司 320 万吨/年的 C2 轻烃综合加工利用项目、平湖石化主要负责公司的丙烯酸及酯业务、卫星新材料主要为高吸收性树脂业务。

图表 4：公司股权结构图



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

- **股权激励及专向奖励计划，激发核心员工工作动力。**公司分别在 2014、2016 和 2018 年对内部管理层和核心技术员工给与三次股权激励，分别占总股本的 0.64%、0.64%和 0.24%，授予价格分别为 6.55、4.81 和 7.44 元/股，主要对公司盈利增速、盈利能力以及重要项目建设进度等进行考核。此外，公司重视对生产环节的成本控制，鼓励员工对生产成本进行优化，对降本增效有贡献的员工设有专项奖励。

图表 5：管理层股权激励



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **推行员工持股计划，将员工利益和公司发展相绑定。**公司于 2015 年开

展员工持股计划，参加认购员工总数不超过 309 人，员工持股计划的总份额不超过 5000 份，每份 1 万元，总金额不超过 5000 万元。同时按照 2:1 的比例设立包含优先级和进取级份额的信托计划，员工持股计划合计持有公司股票 826.5 万股，占公司总股本的 1.0266%。员工持股计划的实施，一方面将员工利益和公司的发展相绑定，另一方面也表明了内部员工对公司未来发展的信心。

图表 6：员工持股计划

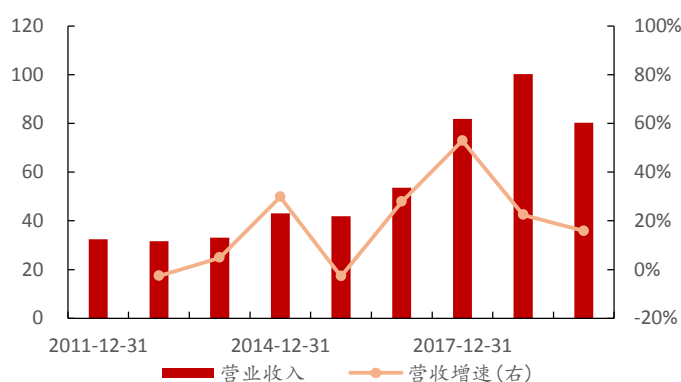
时间	股票数量	股价	持股对象	锁定期	存续期
2015 年 6 月 26 日	826.5 万股	15.19 元	部分董事、监事、高级管理人员、核心及骨干员工 309 名	12 个月	延长至 2019 年 6 月 25 日

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3) 公司财务分析

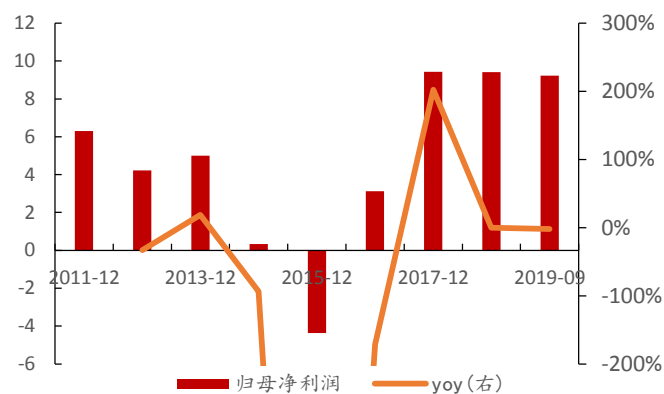
- 公司营收快速增长，盈利中枢抬高。**2018 年公司营业收入 100.29 亿元，五年复合收入增速 24.77%；2017-2019 年公司平均归母净利润 9.35 亿元，盈利中枢抬高。公司在 2014 年成功切入 PDH 工艺，使原有的 C3 产业链具备明显成本优势，之后公司抓住时机，开始了 C3 产业链的快速扩张，推动公司营业收入快速增长，同时盈利中枢抬高。

图表 7：公司主营业务收入快速增长（亿元）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

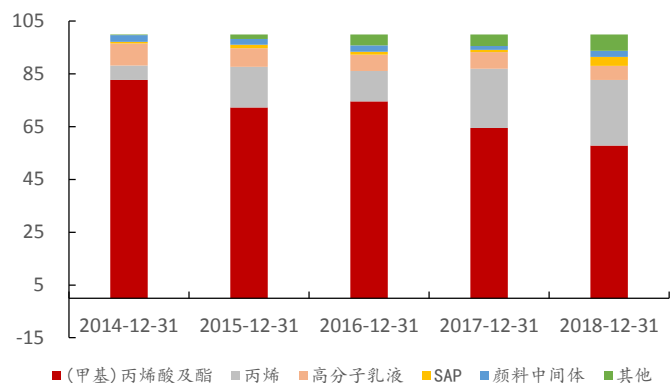
图表 8：2013~2018 年公司盈利中枢抬高（亿元）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

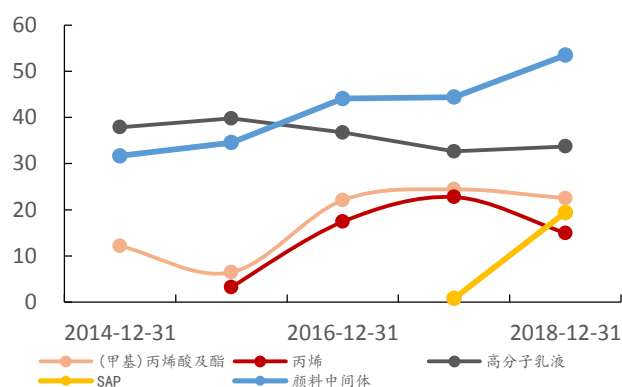
- 毛利率的周期性波动趋于平稳。**2016 年之后公司整体毛利率波动区域平缓，整体维持在 20% 以上水平，主要原因在于一方面占公司营收主体的丙烯酸及酯业务毛利维持稳定，另一方面丙烯毛利率虽有下行，但 SAP、颜料中间体等产品需求相对景气，毛利率上行，部分对冲了公司业务毛利率整体的下行压力。

图表 9：公司各产品在总营收中占比 (%)



资料来源：Wind、中泰证券研究所

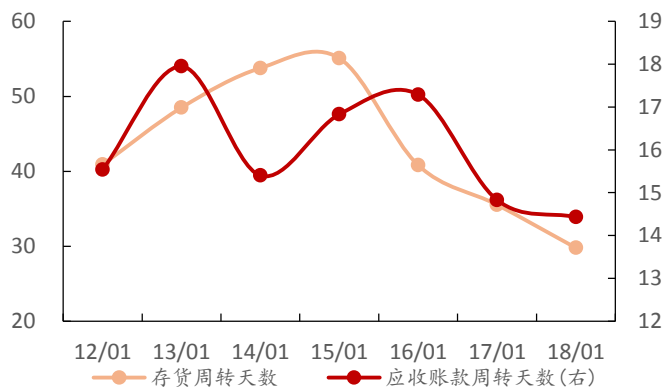
图表 10：公司各业务毛利率变动 (%)



资料来源：Wind、中泰证券研究所

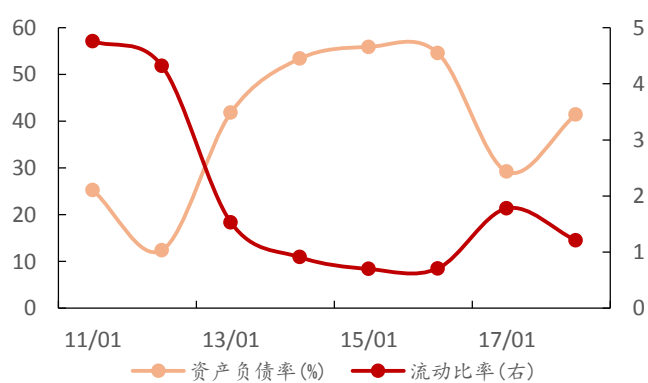
- **管理效率持续提升，财务效率稳健。**2016 年之后，公司存货周转天数和应收账款周转天数持续下降，在公司产能不断扩张的过程中，公司应收款和存货周转速度持续提升，公司管理效率不断提高；2013 年以来，除 2017 年外，公司资产负债率大都维持在 40% 以上水平，通过扩大债务融资比例方式提高股东资金使用效率，但偿债能力依然维持合理水平，2018 年公司流动比率 1.21，足以保证短期偿债压力。

图表 11：存货周转天数与应收账款周转天数(天)



资料来源：IHS、中泰证券研究所

图表 12：资产负债率及流动比率

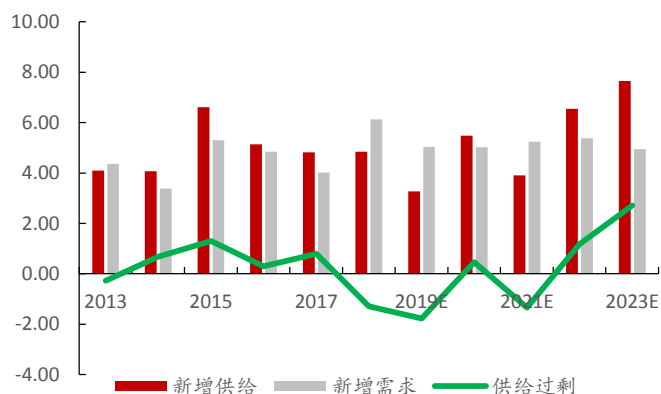


资料来源：Wind、中泰证券研究所

二、PDH 工艺：位于丙烯产能的第一梯队

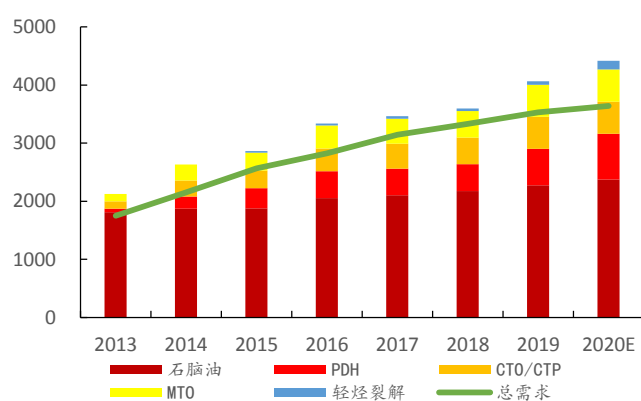
- 目前全球丙烯供需关系边际收紧。根据 Bloomberg 数据，2012 年-2017 年全球丙烯整体产能增速稍快于需求增速，供需关系边际持续收紧，2019-2021 年全球丙烯年均新增产能 421.6 万吨/年，需求年均新增 510 万吨/年，年均产能增量少于需求增量 88.34 万吨/年，全球丙烯供需关系边际变紧。

图表 13：全球丙烯供需状况（百万吨/年）



资料来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 14：我国丙烯产能结构与需求变动（万吨/年）



资料来源：隆众资讯、中泰证券研究所

- 煤制和轻烃路线的丙烯产能快速扩张。丙烯生产路线包括：丙烷脱氢制丙烯 (PDH)、煤制烯烃 (CTO)、石脑油以及甲醇制烯烃 (MTO、MTP)，伴随着我国煤制烯烃工艺技术的改进，以及轻烃路线的推广，根据隆众资讯预测数据，油头路线的丙烯的产能占比逐年降低，2010 年油头丙烯产能占比 98.1%（催化裂化路线 49.8%、蒸汽裂解 48.3%），CTO 产能占比 1.8%。借助于技术突破和成本优势 CTO、PDH 产能快速扩张，预计 2020 年油头丙烯产能占比将降至 55.0%左右，CTO/MTO 路线和轻烃路线产能占比将分别增至 23.2%和 21.7%，轻烃路线的产能快速增加。

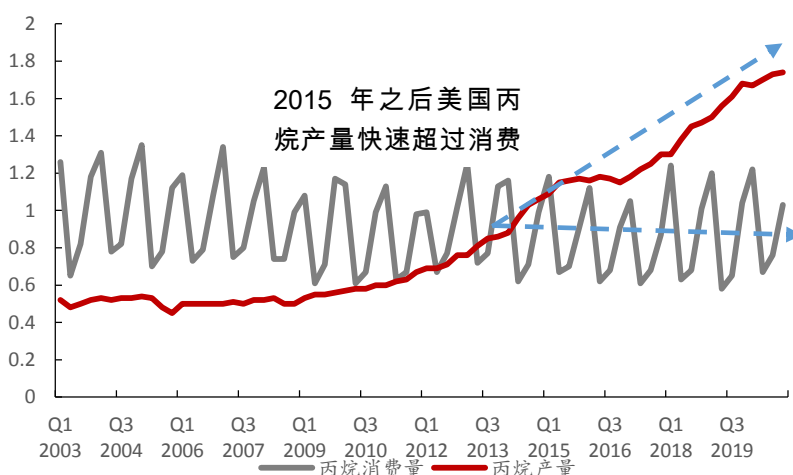
图表 15：PDH 目前产能及规划产能统计

国内 PDH 产能				国内新增 PDH 产能		
公司	产能 (万吨/年)	技术	时间	公司	产能 (万吨/年)	时间
天津渤化	60	Catofin	2013.01	巨正源	60	2019 年
卫星石化	45+45	Oleflex	2014.08	广东鹏尊	45	2019 年
绍兴三国	45	Oleflex	2014.09	东华能源	66	2019 年
宁波海越	60	Catofin	2014.09	福建美得石化	66	2019 年
张家港扬子石化	60	Oleflex	2015.05	浙江华泓	45	2020 年
万华化学	75	Oleflex	2015.08	万华化学	50	2020 年
京博石化	13	Oleflex	2015.05	海伟兰航化工	50	2020 年
神驰化工	20	Catofin	2015.12	威名石化	60	2021 年
河北海伟集团	50+50	Catofin	2016.07	南浦环保	20	2021 年
宁波福基石化	66	Oleflex	2016.01	海鼎化工	60	2022 年
齐翔腾达	10	Catofin	2016.08	金能科技	90	2023 年
东明石化	9.5	Oleflex	2017.07	总计	612	

资料来源：卓创资讯，中国产业信息网，中泰证券研究所

- **低廉的原料价格是 PDH 工艺高盈利的关键。**根据石油规划与设计院数据，PDH 工艺中原料丙烷的成本占比达 68%，构成 PDH 原料的主要部分。按丙烷的来源划分，前三大分别是美国页岩气、中东油田伴生气、亚太地区炼厂气，三者在全球供应的占比分别为 30.68%、21%和 21.91%，合计占到全球供应的 73%，根据 EIA 数据，2010 年之后，美国页岩气产量快速增加，带动全球 LPG 产量快速增加，同时在 2015 年后丙烷供给量超过美国需求量，根据 EIA 最新预测数据，2020 年美国丙烷产量预计 174 万桶/天，产量仍持续扩张，丙烷价格持续承压。

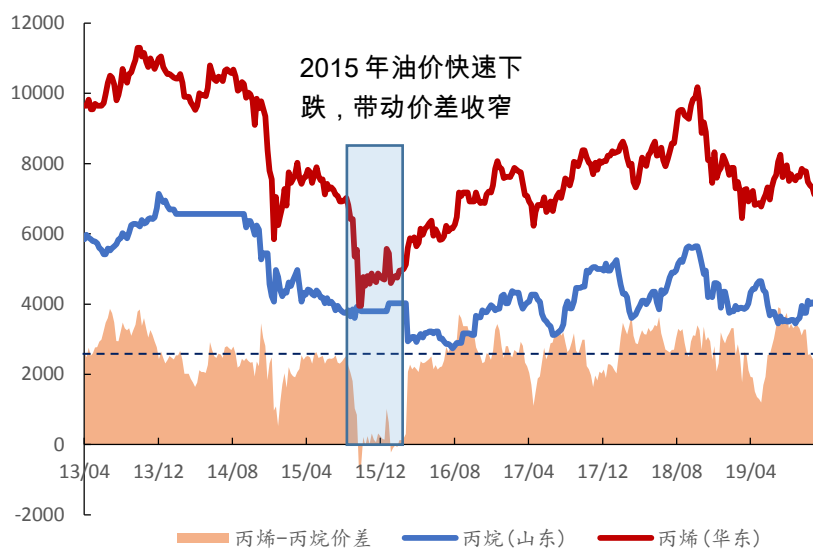
图表 16：2015 年之后美国丙烷供给快速增加（百万桶/天）



资料来源：EIA、中泰证券研究所

- **丙烯-丙烷高价差奠定 PDH 工艺的利润基础。**丙烯-丙烷价差长期维持高位，除 2015 年因为油价快速下跌导致价差明显收窄以外，大部分时间价差都在 2000 元以上，2013 年至今，丙烯-丙烷平均价差 2465 元/吨。

图表 17: 丙烯-丙烷高价差奠定 PDH 工艺的盈利基础(元/吨)

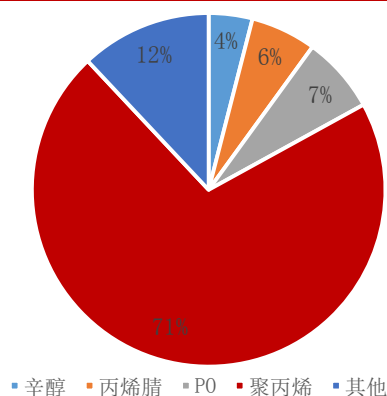


资料来源: EIA、中泰证券研究所

三、丙烯下游产品：整体景气已至底部区域

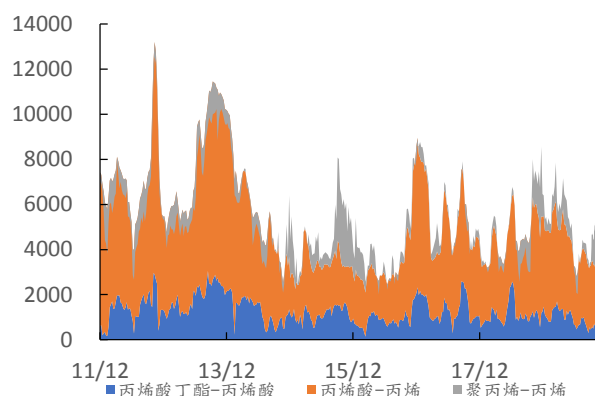
- **C3 产业链整体价差已至周期低位。**C3 产业链的下游产品主要包括聚丙烯、环氧丙烷、丙烯腈、辛醇等，分别占比 71%、12%、6%、7%。在产能扩张、需求增速下滑背景下，行业整体价差水平已降至周期低位，特别是丙烯-丙烯酸-丙烯酸丁酯产业链价差持续下行，除去丙烷脱氢制丙烯之外，环节生产价差已经降至历史低位。

图表 18：丙烯下游产品需求结构分布



资料来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 19：PP-丙烯+丙烯-丙烯酸-丙烯酸丁酯(元/吨)

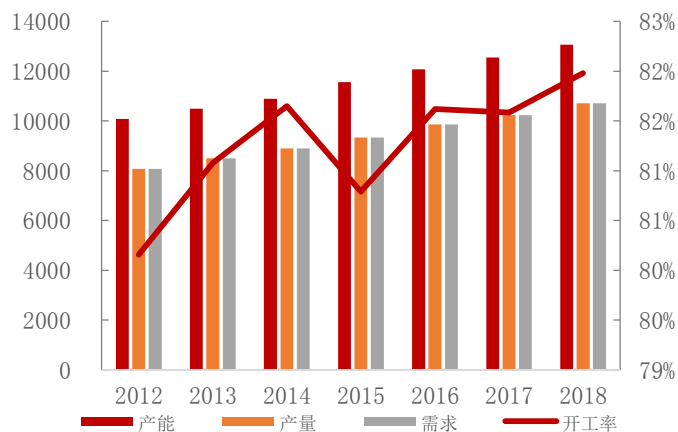


资料来源：Wind、中泰证券研究所

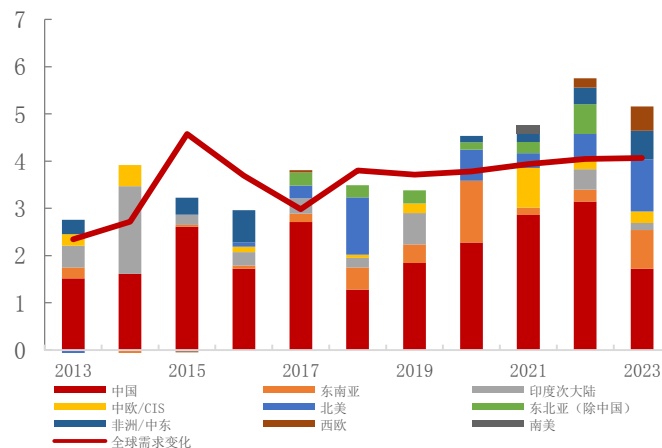
1) 聚丙烯目前仍维持相对较好盈利

- **供给端，未来全球聚丙烯供应压力增加。**根据 Bloomberg 数据，从全球来看，2019 年之后全球丙烯产能增量持续快于需求增量，未来四年的年均聚丙烯产能增长 500 万吨/年左右，按照 2018 年 1.3 亿吨的全球产能来看，全球年均产能增速 3.77%，产能扩张主要集中在 中国，2020-2023 年国内聚丙烯产能年均增加 270 万吨/年，占全球增量的 54%，年均产能增速 12.03%。

图表 20：全球聚丙烯产能、产量、开工率(万吨/年)



图表 21：聚丙烯增量产能分布及扩张计划(百万吨/年)

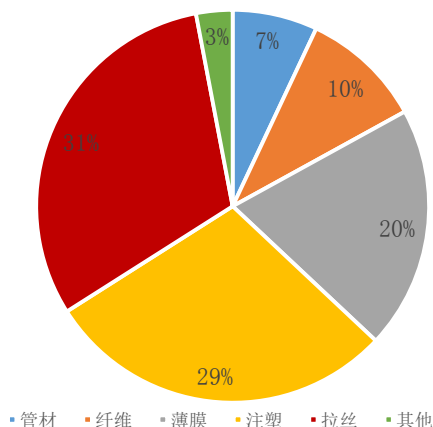


资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

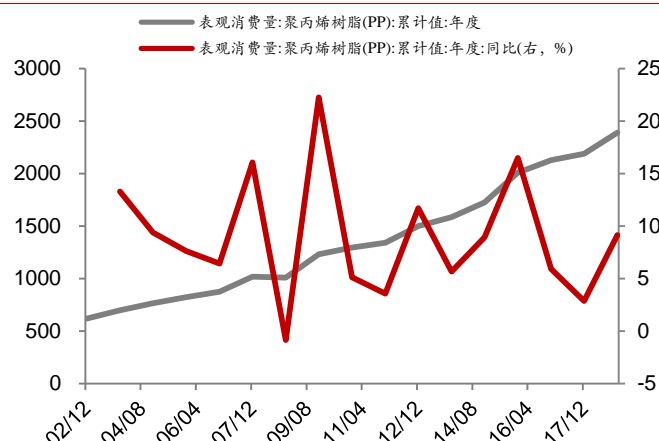
- **需求端增速可能边际企稳, 但相对未来供给依然增长不足。**聚丙烯下游需求以拉丝、注塑、薄膜以及纤维和管材为主, 分别占下游需求的 31%、29%、20%、10%和 7%, 聚丙烯下游应用的整体需求增速同全球经济增速基本同步, 过去 5 年, 国内聚丙烯需求增速分别为 8.94%、16.47%、5.92%、2.87%、9.14%, 平均增速 8.67%, 2018 年国内聚丙烯表观消费量 2371 万吨, 按照 8.67% 的平均增速测算, 年需求增量 200 万吨左右, 少于年均 270 万吨/年的产能增量。

图表 22: 2018 年聚丙烯下游需求结构分布



资料来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

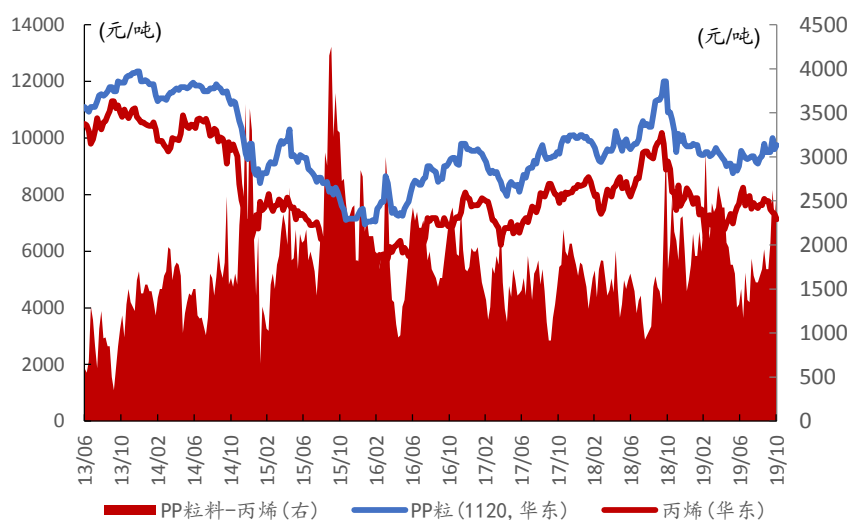
图表 23: 国内聚丙烯消费增速 (万吨/年)



资料来源: Wind、中泰证券研究所

- **盈利端, 目前聚丙烯-丙烯价差依然维持相对高位。**2019 年 11 月 PP 粒 1120 与丙烯价差 2625 元/吨, 处于 2013 年至今时间区间内价差的 58% 分位, 同时高于价差均值 1762 元/吨 48.98%。

图表 24: 国内聚丙烯-丙烯价差走势

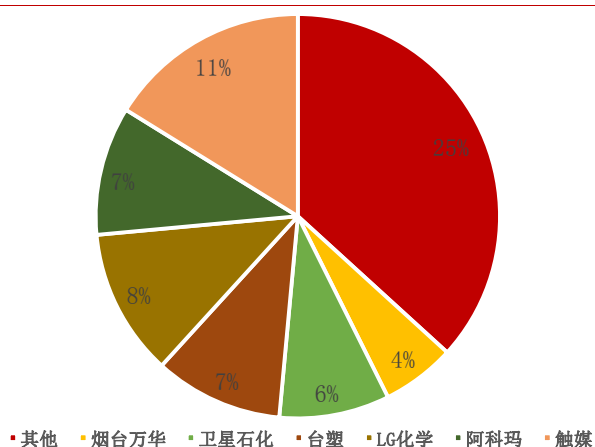


资料来源: Wind、中泰证券研究所

2) 丙烯酸：行业盈利进入底部区域

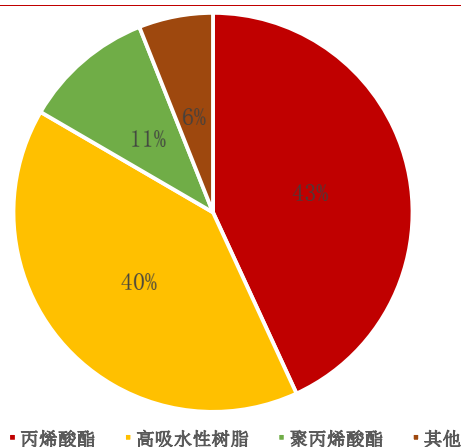
- 全球丙烯酸产能相对集中。**2018 年全球丙烯酸产能 806 万吨/年，产量 601 万吨，开工率 74.56%，行业产能相对集中，全球前五大丙烯酸企业分别为巴斯夫（19%）、陶氏（13%）、触媒（11%）、阿珂玛（7%）、LG 化学（8%），产能合计占全球丙烯酸产能的 58%。
- 从下游需求角度来看，按照纯度，丙烯酸可以分为普通丙烯酸和高纯丙烯酸，普通丙烯酸主要生产各类丙烯酸酯、特种酯及减水剂等，高纯丙烯酸主要用于生产 SAP（高吸水性树脂）、水处理剂等。国内丙烯酸消费相对较为单一，其中 80%的丙烯酸直接用于生产丙烯酸酯，而包括 SAP 在内的其他下游占比相对较小。**

图表 25：2017 年全球主要的丙烯酸企业产能分布



资料来源：隆众资讯、中泰证券研究所

图表 26：2017 年全球丙烯酸下游需求分布



资料来源：Bloomberg、中泰证券研究所

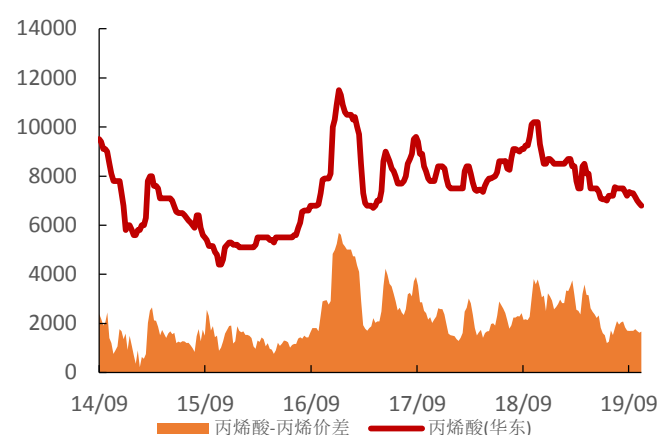
- 国内丙烯酸过剩严重，行业处于盈亏平衡线附近。**2018 年国内丙烯酸产能 330 万吨/年，产量 208 万吨，开工率仅 63.03%，产能过剩较为严重，主要由于在 2012-2015 年行业以年均 27%的增速扩张产能，而期间年均需求增速仅 10%，行业开工率因此由 75%下滑至 48%，产能严重过剩背景下，新增产能增速开始回落，行业进入过剩产能消化期，整体盈利处于盈亏平衡线附近，价格继续下行空间十分有限。

图表 27: 国内丙烯酸产能、消费量及增速(万吨)



资料来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 28: 国内丙烯酸价格及价差变化(元/吨)

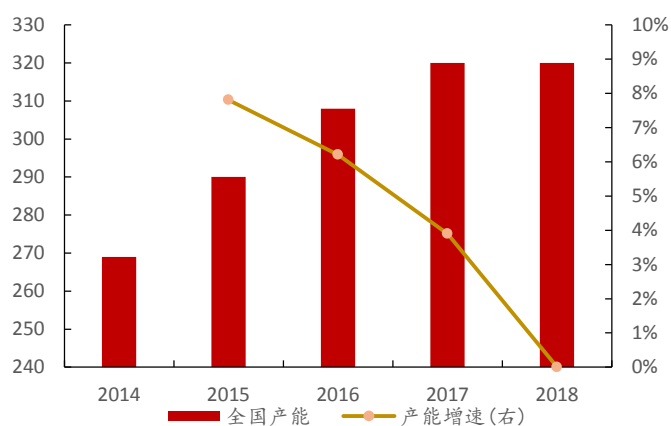


资料来源: Wind、中泰证券研究所

3) 丙烯酸酯: 景气度回落至周期底部

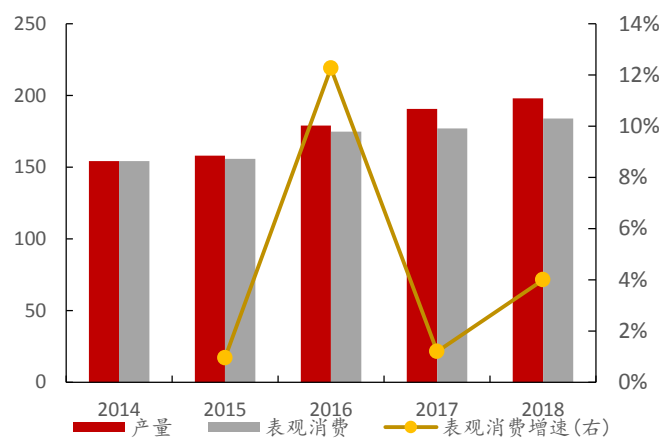
- 供给端, 截至 2018 年, 国内丙烯酸酯产能 320 万吨/年左右, 产能相对稳定, 近 5 年国内开工率维持在 50%~70%之间, 行业整体处于产能过剩状态, 目前 2019 年新增丙烯酸酯产能包括上海华谊 16 万吨/年和山东美华 6 万吨/年, 产能同比增速 6.88%, 而从长周期来看, 产能增速已经趋于放缓, 2010~2014 年产能平均增速 20.65%, 2014-2018 年产能增速持续降至 0%, 产能扩张周期已跌至低谷。

图表 29: 国内丙烯酸酯产能及增速变化 (万吨/年)



资料来源: 上海华谊宣传资料、中泰证券研究所

图表 30: 国内丙烯酸酯产、消及增速 (万吨)



资料来源: 上海华谊宣传资料、中泰证券研究所

- 丙烯酸酯产能相对集中。前五大企业卫星石化、江苏裕廊、烟台万华、台塑宁波总产能占全国产能的 50%以上, 其中卫星石化丙烯酸丁酯产能 30 万吨/年, 占全国产能的 12.4%。国内丙烯酸企业中使用丙烷脱氢制丙烯路径生产原料的企业仅卫星石化和万华化学, 其余企业大都采用油头路线生产原料丙烯。

图表 31: 主要丙烯酸及酯企业产能分布 (万吨/年)

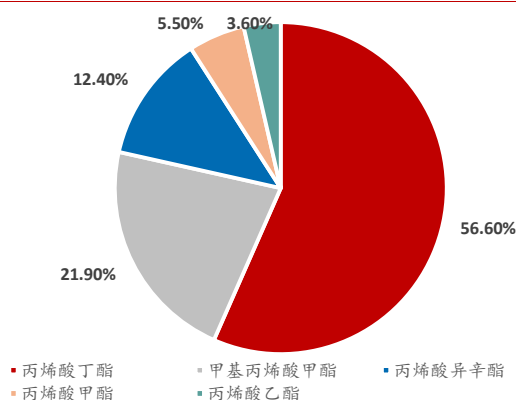
地区	企业	丙烯酸	丙烯酸丁酯
----	----	-----	-------

华北	沈阳蜡化	8	10
	扬子巴斯夫	32	20
	台塑宁波	32	24
	上海华谊	32	32
	江苏三木	30	12
华东	异科化工	48	18
	浙江卫星	48	30
	万州石化	8	8
	山东诺尔	8	
	山东开泰	11	8
	烟台万华	30	36
	山东宏信	8	8
西北	兰州石化	8	8
	中海油惠州	14	10
华南	福建滨海	6	
	江门谦信		18

资料来源：卓创资讯，中泰证券研究所

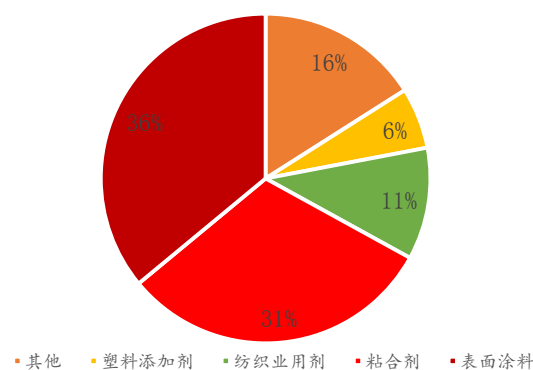
- 需求端，快递行业持续带动行业发展。**按丙烯酸酯分类来看，丙烯酸酯可以分为丙烯酸丁酯、甲基丙烯酸甲酯、丙烯酸异辛酯、丙烯酸甲酯、丙烯酸乙酯，产能占比分别 56.6%、21.9%、12.4%、5.5%和 3.6%，丙烯酸丁酯是丙烯酸酯的主要种类；从下游需求来看，丙烯酸酯的下游需求主要包括表面涂料（36%）、粘合剂（31%）、纺织业用剂（11%）、塑料添加剂（6%）等。快递行业的快速发展持续推动丙烯酸酯行业的发展。

图表 32：2010-2017 我国丙烯酸酯细分种类产能占比



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 33：2017 年我国丙烯酸酯下游需求分布

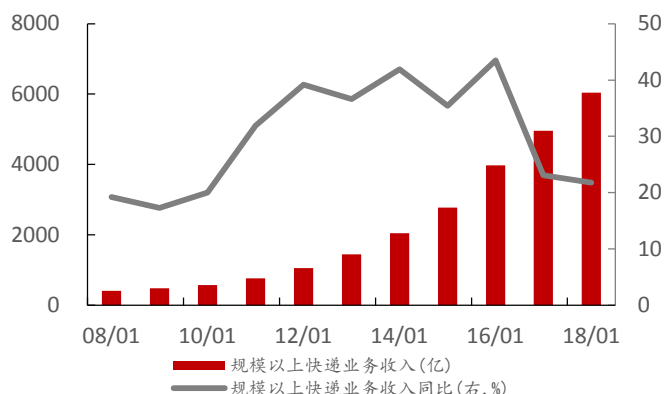


资料来源：隆众资讯、中泰证券研究所

- 快递行业发展带动胶粘剂和胶粘带需求持续增长。**2010 年起，我国快递行业在电商蓬勃发展的大背景下开始高速发展，2010 年至 2018 年间我国快递业务量年均复合增长率达到 46.89%。随着基数的不断积累，近两年业务量及收入增速有所放缓，但整体来看，快递行业仍呈现出高位

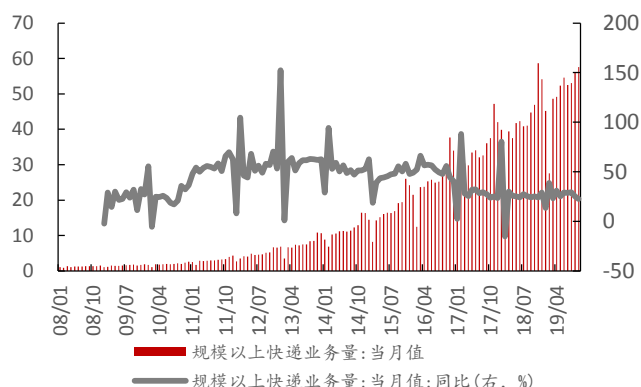
运行的发展态势。

图表 34：规模以上快递企业营收及增速



资料来源：Wind、中泰证券研究所

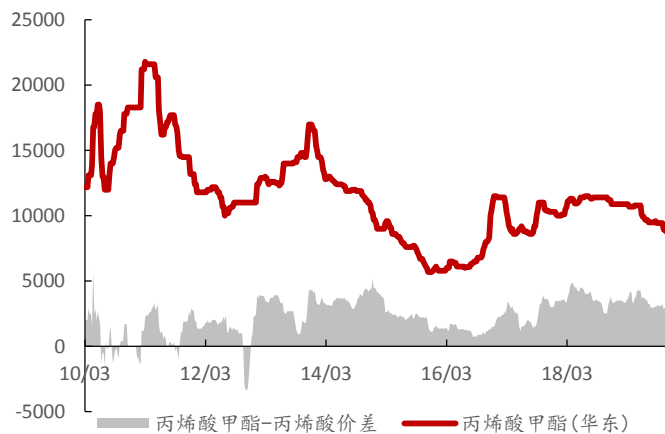
图表 35：规模以上企业快递业务量及增速（亿件）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

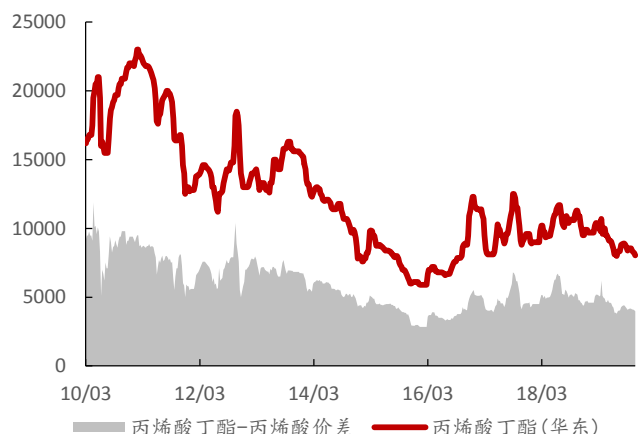
- **盈利端，目前丙烯酸酯整体处于盈利底部，我们以占比最大的丙烯酸丁酯为例，目前丙烯酸丁酯-丙烯酸价差 3970 元/吨，低于行业均值 4850 元/吨，价差低于过去 10 年的 10%分位，整体处于行业盈利的底部区域。卫星石化借助原料丙烯酸低成本的优势，在行业低迷时期仍能维持较高开工水平。**

图表 36：丙烯酸甲酯价格及价差走势（元/吨）



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 37：丙烯酸丁酯价格及价差走势（元/吨）

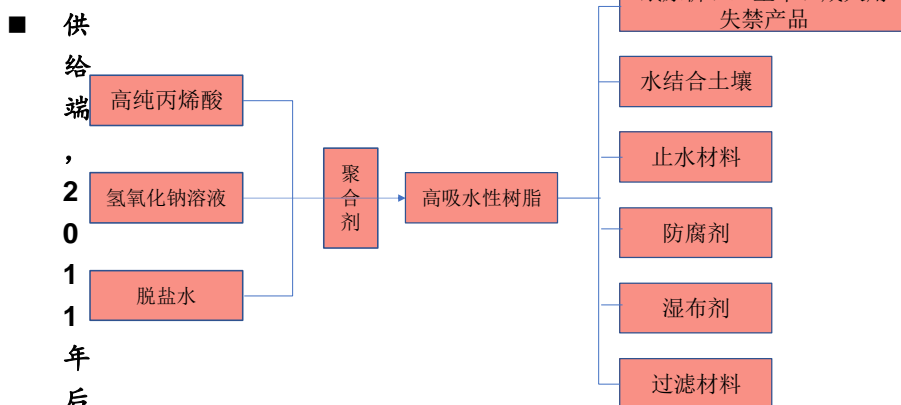


资料来源：Wind、中泰证券研究所

4) SAP：需求维持较高增长

- SAP（高吸水性树脂）主要由聚丙烯酸钠组成，高含量的-COO-和 Na 离子保证 SAP 具有较高的吸水性，下游主要应用于卫生、农业园艺、土壤改造、环保等行业。1978 年日本三洋化成研发并产业化生产淀粉接枝聚丙烯酸共聚型高吸水性树脂，开启 SAP 的产业化发展之路。

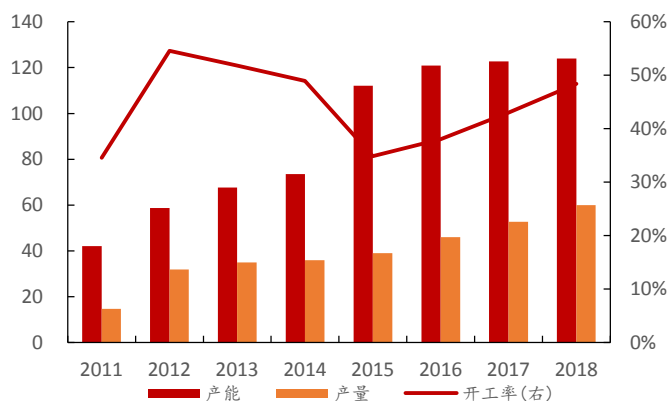
图表 38：高吸水性树脂产业链



资料来源：中泰证券研究所

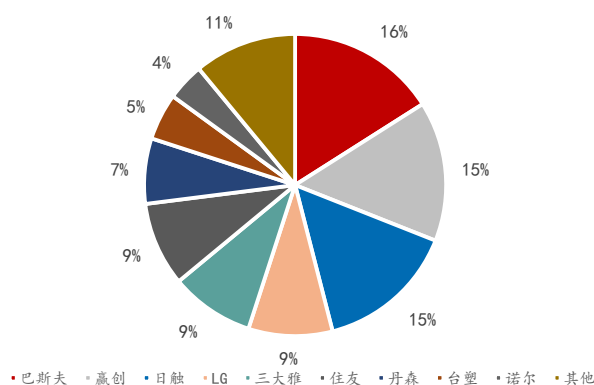
国内产能快速扩张。2011 年国内企业在生产工艺上取得突破后，SAP 投资进入高峰期，国内产能由 2011 年的 42 万吨/年增加至 2018 年的 124 万吨/年，八年年均产能复合增速 14.49%。全球 SAP 产能高度集中，前七大生产企业分别为巴斯夫、赢创、日触、LG、三大雅、住友、丹森合计拥有 SAP 产能占全球的 80%。

图表 39：国内 SAP 产能、产量及开工情况(万吨/年)



资料来源：WHO、中泰证券研究所

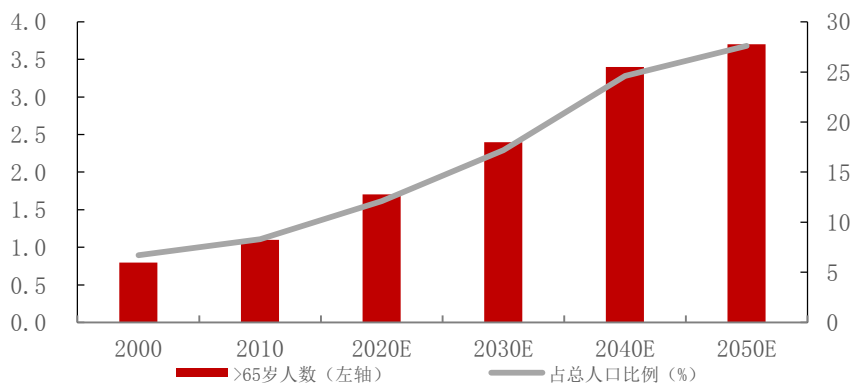
图表 40：2018 年全球 SAP 产能分布



资料来源：Wind、中泰证券研究所

需求端，人口老龄化及消费观念改变带动 SAP 需求。SAP 需求主要来自纸尿裤（约占 90%左右）。纸尿裤依旧是 SAP 的第一大下游，其中婴儿纸尿裤的用量最大，但随着人口老龄化的逐步加深，以及消费观念的逐渐改变等因素存在，同时配合规范生产、持续推广等外在助力的影响，成人失禁垫将成为 SAP 下一个新增需求点。

图表 41：我国人口老龄化趋势明显 (亿人)



资料来源：IHS、中泰证券研究所

- **盈利端，18年底以来SAP-丙烯酸价差持续上行。**伴随着行业需求不断增长，2018年底以来，SAP-丙烯酸价差持续走阔，2018年10月价差低点以来，累积涨幅达44.5%。

图表 42：SAP-丙烯酸价差走势（元/吨）



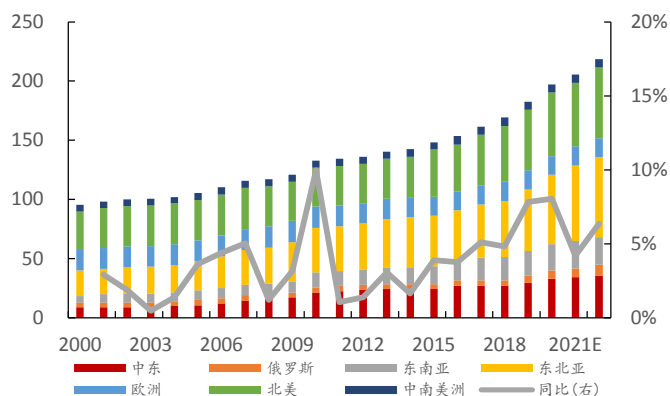
资料来源：WIND、中泰证券研究所

四、乙烷裂解制乙烯盈利突出

1) 全球乙烯产能持续扩张

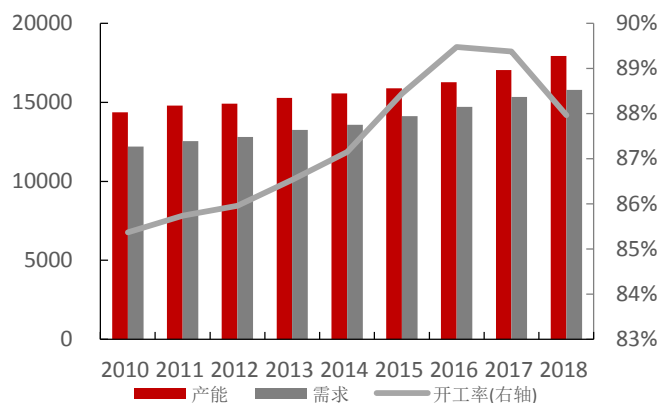
- **全球乙烯产能持续扩张。**2019年全球乙烯产能1.83亿吨/年，相比2018年全球乙烯产能增长7.83%，预计2020-2022年全球产能增速分布8.04%、4.19%、6.35%；2018年行业产能增速明显超过需求增速，开工率出现下滑，由高点的89.48%回落至2018年的87.96%。

图表 43: 全球乙烯产能分布及增速(百万吨/年)



资料来源: Bloomberg、中泰证券研究所

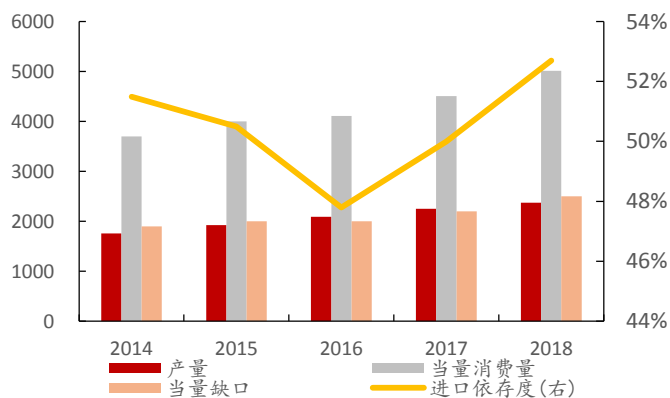
图表 44: 全球乙烯供需及开工率情况(万吨/年)



资料来源: EIA、中泰证券研究所

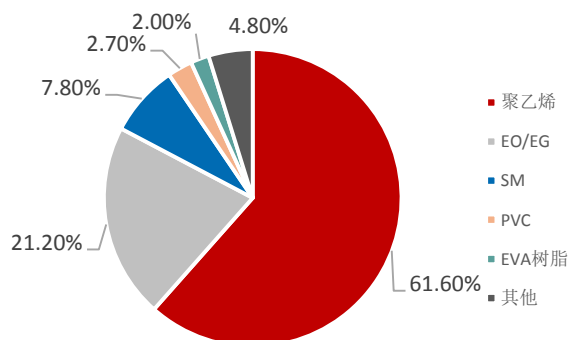
- 国内乙烯的表观消费量持续扩张。**2018 年国内乙烯表观消费量 5013 万吨，过去五年年均复合增速达 6.26%；产量方面，2018 年国内乙烯产量 2370.86 万吨，2014 年乙烯产量 1760 万吨，年均复合增速 6.13%，消费增速略大于产量增速，2018 年乙烯的对外依赖度扩大至 52.7%。从乙烯的下游需求来看，国内乙烯主要生产聚乙烯，占下游总量 61.6%，第二大下游为环氧丙烷和乙二醇，合计占比 21.2%，苯乙烯为第三大下游，占比 7.8%，此外还有 PVC、EVA 等材料。

图表 45: 国内乙烯需求及对外依赖度(万吨)



资料来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 46: 乙烯下游需求结构构成

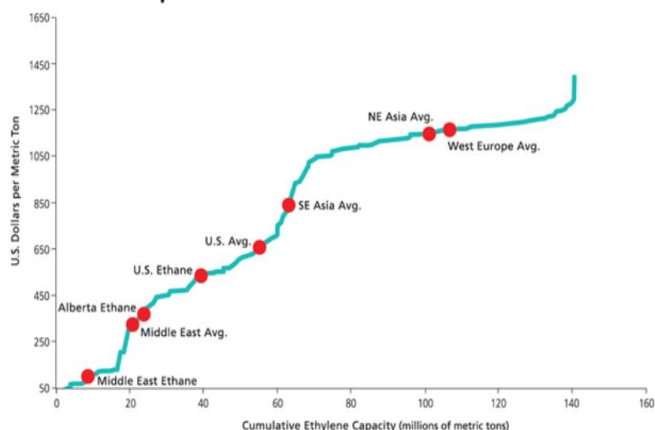


资料来源: Wind、中泰证券研究所

2) 轻烃路线成本优势突出

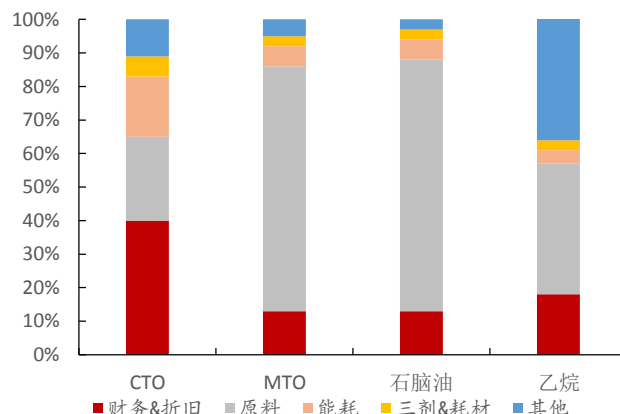
- 乙烷裂解制烯烃成本优势最明显。**按照产品的成本结构来划分，全球乙烯产能可以分为煤制烯烃、石脑油制烯烃、LPG 裂解以及乙烷裂解制乙烯等，根据 IHS-Markit 及 EIA 公布的数据，乙烷裂解制烯烃位于乙烯生产成本的第一梯队，从成本构成上，该工艺原料成本占比达到 39%。

图表 47：全球乙烯生产路线中乙烷路径的成本优势明显



资料来源：IHS Markit、中泰证券研究所

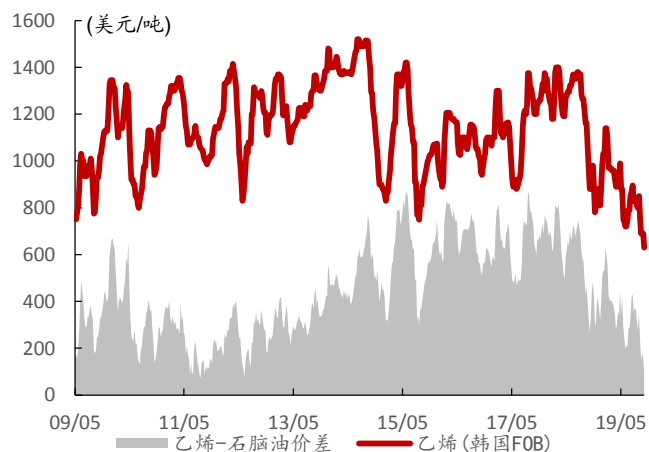
图表 48：不同乙烯工艺路线的成本构成比例



资料来源：EIA、公开资料整理、中泰证券研究所

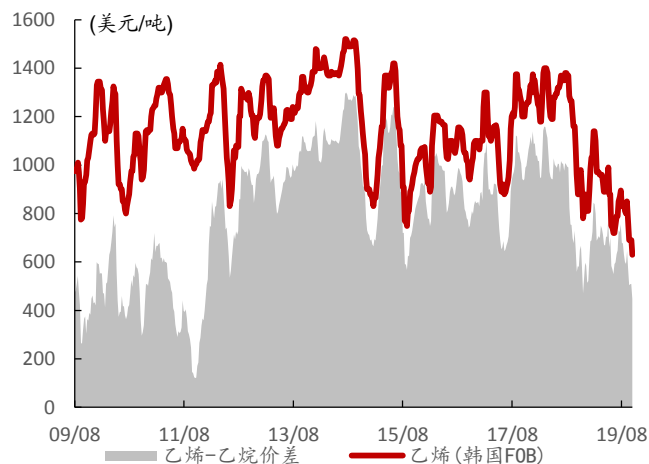
- 从价差角度看，乙烷脱氢制乙烯工艺的盈利优势明显。从价差角度比较油制乙烯和乙烷脱氢制乙烯两种工艺盈利能力，可以看出，目前乙烯-石脑油价差已经回落至 100 美元/吨，已跌至近十年来低位，但乙烯-乙烷价差虽回落至 450 美元/吨附近，但仍处于相对较高位置。

图表 49：乙烯-石脑油价差回落至近十年来低位



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 50：乙烯-乙烷价差回落，但仍维持相对高位

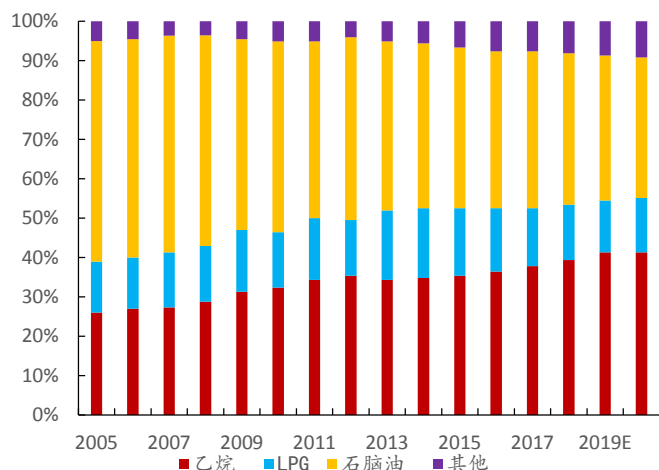


资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 乙烷为原料的乙烯产能占比持续提高。2018 年乙烷路径的乙烯产能占全球总产能的 39%，而在 2005 年乙烷路径的乙烯产能占比仅 26%，根据 EIA 数据，预计 2020 年乙烷产能占比降至 41%；石脑油路线乙烯产能占比持续走低，2018 年油头路线乙烯产能占比 38%，而在 2005 年时石脑油路线的烯产能占比达 56%。

图表 51：乙烷裂解制乙烯路线产能占比持续提高

图表 52：国内规划及在建乙烷脱氢制乙烯项目统计



资料来源: Bloomberg、中泰证券研究所

公司	地点	产能(万吨/年)	合约签署情况	建设进度
卫星石化	江苏连云港	250	已签约	计划2020年底一期建成
鲁清石化	山东寿光	75		计划2021年建成
华泰盛富	浙江宁波	60		开工建设
中国石油	新疆巴州	60		二次环评, 用自产原料
中国石油	陕西榆林	80		公式
天津渤化	天津南港	80		一次环评
南山集团	山东龙口	200	美国乙烷公司	园区规划
广西投资	广西钦州	60		前期工作
聚能重工	辽宁锦州	200	美国乙烷公司	前期工作
永荣、东明	福建福州	90	美国乙烷公司	前期工作
阳煤集团	山东青岛	150	美国乙烷公司	前期工作
缘泰石油	福建福州	200	签约	前期工作
同益石油	辽宁大连	100		前期工作
东华能源	河北曹妃甸	200		前期工作

资料来源: 中经院数据整理、中泰证券研究所

3) 乙烷供应是项目稳定运行的关键

- 未来全球新增可贸易乙烷供应主要来自美国。**根据 Bloomberg 及 IHS 数据, 2018 年之前由于出口码头运力限制, 美国乙烷主要通过管道向加拿大出口。2016 年美国两个乙烷码头开通后, 开始通过乙烷船以海运方式向外出口, 2018 年美国乙烷产量 3185 万吨, 出口量 527 万吨, 主要目的地为欧洲及印度。中东地区乙烷产量 2689 万吨, 但基本只供本国消费。根据 IHS 的预测数据, 到 2023 年, 全球乙烷对外出口中美国仍占主体, 届时美国产量 4757 万吨, 相比 2018 年复合增速 8.36%, 消费量 3732 万吨, 相比 2018 年复合增速 7.03%, 预计 2023 年美国乙烷出口将达 1025 万吨, 是全球最主要的乙烷供给方。

图表 53: 全球主要国家或地区乙烷产量、消费量及净出口情况统计(万吨)

地区	2018 年			2023 年			2018-2023 增速	
	产量	消费	净出口	产量	消费	净出口	产量	消费
美国	3185	2658	527	4757	3732	1025	8.36%	7.03%
加拿大	459	665	-206	423	701	-278	-2.00%	1.10%
中东	2689	2689	0	2847	2847	0	1.15%	1.15%
墨西哥	174	183	-9	139	174	-35	-4.00%	-1.00%
其他	1109	1421	-312	1314	2026	-712	3.45%	7.35%
合计	7615	7616	0	9480	9480	0	4.48%	4.48%

资料来源: Bloomberg、IHS、中泰证券研究所

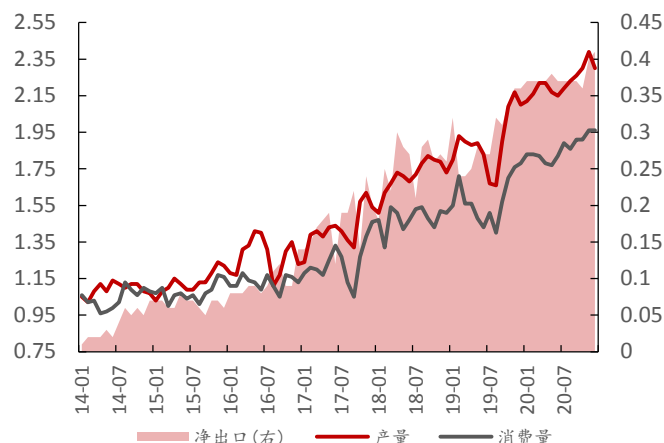
- 码头出口能力限制全球乙烷供应。**美国的两个乙烷出口码头分别位于宾夕法尼亚州的马库斯胡克, 费城西南约 20 英里, 出口能力为 3.5 万桶/天, 主要目的地为欧洲。第二个出口码头位于德克萨斯州的摩根点, 出口能力为 20 万桶/天, 是墨西哥湾地区第一个乙烷出口码头终端, 摩根点终端出口能力的 90% 已经签署合同, 该终端目的地主要为印度。

图表 54: 美国乙烷主要管道分布



资料来源: EIA、中泰证券研究所

图表 55: 美国乙烷供应充足(百万桶/天)



资料来源: EIA-STEO、中泰证券研究所

- 目前在建的出口终端均已锁定未来运力订单。目前美国在建两个乙烷出口港口，一是美国能源运输公司位于德克萨斯的出口终端，预计于 2020 年底建成，出口能力 17.5 万桶/天，用于为公司新建的两套乙烷裂解装置输送原料；二是，美国乙烷公司，在德克萨斯州的内切斯河建设的 48 万桶/天出口能力的乙烷码头终端，预计三年后正式投运，目标市场仍是我国目前正等待批准建设的乙烷裂解项目。

图表 56: 美国乙烷出口港口情况统计

序号	位置	投产时间	出口能力	目的地
1	宾夕法尼亚	2016 年 3 月	3.5 万桶/天	欧洲
2	德克萨斯	2016 年 9 月	20 万桶/天	印度
3	德克萨斯	2020 年底	17.5 万桶/天	浙江卫星
4	德克萨斯	2022 年	48 万桶/天	中国

资料来源: EIA、中泰证券研究所

五、投资建议：首次覆盖，给以“买入”评级

■ 盈利假设：

- 1) 明年公司两期 90 万吨/年的 PDH 产能负荷升至 100%并保持稳定，除满足自用外，外销丙烯量 20 万吨；
- 2) 两期合计 45 万吨/年的聚丙烯产能满产满销；
- 3) 明年酸酯产能分别增至 84 万吨/年和 81 万吨/年，并维持满开状态；
- 4) SAP、高分子乳液、颜料中间体及双氧水毛利率整体稳定；
- 4) 连云港轻烃综合利用项目于 2020 年建成，2021 年维持 70%负荷运行。

图表 57：盈利预测假设

	2019E	2020E	2021E
丙烯酸及酯			
收入增速	2.44%	43.02%	-1.09%
毛利率(%)	24.51	22.51	20.51
丙烯及聚丙烯			
收入增速	69.18%	15.09%	-0.51%
毛利率(%)	18.37	16.37	14.37
高分子乳液			
收入增速	2.23%	2.23%	2.23%
毛利率(%)	36.72	34.36	34.93
SAP			
收入增速	5.00%	31.25%	31.25%
毛利率(%)	22.38	22.38	21.38
颜料中间体			
收入增速	-46.16%	1.67%	1.65%
毛利率(%)	53.47	50.45	52.46
双氧水			
收入增速	293.86%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	27.87	27.87	27.87
其他业务			
收入增速	10.00%	20.00%	0.00%
毛利率(%)	11.66	11.16	8.16
连云港炼化项目			
收入增速			500.00%
毛利率(%)		39.47	39.47

资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 12.62 亿元、17.79 亿元、29.98 亿元；对应 EPS 分别为 1.18 元/股、1.67 元/股、2.81 元/股；按照最新收盘价 15.72 元计算，对应 PE 分别为 13.27 倍、9.41 倍、5.50 倍。

- 公司是国内轻烃综合利用行业的龙头企业，选取行业内东华能源、万华化学、齐翔腾达作为可比公司。卫星石化借助 C3 产业链低成本及一体化的竞争优势，持续加码全产业链，行业龙头地位稳固，未来两期的 C2 产能投产将助推公司业绩再上台阶，我们预计公司可达到行业平均估值水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 58：可比公司估值情况

上市公司	最新价 (元)	EPS(元/股)		PE		PB
		2019E	2020E	2019E	2020E	
东华能源	7.71	0.80	1.01	9.64	7.64	1.38
万华化学	53.96	3.40	3.99	15.89	13.53	4.20
齐翔腾达	7.03	0.43	0.53	16.27	13.29	1.64
平均				13.93	11.48	2.41
卫星石化	15.72	1.18	1.67	13.27	9.41	1.88

备注：东华能源、万华化学、齐翔腾达 EPS 取自 wind 一致预期；
股价取自 2019 年 12 月 25 日收盘价。

资料来源：Wind、中泰证券研究所

六、风险提示

- **企业经营风险。**作为化学品生产企业，生产运营的安全风险不能根除。卫星未来将始终坚持把安全生产放在第一位，尽力降低此风险。
- **原料供应风险。**乙烷、丙烷是公司业务顺利推进的重要保障，而公司原料都是从国外进口，公司面临着原料供应中断的风险。
- **产能集中投放风险。**公司处在化工行业，具有明显的周期属性，盈利高位时会吸引产能扩张，行业供给增量超过需求增量，挤压行业利润。
- **经济下行风险。**公司布局的 C2、C3 产业链利润变动同经济变动相关性较高，当下全球经济持续下行的背景下，挤压行业整体利润。
- **油价大幅波动风险。**原油价格大幅波动时一方面带来库存价值损失，另一方面，公司的 C2、C3 产业链产品价格同油价相关性较高，油价下跌时，产业链利润存在被挤压风险。
- **财务风险。**公司为解决产能扩张的融资问题，采用扩大债务融资的渠道，提高了公司整体杠杆水平，财务风险增加。

图表 59: 公司盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,188	10,029	12,030	17,037	22,021	货币资金	1,696	3,125	3,749	5,308	6,862
增长率	52.9%	22.5%	20.0%	41.6%	29.3%	应收款项	1,596	2,478	2,408	4,512	4,433
营业成本	-6,182	-7,955	-9,319	-13,198	-16,457	存货	762	554	988	1,196	1,527
%销售收入	75.5%	79.3%	77.5%	77.5%	74.7%	其他流动资产	1,161	645	616	785	734
毛利	2,006	2,075	2,712	3,839	5,564	流动资产	5,215	6,802	7,760	11,801	13,555
%销售收入	24.5%	20.7%	22.5%	22.5%	25.3%	总资产	51.2%	49.5%	54.4%	66.0%	70.3%
营业税金及附加	-31	-39	-72	-87	-112	长期投资	194	609	609	609	609
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	3,283	3,281	2,887	2,492	2,094
营业费用	-227	-249	-299	-630	-815	总资产	32.2%	23.9%	20.2%	13.9%	10.9%
%销售收入	2.8%	2.5%	2.5%	3.7%	3.7%	无形资产	376	412	437	462	486
管理费用	-503	-264	-782	-1,000	-1,164	非流动资产	4,969	6,936	6,514	6,089	5,716
%销售收入	6.1%	2.6%	6.5%	5.9%	5.3%	总资产	48.8%	50.5%	45.6%	34.0%	29.7%
息税前利润 (EBIT)	1,246	1,522	1,558	2,122	3,473	资产总计	10,184	13,739	14,275	17,890	19,271
%销售收入	15.2%	15.2%	12.9%	12.5%	15.8%	短期借款	1,718	3,588	2,971	3,218	1,891
财务费用	-136	-76	-145	-129	-122	应付款项	1,045	1,873	1,771	3,238	3,132
%销售收入	1.7%	0.8%	1.2%	0.8%	0.6%	其他流动负债	165	177	180	182	180
资产减值损失	6	13	9	9	9	流动负债	2,929	5,638	4,922	6,637	5,202
公允价值变动收益	-25	9	3	1	-2	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	-42	36	-1	-1	-1	其他长期负债	44	53	53	53	53
%税前利润	—	2.4%	—	—	—	负债	2,973	5,691	4,975	6,691	5,256
营业利润	1,049	1,503	1,424	2,003	3,358	普通股股东权益	7,198	8,040	9,299	11,209	14,041
营业利润率	12.8%	15.0%	11.8%	11.8%	15.3%	少数股东权益	13	8	1	-9	-26
营业外收支	-18	-5	-2	-6	-6	负债股东权益合计	10,184	13,739	14,275	17,890	19,271
税前利润	1,031	1,498	1,422	1,997	3,352	比率分析					
利润率	12.6%	14.9%	11.8%	11.7%	15.2%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-90	-110	-148	-209	-352	每股指标					
所得税率	8.7%	7.4%	10.4%	10.5%	10.5%	每股收益 (元)	0.88	0.88	1.18	1.67	2.81
净利润	935	935	1,255	1,769	2,982	每股净资产 (元)	6.75	7.54	8.73	10.52	13.18
少数股东损益	-7	-5	-7	-10	-17	每股经营现金净流 (元)	0.53	0.71	1.39	1.32	3.05
归属于母公司的净利润	942	941	1,262	1,779	2,998	每股股利 (元)	0.09	0.09	0.00	0.11	0.16
净利率	11.5%	9.4%	10.5%	10.4%	13.6%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	13.09%	11.70%	13.58%	15.87%	21.35%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	9.18%	6.81%	8.79%	9.89%	15.47%
净利润	935	935	1,255	1,769	2,982	投入资本收益率	22.85%	14.82%	17.12%	23.05%	34.89%
加: 折旧和摊销	548	543	433	436	440	增长率					
资产减值准备	6	13	0	0	0	营业总收入增长率	52.91%	22.49%	19.95%	41.62%	29.26%
公允价值变动损失	25	-9	3	1	-2	EBIT增长率	150.86%	32.49%	-0.17%	36.25%	63.78%
财务费用	146	87	145	129	122	净利润增长率	202.49%	-0.19%	34.20%	40.95%	68.50%
投资收益	42	-36	1	1	1	总资产增长率	36.62%	34.91%	3.90%	25.33%	7.72%
少数股东损益	-7	-5	-7	-10	-17	资产管理能力					
营运资金的变动	-1,934	-209	-352	-929	-287	应收账款周转天数	15.9	14.9	14.9	14.9	14.9
经营活动现金净流	566	752	1,486	1,408	3,254	存货周转天数	26.8	23.6	23.1	23.1	22.3
固定资本投资	-207	-1,557	-60	-60	-50	应付账款周转天数	38.1	44.0	41.0	42.5	41.8
投资活动现金净流	-1,565	-1,498	-96	-96	-86	固定资产周转天数	148.6	117.8	92.3	56.8	37.5
股利分配	-94	-94	0	-118	-166	偿债能力					
其他	1,884	2,129	-766	367	-1,449	净负债/股东权益	-19.40%	-1.99%	-25.14%	-32.53%	-46.50%
筹资活动现金净流	1,790	2,035	-766	249	-1,615	EBIT利息保障倍数	8.6	20.4	10.7	16.3	28.4
现金净流量	791	1,289	624	1,560	1,553	资产负债率	29.20%	41.42%	34.85%	37.40%	27.27%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。