

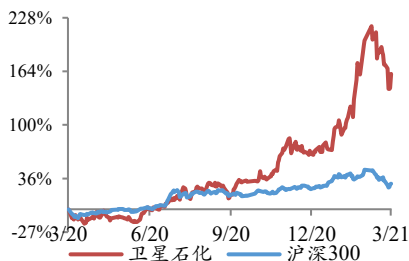
合资建设 EAA 项目同时延伸 C2/C3 产业链，为公司带来新的利润增长点

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-12

收盘价 (元)	39.80
近 12 个月最高/最低 (元)	48.46/12.63
总股本 (百万股)	1,229
流通股本 (百万股)	1,064
流通股比例 (%)	86.61
总市值 (亿元)	489
流通市值 (亿元)	424

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告

1.20200730 二季度产品景气度回暖，业绩有改善 2020-09-25

主要观点：

● 事件描述：

3月11日，卫星石化发布公告，公司全资子公司嘉兴山特莱（简称“山特莱公司”）与 SKGC 签署《合作谅解备忘录》，拟在江苏省连云港市共同投资合资公司，以建设 4 万吨/年乙烯丙烯酸共聚物（以下简称“EAA”）装置项目，投资总额 1.63 亿美元。

● SKGC 是韩国 SK 集团下属公司

SK 集团是韩国第三大跨国企业，以能源化工、信息通信为两大支柱产业。2011 年，石油化学项目从 SK 分离，单独成立子公司 SK innovation，旗下设有化学业务相关子公司 SK Global chemical（SK 综合化学，SKGC），石油能源业务相关子公司 SK energy、SK lubricants、SK incheon petrochem、SK trading international。SKGC 总部位于首尔，是一家拥有 86 万吨/年乙烯、100 万吨/年丙烯、12 万吨/年丁二烯、15 万吨/年 MTBE、18 万吨/年 LLDPE、21 万吨/年 HDPE、300 万吨/年芳烃、8.5 万吨/年三元乙丙橡胶和 EAA、POE、m-LLDPE 等产品的跨国化工公司。

● EAA 应用广泛、性能优异，需求有望进一步释放

EAA 由乙烯和冰晶级丙烯酸高温高压自由基聚合而成，具有卓越的粘合性能。EAA 具有极佳的热封性、抗撕裂性、隔绝空气和水汽，在食品药品等软包装领域应用广泛，对金属、玻璃等有卓越的粘合能力，也可应用于电线电缆、钢铁涂料。目前，国内企业还未掌握自主技术，EAA 全部依赖进口。2017 年 SK 收购陶氏的 EAA 业务。本项目是 SKGC 公司既美国德克萨斯、西班牙塔拉戈纳后在全球的第三套装置，亚洲首套装置。与 EVA 相比，EAA 热稳定性更高、并属于非腐蚀性产品、能适应更宽的加工条件范围。在很多领域可以替代 EVA。但由于技术被国外垄断、价格过高，推广受到制约。目前国内需求量约 2 万吨/年，随着高压电缆和食品包装发展，需求会逐渐加大。EAA 国内价格约在 4 万元/吨，4 万吨/年项目预计将为合资公司带来 16 亿元收入。

● 合资建设 EAA 项目同时延伸公司 C2/C3 产业链

根据公告，合资公司股权比例为山特莱 40：SKGC 60。EAA 项目所需原料乙烯和精丙烯酸均优先从山特莱公司采购，合同中竞业条款要求 SKGC 在中国境内另建合资 EAA 项目时，山特莱公司拥有优先合作权。当下，卫星石化 18 万吨/年丙烯酸项目刚刚建成，乙烷装卸船子公司连云港石化建设稳步推进。

我们认为，建立合资 EAA 项目不仅可以解决公司乙烯和精丙烯酸的出路，

还同时延伸公司 C2/C3 下游产业链。EAA 技术尚未国产化，与拥有专利技术的企业合作建立国内首套装置，技术和资金风险更小的同时也将为公司增厚利润。

● 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 16.59、30.92、39.61 亿元，同比增速为 30.4%、86.3%、28.1%。对应 PE 分别为 19.34、10.38、8.1 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力的风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10779	10781	24536	33117
收入同比 (%)	7.5%	0.0%	127.6%	35.0%
归属母公司净利润	1273	1659	3092	3961
净利润同比 (%)	35.3%	30.4%	86.3%	28.1%
毛利率 (%)	26.1%	27.3%	24.6%	23.0%
ROE (%)	13.8%	15.2%	22.1%	22.1%
每股收益 (元)	1.04	1.35	2.52	3.22
P/E	15.78	19.34	10.38	8.10
P/B	2.17	2.94	2.29	1.79
EV/EBITDA	8.43	12.28	7.99	6.26

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	5458	3440	6498	7636	
现金	3276	0	0	0	
应收账款	326	426	932	1189	
其他应收款	12	15	28	40	
预付账款	161	157	390	521	
存货	903	800	1759	2641	
其他流动资产	781	2041	3389	3245	
非流动资产	12468	15656	18445	21632	
长期投资	1413	1413	1413	1413	
固定资产	4072	5430	6145	7099	
无形资产	840	1121	1369	1688	
其他非流动资产	6142	7693	9518	11432	
资产总计	17926	19096	24943	29268	
流动负债	7874	7395	10166	10550	
短期借款	5265	5338	4949	3203	
应付账款	1647	1236	3287	4610	
其他流动负债	962	821	1930	2737	
非流动负债	794	794	794	794	
长期借款	549	549	549	549	
其他非流动负债	245	245	245	245	
负债合计	8668	8189	10960	11345	
少数股东权益	15	5	-11	-32	
股本	1066	1066	1066	1066	
资本公积	4167	4167	4167	4167	
留存收益	4010	5670	8761	12723	
归属母公司股东权	9243	10902	13994	17955	
负债和股东权益	17926	19096	24943	29268	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	1352	1045	4096	5911	
净利润	1273	1659	3092	3961	
折旧摊销	668	867	606	666	
财务费用	185	304	296	242	
投资损失	34	17	10	57	
营运资金变动	-845	-1810	101	993	
其他经营现金流	2154	3477	2983	2961	
投资活动现金流	-3529	-4091	-3413	-3923	
资本支出	-2547	-4073	-3403	-3866	
长期投资	-1045	0	0	0	
其他投资现金流	63	-17	-10	-57	
筹资活动现金流	1562	-231	-684	-1988	
短期借款	1677	73	-388	-1746	
长期借款	549	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-7	0	0	0	
其他筹资现金流	-657	-304	-296	-242	
现金净增加额	-565	-3276	0	0	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	10779	10781	24536	33117	
营业成本	7965	7840	18510	25515	
营业税金及附加	57	47	111	156	
销售费用	269	278	618	838	
管理费用	306	284	663	903	
财务费用	145	254	296	242	
资产减值损失	-79	-23	-13	-18	
公允价值变动收益	9	0	0	0	
投资净收益	-34	-17	-10	-57	
营业利润	1447	1855	3476	4459	
营业外收入	10	10	10	10	
营业外支出	5	5	5	5	
利润总额	1452	1860	3481	4464	
所得税	184	211	406	523	
净利润	1267	1650	3076	3941	
少数股东损益	-5	-10	-16	-20	
归属母公司净利润	1273	1659	3092	3961	
EBITDA	2368	2747	4172	5045	
EPS (元)	1.04	1.35	2.52	3.22	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
成长能力					
营业收入	7.5%	0.0%	127.6%	35.0%	
营业利润	37.7%	28.2%	87.4%	28.3%	
归属于母公司净利	35.3%	30.4%	86.3%	28.1%	
获利能力					
毛利率 (%)	26.1%	27.3%	24.6%	23.0%	
净利率 (%)	11.8%	15.4%	12.6%	12.0%	
ROE (%)	13.8%	15.2%	22.1%	22.1%	
ROIC (%)	9.8%	9.9%	16.2%	17.8%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.4%	42.9%	43.9%	38.8%	
净负债比率 (%)	93.6%	75.1%	78.4%	63.3%	
流动比率	0.69	0.47	0.64	0.72	
速动比率	0.56	0.34	0.43	0.42	
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.56	0.98	1.13	
应收账款周转率	33.10	25.32	26.34	27.86	
应付账款周转率	4.84	6.34	5.63	5.53	
每股指标 (元)					
每股收益	1.04	1.35	2.52	3.22	
每股经营现金流	1.10	0.85	3.33	4.81	
每股净资产	7.52	8.87	11.39	14.61	
估值比率					
P/E	15.78	19.34	10.38	8.10	
P/B	2.17	2.94	2.29	1.79	
EV/EBITDA	8.43	12.28	7.99	6.26	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘万鹏, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 天津大学化工学士, 2年化工战略规划经验, 4年化工卖方研究经验; 2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。