

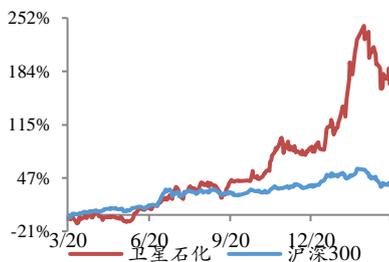
新建 PDH 项目强化 C3 产业链，能耗优势明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-20

收盘价(元)	37.85
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)	465
流通市值(亿元)	403

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. 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
2021-03-12

2. 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19日，卫星石化发布公告，公司拟与独山港区管委会、液空中国签署《新材料新能源一体化项目合作框架协议》。公司拟投资102亿元，在独山港区管委会区域内新建年产80万吨PDH、80万吨丁辛醇、12万吨新戊二醇及配套装置。一体化项目计划2021年11月前开工建设，2024年6月前投产。

● 新建项目进一步壮大公司 C3 产业链布局

独山港区管委会位于浙江省嘉兴市平湖市。公司嘉兴基地现有90万吨/年PDH，待新建项目80万吨/年PDH建成后，公司将形成170万吨/年PDH装置规模。根据公司历史公告，到2021年底公司C3产业链下游将配套有75万吨/年聚丙烯、66万吨/年丙烯酸及75万吨/年丙烯酸酯、47万吨/年双氧水及15万吨/年SAP等。

本次新建项目新增80万吨/年丁辛醇可以作为丙烯酸酯的原料，12万吨/年新戊二醇可以用于生产粉末涂料用聚酯树脂、卷钢用饱和聚酯树脂等多种聚酯树脂。按照最新市场价格，丙烯酸丁酯17800元/吨、新戊二醇16200元/吨，项目将为公司带来160多亿元收入。新建项目有望从上到下壮大公司C3产业链。

图表 1 公司主要产品价格

市场价格	丙烯	聚丙烯	丙烯酸	丙烯酸丁酯
元/吨	8550	9700	11000	17800

注：价格为3月19日华东市场价。

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

● 在碳中和背景下，PDH 更具有竞争力

从不同烯烃路线的能耗指标看，PDH由于原料简单、轻质，生产工艺流程更短，吨烯烃产品消耗标煤不足100千克，远低于CTO和蒸汽裂解。在“30·60”目标下，公司作为PDH领先者，有更广阔发展空间。

图表 2 不同烯烃路线的能耗比较

能耗水平	PDH	蒸汽裂解制烯烃	CTO
千克标煤/吨	≈95	715-815	<2800

注：根据低发热量1千克标油=1.43千克标煤折算。

资料来源：环评报告，《现代煤化工产业创新发展布局方案》，华安证券研究所

● 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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5458	3440	6498	7636	营业收入	10779	10781	24536	33117
现金	3276	0	0	0	营业成本	7965	7840	18510	25515
应收账款	326	426	932	1189	营业税金及附加	57	47	111	156
其他应收款	12	15	28	40	销售费用	269	278	618	838
预付账款	161	157	390	521	管理费用	306	284	663	903
存货	903	800	1759	2641	财务费用	145	254	296	242
其他流动资产	781	2041	3389	3245	资产减值损失	-79	-23	-13	-18
非流动资产	12468	15656	18445	21632	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	1413	1413	1413	1413	投资净收益	-34	-17	-10	-57
固定资产	4072	5430	6145	7099	营业利润	1447	1855	3476	4459
无形资产	840	1121	1369	1688	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	6142	7693	9518	11432	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	17926	19096	24943	29268	利润总额	1452	1860	3481	4464
流动负债	7874	7395	10166	10550	所得税	184	211	406	523
短期借款	5265	5338	4949	3203	净利润	1267	1650	3076	3941
应付账款	1647	1236	3287	4610	少数股东损益	-5	-10	-16	-20
其他流动负债	962	821	1930	2737	归属母公司净利润	1273	1659	3092	3961
非流动负债	794	794	794	794	EBITDA	2368	2747	4172	5045
长期借款	549	549	549	549	EPS (元)	1.04	1.35	2.52	3.22
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					
归属母公司股东权益	9243	10902	13994	17955					
负债和股东权益	17926	19096	24943	29268					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2022E
经营活动现金流	1352	1045	4096	5911	成长能力				
净利润	1273	1659	3092	3961	营业收入	7.5%	0.0%	127.6%	35.0%
折旧摊销	668	867	606	666	营业利润	37.7%	28.2%	87.4%	28.3%
财务费用	185	304	296	242	归属于母公司净利	35.3%	30.4%	86.3%	28.1%
投资损失	34	17	10	57	获利能力				
营运资金变动	-845	-1810	101	993	毛利率 (%)	26.1%	27.3%	24.6%	23.0%
其他经营现金流	2154	3477	2983	2961	净利率 (%)	11.8%	15.4%	12.6%	12.0%
投资活动现金流	-3529	-4091	-3413	-3923	ROE (%)	13.8%	15.2%	22.1%	22.1%
资本支出	-2547	-4073	-3403	-3866	ROIC (%)	9.8%	9.9%	16.2%	17.8%
长期投资	-1045	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	63	-17	-10	-57	资产负债率 (%)	48.4%	42.9%	43.9%	38.8%
筹资活动现金流	1562	-231	-684	-1988	净负债比率 (%)	93.6%	75.1%	78.4%	63.3%
短期借款	1677	73	-388	-1746	流动比率	0.69	0.47	0.64	0.72
长期借款	549	0	0	0	速动比率	0.56	0.34	0.43	0.42
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-7	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.56	0.98	1.13
其他筹资现金流	-657	-304	-296	-242	应收账款周转率	33.10	25.32	26.34	27.86
现金净增加额	-565	-3276	0	0	应付账款周转率	4.84	6.34	5.63	5.53

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。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)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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;
- 卖出一未来 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。