

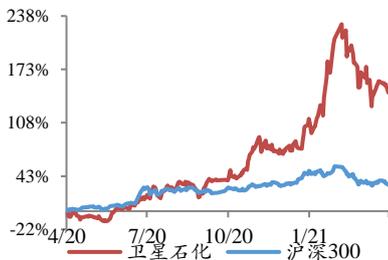
# C3 产业链贡献多，碳中和或助力公司成长

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-04-13

收盘价(元)	36.10
近12个月最高/最低(元)	48.46/12.93
总股本(百万股)	1,229
流通股本(百万股)	1,064
流通股比例(%)	86.57
总市值(亿元)	444
流通市值(亿元)	384

## 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. 新建 PDH 项目强化 C3 产业链，能耗优势明显 2021-03-21
2. 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

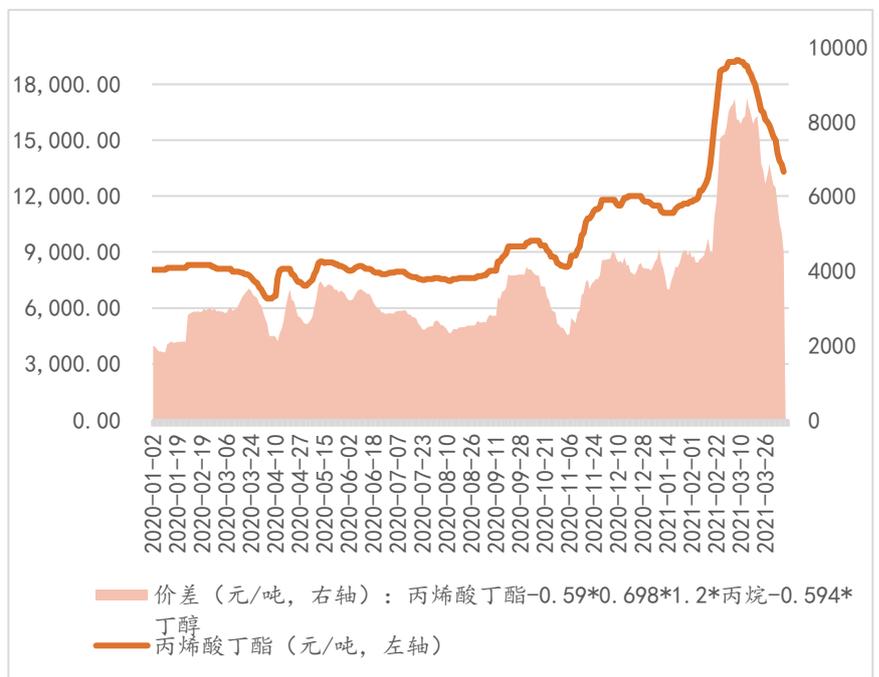
## 主要观点：

### ● 事件描述

4月12日，公司公告2020年年报。据公告，2020年公司实现营收107.73亿元，同比下降0.06%；归母净利润16.61亿元，同比增长30.50%；扣非后归母净利润15.86亿元，同比增长24.28%；加权平均ROE为15.93%，同比提高1.17个百分点；经营活动现金流量净额为-5.20亿元，同比下降138.42%。

### ● C3 产业链受益于价差好转，贡献最多毛利

公司C3产业链拥有90万吨/年丙烷脱氢制丙烯装置、45万吨/年聚丙烯生产装置、48万吨/年丙烯酸及45万吨/年丙烯酸酯生产装置、22万吨/年双氧水生产装置、15万吨/年SAP装置等。根据公告，到2021年年底将形成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等下游规模。

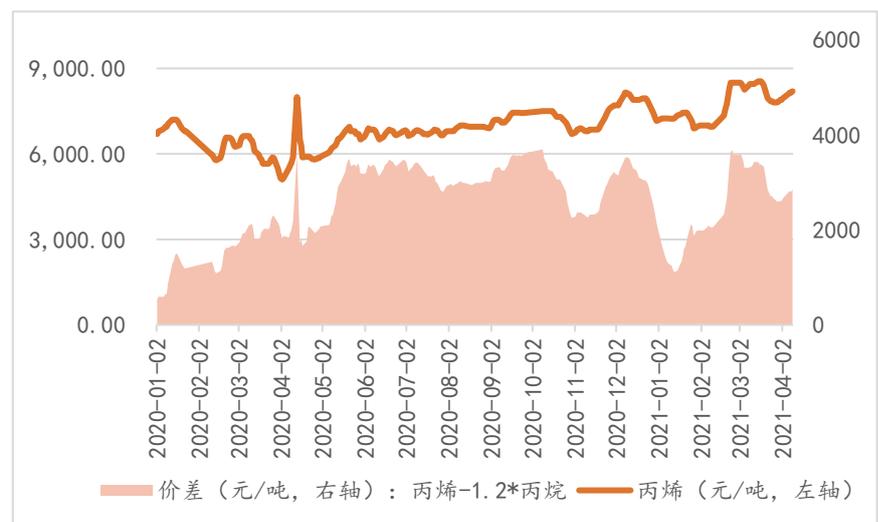
**图表1 丙烯酸丁酯与原料价差**


资料来源：wind，华安证券研究所

2020年，公司营业收入主要来源是C3大宗化学品（（聚）丙烯、丙烯酸及酯）及化学新材料（高分子乳液、SAP），两大板块合计贡献了公司90%以上的主营收入。其中，C3大宗化学品实现营收89.60亿元，占业务收入的比重为83.18%；毛利为26.61亿元，毛利率29.70%，占公司总体

毛利的 86.06%；化学新材料实现营收 8.54 亿元，占业务收入的比重为 7.93%；毛利为 2.40 亿元，毛利率为 28.05%，占公司总体毛利的 7.76%。回看 2020H1，丙烯酸酯板块营收占比 38.51%，同比下降 37.92 个百分点；毛利润 4.73 亿元，同比减少 40.0%，毛利占比 43.4%，同比下降 19.7 个百分点。全年 C3 板块收入和毛利好转主要受益于 C3 产品价差的逐步好转。以丙烯酸丁酯为例，随着疫情得到控制需求回暖复苏，价格从 4 月份低点 6500 元/吨一路上涨到 12000 元/吨，尽管原料丁醇也有一定程度涨价，但丙烯酸丁酯与原料丙烷、丁醇的价差仍从年初的 2000 元/吨年内一度增加至 4500 元/吨，甚至在 2021 年高点达到 8600 元/吨。

图表 2 丙烯与丙烷价差



资料来源：wind，华安证券研究所

公司 C3 产业链扩张的脚步仍在继续。公司拟投资 102 亿元，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。计划 2021 年 11 月前开工建设，2024 年 6 月前投产。新建项目丁辛醇可以作为丙烯酸酯的原料，壮大公司 C3 产业链。另外，公司全资子公司嘉兴山特莱与 SKGC 合资建设 4 万吨/年乙烯丙烯酸共聚物 (EAA) 项目，原料乙烯与丙烯酸优先由公司供应，项目将进一步延伸公司 C2、C3 产业链。

● C2 项目一期即将投产，二期将创造更大空间

连云港石化有限公司 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目，分两个阶段建设，一阶段主要建设 1 套 125 万吨/年轻烃裂解联合装置 (包括轻烃裂解装置、丁二烯抽提装置、芳烃抽提装置)、1 套 72/91 万吨/年 EO/EG 装置、1 套 40 万吨/年 HDPE 装置、1 套 50 万吨/年 LLDPE 装置及配套公辅工程、储运工程和环保工程；二阶段主要建设 1 套 125 万吨/年轻烃裂解装置、2 套 72/91 万吨/年 EO/EG 装置、1 套 40 万吨/年 LDPE 装置、1 套 26/8.5 万吨/年丙烯腈联合装置 (包括合成氨、丙烯腈单元、MMA 及 SAR 装置) 及配套建设公辅工程、储运工程和环保工程。

2018 年 3 月，公司子公司美国卫星与 SPMT 成立合资公司建设 Orbit 项

目，一方面开拓美国市场，另一方面有利于公司获得美国充足的乙烷资源，为 C2 项目保证原料稳定供应。

根据公开信息，2020 年 10 月、2021 年 1 月三星重工已分别交付公司各一艘 VLEC 船（超大型乙烷运输船）。2021 年 1 月，125 万吨/年乙烯裂解装置（一期）裂解炉正式进气点火烘炉，乙烯裂解装置投产运行进入倒计时。

2021 年 1 月 18 日，125 万吨/年乙烯裂解装置（二期）土建工程正式破土开工。二期项目配套需要 6 艘原料运输船舶，其中 2 艘已与天津西南海运签订船舶期租协议。余下 4 艘分别和韩国三星重工、现代重工各签订 2 艘船舶建造合同。二期原料运输得到保障，计划于 2022 年中建成试生产。

#### ● 在碳中和背景下，未来公司副产氢气资源有望带来丰厚收益

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 95 千克左右，远低于蒸汽裂解烯烃工艺的 715-815 和 CTO。在“30·60”目标下，公司作为 PDH 领先者，有更广阔发展空间。

同时，氢能作为公认最洁净的能源，在“30·60”背景下或有巨大发展空间。公司现有 90 万吨/年 PDH 装置产生氢气除供给 22 万吨/年双氧水装置外仍有 2.6 万吨/年富余。根据 PDH 工艺副产 37.9kg 氢气/t 丙烯、乙烷裂解制乙烯副产 64.5kg 氢气/t 丙烯计算，公司规划的 80 万吨/年 PDH 和连云港石化一二期共计 250 万吨/年乙烷裂解项目，公司可外供氢气预计将达约 22 万吨/年。

2021 年 3 月 20 日，公司与独山港区管委会、液空中国签署《新材料新能源一体化项目合作框架协议》。液化空气集团是全球工业与医疗气体行业的领导者，在氢能领域具备覆盖整个供应链的技术能力——从生产、储存、运输、到终端应用。液空中国拟依托公司丰富的氢气资源，拟在独山港区管委会区域设立公司，建设氢气充装站、氢气液化装置，构建氢能战略合作生态圈，推动长三角地区氢能产业发展。一期建设年产 3000 吨的氢气充装站，二期建设年产 11000 吨的液氢装置及配套设。该项目的建设将使公司的氢气资源获得更高附加值，未来或将带来丰厚利润。

#### ● 投资建议

预计公司 2021-2023 年收入分别为 245.38 亿元、331.17 亿元、437.27 亿元，归母净利润分别为 31.45、41.22、57.75 亿元，同比增速为 89.3%、31.1%、40.1%。对应 PE 分别为 14.1、10.76 和 7.68 倍。维持“买入”评级。

**● 风险提示**

项目建设不及预期；原材料供应不足或价格上涨；产品价格大幅下跌；市场需求不及预期。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10773	24538	33117	43727
收入同比 (%)	-0.1%	127.8%	35.0%	32.0%
归属母公司净利润	1661	3145	4122	5775
净利润同比 (%)	30.5%	89.3%	31.1%	40.1%
毛利率 (%)	28.7%	24.6%	25.0%	24.2%
ROE (%)	12.2%	18.7%	19.7%	21.7%
每股收益 (元)	1.35	2.56	3.35	4.70
P/E	19.32	14.10	10.76	7.68
P/B	2.35	2.64	2.12	1.66
EV/EBITDA	13.41	14.21	10.95	7.59

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 公司整体经营状况与财务数据 .....	7
2 公司分业务经营状况及重大事件 .....	10
风险提示: .....	16
财务报表与盈利预测 .....	17

## 图表目录

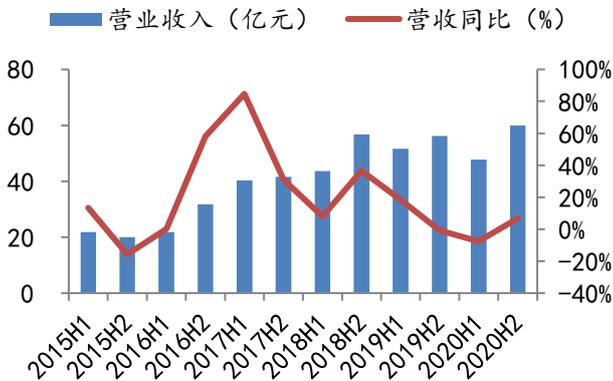
图表 1 公司营收半年度变化情况	7
图表 2 公司营收季度变化情况	7
图表 3 公司毛利半年度变化情况	8
图表 4 公司毛利季度变化情况	8
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况	8
图表 6 公司归母净利润季度变化情况	8
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况	8
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况	8
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况	9
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况	9
图表 11 公司现金流半年度变化情况	9
图表 12 公司现金流季度变化情况	9
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况	9
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况	9
图表 15 公司净现比半年度变化情况	10
图表 16 公司净现比季度变化情况	10
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况	10
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况	10
图表 19 各系列产品经营数据	11
图表 20 各系列产品价格	12
图表 21 2020 年公司及相关行业发生的重大事件	13

## 1 公司整体经营状况与财务数据

2020年,公司实现毛利润30.92亿元,同比增长9.88%;毛利率为28.70%,同比提高2.59个百分点;整体净利率为15.39%,同比提高3.63个百分点;三项费用率为6.79%,同比提高0.11个百分点,其中,销售费用率为2.50%,同比基本持平;管理费用率为2.54%,同比降低0.30个百分点;财务费用率为1.75%,同比提高0.40个百分点,主要系利息支出增加所致。研发费用为4.81亿元,同比下降0.36%;研发费用率为4.46%,同比降低0.01个百分点;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为52.78亿元,同比增长106.51%。经营活动现金流量净额为-5.20亿元,同比下降138.42%,主要原因是应收票据期末余额比期初增加6.58亿元,票据用于支付购买固定资产款24.36亿元,两项合计减少经营性现金流30.94亿元。

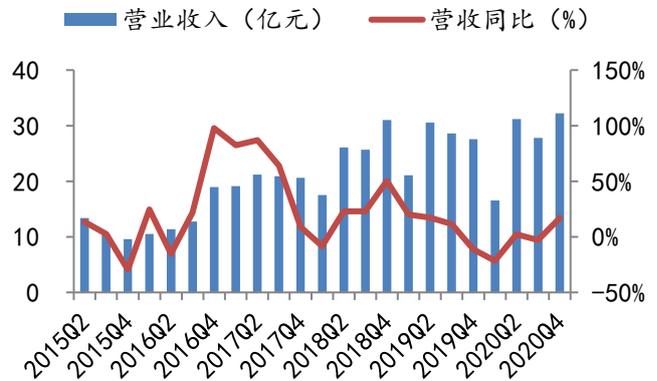
分季度看,公司2020Q4业绩表现较好。据计算,2020Q4公司共实现营收32.21亿元,略高于2020Q2,为全年四个季度最高值,同比增长16.87%,环比增长15.88%;实现毛利12.15亿元,同样为四个季度最高,同比增长59.71%,环比增长54.47%;Q4实现归母净利润7.59亿元,同比大幅增长116.42%,环比增长77.47%。公司毛利率稳步增长,Q1~Q4分别为13.6%、27.7%、28.3%、37.7%,其中Q4同比增长了10个百分点;整体净利率为23.54%,同比增加11个百分点,环比增加8个百分点。Q4业绩亮眼的主要原因是产品价格回暖,价差保持全年较高水平。

图表3 公司营收半年度变化情况



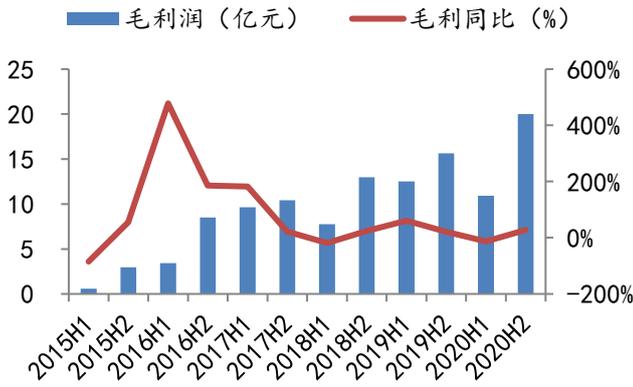
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 公司营收季度变化情况



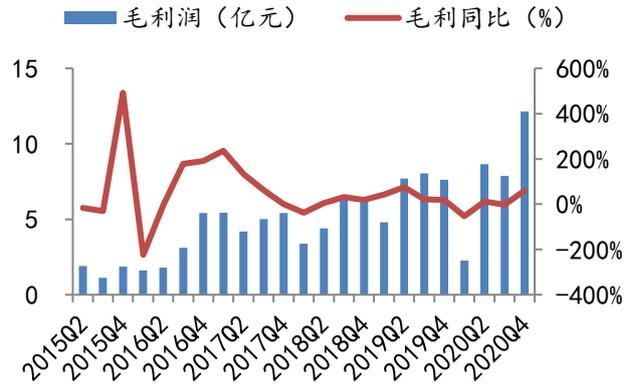
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 公司毛利半年度变化情况



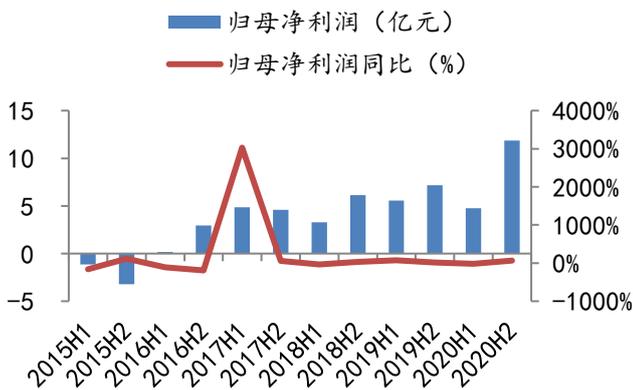
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 公司毛利季度变化情况



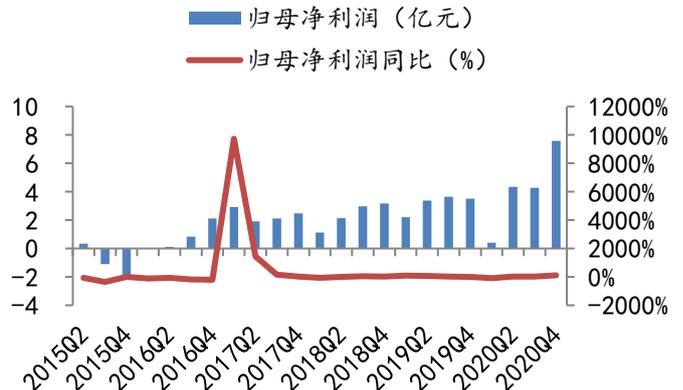
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 公司归母净利润半年度变化情况



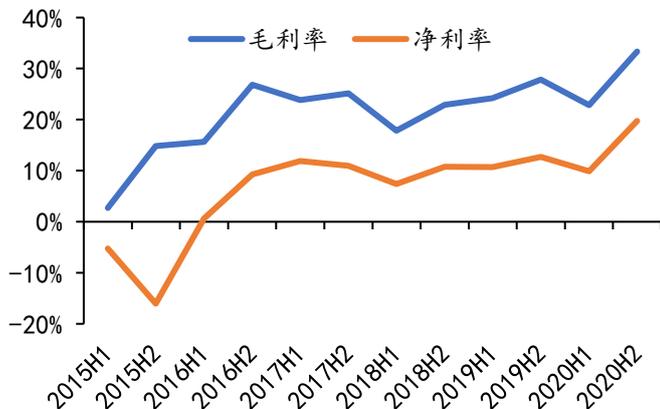
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 公司归母净利润季度变化情况



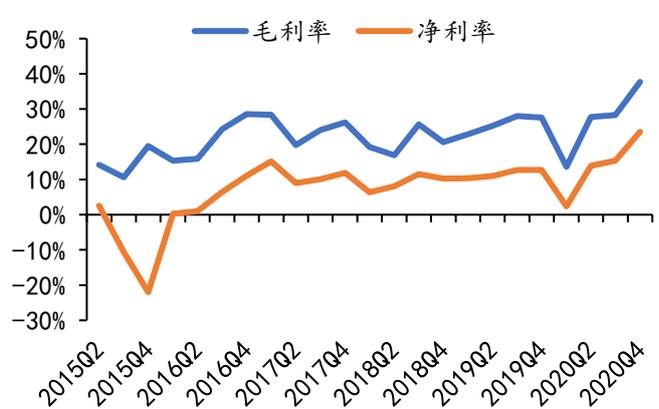
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表9 公司毛利率、净利率半年度变化情况



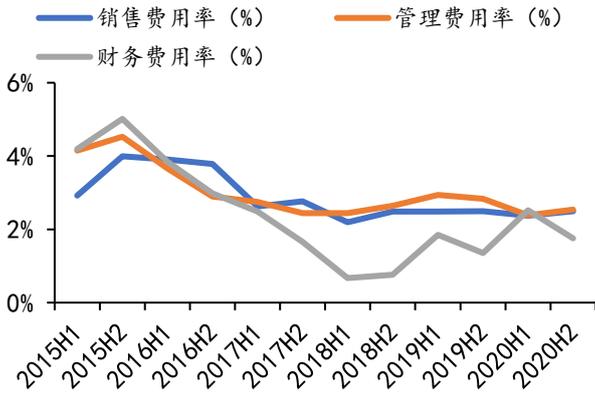
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表10 公司毛利率、净利率季度变化情况



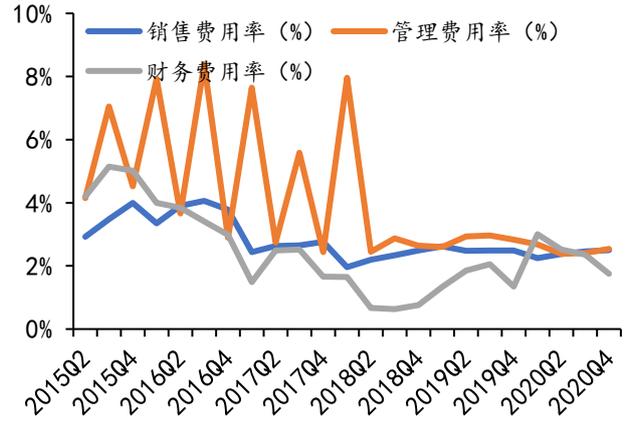
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司三项费用占比半年度变化情况



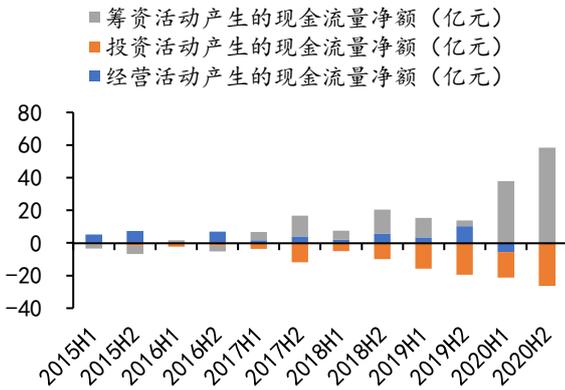
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司三项费用占比季度变化情况



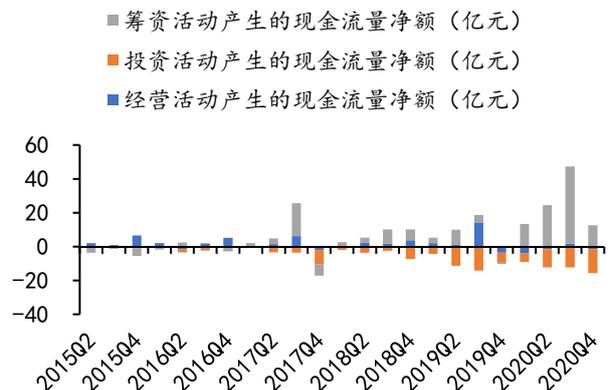
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司现金流半年度变化情况



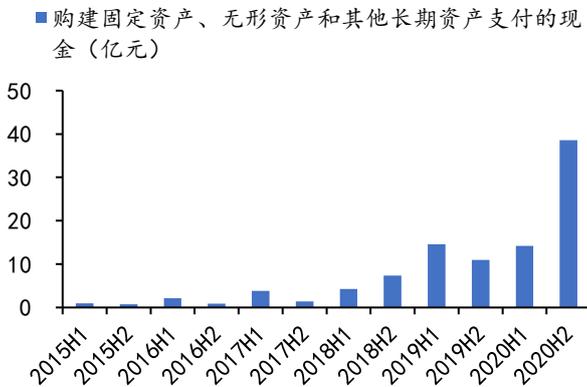
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 公司现金流季度变化情况



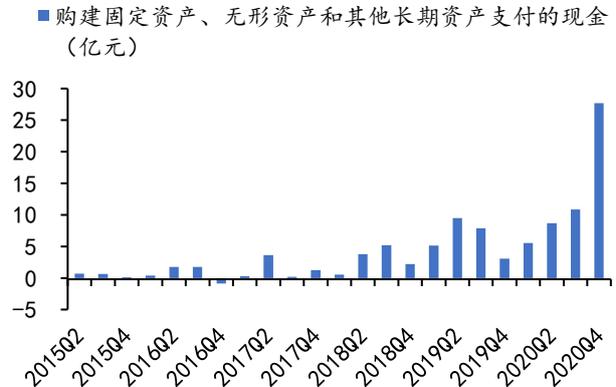
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



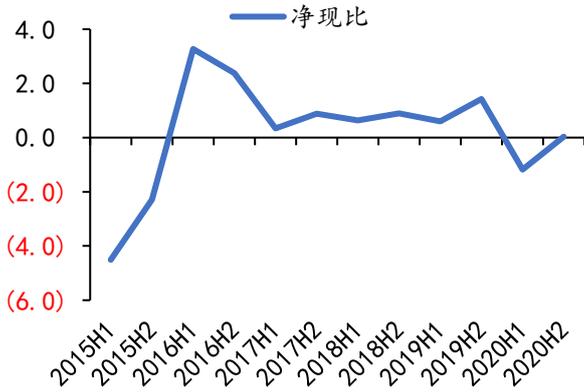
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



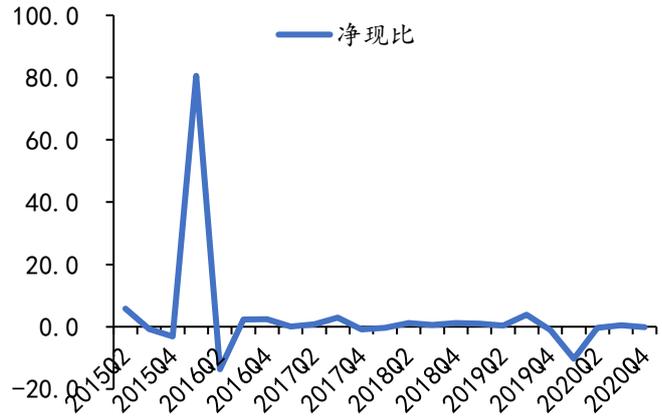
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司净现比半年度变化情况



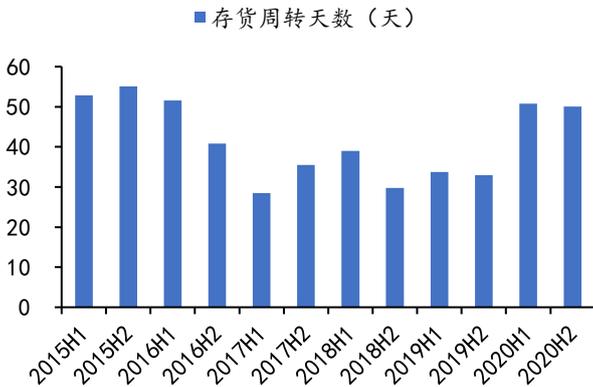
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 公司净现比季度变化情况



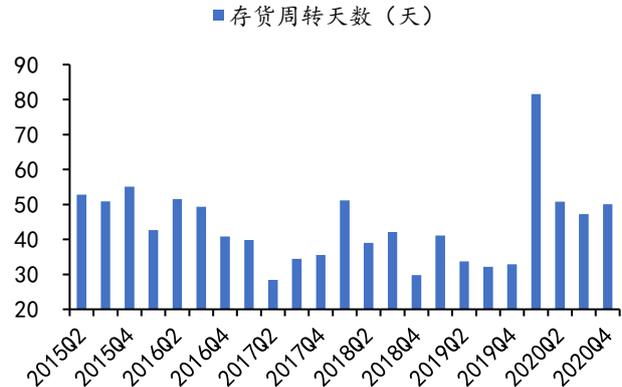
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 公司分业务经营状况及重大事件

2020年,公司C3大宗商品系列板块实现营收89.6亿元,同比减少2.13%,营收占比83.18%(同比下降1.76个百分点);实现毛利润26.61亿元,毛利同比增加15.05%,毛利占比86.06%(同比下降19.7个百分点)。2020年以来,丙烯酸丁酯均价从Q1的8029元/吨、Q2的7829元/吨、Q3的7978元/吨、Q4的10393元/吨,初期下滑后逐渐上升,并超过年初。从价差数据看,丙烯酸丁酯与原料丙烷、丁醇的价差从年初的2000元/吨年内一度增加至4500元/吨。我们认为2020年丙烯酸酯等产品价格随着需求复苏会保持稳定,公司相关业务营收将贡献更多。

图表 21 各系列产品经营数据

时间	(甲基)丙烯酸及酯				丙烯			
	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%
15H1	14.60	14.53	0.07	0.47	4.66	4.79	-0.14	-2.92
15H2	15.68	13.79	1.89	12.04	1.82	1.47	0.35	19.01
16H1	16.10	13.79	2.31	14.35	2.66	2.41	0.26	9.69
16H2	23.87	17.36	6.51	27.28	3.46	2.65	0.81	23.35
17H1	26.80	20.11	6.69	24.98	7.31	5.89	1.43	19.50
17H2	26.00	19.80	6.20	23.85	11.10	8.34	2.76	24.87
18H1	24.21	20.08	4.13	17.07	11.49	9.67	1.83	15.89
18H2	33.85	24.92	8.94	26.40	13.45	11.54	1.91	14.18
19H1	29.60	21.72	7.88	26.63	13.97	11.70	2.27	16.25
19H2	24.24	17.82	6.42	26.50	23.74	17.19	6.55	27.58
20H1	18.38	13.65	4.73	25.75	20.70	16.08	4.62	22.30
20H2	-	-	-	-	-	-	-	-
15FY	30.27	28.32	1.96	6.46	6.47	6.26	0.21	3.24
16FY	39.97	31.15	8.82	22.07	6.13	5.06	1.07	17.41
17FY	52.80	39.90	12.89	24.42	18.42	14.23	4.19	22.74
18FY	58.06	44.99	13.07	22.51	24.94	21.21	3.73	14.97
19FY	53.85	39.54	14.31	26.57	37.71	28.89	8.82	23.38
20FY	89.60	62.99	26.61	29.70	合并为 C3 大宗化学品系列			
时间	高分子乳液				SAP			
	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%
15H1	1.47	0.92	0.54	36.93	0.31	0.39	-0.08	-26.83
15H2	1.48	0.85	0.63	42.56	0.24	0.28	-0.04	-17.61
16H1	1.41	0.88	0.53	37.68	0.11	0.12	-0.01	-7.09
16H2	1.95	1.25	0.70	36.03	0.42	0.48	-0.07	-16.81
17H1	2.55	1.77	0.77	30.35	0.88	0.83	0.05	6.14
17H2	2.66	1.74	0.93	34.82	-0.25	-0.20	-0.05	19.52
18H1	2.19	1.49	0.69	31.66	1.30	1.13	0.17	13.38
18H2	3.14	2.04	1.10	35.15	2.12	1.63	0.49	23.06
19H1	2.52	1.62	0.90	35.57	1.94	1.51	0.43	22.38
19H2	2.61	1.60	1.01	38.76	2.40	1.98	0.42	17.58
20H1	1.58	1.01	0.57	36.14	2.01	1.59	0.42	20.92
20H2	-	-	-	-	-	-	-	-
15FY	2.95	1.78	1.17	39.76	0.54	0.67	-0.12	-22.84
16FY	3.37	2.13	1.24	36.72	0.53	0.61	-0.08	-14.74
17FY	5.21	3.51	1.70	32.64	0.63	0.62	0	0.77
18FY	5.33	3.53	1.80	33.72	3.42	2.75	0.66	19.38
19FY	5.13	3.22	1.91	37.19	4.34	3.48	0.86	19.73

20FY	8.54	6.15	2.39	28.05	合并为化学新材料系列			
时间	颜料中间体				双氧水			
	营收	成本	毛利	毛利率	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%	亿元	亿元	亿元	%
15H1	0.48	0.30	0.18	36.98	0	0	0	0
15H2	0.41	0.28	0.13	31.69	0	0	0	0
16H1	0.68	0.42	0.27	39.31	0	0	0	0
16H2	0.66	0.33	0.32	49.04	0	0	0	0
17H1	0.72	0.40	0.33	45.14	0	0	0	0
17H2	0.51	0.29	0.22	43.35	0	0	0	0
18H1	1.00	0.52	0.47	47.52	0	0	0	0
18H2	1.33	0.56	0.77	57.91	0.53	0.38	0.15	27.87
19H1	1.25	0.55	0.70	55.75	0.82	0.52	0.30	36.41
19H2	0.92	0.41	0.51	55.11	1.20	0.64	0.56	46.66
20H1	0.73	0.44	0.30	40.24	0.91	0.59	0.32	35.47
20H2	-	-	-	-	-	-	-	-
15FY	0.89	0.58	0.31	34.56	0	0	0	0
16FY	1.34	0.75	0.59	44.07	0	0	0	0
17FY	1.23	0.69	0.55	44.40	0	0	0	0
18FY	2.33	1.08	1.25	53.47	0.53	0.38	0.15	27.87
19FY	2.18	0.97	1.21	55.48	2.01	1.16	0.86	42.49
20FY	3.82	2.17	1.65	43.16	合并为其他化学品系列			

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 各系列产品价格

	(元/吨)	聚丙烯(T30S):全国	丙烯酸:国内	丙烯酸丁酯:华东市场	双氧水(27.5%):国内
半年度均价	15H1	9014	6652	8634	802
	15H2	7756	5388	7150	979
	16H1	7045	5303	6568	837
	16H2	8667	7322	8479	754
	17H1	8613	8445	9688	811
	17H2	9104	8233	10090	1172
	18H1	9294	7672	9861	1594
	18H2	10094	9035	10552	1204
	19H1	9021	8003	9585	1042
	19H2	8813	7011	8352	1203
	20H1	7888	6814	7794	898
	20H2	8472	7318	8976	1162
	20H1 同比		-13%	-15%	-19%

	20H1 环比	-10%	-3%	-7%	-25%
	20H2 同比	-4%	4%	7%	-3%
	20H2 环比	7%	7%	15%	29%
季度均价	18Q1	9355	7584	9383	1586
	18Q2	9240	7758	10300	1603
	18Q3	9893	8731	10700	1205
	18Q4	10295	9364	10392	1202
	19Q1	9233	8384	9963	927
	19Q2	8833	7634	9213	1153
	19Q3	8954	7325	8557	1138
	19Q4	8671	6677	8134	1271
	20Q1	7616	6730	7913	983
	20Q2	8160	6887	7681	824
	20Q3	8276	6848	7863	1001
	20Q4	8668	7833	10198	1339
	20Q1 同比	-18%	-20%	-21%	6%
	20Q1 环比	-12%	1%	-3%	-23%
	20Q2 同比	-8%	-10%	-17%	-29%
	20Q2 环比	7%	2%	-3%	-16%
	20Q3 同比	-8%	-7%	-8%	-12%
	20Q3 环比	1%	-1%	2%	21%
	20Q4 同比	0%	17%	25%	5%
	20Q4 环比	5%	14%	30%	34%
最新价格	4月12日	9427	8100	13300	1040

资料来源: wind, 华安证券研究所

**图表 23 2020 年公司及相关行业发生的重大事件**

时间	事件	描述
公司环评		
2020/5/29	聚丙烯新材料、双氧水项目	公司总投资 6 亿元人民币在独山港区进行工业项目投资扩建, 主要从事年产 30 万吨聚丙烯新材料 (研发生产改性聚丙烯)、25 万吨双氧水 (含电子级双氧水) 项目。
2021/3/11	年产 80 万吨 PDH、80 万吨丁辛醇、12 万吨新戊二醇及配套装置	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。
重点项目进展		
2020 中报	年产 12 万吨高吸水性树脂 (SAP) 扩建项目	截至 2020H1 累计实际投入金额 1.54 亿元, 工程进度 95%。
2020 中报	平湖石化公司废液焚烧炉二期工程项目	截至 2020H1 累计实际投入金额 0.25 亿元, 工程进度 80%。

2020 中报	平湖石化公司年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯技改项目	截至 2020H1 累计实际投入金额 5.34 亿元, 工程进度 35%。
2020 中报	卫星能源公司年产 45 万吨丙烯及 30 万吨聚丙烯二期项目	项目总投资额 1.48 亿元, 于近日正式达产。
2020 中报	连云港禾兴码头公司 43-45 液体散货泊位建设工程	截至 2020H1 累计实际投入金额 3.30 亿元, 工程进度 80%。
2020 中报	连云港石化公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目	截至 2020H1 累计实际投入金额 62.57 亿元, 工程进度 20%。
2021/1/14	浙石化二期	截止 2021 年 1 月 14 日, 浙石化二期即将投产, 预计到 2021 年底, 二期项目将全部建设完成。
2020 年报	年产 12 万吨高吸水性树脂 (SAP) 扩建项目	截至 2020H2 累计实际投入金额 4.05 亿元, 工程进度 90%。
2020 年报	平湖石化公司废液焚烧炉二期工程项目	截至 2020H2 累计实际投入金额 0.27 亿元, 工程进度 100%。
2020 年报	平湖石化公司年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯技改项目	截至 2020H2 累计实际投入金额 6.49 亿元, 工程进 50%。
2020 年报	卫星能源公司	截至 2020H2 累计实际投入金额 17.29 亿元, 工程进 100%。
2020 年报	连云港禾兴码头公司 43-45 液体散货泊位建设工程	截至 2020H2 累计实际投入金额 3.99 亿元, 工程进 95%。
2020 年报	连云港石化有限公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目	截止 2020H2, 一阶段工程全面实现项目机械交工, 累计实际投入金额 113.73 亿元, 工程进度 40%。
重大事件		
2021/3/11	合资建设 EAA 项目同时延伸 C2/C3 产业链	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。
2021/2/26	解除质押股份	公司控股股东浙江卫星控股股份有限公司本次解除质押股份数量 1490 万股, 占公司总股本比例 1.22%。
2021/2/24	控股股东股份质押	公司控股股东浙江卫星控股股份有限公司本次质押 1600 万股, 占公司总股本比例 1.31%。
2021/2/2	融资券到期	公司 2020 年度第一期超短期融资券于 2021 年 2 月 2 日到期, 公司已于到期日兑付了该超短期融资券本息
2021/1/23	高管任命	董事会同意聘任邴珺为公司财务负责人, 任期自本次董事会决议通过之日起至第四届董事会任期届满之日止。

2021/1/23	股票激励	1月23日,公司2021年限制性股票激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为337.7万股,占公司股本总额的0.28%
2021/1/20	发行债券	2020年度第一期超短期融资券兑付,本期债券发行总额为5亿元。
2021/1/19	收到监管函	收到中小板公司管理部监管函,公司股东大会审议使用不超过10亿元闲置的募集资金购买安全性高、流动性好的银行、证券公司或信托公司等金融机构保本型理财产品。公司后续使用上述闲置募集资金购买理财产品时,存在超出上述审议范围的情形。
2021/1/11	运输装备完工	公司在韩国三星重工建造的第二艘98000立方米全球最大超大型乙烷运输船(VLEC)“Serierlang”号完工交付。
2020/9/1	股票解压	2020-08-27,浙江卫星控股股份有限公司将2019-08-14质押给华润深国投信托有限公司的2100万股股票解押。
2020/8/24	签订重大合同	浙江卫星石化股份有限公司于2017年12月20日与国家东中西区域合作示范区(连云港徐圩新区)签订项目合作协议,由公司子公司连云港石化有限公司建设年产135万吨PE,219万吨EOE和26万吨ACN联合装置项目;公司子公司SatellitepetrochemicalUSAcorp.与SunocoPartnersMarketing&TerminalsL.P于2018年3月15日签订《美国卫星与SPMT合资设立ORBIT的协议》,合资建设美国原材料出口设施,为连云港石化项目稳定运营及未来开展进出口贸易业务提供原料供应保障,上述各项工程进度符合预期。
2020/8/17	股权质押	浙江卫星控股股份有限公司将持有的1710万股流通股股票质押给平安证券股份有限公司。浙江卫星控股股份有限公司持股总数为42501.908万股,新增质押前浙江卫星控股股份有限公司已质押股份数占其持有总股份34.23%,本次质押后累计质押比为38.26%
2020/7/24	新增借款	截至2020年6月末,公司合并口径下(以下同)借款余额为约96.6亿元,较2019年末借款余额约58.16亿元增加约38.44亿元,增加金额占2019年末经审计净资产的41.52%
2020/7/15	非公开发行股票	非公开发行不超过2.13亿股新股获中国证券监督管理委员会核准批复。
2020/7/9	控股股东股份质押	卫星控股所持有公司的部分股份被质押,本次质押数量1710万股,累计质押数量1.46亿股,累计质押股份数量占公司总股本比例13.65%。
2020/6/29	2018年限制性股票激励计划第二个解锁期	本次符合解锁条件的48名激励对象共计54.6万股限制性股票,占公司股本总额的0.05%,上市流通日为2020年7月6日。
2020/6/29	2018年限制性股票激励计划预留部分第一个解锁期	本次符合解锁条件的4名激励对象共计6.6万股限制性股票,占公司股本总额的0.006%。
2020/5/8	2019年度权益分派	以公司现有总股本10.66亿股为基数,向全体股东每10股派1.8元人民币现金。
行业重大事件		
2021H1	钛白粉供不应求,订单已经开始排队	据涂料采购网,山东道恩、东方钛业、中核钛白、海峰鑫、顺风钛业等数十家钛白粉企业集体发函宣布涨价,钛白粉订单已经开始排队。龙蟒佰利已经排单至今年4月,供不应求之下已经封单。
2021H1	禁塑令全面落实,可降解塑料供不应求	2021年1月1日起,不可降解塑料袋禁止在北京、上海等城市和省会城市使用,一次性塑料吸管也在全国的饮料连锁店中消失,取而代之的是可降解塑料或纸质材料制品,可降解塑料也在众多品牌中快速推广。据每日经济新闻消息,可降解塑料原材料PBAT的价格已从20年12月底的2.3万元/吨,上涨至1月初的2.6万元/吨,不到一个月涨幅达13%;国内PLA报价也从一年前的2万元/吨上涨到现在的3.2万元/吨,涨幅

		达到 60%。
2021H1	全国碳排放权交易市场启动在即, 化工行业有望在“十四五”期间纳入	生态环境部制定的《碳排放权交易管理办法(试行)》将于 2021 年 2 月 1 日起施行, 这标志着中国全国碳排放权交易体系(全国碳市场)正式投入运行。我国碳排放交易市场最初仅纳入发电行业, 但在“十四五”期间, 纳入范围将不断扩大, 最终覆盖发电、石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸和国内民用航空等八个行业。
2020H2	国际原油持续上涨	近期国际原油持续上涨, 布伦特原油期货主力合约在本周一站上每桶 40 美元, 截至 11 月 11 日, 已升至 44.7 美元, 达到 9 月上旬以来新高。
2020/7/22	国际油价升幅受限	截至 7 月 17 日, 美国原油库存增加 489.2 万桶至 5.366 亿桶, 调查的分析师预估为减少 58.9 万桶, 燃料需求的回升备受压抑。
2020H1	聚丙烯价格震荡	2020H1, 随着国内外公共卫生安全事件的爆发, 市场价格走势不同于往年四月份形成高速拉涨然后快速回落的情况, 在年初震荡运行为主。春节期间国内疫情的爆发让聚丙烯市场原来累库现象加剧, 价格开始震荡回落到 2 月中水平。推进复工复产初期, 价格小幅上涨后, 因需求不佳, 截止三月底价格整体处于弱势震荡于三月底降至本年度最低点。四月中上旬受国内外口罩需求和市场炒作因素聚丙烯市场形成快速拉涨达到本年最高点后开始消化回落, 进入六月市场开始回归平静开始震荡运行为主。
2020H1	丙烯酸价格震荡回暖	新冠疫情以及原油暴跌影响下, 上半年国内丙烯酸市场价格呈现震荡局面。1-3 月受疫情、原油等不利突发因素影响, 利空整体市场,; 4-6 月受到聚丙烯带来的丙烯全产业链投机气氛支撑, 加上自身产业链 4-6 月基本面供弱需强, 价格得以逐渐回暖。
2020H1	双氧水价格持续下跌	2020H1 双氧水市场呈“反对号”型走势。主要分为四个阶段: 1 月份高位整理运行, 2 月份急速下跌, 3-5 月份持续性走跌, 6 月份小幅回涨。

资料来源: wind, 百川盈孚, 华安证券研究所

## 风险提示:

项目建设不及预期; 原材料供应不足或价格上涨; 产品价格大幅下跌; 市场需求不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	11064	10218	15169	23552	
现金	7154	3008	7400	13350	
应收账款	408	918	1164	1610	
其他应收款	29	38	59	88	
预付账款	129	370	472	617	
存货	1234	2120	3219	4469	
其他流动资产	2110	3762	2853	3418	
<b>非流动资产</b>	21277	25309	28693	32009	
长期投资	2100	2100	2100	2100	
固定资产	4536	4536	3442	1721	
无形资产	857	857	720	394	
其他非流动资产	13783	17816	22430	27794	
<b>资产总计</b>	32341	35527	43861	55562	
<b>流动负债</b>	9175	9229	13456	19399	
短期借款	2431	0	0	0	
应付账款	3814	5378	8235	12352	
其他流动负债	2930	3851	5221	7047	
<b>非流动负债</b>	9524	9524	9524	9524	
长期借款	8671	8671	8671	8671	
其他非流动负债	853	853	853	853	
<b>负债合计</b>	18699	18752	22979	28923	
少数股东权益	11	-1	-15	-33	
股本	1226	1226	1226	1226	
资本公积	6985	6985	6985	6985	
留存收益	5420	8565	12686	18461	
归属母公司股东权益	13631	16775	20897	26672	
<b>负债和股东权益</b>	32341	35527	43861	55562	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	-520	3055	7801	8890	
净利润	1661	3145	4122	5775	
折旧摊销	712	0	-692	-1098	
财务费用	217	708	647	647	
投资损失	35	24	82	98	
营运资金变动	-3087	-815	3668	3509	
其他经营现金流	4690	3953	428	2224	
<b>投资活动现金流</b>	-4221	-4062	-2761	-2293	
资本支出	-5277	-4038	-2679	-2195	
长期投资	-788	0	0	0	
其他投资现金流	1844	-24	-82	-98	
<b>筹资活动现金流</b>	9574	-3139	-647	-647	
短期借款	-2834	-2431	0	0	
长期借款	8121	0	0	0	
普通股增加	160	0	0	0	
资本公积增加	2818	0	0	0	
其他筹资现金流	1309	-708	-647	-647	
<b>现金净增加额</b>	4775	-4146	4392	5949	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	10773	24538	33117	43727	
营业成本	7681	18510	24854	33130	
营业税金及附加	56	118	169	221	
销售费用	269	612	826	1091	
管理费用	274	655	889	1151	
财务费用	189	556	491	336	
资产减值损失	0	0	17	29	
公允价值变动收益	-56	0	0	0	
投资净收益	-35	-24	-82	-98	
<b>营业利润</b>	1913	3587	4714	6603	
营业外收入	31	31	31	31	
营业外支出	37	37	37	37	
<b>利润总额</b>	1907	3581	4708	6597	
所得税	250	449	600	840	
<b>净利润</b>	1658	3132	4108	5757	
少数股东损益	-3	-12	-14	-18	
<b>归属母公司净利润</b>	1661	3145	4122	5775	
EBITDA	2725	3553	4209	5287	
EPS (元)	1.35	2.56	3.35	4.70	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.1%	127.8%	35.0%	32.0%
营业利润	32.3%	87.5%	31.4%	40.1%
归属于母公司净利	30.5%	89.3%	31.1%	40.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	28.7%	24.6%	25.0%	24.2%
净利率 (%)	15.4%	12.8%	12.4%	13.2%
ROE (%)	12.2%	18.7%	19.7%	21.7%
ROIC (%)	6.9%	11.9%	14.2%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	57.8%	52.8%	52.4%	52.1%
净负债比率 (%)	137.1%	111.8%	110.0%	108.6%
流动比率	1.21	1.11	1.13	1.21
速动比率	1.06	0.84	0.85	0.95
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.33	0.69	0.76	0.79
应收账款周转率	26.42	26.72	28.44	27.16
应付账款周转率	2.01	3.44	3.02	2.68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.35	2.56	3.35	4.70
每股经营现金流薄)	-0.42	2.49	6.35	7.24
每股净资产	11.09	13.65	17.01	21.71
<b>估值比率</b>				
P/E	19.32	14.10	10.76	7.68
P/B	2.35	2.64	2.12	1.66
EV/EBITDA	13.41	14.21	10.95	7.59

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—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。