

## C2项目一阶段投产，公司盈利将再上新台阶 买入（首次）

2021年05月21日

证券分析师 柳强

执业证号: S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,773	18,729	27,271	38,023
同比(%)	-0.1%	73.9%	45.6%	39.4%
归母净利润(百万元)	1,661	3,606	5,423	7,322
同比(%)	30.5%	117.1%	50.4%	35.0%
每股收益(元/股)	1.35	2.93	4.41	5.96
P/E(倍)	30	14	9	7

**事件:** 2021年5月20日,公司连云港石化一阶段项目各装置经投料试生产后已成功产出合格产品,生产运行稳定,标志着连云港石化一阶段项目一次开车成功。

### 投资要点

■ **乙烯产业链将为公司带来巨大业绩增量:** 连云港石化一阶段项目是公司自2017年实施“双五计划”中的重点项目。该项目主要包括250万吨乙烷裂解制乙烯及其下游配套装置,分两期建设。其中一期产品主要包括40万吨/年HDPE,以及两套产能72/91万吨/年的EO/EG联产装置、25万吨/年聚醚大单体项目,该项目一次开车成功,我们预计2021年Q2转固,测算其年化营收超百亿元。同时,二期125万吨乙烯产业链项目预计2022年H2建成投产,将进一步丰富公司产品线,增强抗风险能力,在2021-2023年为公司带来显著业绩增量。

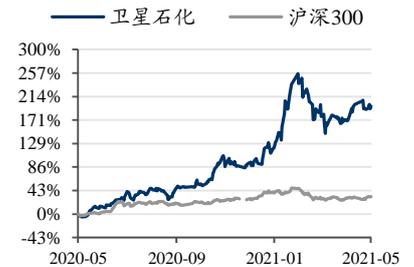
■ **进一步巩固丙烯产业链地位:** 在现有90万吨丙烯产业链基础上,公司在平湖基地新增18万吨/年丙烯酸和30万吨/年丙烯酸酯项目已投产,同时,(1)公司在建30万吨/年聚丙烯新材料(研发生产改性聚丙烯)、25万吨/年双氧水预计2021年底建成。(2)在连云港规划180万吨丙烷脱氢(PDH)项目,配套PP/PO/丙烯腈/丙烯酸及酯/ABS/丁辛醇等下游产品。(3)2021年3月20日在平湖市人民政府会议中心签署《新材料新能源一体化项目合作框架协议》,拟在独山港区管委会区域内投资新建年产80万吨PDH、80万吨丁辛醇、12万吨新戊二醇及配套装置。项目计划总投资115亿元,公司总投资约102亿元。项目计划2021年11月前开工建设,2024年6月前投产运营。

■ **探索新材料项目:** 2021年3月11日,公司全资子公司嘉兴山特莱投资有限公司与SK Global Chemical (China) Holding Co., Ltd.在江苏省连云港市徐圩新区签署《合作谅解备忘录》,双方设立合资公司(SKGC持股60%,山特莱持股40%),以建设、运营4万吨/年乙烯丙烯酸共聚物(简称“EAA”)装置项目,总投资约1.63亿美元。目前全球EAA产能约30万吨/年,基本被Dupont(24%)、Ineos(19%)、Mitsui(19%)、SK(18%)、Exxon(9%)垄断。国内目前无EAA生产企业,产品依赖进口,进口量约为2-3万吨/年,普通牌号2万元/吨,高端产品达4万元/吨,该项目利用乙烯和丙烯酸作为原料,盈利前景较好。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2021~2023年归母净利润分别为36.06亿元、54.23亿元和73.22亿元,EPS分别为2.93元、4.41元和5.96元,当前股价对应PE分别为14X、9X和7X。考虑公司乙烯、丙烯产业链齐发展,十四五期间产能增量巨大,首次覆盖,给与“买入”评级。

■ **风险提示:** 原料及产品价格大幅波动、项目投产及盈利不及预期、定增解禁、宏观经济复苏不及预期、安全及环保。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	40.44
一年最低/最高价	12.73/48.99
市净率(倍)	3.44
流通A股市值(百万元)	43031.14

### 基础数据

每股净资产(元)	11.77
资产负债率(%)	60.95
总股本(百万股)	1228.61
流通A股(百万股)	1064.07

### 相关研究

卫星石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>11,064</b>	<b>11,727</b>	<b>13,807</b>	<b>19,155</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,773</b>	<b>18,729</b>	<b>27,271</b>	<b>38,023</b>
现金	7,154	6,453	7,486	10,755	减:营业成本	7,681	12,271	17,820	25,408
应收账款	408	709	1,032	1,439	营业税金及附加	56	98	142	198
存货	1,234	2,180	2,778	4,291	营业费用	269	468	681	950
其他流动资产	2,268	2,385	2,511	2,669	管理费用	274	543	791	1,103
<b>非流动资产</b>	<b>21,277</b>	<b>28,366</b>	<b>33,946</b>	<b>39,054</b>	研发费用	481	836	1,217	1,697
长期股权投资	2,100	2,783	3,465	4,146	财务费用	189	327	344	211
固定资产	4,536	11,457	17,048	21,889	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	12,098	11,815	11,351	10,952	加:投资净收益	-35	-40	-41	-41
无形资产	857	838	819	800	其他收益	71	0	0	0
其他非流动资产	1,685	1,472	1,262	1,266	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>32,341</b>	<b>40,093</b>	<b>47,753</b>	<b>58,208</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,913</b>	<b>4,148</b>	<b>6,236</b>	<b>8,416</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,175</b>	<b>14,806</b>	<b>18,756</b>	<b>23,705</b>	加:营业外净收支	-6	-6	-3	-2
短期借款	2,431	2,431	2,431	2,431	<b>利润总额</b>	<b>1,907</b>	<b>4,142</b>	<b>6,233</b>	<b>8,414</b>
应付账款	4,632	8,190	11,926	16,628	减:所得税费用	250	537	810	1,093
其他流动负债	2,113	4,185	4,399	4,646	少数股东损益	-3	-1	-1	-1
<b>非流动负债</b>	<b>9,524</b>	<b>8,248</b>	<b>6,763</b>	<b>5,193</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,661</b>	<b>3,606</b>	<b>5,423</b>	<b>7,322</b>
长期借款	9,245	7,970	6,484	4,915	EBIT	2,450	4,369	6,410	8,476
其他非流动负债	278	278	278	278	EBITDA	3,162	5,458	8,244	10,780
<b>负债合计</b>	<b>18,699</b>	<b>23,054</b>	<b>25,518</b>	<b>28,898</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	11	11	10	9	每股收益(元)	1.35	2.93	4.41	5.96
归属母公司股东权益	13,631	17,028	22,224	29,301	每股净资产(元)	11.09	13.86	18.09	23.85
<b>负债和股东权益</b>	<b>32,341</b>	<b>40,093</b>	<b>47,753</b>	<b>58,208</b>	发行在外股份(百万股)	1226	1716	1716	1716
					ROIC(%)	14.0%	19.6%	25.9%	31.8%
					ROE(%)	12.2%	21.2%	24.4%	25.0%
					毛利率(%)	28.7%	34.5%	34.7%	33.2%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	15.4%	19.3%	19.9%	19.3%
经营活动现金流	-520	7,336	10,418	12,611	资产负债率(%)	57.8%	57.5%	53.4%	49.6%
投资活动现金流	-4,221	-8,218	-7,455	-7,453	收入增长率(%)	-0.1%	73.9%	45.6%	39.4%
筹资活动现金流	9,574	180	-1,930	-1,889	净利润增长率(%)	30.8%	117.5%	50.4%	35.0%
现金净增加额	4,775	-702	1,033	3,269	P/E	29.58	13.63	9.06	6.71
折旧和摊销	712	1,089	1,835	2,305	P/B	3.60	2.89	2.21	1.68
资本开支	5,278	6,407	4,898	4,426	EV/EBITDA	23.16	13.68	8.77	6.27
营运资本变动	-3,091	2,276	2,777	2,733					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

