

卫星石化(002648)深度研究报告

丙烯酸一体化大局已定, C2 布局以成本取胜

强推 (首次)

目标价: 21.6 元

当前价: 16.44 元

- ❖ **二十余年栉风沐雨为产业链一体化发展。**公司从商贸起步, 业务逐步上溯, 完成了从嘉兴基地到平湖基地的飞跃, 目前已经形成了以 90 万吨 PDH 装置为核心的 C3 一体化布局, 下一步为斥资 335 亿元的连云港基地建设。从利润的角度分析, 公司核心利润来自于丙烷脱氢制丙烯环节, 本质上属于对廉价丙烷的能源套利行为。产品结构上, 公司当下以丙烯、丙烯酸及酯为主且为该产品的行业龙头, 这两部分业务营收占比在 2018 年高达 83%, 毛利占比 81%, 为拳头产品。
- ❖ **HGL2020 年依旧宽松, PDH 成本优势稳固。**公司赚取相对行业的超额收益主要来自于成本端廉价的乙烷和丙烷, 使得其获得的丙烯和丙烯相对外购均有 1000 元/吨的成本优势。所以, 无论下游行业景气与否, 只要原料端持续宽松, 公司的利润就有保障。恰好的是, 从 2020 年的供需数据看, 美国乙烷相对 2018 年供给增速维持 15% 以上, 2020 年净出口量将增长至 37 万桶/天, 相对 2018 年增长 42%, 结合高库存的背景, 乙烷将继续过剩。丙烷方面, 美国数据显示, 高库存、大产量的背景同样存在。据 EIA 预测, 2020 年美国丙烷产量将进一步增加至 171 万桶/天, 表观消费维持在 92 万桶/天, 预计净出口将同比提升 12.5%, 丙烷供需整体宽松, 价格将维持低位。
- ❖ **C3 产业链盈利稳定, SAP 市场潜力大。**将公司现有的业务分为丙烯酸及酯, 高分子乳液和 SAP 三条主线, 核心节点均为丙烷脱氢制备的丙烯, 且自身毛利稳定。在丙烯酸及酯条线上, 丙烯酸酯价格中性水平上震荡偏弱, 毛利率略有下滑, 随着平湖独山港基地 36 万吨丙烯酸和 36 万吨丙烯酸酯技改项目建成, 仍有量上的增长。高分子乳液量价均稳定, 毛利率亦稳定, 属于现金牛业务。高吸水性材料 SAP 在产能上, 6 万吨产线已经在 2019 年 H2 进入最后的调试阶段, 公司 SAP 产能激增 67%。在毛利率方面, 受益于老龄化导致的失禁用品渗透率提升, 呈现量价双增的特征。
- ❖ **连云港完全投产后可年贡献净利润 30 亿元, 一期工程占比约 50%。**按照 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目的产能规划, 假设乙烯消耗比中乙二醇/(环氧乙烷+丙烯晴)=1:1, 可以概算出项目投产可以年贡献 30 亿元税后净利润(按 15% 所得税概算), 即一期可以贡献净利润 15 亿元。
- ❖ **投资建议。**我们预计公司 2019-2021 年可实现归母净利润依次为 12.5 亿元、15.3 亿元和 31.4 亿元, 对应 EPS 依次为 1.17、1.44 和 2.95 元/股。按照近 2 年的估值中枢给予 15 倍 PE, 给予 21.6 元/股的目标价, 首次覆盖, 给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 贸易冲突影响乙烷供应。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	10,029	12,960	15,300	37,224
同比增速(%)	22.5%	29.2%	18.1%	143.3%
归母净利润(百万)	940	1,247	1,533	3,141
同比增速(%)	-0.2%	32.6%	22.9%	104.9%
每股盈利(元)	0.88	1.17	1.44	2.95
市盈率(倍)	19	14	11	6
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 02 月 13 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 任志强

电话: 021-20572571

邮箱: renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号: S0360518010002

联系人: 张文龙

电话: 010-66500983

邮箱: zhangwenlong@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	106,571
已上市流通股(万股)	103,819
总市值(亿元)	175.2
流通市值(亿元)	170.68
资产负债率(%)	48.3
每股净资产(元)	8.3
12 个月内最高/最低价	22.73/11.46

市场表现对比图(近 12 个月)



目录

一、卫星石化：二十余年栉风沐雨为产业链一体化发展.....	5
二、成本：HGL2020 年依旧宽松，PDH 成本优势稳固.....	8
（一）液化碳氢气（HGL）2020 年依旧宽松.....	8
（二）乙烷持续过剩，美国出口持续放量.....	10
（三）丙烷整体宽松，PDH 成本优势稳固.....	13
三、增长：C3 产业链盈利稳定，SAP 市场潜力大.....	14
（一）丙烯生产利润高位持稳，聚酯工序利润偏薄.....	14
（二）高分子乳液进入平稳阶段，毛利率稳定.....	17
（三）老龄化日益突出，SAP 材料业务量价齐升.....	17

图表目录

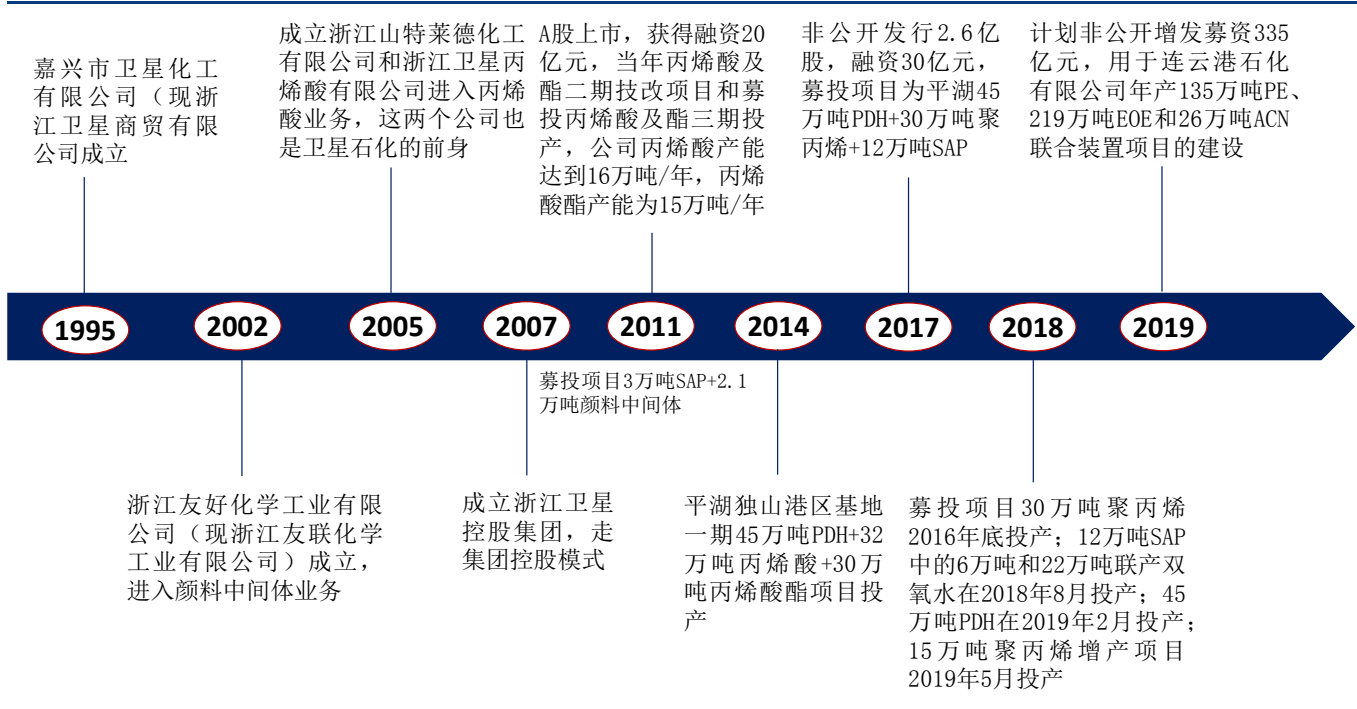
图表 1	公司发展历程.....	5
图表 2	公司股权结构及子公司.....	6
图表 3	三大基地项目.....	6
图表 4	公司实现 C3 产业链一体化，2020 开启 C2 产业链.....	7
图表 5	公司 2008-2018 营收及增速.....	7
图表 6	卫星石化的营收结构（2018 总营收 100 亿）.....	7
图表 7	公司 2008-2018 毛利率.....	8
图表 8	卫星石化毛利结构（2018 总毛利 21 亿元）.....	8
图表 9	美国 HGL 来源、用途及分类.....	8
图表 10	HGL 来源于天然气（80%）和原油.....	9
图表 11	HGL 中乙烷、丙烷产量占比达 2/3.....	9
图表 12	2011 年起美国 HGL 出口增长迅速.....	9
图表 13	1997-2019 HGL 产量与库存.....	9
图表 14	近 5 年 HGL 库存和 2020 年库存走势预测.....	10
图表 15	2020-2050 年 NGPL 产量预测.....	10
图表 16	2010-2019 NGPL 产量和主要构成.....	11
图表 17	美国乙烷供需关系.....	11
图表 18	美国乙烷产量和库存走势.....	11
图表 19	近五年乙烷库存和 2020 年库存走势预测.....	11
图表 20	乙烯 2020-2025 年的供需关系.....	12
图表 21	不同原料价格水平下不同路线乙烯装置烯烃现金成本对比.....	12
图表 22	乙烷跟随天然气价格.....	13
图表 23	不同路线制备乙烯的成本对比.....	13
图表 24	美国丙烷产销情况.....	13
图表 25	美国丙烷产量和库存走势.....	13
图表 26	美国丙烷库存历史走势和 2020 年库存走势.....	14
图表 27	丙烷价格与原油价格趋势.....	14
图表 28	丙烷制 PP 和油制/煤制 PP 成本对比.....	14
图表 29	丙烷制 PP 和油制/煤制 PP 利润对比.....	14
图表 30	C3 产业链丙烯酸（酯）和聚丙烯利润对比.....	15
图表 31	公司丙烯酸及酯营收与毛利率.....	15
图表 32	2018 年可比公司丙烯酸毛利率对比.....	15

图表 33	公司丙烯酸、丙烯酸酯出厂价格趋势	16
图表 34	公司（聚）丙烯营收及毛利率	16
图表 35	国内 PP 供需	16
图表 36	公司 PP 粉料出厂价趋势	17
图表 37	公司高分子乳液业务营收及毛利率	17
图表 38	公司距上海、苏州等 1h 通勤圈	17
图表 39	公司 SAP 业务营收及毛利率	18
图表 40	成人失禁用品销量预测	18

一、卫星石化：二十余年栉风沐雨为产业链一体化发展

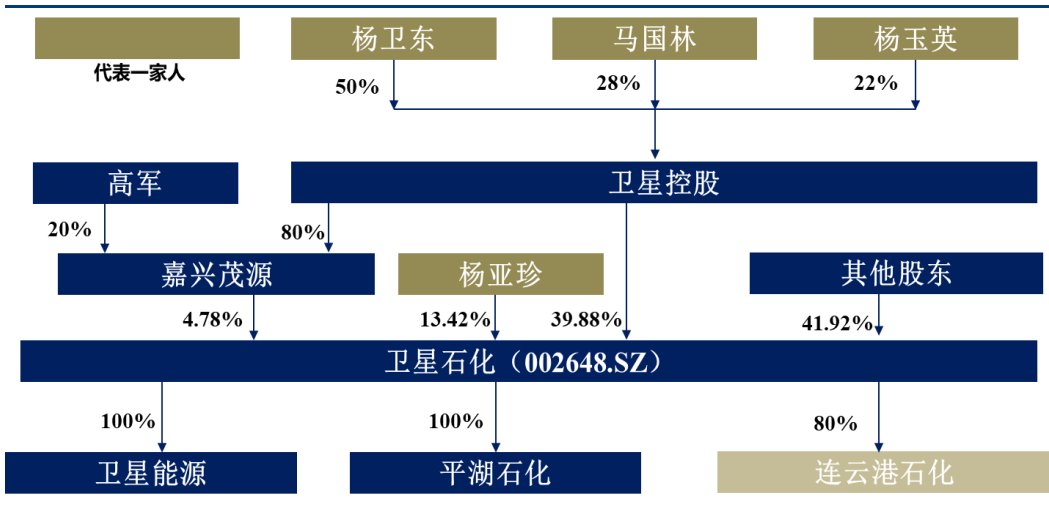
卫星石化注册成立于2005年8月，2010年9月变更为股份有限公司，并于2011年12月28日在深圳证券交易所上市（股票代码：002648）。上市以来，公司认真专注于C3产业链一体化发展，利用上市融资优势全面推进卫星石化以轻烃综合利用打造产业链的战略规划，覆盖丙烯、丙烯酸、丙烯酸酯、丙烯酸酯纺织乳液、聚丙烯酸钠盐（高吸水性树脂）等产品的研发、生产与销售，建成自丙烷为原料到聚丙烯、丙烯酸及酯，以及下游高分子新材料的全产业链，成为国内行业的标杆与龙头。

图表 1 公司发展历程



资料来源：华创证券整理

丙烯及下游一体化发展成就民营巨头。经过二十余年的发展，公司目前总资产达到150亿，是国内最大、全球前五大丙烯酸产品制造商，国内第一家形成C3产业一体化格局的民营上市企业。卫星控股直接持有本公司39.88%的股份，通过茂源投资间接控制公司4.78%的股份，为公司的控股股东。杨卫东和YANG YA ZHEN（杨亚珍）夫妇合计控制公司58.09%的股份，为公司实际控制人。

图表 2 公司股权结构及子公司


资料来源：华创证券整理

三大基地格局初成，扩张还在路上。公司形成了以嘉兴总部为中心，嘉兴工业园、平湖独山港区、连云港徐圩新区三大生产基地为支柱的发展格局。现已拥有年产 90 万吨丙烯、48 万吨丙烯酸、45 万吨丙烯酸酯、21 万吨高分子乳液、9 万吨 SAP、2.1 万吨有机颜料中间体 45 万吨 PP 以及 22 万吨双氧水装置，并拥有配套的专业化学品物流公司。拟建设的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。位于国家东中西区域合作示范区（连云港徐圩新区）的连云港石化产业基地，将公司 C3 产业链拓展至 C2 产业链，为公司的产业升级和增强持续盈利能力奠定基础。

图表 3 三大基地项目

	嘉兴工业园基地			平湖独山港区基地			连云港徐圩新区港基地
	一期	二期	三期	一期	二期	三期	
丙烯				45	45		
丙烯酸	16			32		36	
丙烯酸酯	15			30		36	
SAP	3	6	6				
高分子乳液	21						
聚丙烯					45		
双氧水					22		
乙二醇							212
HDPE							80
LLDPE							55
环氧乙烷							50
丙烯腈							26

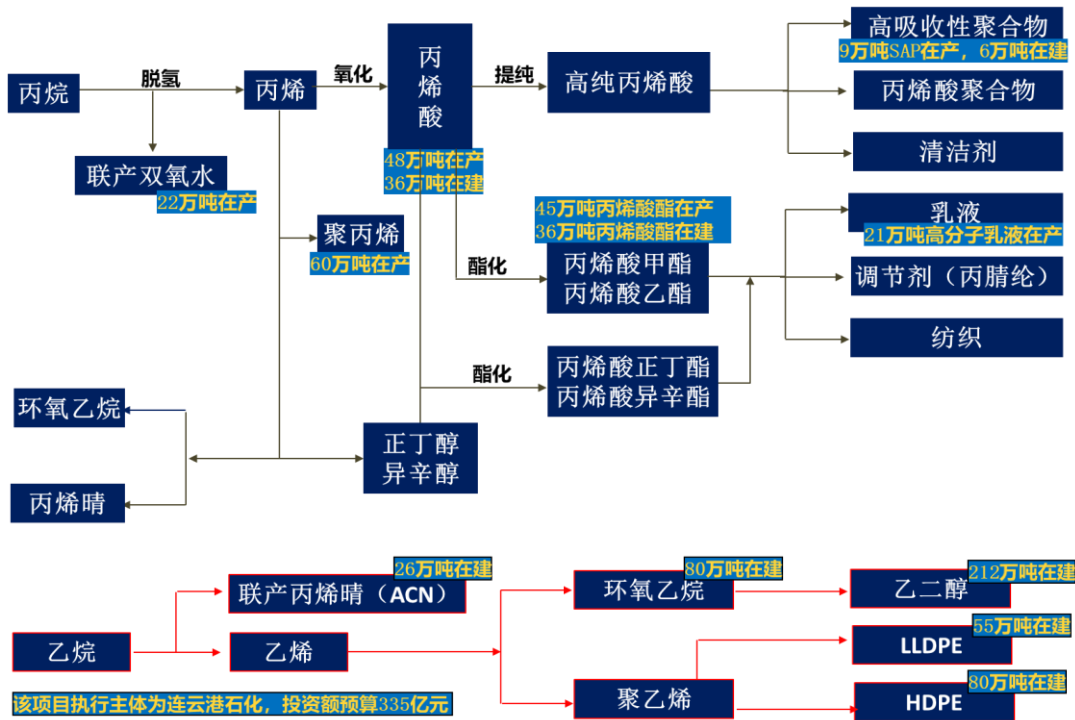
注：红色代表建设/规划中

资料来源：公司公告，华创证券

丙烯酸一体化格局以定，C2 开辟新征程。随着公司 C3 产业一体化的形成，丙烯酸已成为国内最大、全球前五的生产商，织物用高分子乳液已成为国内最大供应商，高吸水性树脂与国内主要纸尿裤企业完成合作，并成功销售给国际前十大纸尿裤生产企业。在 C2 产业链上，连云港石化 320 万吨/年轻烃综合利用加工项目预计将于 2020 年建

成,届时公司业务拓展至 C2 产业链,实现与现有 C3 产业链的良好互补,提升公司的行业影响力和可持续发展能力。

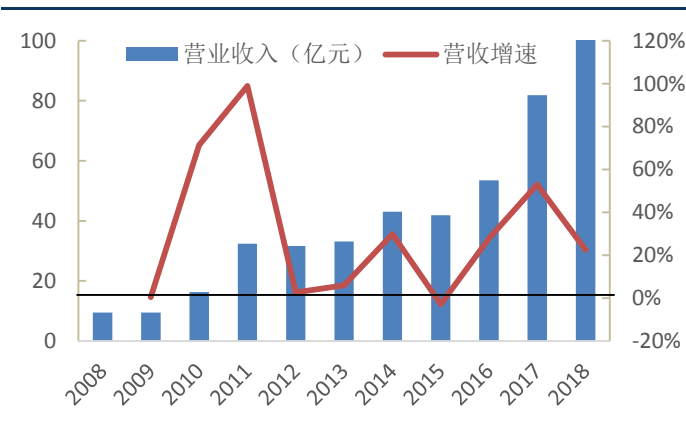
图表 4 公司实现 C3 产业链一体化, 2020 开启 C2 产业链



资料来源: 华创证券整理

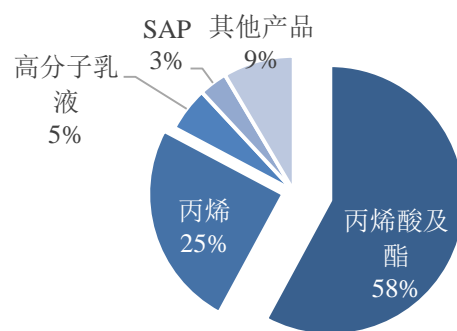
公司近三年随着 PP、SAP 项目陆续建成投产,营业收入复合增速高达 33.8%,毛利率维持 20%以上。丙烯酸及酯、(聚)丙烯作为主要增长点,营收占比达 58%/25%,SAP 项目自 2017 年起扭亏为盈,高分子乳液近五年毛利率维持稳定,公司作为全国丙烯酸及酯行业的优势企业,依靠具备产业链、成本、采购、区位等竞争优势,拥有较强的核心竞争力。

图表 5 公司 2008-2018 营收及增速



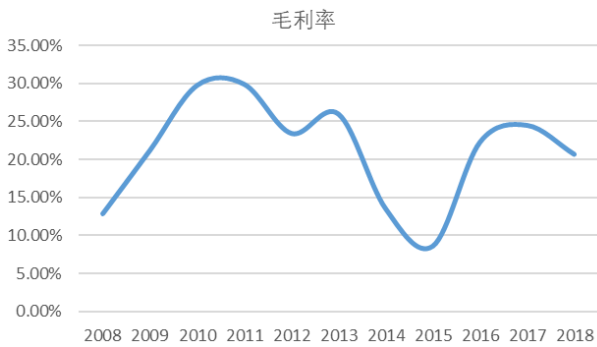
资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 卫星石化的营收结构 (2018 总营收 100 亿)



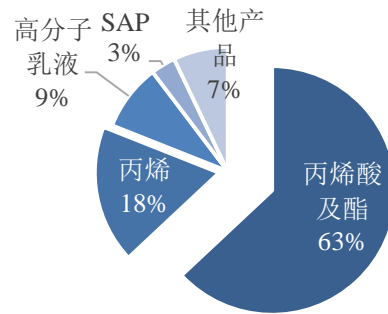
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 公司 2008-2018 毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 卫星石化毛利结构 (2018 总毛利 21 亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

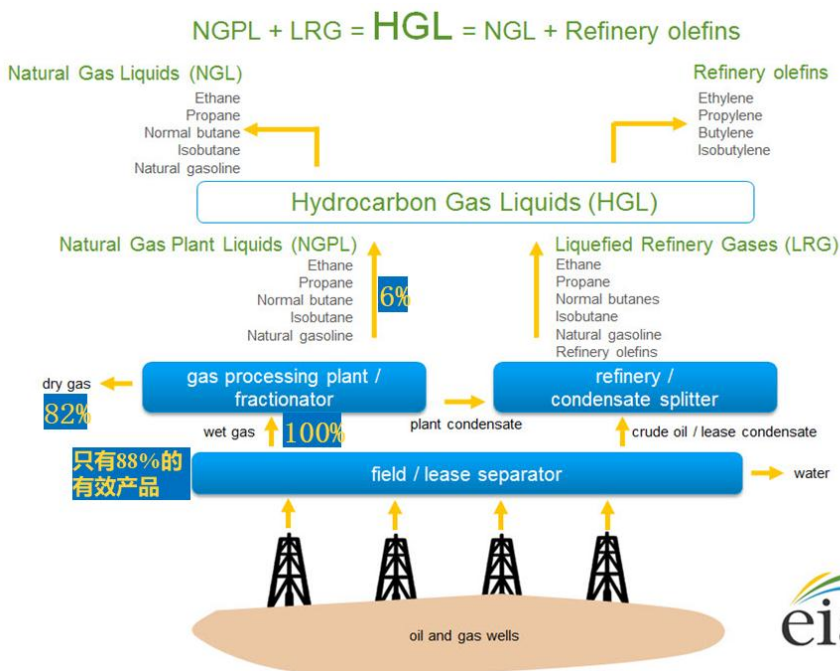
二、成本: HGL2020 年依旧宽松, PDH 成本优势稳固

公司当前已建成投产 90 万吨/年丙烷脱氢制丙烯项目, 同时加快实施 C2 产业链上乙烷裂解制乙烯及配套下游产品项目, 公司主要原材料乙烷、丙烷均为大宗交易商品, 市场价格透明, 且价格与天然气、石油价格存在较高的关联度。美国的乙烷、丙烷产量和出口量近年持续上升, 其供需和价格基本可以代表全球现状。

(一) 液化碳氢气 (HGL) 2020 年依旧宽松

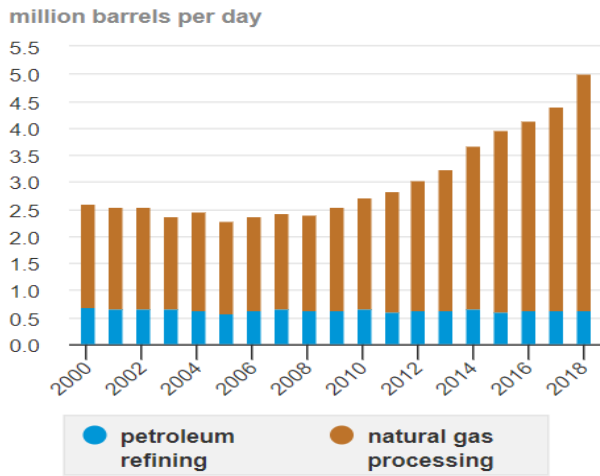
乙烷和丙烷是液化碳氢气 (HGL) 的主要成分, 2018 年美国乙烷和丙烷日均产量在 HGL 中占比达 68.4%。

图表 9 美国 HGL 来源、用途及分类



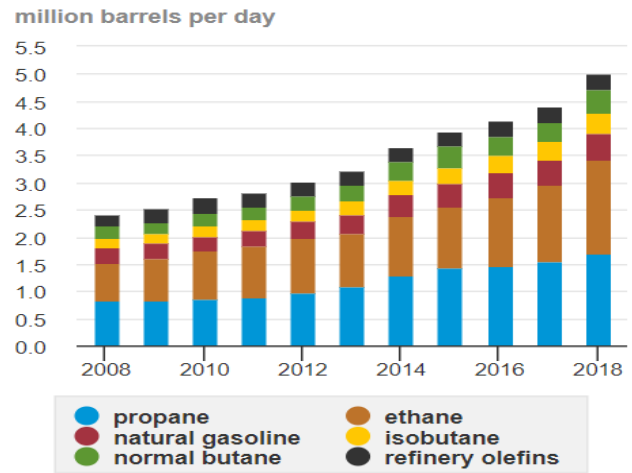
资料来源: EIA, 华创证券

图表 10 HGL 来源于天然气 (80%) 和原油



资料来源: EIA, 华创证券

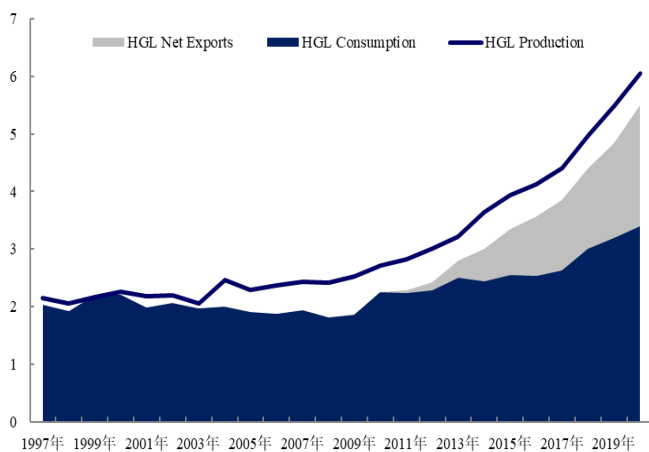
图表 11 HGL 中乙烷、丙烷产量占比达 2/3



资料来源: EIA, 华创证券

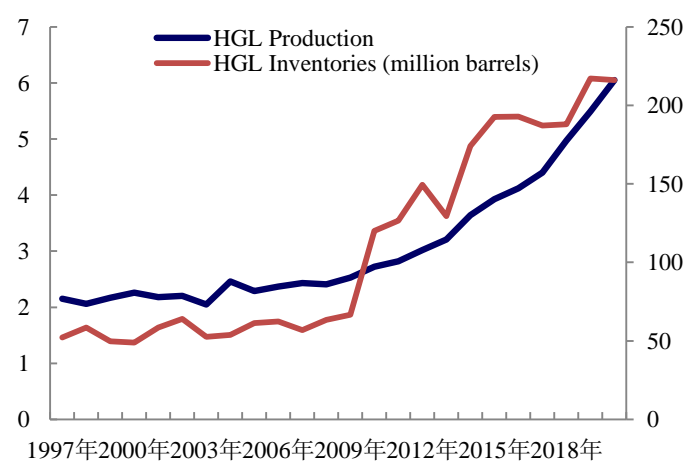
2018 年美国 HGL 产量达到 500 万桶/天, 相较 2017 年增长 13%, 自 2010 年以来 HGL 产量的增长很大程度上归因于国内天然气产量增加: 美国页岩气革命促使美国天然气产量出现爆发性增长, 继而拉低了美国天然气价格, 天然气对外出口近十年复合增长 12.93%。但是美国国内市场 HGL 的消费能力并未随着供应增长而进一步扩大, 2011 年美国从 HGL 的净进口国转变为净出口国, 此后 HGL 出口增长迅速, 2018 年美国 HGL 产品近 1/3 出口, 尤其是丙烷, 比 2017 年增长了 14%。预计 2020 年 HGL 供给将依旧宽松, 净出口量将达 200 万桶/天。

图表 12 2011 年起美国 HGL 出口增长迅速

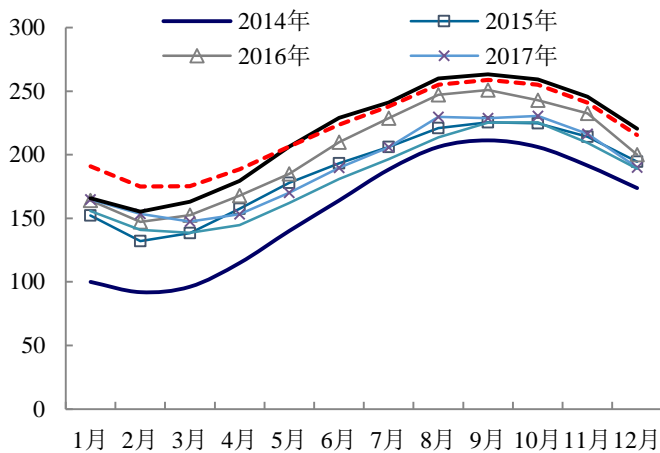


资料来源: EIA, 华创证券

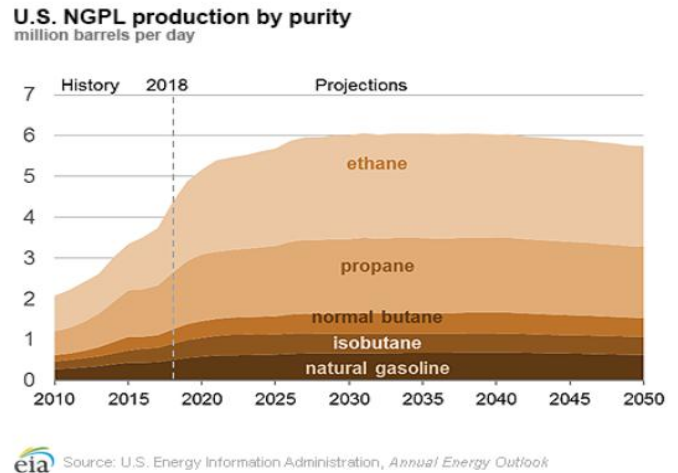
图表 13 1997-2019 HGL 产量与库存



资料来源: EIA, 华创证券

图表 14 近 5 年 HGL 库存和 2020 年库存走势预测


资料来源: EIA, 华创证券

图表 15 2020-2050 年 NGPL 产量预测


资料来源: EIA, 华创证券

HGL 从供应层面划分, 由天然气凝析液 (NGPL) 和液化炼厂气 (LRG) 构成, 其中 NGPL 占比达 80% 以上。随着美国天然气产量和 NGPL 需求增加, EIA 预测 NGPL 产量将继续增长, 2030 年 NGPL 产量将超过 600 万桶/天, 比 2018 年增加 40%, 然后到 2050 年逐渐回落至 575 万桶/天。受益于石化行业的进一步增长, EIA 预计乙烷将对未来 NGPL 的产量增长作出最大贡献, 在 NGPL 总产量中所占的份额从 2018 年的 40% 增加到 2050 年 43%。

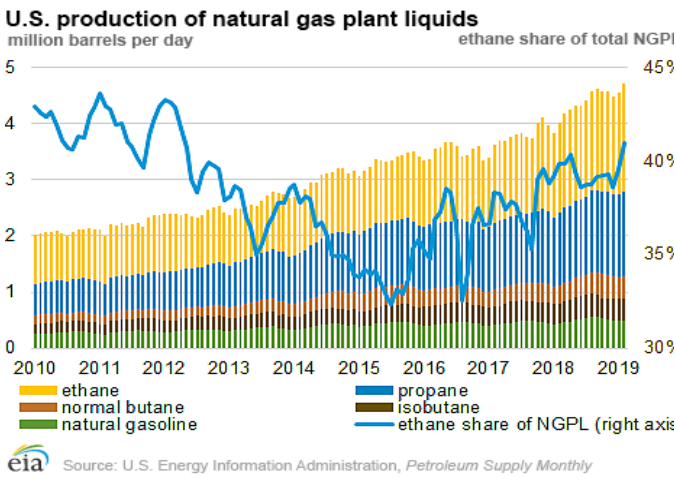
(二) 乙烷持续过剩, 美国出口持续放量

2015 年起美国成为世界上最大的乙烷出口国, 其供需和价格基本可以代替全球现状。随着美国天然气页岩资源的开发, 乙烷产量持续增长, 2018 年乙烷产量达到 171 万桶/天, 供给增速高达 20%, EIA 预测 2020 年产量将达 218 万桶/天, 增速维持 15% 以上。

近年来美国石油化工行业大力发展乙烷裂解制乙烯, 推动国内乙烷表观消费量从 2012 年 90 万桶/天扩展至 2018 年 150 万桶/天, 2018 年新投产一系列石化裂解装置使得乙烷日均消耗新增 20 万桶, 乙烷表观消费量将进一步增加至 2020 年的 182 万桶/天。

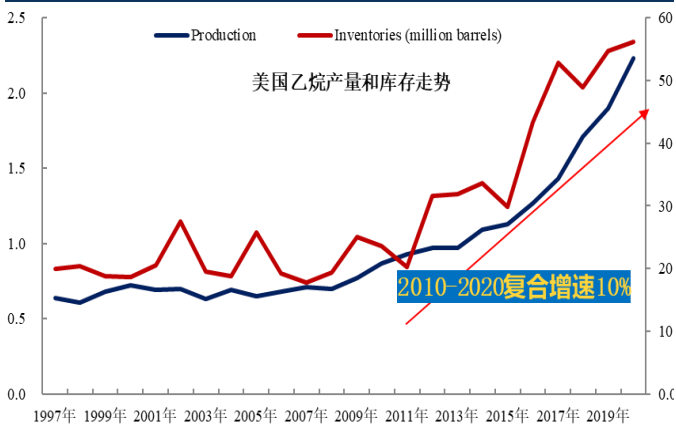
自 2014 年初美国首次通过管道向加拿大出口乙烷以来, 美国国内乙烷持续过剩、对外出口管道和海运码头的建设, 将进一步扩大出口的地域范围, 净出口量从 2018 年 26 万桶/天预计将扩至 2020 年 37 万桶/天。其中, Energy Transfer Partners 公司在墨西哥湾沿岸建造的第二个乙烷出口码头计划于 2020 年底建成投入使用, 届时将拥有 17.5 万桶/天的乙烷出口海外的能力, 其中 15 万桶/天将供应至卫星石化公司用以乙烷裂解制乙烯项目。

图表 16 2010-2019 NGPL 产量和主要构成



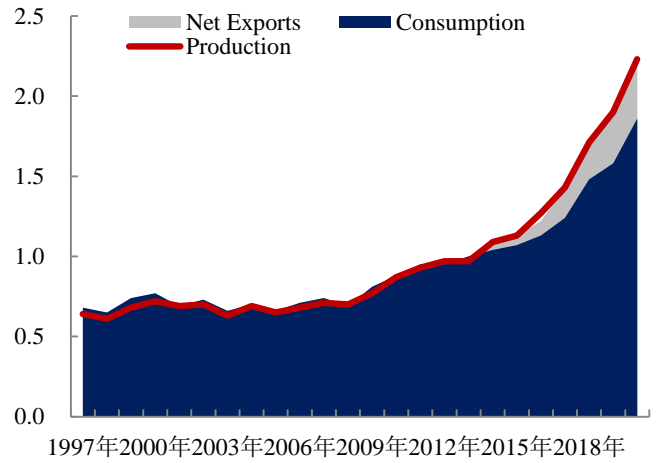
资料来源: EIA, 华创证券

图表 18 美国乙烷产量和库存走势



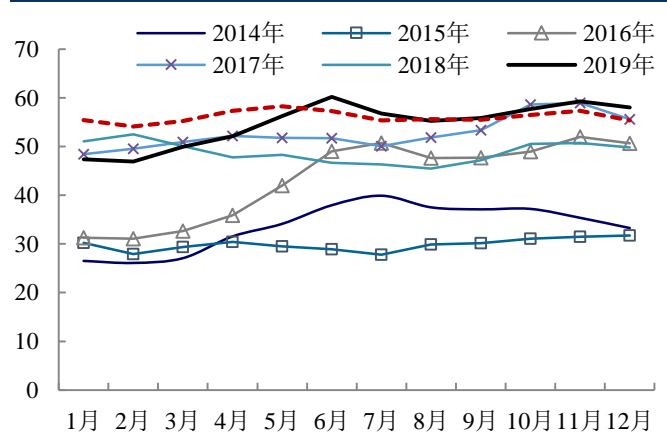
资料来源: EIA, 华创证券

图表 17 美国乙烷供需关系



资料来源: EIA, 华创证券

图表 19 近五年乙烷库存和 2020 年库存走势预测



资料来源: EIA, 华创证券

近几年我国乙烯产能持续攀升, 不过依然无法满足增长更为迅速的下游需求。2018 年乙烯产能为 2525 万吨, 产量约为 1841 万吨, 自给率为 88%, 当量自给率 39%; 当量需求 (国内产量+进口量-出口量+下游产品净进口的折合) 为 4720 万吨, 较上年增长 9.2%, 从当量需求的角度观察, 乙烯国产化进程仍有较大空间 (受制于进口成本的下移)。

图表 20 乙烯 2020-2025 年的供需关系

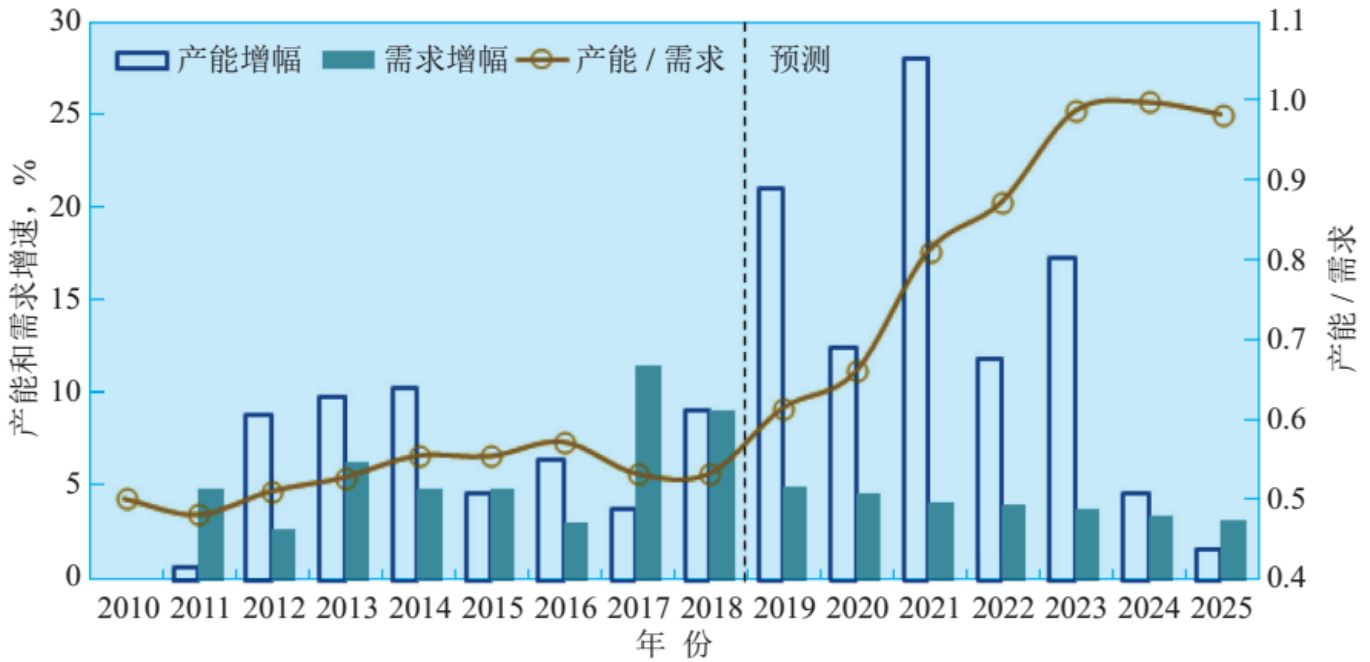


图 6 2010-2025 年国内乙烯产能和需求增速及供需平衡预测

资料来源：周鑫，《国内外乙烯产业发展趋势研判》；华创证券

在技术路线的竞争上，2018 年石脑油路线产能占 78%，CTO/MTO 及其他路线占 22%，预计到 2025 年，石脑油路线产能占比将降低至 61%，CTO/MTO 及其他路线占 16%，轻烃裂解路线则快速升至 23%。在石脑油、CTO 和乙烷三种典型工艺的成本结构上，CTO 路线固定成本可达一半以上，石脑油路线和乙烷路线中原料成本占一半以上，整体而言，乙烷路线相对石脑油路线有 1000 元/吨乙烯的成本优势。

图表 21 不同原料价格水平下不同路线乙烯装置烯烃现金成本对比

石脑油路线		对应美国乙烷价格 美元/吨	MTO 对应甲醇到厂价格 元/吨	CTO 对应煤炭到厂价格 元/吨
国际油价 美元/桶	烯烃现金成本 元/吨			
30	2808	94	945	129
40	3624	198	1321	293
50	4417	300	1686	453
60	5233	404	2062	617
70	6024	505	2426	776
80	6842	610	2803	941
90	7633	711	3167	1100
100	8451	816	3543	1265

资料来源：赵文明，《对我国乙烯原料路线多元化发展现状及趋势探讨》；华创证券

图表 22 乙烷跟随天然气价格



资料来源: EIA, 华创证券

图表 23 不同路线制备乙烯的成本对比

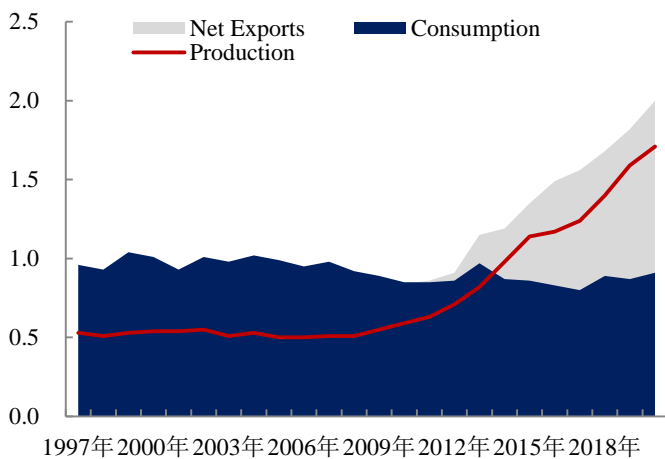


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 丙烷整体宽松, PDH 成本优势稳固

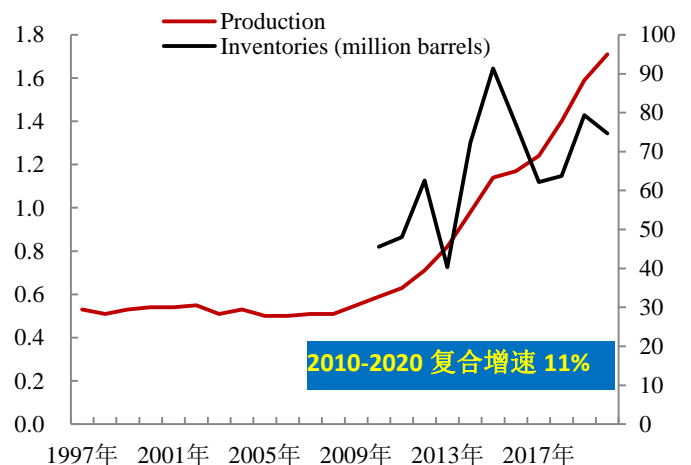
2018 年美国来自天然气处理厂 (NGPL) 的丙烷供应达 140 万桶/日, 而炼厂丙烷供应十年来一直维持在 30 万桶/日, 美国丙烷供应实则取决于 NGPL 的产量, 2010 年至 2018 年来自 NGPL 的丙烷平均增速为 8.8%, 美国丙烷供给稳步上升。同时美国国内丙烷消费需求并未大幅波动, 新增产量主要由出口消化, 2016 年巴拿马运河扩建允许 VLGC 船只运行, 大大增加了美国墨西哥湾沿岸向亚洲运输 HGL (特别是丙烷) 的数量。2018 年美国丙烷出口达 97.2 万桶/天, 创历史新高, 然而, 受中美贸易摩擦影响, 2018 年美国对中国的丙烷出口下降了 6.2 万桶/天, 同比下降了 49%。

图表 24 美国丙烷产销情况



资料来源: EIA, 华创证券

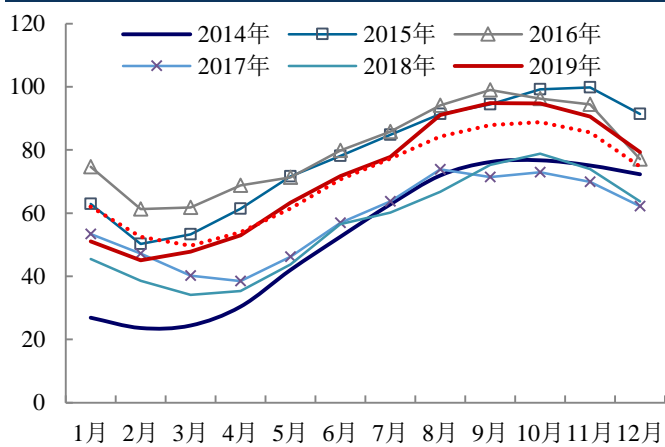
图表 25 美国丙烷产量和库存走势



资料来源: EIA, 华创证券

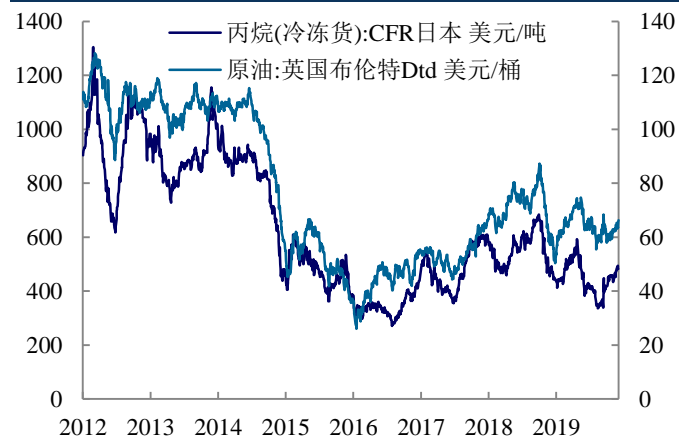
美国丙烷库存通常在 4 月至 10 月期间增加, 并在 9 月底/10 月开始减少, 2019 年 12 月末丙烷 (包括丙烯) 库存为 8818 万桶, 较五年同期平均水平高出 11.6%, 特别是美国墨西哥湾沿岸的库存较五年平均水平高出 25%。据 EIA 预测, 美国丙烷产量的增长预计将继续超过国内和国际需求的增长, 2019 年第四季度 EPD 公司扩建休斯顿航道设施将有助于未来一年的出口扩大。

图表 26 美国丙烷库存历史走势和 2020 年库存走势



资料来源: EIA, 华创证券

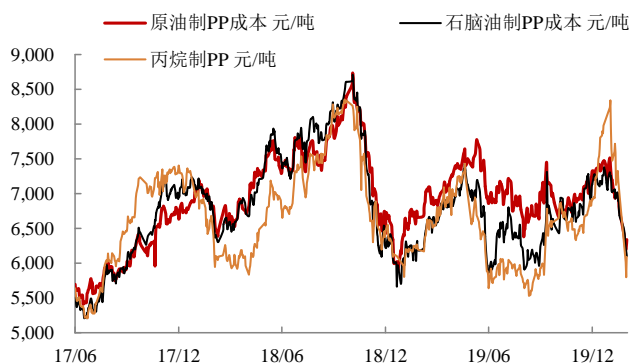
图表 27 丙烷价格与原油价格趋势



资料来源: EIA, 华创证券

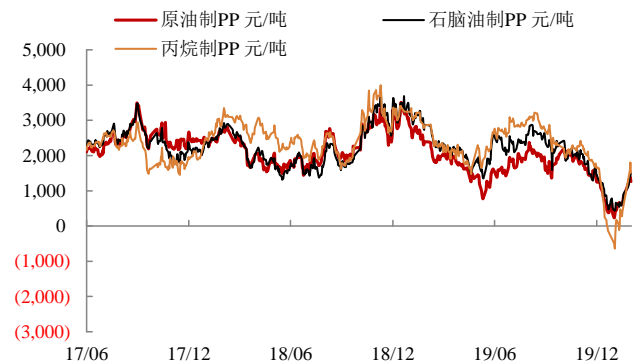
综上, 2014 年起美国丙烷产量的持续增长, 特别是 NGPL 产量增加, 但是表观需求并没有明显的提升, 一直维持库存高位, 压低了丙烷价格。据 EIA 预测, 2020 年美国丙烷产量将进一步增加至 171 万桶/天, 表观消费维持在 92 万桶/天, 预计净出口将同比提升 12.5%, 丙烷供需整体宽松, 价格将继续维持低位。相较于石脑油/原油裂解、煤(甲醇)制烯烃, 丙烷脱氢制丙烯 (PDH) 成本优势稳固。

图表 28 丙烷制 PP 和油制/煤制 PP 成本对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 丙烷制 PP 和油制/煤制 PP 利润对比



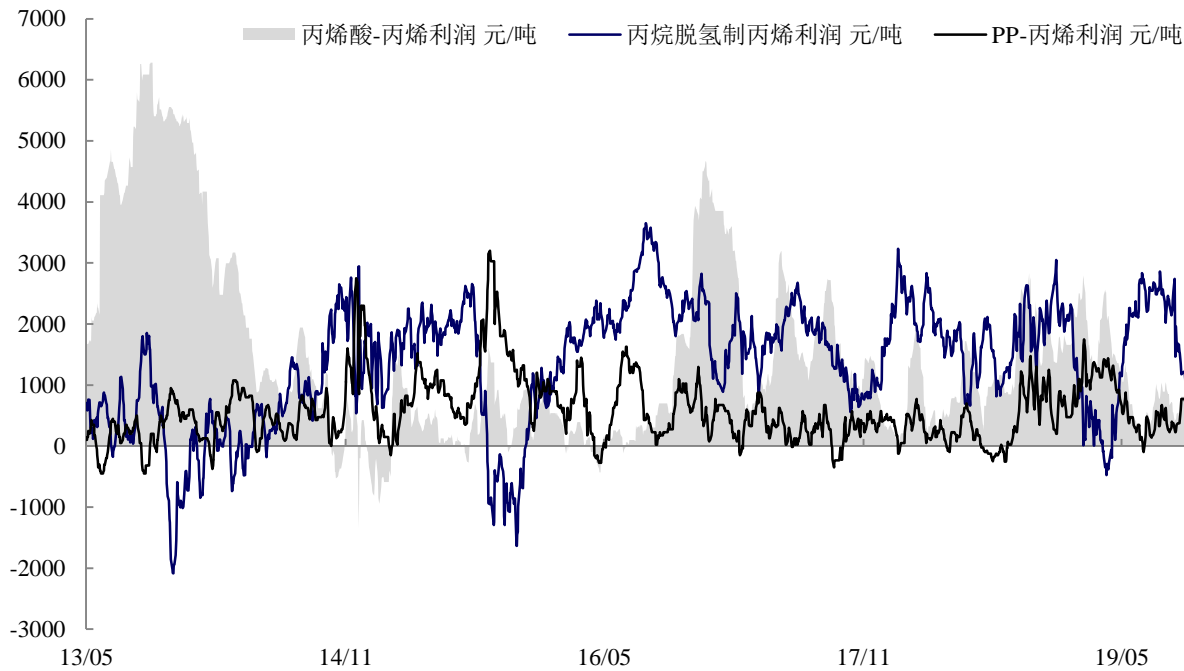
资料来源: Wind, 华创证券

三、增长: C3 产业链盈利稳定, SAP 市场潜力大

(一) 丙烯生产利润高位持稳, 聚酯工序利润偏薄

在丙烯酸产业链中主要有丙烯-聚丙烯和丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯两个细分产业链, 按照 2019 年相关产品价格进行模拟, PDH 制备丙烯段获得 1300 元/吨的税前利润; 丙烯-聚丙烯供需获得 700 元/吨的税前加工利润; 丙烯-丙烯酸及酯工段获得 1000 元/吨的税前利润。

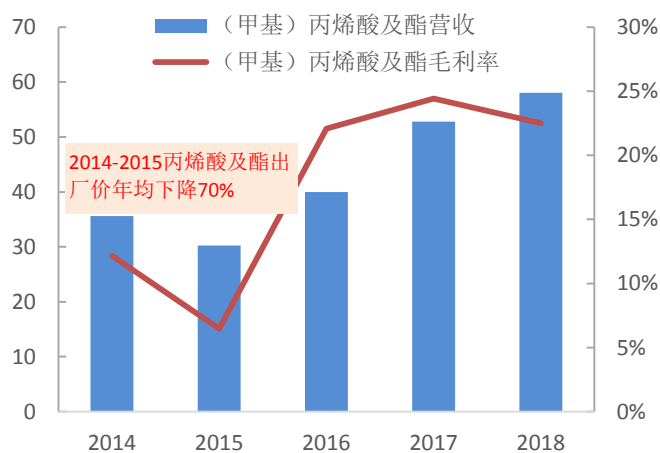
图表 30 C3 产业链丙烯酸（酯）和聚丙烯利润对比



资料来源: Wind, 华创证券

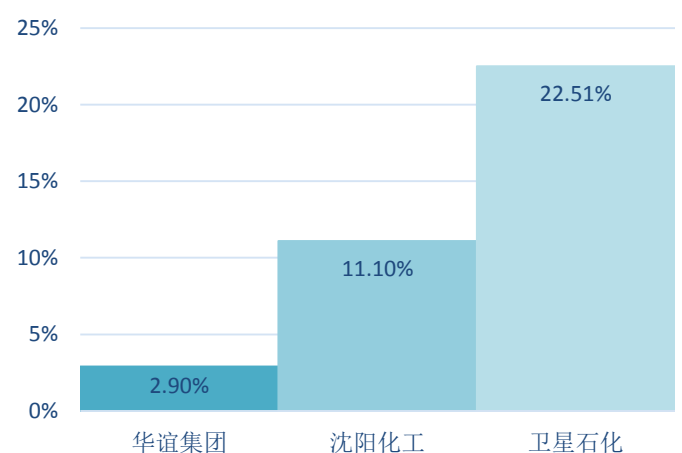
丙烯酸及酯方面，公司当前已有丙烯酸 48 万吨/年、丙烯酸酯 45 万吨/年投入生产，丙烯酸（酯）下游产品主要包括高分子乳液、SAP 等，需求较大。2014-2015 年基于行业产能过剩，公司丙烯酸及丙烯酸酯出厂价格年均下降 70%，开工率降至 45%，丙烯酸及酯业务毛利率下降 17 个百分点。最近几年行业回暖，丙烯酸及酯价格回升，2018 年至今维持在 8000 元/吨上下，波动幅度不大，2019 年公司基本维持 70%-90% 高开工率，营收和毛利率维持稳定。预计平湖山港区基地年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯（扩建）将于 2020 年陆续建成投产，进一步提升国内市场占有率。

图表 31 公司丙烯酸及酯营收与毛利率



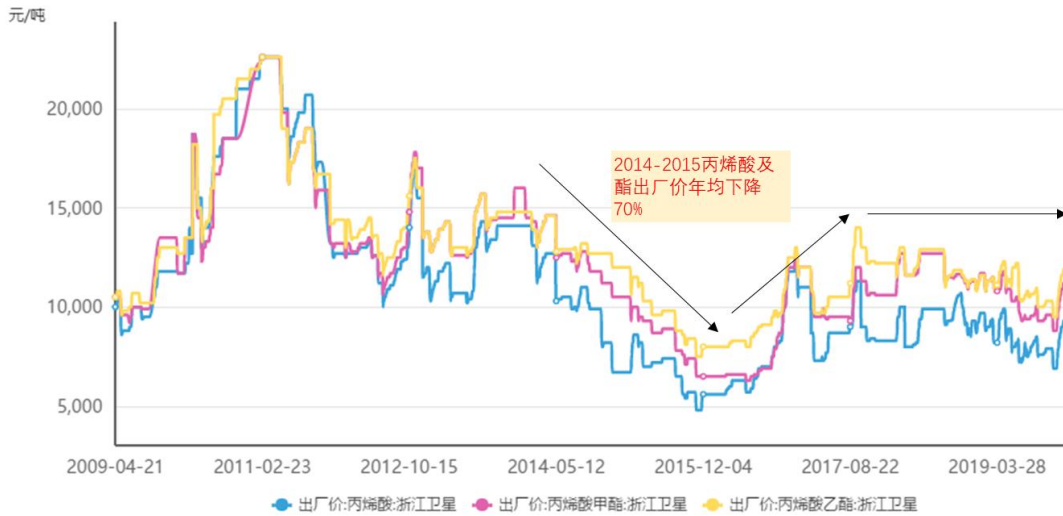
资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 32 2018 年可比公司丙烯酸毛利率对比



资料来源: Wind, 华创证券

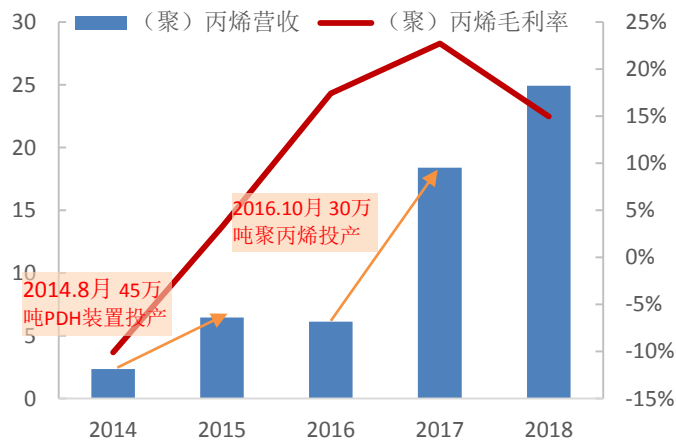
图表 33 公司丙烯酸、丙烯酸酯出厂价格趋势



资料来源: Wind, 华创证券

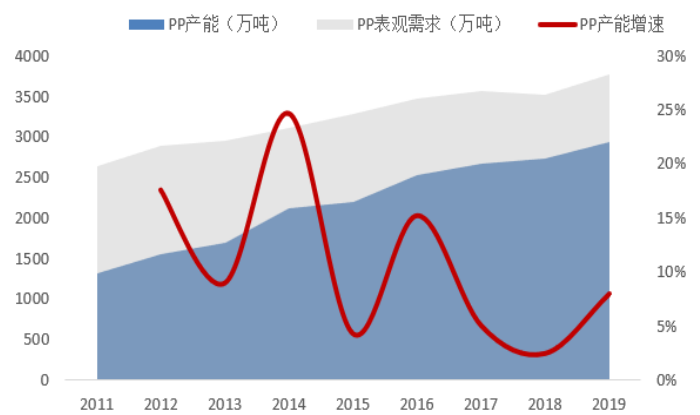
聚丙烯方面, 公司现有年产 45 万吨聚丙烯保持高负荷运行, 在华东与华南地区形成了稳定市场。国内丙烯下游消费结构中, 聚丙烯居第一位 (65%), 聚丙烯作为 C3 产业链的重要支撑, 起到丙烯产品较好的调节作用, 当丙烯与丙烷价差较大, 则选择以销售丙烯为主; 当两者价差缩小, 则选择以聚丙烯销售为主。近几年丙烯酸及酯行业产能的集中投放对行业的发展造成巨大的压力, 受外围经济持续低迷、国内房地产景气度明显下降、下游涂料等领域需求低迷等因素影响, 生产商在行业中的引导力及话语权受到打压, 对价格的调控减弱, 行业利润受到压缩, 增值工序将向聚烯烃倾斜。

图表 34 公司 (聚) 丙烯营收及毛利率



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 35 国内 PP 供需



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 公司 PP 粉料出厂价趋势



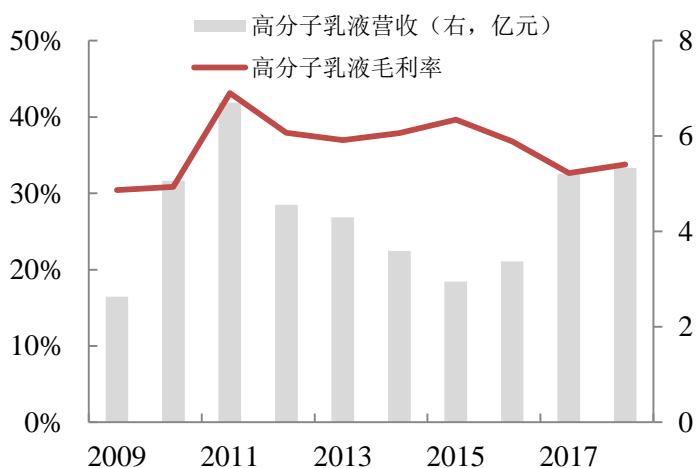
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 高分子乳液进入平稳阶段, 毛利率稳定

公司嘉兴工业园基地拥有年产 21 万吨高分子乳液装置是国内首套 DCS 自动化装置, 高分子乳液产销量稳居国内首位, 近年来高分子乳毛利率持稳在 30% 以上, 2019 年上半年公司高分子乳液业务毛利占比 7.16%。

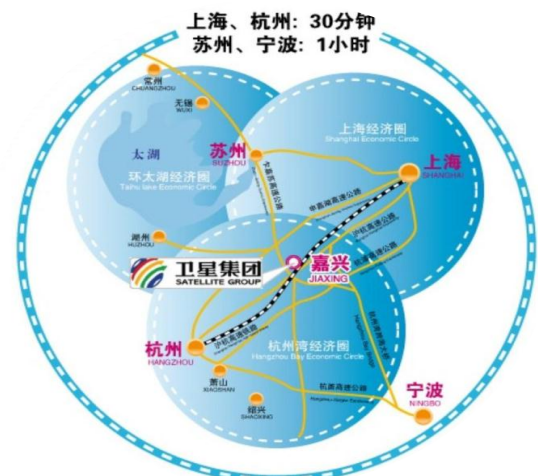
公司生产基地位于浙江嘉兴, 紧邻杭州、上海、苏州、宁波等经济圈, 便利的交通运输条件, 为项目生产的原料进口、运输及产品的运输提供了保证, 同时公司拥有自己的专业物流中心, 目前拥有港口仓储中心与专业化学品运输车队, 进一步提升了公司在采购及成本控制方面的优势。

图表 37 公司高分子乳液业务营收及毛利率



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 38 公司距上海、苏州等 1h 通勤圈



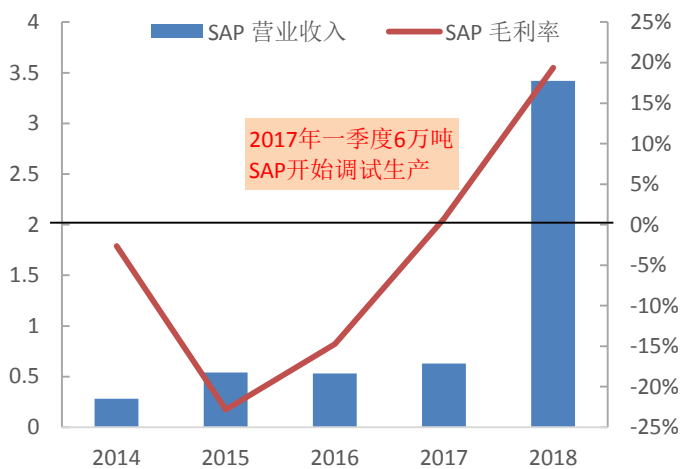
资料来源: 公司官网, 华创证券

(三) 老龄化日益突出, SAP 材料业务量价齐升

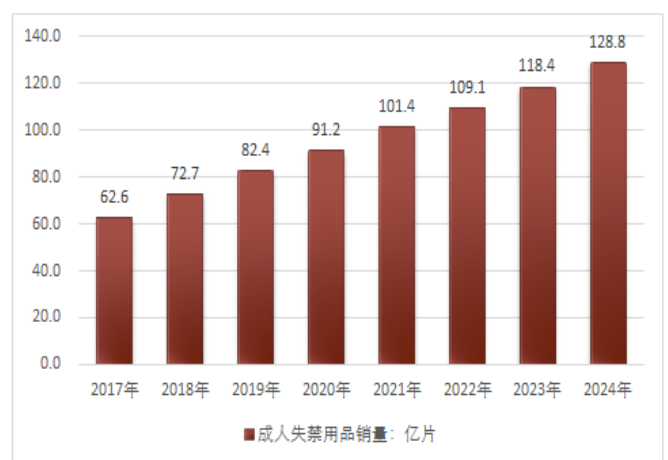
SAP 的技术壁垒和市场准入壁垒较高, 每个新的供应商一般需要 2-2.5 年的评估期才能被纸尿裤企业认可。公司现有产能 9 万吨, 还有 6 万吨/年处于三期建设中, 届时每年 15 万吨的 SAP 装置将每年有效消耗丙烯酸约 12 万吨,

带动消耗丙烯约 9 万吨，相比国内外 SAP 生产厂家依赖丙烯酸外购的环境，充分体现了公司在 C3 全产业链的成本优势，2019 年上半年实现毛利率 22.38%。公司当前已取得多项具有自主知识产权的技术成果，与国内一线品牌达成合作，并成功销售给全球前十大品牌中两家企业，成为具有全球品牌影响力的 SAP 生产企业之一。

SAP 主要用于生产婴儿纸尿裤及纸尿裤、妇女卫生用品、成人失禁衬垫等产品。随着我国“全面两孩政策”的实施以及数量庞大的“80 后”、“90 后”陆续结婚生子，我国正迎来新一轮生育高峰期，预计今后 10 年婴儿纸尿裤还会保持较高的市场增长率。此外，我国已进入人口老龄化快速发展期，2018 年 65 岁以上人口达 1.67 亿，预计今后 10 年老年人口还将以年均 3.2% 的速度递增。而在多年独生子女的政策影响下，老年人口的剧增让老年人的生活照料问题日益凸显。我国成人失禁用品市场处于发展初期，基数低，增长率很高，具有很大的发展潜力。预计成人失禁用品的市场渗透率将从目前的约 3% 增长至 2020 年的 10%。

图表 39 公司 SAP 业务营收及毛利率


资料来源：公司年报，华创证券

图表 40 成人失禁用品销量预测


资料来源：产业信息网，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,125	3,291	3,743	3,019
应收票据	2,026	2,619	3,091	7,521
应收账款	443	564	666	1,619
预付账款	183	236	278	695
存货	554	715	841	2,102
其他流动资产	471	606	715	1,735
流动资产合计	6,802	8,031	9,334	16,691
其他长期投资	98	98	98	98
长期股权投资	511	511	511	511
固定资产	3,281	4,200	5,002	7,501
在建工程	2,028	3,628	5,228	5,028
无形资产	412	404	395	388
其他非流动资产	607	482	440	426
非流动资产合计	6,937	9,323	11,674	13,952
资产合计	13,739	17,354	21,008	30,643
短期借款	3,588	5,458	7,328	9,197
应付票据	190	245	288	720
应付账款	1,338	1,727	2,031	5,078
预收款项	209	270	319	776
其他应付款	135	135	135	135
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	179	296	408	639
流动负债合计	5,639	8,131	10,509	16,545
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	53	53	53	835
非流动负债合计	53	53	53	835
负债合计	5,692	8,184	10,562	17,380
归属母公司所有者权益	8,040	9,169	10,453	13,288
少数股东权益	8	1	-7	-25
所有者权益合计	8,047	9,170	10,446	13,263
负债和股东权益	13,739	17,354	21,008	30,643

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	892	1,314	1,815	-128
现金收益	1,555	1,922	2,315	4,062
存货影响	208	-161	-126	-1,261
经营性应收影响	-983	-779	-629	-5,813
经营性应付影响	827	505	395	3,936
其他影响	-715	-174	-141	-1,052
投资活动现金流	-1,498	-2,940	-2,940	-2,940
资本支出	-1,951	-3,065	-2,982	-2,954
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	453	125	42	14
融资活动现金流	2,035	1,792	1,577	2,344
借款增加	1,862	1,870	1,870	1,870
财务费用	-201	-392	-305	-625
股东融资	14	14	14	14
其他长期负债变化	360	300	-2	1,085

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,029	12,960	15,300	37,224
营业成本	7,955	10,268	12,072	30,185
税金及附加	39	51	60	146
销售费用	249	257	227	553
管理费用	264	341	403	980
财务费用	76	128	202	274
资产减值损失	13	13	13	13
公允价值变动收益	9	9	9	9
投资收益	36	36	36	36
其他收益	13	13	13	13
营业利润	1,051	1,392	1,710	3,498
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	1,046	1,387	1,705	3,493
所得税	111	147	180	369
净利润	935	1,240	1,525	3,124
少数股东损益	-5	-7	-8	-17
归属母公司净利润	940	1,247	1,533	3,141
NOPLAT	1,004	1,355	1,706	3,370
EPS(摊薄) (元)	0.88	1.17	1.44	2.95

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	22.5%	29.2%	18.1%	143.3%
EBIT 增长率	-3.3%	35.0%	25.9%	97.6%
归母净利润增长率	-0.2%	32.6%	22.9%	104.9%
获利能力				
毛利率	20.7%	20.8%	21.1%	18.9%
净利率	9.3%	9.6%	10.0%	8.4%
ROE	11.7%	13.6%	14.7%	23.7%
ROIC	10.3%	10.8%	11.0%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	41.4%	47.2%	50.3%	56.7%
债务权益比	45.2%	60.1%	70.7%	75.6%
流动比率	120.6%	98.8%	88.8%	100.9%
速动比率	110.8%	90.0%	80.8%	88.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	1.2
应收账款周转天数	14	14	14	11
应付账款周转天数	44	54	56	42
存货周转天数	30	22	23	18
每股指标(元)				
每股收益	0.88	1.17	1.44	2.95
每股经营现金流	0.84	1.23	1.70	-0.12
每股净资产	7.54	8.60	9.81	12.47
估值比率				
P/E	19	14	11	6
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	-1,326	-1,067	-885	-498

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017年加入华创证券研究所。2015年-2017年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500