

## 卫星石化 (002648)

### 卫星石化乙烷裂解项目盈利预测及敏感性分析

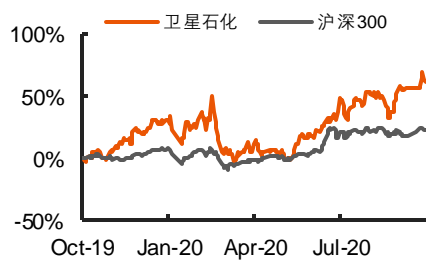
#### 推荐 (维持)

现价: 21.18 元

#### 主要数据

行业	石油石化
公司网址	www.satlpec.com
大股东/持股	浙江卫星控股股份有限公司 /39.88%
实际控制人	杨卫东、YANG YA ZHEN
总股本(百万股)	1,066
流通 A 股(百万股)	1,064
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	225.72
流通 A 股市值(亿元)	225.39
每股净资产(元)	8.96
资产负债率(%)	58.5

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《卫星石化\*002648\*业绩符合预期, 乙烯项目预计三季度中交》 2020-07-30  
 《卫星石化\*002648\*业绩逆势大增, 乙烯项目按计划推进》 2020-04-13

#### 证券分析师

刘永来 投资咨询资格编号  
 S1060520070002  
 LIUYONGLAI647@PINGAN.COM.CN



#### 投资要点

##### 事项:

公司连云港乙烷裂解制乙烯项目工程建设即将结束, 此外首船乙烷原料按前期计划于10月12日上午到达连云港, 并顺利停靠连云港码头。

##### 平安观点:

- **公司连云港乙烯项目采用轻烃裂解路线, 竞争优势明显:** 公司 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目利用进口乙烷裂解制乙烯, 并配套聚乙烯、环氧乙烷/乙二醇等下游装置。项目投产后将使公司产品更加多元化, 提高公司抗风险能力, 将大力提升公司的行业影响力和可持续发展能力。
- **基准情境下盈利中枢为年化 38 亿元 (3 年回测) 和 24 亿元 (1 年回测):** 利用历史回测法预测卫星石化乙烯项目的 3 年期盈利中枢大约为 38 亿元, 1 年期盈利中枢大约为 24 亿元。乙烯项目的投产将显著提升公司的利润 (目前存量业务的利润约为 13 亿左右)。敏感性分析表明, 基准乙烷价格下, 开工负荷每上升 5 个百分点, 3 年期盈利中枢大约增加 3.51 亿元, 1 年期盈利中枢大约增加 2.74 亿元; 基准开工负荷情景下, 乙烷成本每上升 10 个百分点, 3 年期盈利中枢下降 2.22 亿元, 1 年期盈利中枢下降 1.94 亿元。此外乙烷关税从 0% 增加到 30% 时, 3 年期盈利中枢从 39 亿减少到 32 亿, 1 年期盈利中枢从 25 亿减少到 19 亿。
- **投资建议:** 考虑到公司下游行业恢复好于预期、乙烯项目顺利推进并即将中交, 我们调整预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 13.5、27.7 和 33.1 亿元 (原值 12.9、23.3 和 26.2 亿元), 对应的 EPS 分别为 1.27、2.60 和 3.11 元, 对应的 PE 分别为 16.7、8.2 和 6.8, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 市场需求下滑; 2) 油价和原材料价格大幅波动风险; 3) 项目进度不及预期; 4) 资金不到位。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,029	10,779	12,290	22,434	24,371
YoY (%)	22.5	7.5	14.0	82.5	8.6
净利润(百万元)	941	1,273	1,355	2,768	3,312
YoY (%)	-0.2	35.3	6.5	104.2	19.7
毛利率 (%)	20.7	26.1	25.4	25.6	27.0
净利率 (%)	9.4	11.8	11.0	12.3	13.6
ROE (%)	11.6	13.7	12.9	21.1	20.3
EPS(摊薄/元)	0.88	1.19	1.27	2.60	3.11
P/E(倍)	24.0	17.7	16.7	8.2	6.8
P/B(倍)	2.8	2.4	2.2	1.7	1.4

# 正文目录

<b>一、 卫星石化连云港乙烷裂解制乙烯项目简介</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司乙烯项目简介 .....	4
1.2 项目产品市场需求大，工艺成熟，原材料供应有保障 .....	5
<b>二、 乙烷裂解项目（一阶段）盈利预测及敏感性分析</b> .....	<b>6</b>
2.1 假设条件 .....	6
2.2 基准情境下盈利中枢为年化 38 亿元（3 年回测）和 24 亿元（1 年回测） .....	6
2.3 不同开工负荷、乙烷价格和关税下的敏感性分析 .....	8
<b>三、 投资建议</b> .....	<b>10</b>
<b>四、 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

图表 1	320 万吨/年轻烃综合加工利用项目主要装置 .....	4
图表 2	320 万吨轻轻裂解项目主要里程碑和项目进展 .....	4
图表 3	项目目标产品在中国的供需缺口 (万吨) .....	5
图表 4	乙烷裂解制乙烯项目盈利中枢历史回测结果 (亿元) .....	7
图表 5	3 年期回测情景下盈利中枢二维分布矩阵 (亿元) .....	7
图表 6	1 年期回测情景下盈利中枢二维分布矩阵 (亿元) .....	8
图表 7	3 年期盈利 (亿元) vs 开工负荷 (基准乙烷价格) .....	9
图表 8	3 年期盈利 (亿元) vs 乙烷价格变化 (基准开工负荷) .....	9
图表 9	1 年期盈利 (亿元) vs 开工负荷 (基准乙烷价格) .....	9
图表 10	1 年期盈利 (亿元) vs 乙烷价格变化 (基准开工负荷) .....	9
图表 11	乙烷关税变化对于乙烷裂解项目基准盈利中枢的影响 (亿元) .....	10

## 一、卫星石化连云港乙烷裂解制乙烯项目简介

### 1.1 公司乙烯项目简介

卫星石化自创立以来致力于 C3 产业链的建设，在打通丙烷脱氢制丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯-高分子乳液全产业链后，目前继续在 C3 产业链领域做大规模和做精细分产业，同时进军 C2 产业链。

公司位于连云港石化产业园的 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目将利用进口乙烷，采用世界先进生产工艺与技术，建设乙烷裂解制乙烯装置，并配套聚乙烯、环氧乙烷/乙二醇等下游装置。项目所在地连云港石化产业园是国家重点规划建设的七大石化产业基地之一。除乙烷裂解外，还规划了丙烷脱氢项目。

项目的具体内容：总投资含税约 330 亿元，固定资产计划投资含税约 300 亿元，建设项目内容包括年产 250 万吨乙烷裂解制乙烯装置、年产 150 万吨丙烷脱氢制丙烯装置、PE、EO/EG、丙烯腈、聚丙烯等下游配套装置。建设项目分期进行，一期项目计划总投资含税约 195 亿元，固定资产投资含税约 177 亿元，主要为 C2 产业链装置，二期项目计划总投资含税约 135 亿元，固定资产投资含税约 123 亿元，主要为 C3 产业链装置。

图表1 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目主要装置

项目分期	主要装置	产能
一期	乙烯联合装置	125 万吨
一期	环氧乙烷	72 万吨
一期	乙二醇	91 万吨
一期	LLDPE	50 万吨
一期	HDPE	40 万吨
二期	轻烃裂解装置	125 万吨
二期	环氧乙烷	72 × 2 万吨
二期	乙二醇	91 × 2 万吨
二期	LDPE	50 万吨
二期	苯乙烯	60 万吨
二期	丙烯腈	26 万吨

资料来源：公司公告，平安证券研究所

项目一期已于 2018 年上半年进入正式实施阶段，一期（一阶段）项目预计于 2020 年 10 月底中交，该项目的里程碑和进展如下：

图表2 320 万吨年轻裂解项目主要里程碑和项目进展

日期	大事记
2017 年 9 月 3 日	浙江卫星石化股份有限公司与国家东中西区域合作示范区（连云港徐圩新区）管委会签署了《年产 400 万吨烯烃综合利用示范产业园项目合作框架协议》

2017年12月22日	公司第三届董事会第九次会议审议通过了《关于设立控股子公司连云港石化有限公司的议案》。
2018年1月8日	公司2018年第一次临时股东大会审议通过了《关于与东中西示范区（连云港徐圩新区）管委会签订合作协议书的议案》和《关于公司设立控股子公司连云港石化有限公司的议案》，公司投资设立控股子公司连云港石化有限公司
2018年1月17日	完成年产400万吨烯烃综合利用示范产业园项目年产250万吨乙烷裂解制乙烯项目的可行性研究报告，并确定向相关项目审批部门的正式申报项目名称为连云港石化有限公司320万吨/年轻烃综合加工利用项目  将工厂及厂外配套项目的工程设计工作交由中国石化工程建设有限公司承担，双方签订《连云港石化有限公司320万吨/年轻烃综合加工利用项目工程设计合同协议书》标志双方正式开展工程设计工作。
2018年3月	浙江卫星石化股份有限公司全资子公司浙江卫星能源有限公司在美国设有 Satellite Petrochemical USA Corp.（卫星石化（美国）公司）拟与 Sunoco Partners Marketing & Terminals L.P.共同出资在美国设立新公司即 Orbit Gulf Coast NGL Exports, LLC.（以美国相关州公司注册登记部门注册登记的名称为准），进行乙烷出口中国和开拓美国市场业务。
2018年3月15日	浙江卫星石化股份有限公司(STL)与美国能源运输公司(Energy Transfer)、英国航海家气体运输公司(Navigator Gas) 合作协议签约仪式在首都北京举行。卫星石化董事长杨卫东分别与美国能源运输公司总裁麦吉·马克里 Mackie McCrea、英国航海家气体运输公司董事长戴维·巴特 David Butters 签署了《乙烷供应协议》及《乙烷运输谅解备忘录》，标志着三方全方位合作正式开启。协议的签署是中国石化工业发展历史上第一份进口美国乙烷的正式合同，也是美国页岩气革命以来，乙烷出口中国的第一单，具有里程碑的重要意义
2020年7月	公司非公开发行的申请获得证监会审核通过，所融资金将主要用于在建项目的推进。
2018年7月	完成首批乙烷专用运输船的租约签订。项目原料保障得到彻底解决。
2020年8月	卫星石化发布了关于下属子公司签署船舶建造合同的公告，宣布在现代重工和三星重工下单订造总计4艘98000立方米VLEC，总价约为4.41亿美元。这是2020年全球第一份VLEC订单。
2020年10月	首船液化烃已按前期计划于10月12日上午到达连云港，并顺利停靠连云港码头。
截止目前	各项工作进度符合项目计划要求。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 项目产品市场需求大，工艺成熟，原材料供应有保障

项目下游主要生产聚乙烯和乙二醇等产品，聚乙烯是乙烯最大的下游产品，乙二醇是乙烯的下游第二大产品，目前这两类产品均大量依赖进口，国内供需缺口较大，2016-2020年供需变化见下表：

图表3 项目目标产品在中国的供需缺口（万吨）

产品	2016年			2020年（预测）		
	总需求量	进口量	自给率	总需求量	进口量	自给率
乙烯	2352	1247	47%	4400	1500	66%
聚乙烯	2410	964	60%	2900	730	75%

产品	2016年			2020年（预测）		
	总需求量	进口量	自给率	总需求量	进口量	自给率
乙二醇	1283	757	41%	1800	882	51%

备注：乙二醇国内产能充足，但中东气体原料的低成本优势使得进口乙二醇成本优势明显，而连云港项目也是气体原料工艺路线。

资料来源：石油经济技术研究院《中国聚烯烃产业发展趋势透析》，公司公告，平安证券研究所

连云港乙烯项目采用的乙烷裂解技术成熟，乙烷裂解制乙烯技术在全球已经成功运行多年，世界上著名的乙烯专利公司 CB&I-Lummus 公司、S&W 公司、KBR 公司、Linde 公司、TPL/KTI 公司，国内的寰球、SEI 等，都具有成熟可靠的裂解炉技术。2018 年 4 月 18 日，CB&I-Lummus 宣布其获得浙江卫星石化股份有限公司的子公司连云港石化有限公司乙烯技术合同。CB&I 的服务范围包括为两套 125 万吨/年的乙烯装置提供工艺设计包、加热炉设计和专利技术许可服务。设计采用 CB&I 业界领先的、低成本乙烷裂解工艺流程，该工艺通过减少装置的设备台数从而降低投资成本。

连云港烯烃综合利用项目投产后，将对目前公司的 C3 产业链业务形成较好互补。届时 1) 将使公司产品更加多元化，提高公司抗风险能力，将大力提升公司的行业影响力和可持续发展能力；2) 实现公司 C2、C3 产业链两条腿走路，能够巩固公司在 C2、C3 产业链的持续盈利能力及对产品价格波动的稳定能力；3) 可为公司的战略转型和产业链延伸搭建良好的产业发展平台，为公司的产业升级和增强持续盈利能力奠定基础，并对公司未来盈利和发展产生积极的影响。项目建成后也将对国内乙烯供应及提高下游产品的自给率将起到重要作用，对国内乙烯工业具有重要的影响。

## 二、乙烷裂解项目（一阶段）盈利预测及敏感性分析

### 2.1 假设条件

乙烯项目将为公司带来多少业绩增量是市场上普遍关系的核心问题。我们利用 2011 至今的产品和原料的历史数据进行回测，计算出项目在不同条件下的盈利中枢。预测用到的主要假设如下：

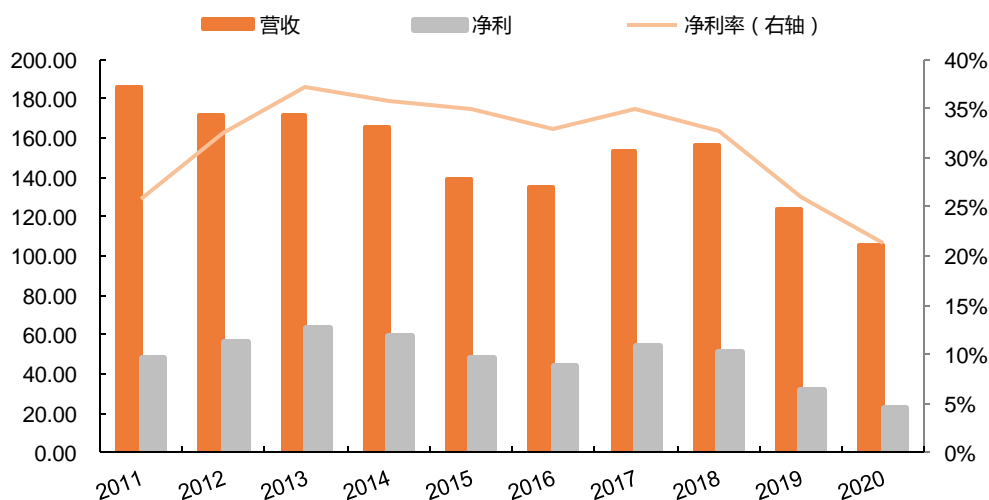
- 1) 一阶段乙烯项目的原材料部分来自二阶段项目副产，为简化起见，这部分原材料价格暂按市场价格或者合理价值进行计算。
- 2) 产品价格和原材料价格使用 Wind 数据库 2011-2020 年 9 月份的市场价格，乙烷价格采用美国 MB 乙烷报价。对于加氢汽油和抽余碳四等缺少历史价格的产品，按照原材料、相关产品的价格进行估算。
- 3) 不考虑历史上原材料和产品的相关税率的调整，乙烷关税假设区间为 0-30%，基准情境下为 2%；乙烷原料和产品的增值税假设为 13%。
- 4) 销售费用、财务费用和管理费用以及所得税率等参数按照公司历史比率进行估算。
- 5) 乙烯项目不考虑研发费用、资产减值、对外投资收益等不适用的利润报表要素。

### 2.2 基准情境下盈利中枢为年化 38 亿元（3 年回测）和 24 亿元（1 年回测）

由于本研究使用历史回测法，即原材料成本和产品价格已经确定。因此影响乙烯项目盈利的诸多变量中，我们认为项目的开工负荷和乙烷采购成本是影响乙烯项目盈利的最关键变量，此外项目的原料来自美国页岩气，考虑到中美关税近些年波动较大，我们认为乙烷的进口关税也对项目的盈利具有较大的影响。

综合考虑行业和公司特点，我们假设开工负荷 90%、乙烷采购成本为 1 倍的美 MB 乙烷价格、乙烷进口关税为 2%是项目的基准假设情景。在基准假设情景下，2011-2020 年（2020 年数据为截止 9 月底数据年化后数据）的营收中枢分别为 186、172、172、166、139、135、154、157、124 和 106 亿元，十年均值为 151 亿元；净利润中枢分别是 48、56、64、59、49、45、54、51、32 和 22 亿元，十年均值为 48 亿元。需要指出的是早些年页岩气革命刚刚兴起，乙烷基本上以天然气热值进行计价，因此价格偏低；其次油价和乙烯价格当时也处于高位，因此我们认为用最近三年的盈利回测结果代表连云港乙烷项目的盈利中枢更为合理。有鉴于此，我们定义最近 36 个月的盈利回测结果的年化均值作为项目的盈利中枢，而没有采用过去十年的回测结果。

图表4 乙烷裂解制乙烯项目盈利中枢历史回测结果（亿元）



资料来源：平安证券研究所

我们计算了开工负荷（60%-100%每隔 5%取点）和乙烷价格（90%-200%每隔 10%取点）组合的 108 种假设情景下 3 年期（最近 36 个月年化）盈利中枢，并把回测结果排列为矩阵，显而易见当开工负荷最低乙烷成本最高的时候，得到最低盈利中枢为 2.3 亿元；当开工负荷最高且乙烷成本最低的时候，得到最高盈利中枢为 47.66 亿元。同时考虑行业和公司特点，我们定义开工负荷位于 85%-95%且乙烷采购价格为 0.9-1.1 倍的 MB 价格是最可能出现的情景，相应的 3 年期回测结果显示盈利中枢大概率位于 32.56 亿元-44.02 亿元区间。

图表5 3 年期回测情景下盈利中枢二维分布矩阵（亿元）

	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
90%	18.58	22.21	25.85	29.48	33.12	36.75	40.39	44.02	47.66
100%	17.10	20.61	24.12	27.63	31.14	34.66	38.17	41.68	45.19
110%	15.62	19.01	22.40	25.78	29.17	32.56	35.95	39.33	42.72
120%	14.14	17.40	20.67	23.93	27.20	30.46	33.73	36.99	40.26
130%	12.66	15.80	18.94	22.08	25.22	28.37	31.51	34.65	37.79
140%	11.18	14.20	17.22	20.23	23.25	26.27	29.29	32.31	35.32



150%	9.70	12.59	15.49	18.38	21.28	24.17	27.07	29.96	32.86
160%	8.22	10.99	13.76	16.53	19.30	22.08	24.85	27.62	30.39
170%	6.74	9.39	12.04	14.68	17.33	19.98	22.63	25.28	27.92
180%	5.26	7.78	10.31	12.83	15.36	17.88	20.41	22.93	25.46
190%	3.78	6.18	8.58	10.98	13.39	15.79	18.19	20.59	22.99
200%	2.30	4.58	6.86	9.13	11.41	13.69	15.97	18.25	20.52

备注：横轴百分比为开工负荷；纵轴百分比为乙烷价格相对于实际 MB 价格的比值

资料来源：平安证券研究所

考虑到短期内受疫情影响，2020年石化产品的价格远低于历史均值，为了评估项目投产后的短期低油价下的盈利能力，我们也计算了开工负荷（60%-100%每隔5%取点）和乙烷价格（90%-200%每隔10%取点）组合的108种假设情景下1年期（最近12个月年化）盈利中枢，并把回测结果排列为矩阵，由于最近一年的产品价格显著低于历史平均水平，所以当开工负荷最低乙烷成本最高的时候，得到最低盈利中枢为-5.09亿元；当开工负荷最高且乙烷成本最低的时候，得到最高盈利中枢为31.92亿元。同时考虑行业和公司特点，我们定义开工负荷位于85%-95%且乙烷采购价格为0.9-1.1倍的MB价格是最可能出现的情景，因此1年期回测结果显示盈利中枢大概率位于19.71亿元-29.07亿元区间。

图表6 1年期回测情景下盈利中枢二维分布矩阵（亿元）

	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
90%	9.14	11.99	14.83	17.68	20.53	23.38	26.23	29.07	31.92
100%	7.85	10.59	13.33	16.07	18.81	21.55	24.29	27.03	29.77
110%	6.55	9.18	11.82	14.45	17.08	19.71	22.34	24.98	27.61
120%	5.26	7.78	10.31	12.83	15.36	17.88	20.40	22.93	25.45
130%	3.96	6.38	8.80	11.21	13.63	16.05	18.46	20.88	23.30
140%	2.67	4.98	7.29	9.60	11.91	14.21	16.52	18.83	21.14
150%	1.38	3.58	5.78	7.98	10.18	12.38	14.58	16.78	18.98
160%	0.08	2.18	4.27	6.36	8.46	10.55	12.64	14.73	16.83
170%	(1.21)	0.77	2.76	4.74	6.73	8.72	10.70	12.69	14.67
180%	(2.51)	(0.63)	1.25	3.13	5.00	6.88	8.76	10.64	12.52
190%	(3.80)	(2.03)	(0.26)	1.51	3.28	5.05	6.82	8.59	10.36
200%	(5.09)	(3.43)	(1.77)	(0.11)	1.55	3.22	4.88	6.54	8.20

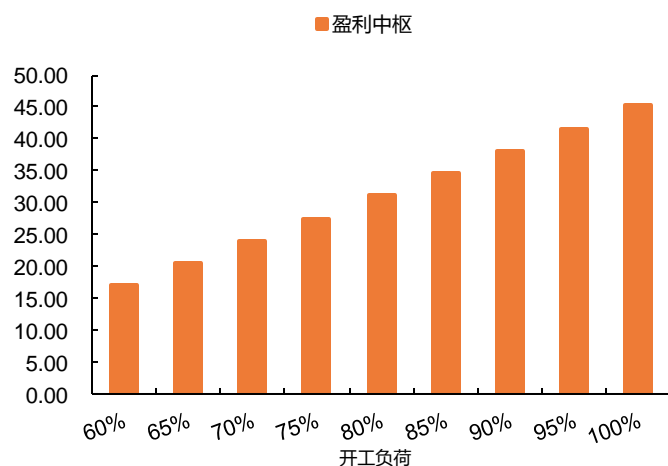
资料来源：平安证券研究所

## 2.3 不同开工负荷、乙烷价格和关税下的敏感性分析



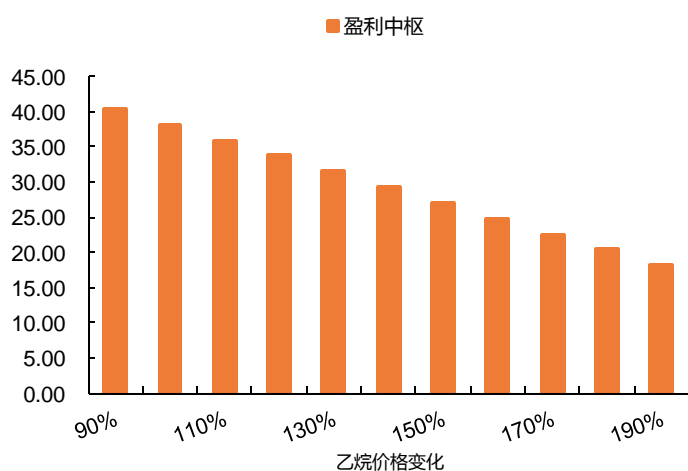
基准乙烷价格下 ( 1.0 倍的 MB 价格 ), 3 年期盈利中枢均值随着开工负荷的增长而增长, 开工负荷每上升 5 个百分点, 3 年期盈利中枢大约增加 3.51 亿元; 在开工负荷为基准情景下, 盈利中枢随着乙烷成本的增加而下降, 其中成本每上升 10 个百分点, 3 年期盈利中枢下降 2.22 亿元。

图表7 3年期盈利(亿元) vs 开工负荷(基准乙烷价格)



资料来源: 平安证券研究所

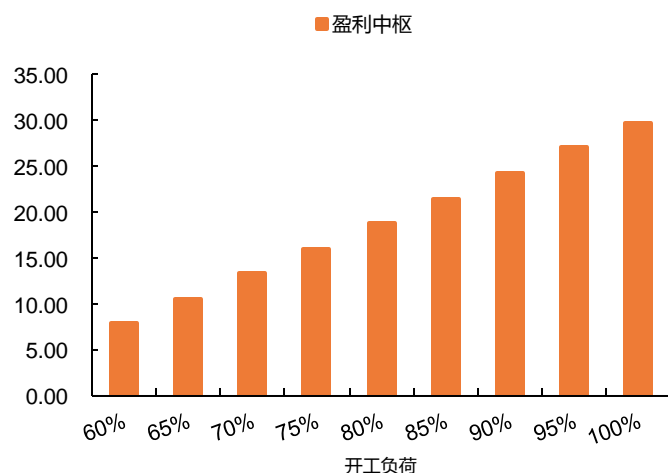
图表8 3年期盈利(亿元) vs 乙烷价格变化(基准开工负荷)



资料来源: 平安证券研究所

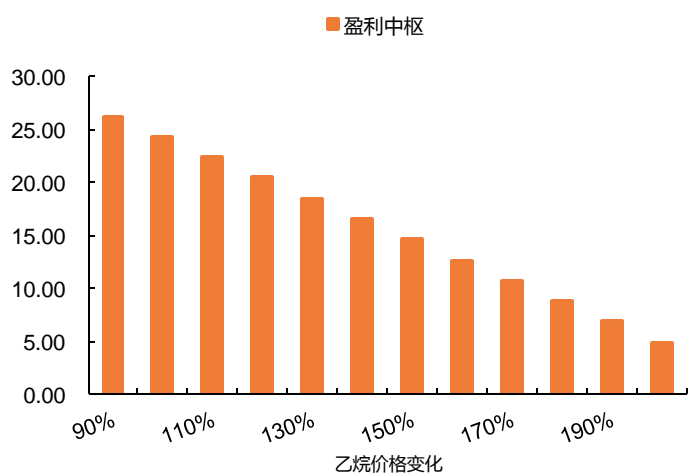
基准乙烷价格下 ( 1.0 倍的 MB 价格 ), 1 年期盈利中枢均值随着开工负荷的增长而增长, 开工负荷每上升 5 个百分点, 1 年期盈利中枢大约增加 2.74 亿元; 在开工负荷为基准情景下, 盈利中枢随着乙烷成本的增加而下降, 其中成本每上升 10 个百分点, 1 年期盈利中枢下降 1.94 亿元。

图表9 1年期盈利(亿元) vs 开工负荷(基准乙烷价格)



资料来源: 平安证券研究所

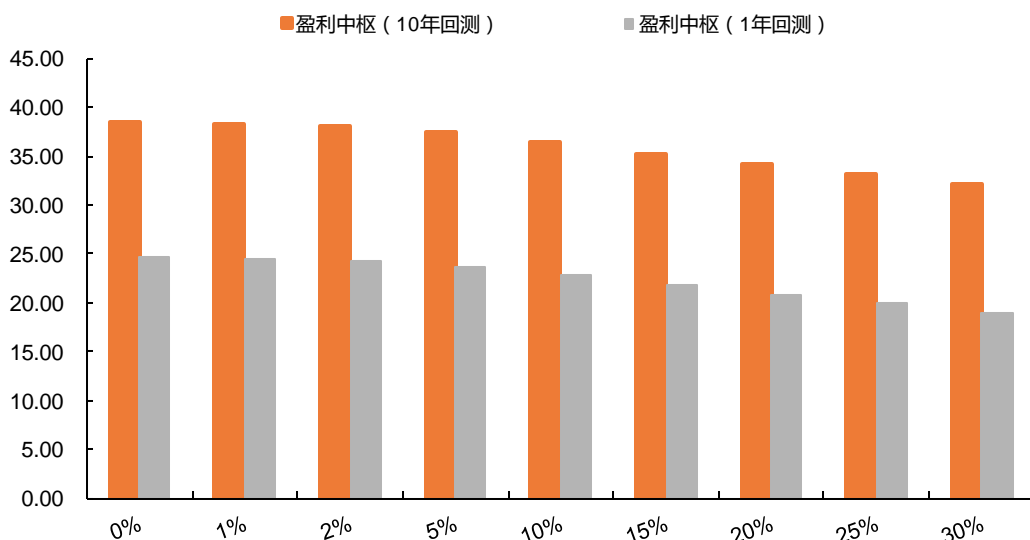
图表10 1年期盈利(亿元) vs 乙烷价格变化(基准开工负荷)



资料来源: 平安证券研究所

关税对于盈利中枢也有较大的影响, 考虑到来自美国的液化天然气关税曾加征到 25%, 我们把乙烷关税区间取值为 0%-30%。显而易见, 盈利中枢随着关税的增加而减少: 当关税从 0% 增加到 30% 时, 3 年期盈利中枢从 39 亿减少到 32 亿, 1 年期盈利中枢从 25 亿减少到 19 亿。

图表11 乙烷关税变化对于乙烷裂解项目基准盈利中枢的影响（亿元）



资料来源：平安证券研究所

综上，利用历史回测法预测卫星石化乙烯项目的3年期盈利中枢大约为38亿元，1年期盈利中枢大约为24亿元。乙烯项目的投产将显著提升公司的利润（目前存量业务的利润约为13亿左右）。

### 三、投资建议

公司是国内最大的丙烯酸及酯生产企业，在完成C3产业链的布局之后，公司目前在积极开拓C2产业链的业务，代表性的项目是连云港乙烷裂解项目。乙烷裂解项目一阶段进展顺利，即将中交。当前时间节点下我们用历史回测的方法计算了项目一阶段项目短期和长期的盈利能力，结果显示卫星石化乙烯项目的3年期盈利中枢大约为38亿元，1年期盈利中枢大约为24亿元。乙烯项目的投产将显著提升公司的利润。

考虑到公司下游行业恢复好于预期、乙烯项目顺利推进并即将中交，我们调整预测2020-2022年公司归母净利润分别为13.5、27.7和33.1亿元（原值12.9、23.3和26.2亿元），对应的EPS分别为1.27、2.60和3.11元，对应的PE分别为16.7、8.2和6.8，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

#### 1) 市场需求风险

公司的主要产品丙烯酸、丙烯酸酯、高分子乳液和聚丙烯的市场需求受到下游涂料、胶黏剂、塑料加工等行业增速的直接拉动，根本上是受到宏观经济各个子部门的增速影响。因此宏观经济的波动，尤其是建筑、房屋装修、汽车等涂料和胶黏剂使用大户的增速对公司业务影响很大。如果这些行业的增速不及预期，将会影响公司产品的价格和销售增速，造成利润率的下滑。

#### 2) 油价和原材料价格大幅波动风险

公司目前完全覆盖了 C3 产业链并在建设 C2 产业链项目，进口丙烷和乙烷作为公司的原料，其价格的波动对公司成本端影响巨大，丙烷和乙烷原料的价格受到中东油气增产/减产幅度、美国页岩气开采量和油价的影响。油价和原材料价格的大幅度波动会影响企业的成本和成本管理难度。

### 3) 项目进度不及预期风险

目前公司在建项目的进度会受到资金到位情况、工业园区配套设施、主要设备生产和安装进度、主要技术和生产人员招聘进度、试运行是否顺利等因素的影响，倘若建设进度不及预期，将会影响公司的盈利。

### 4) 资金风险

石化项目资金需求量非常大。需要通过自有资金、项目公司固定资产银行贷款、其他融资方式解决。但自有资金受公司经营状况影响，项目公司固定资产银行贷款无法办理或贷款规模较大而增加公司负债，而其他融资方式可能受宏观经济、资本市场和相关政策影响存在不确定性。因此，资金问题也是影响项目顺利推进的因素之一。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5458	5446	6530	5427
现金	3276	787	0	0
应收票据及应收账款	326	2862	2956	3364
其他应收款	12	11	31	15
预付账款	161	231	484	293
存货	903	775	2278	975
其他流动资产	781	781	781	781
<b>非流动资产</b>	12468	13856	20454	21441
长期投资	1413	2311	3210	4107
固定资产	4072	5354	10288	10852
无形资产	840	930	1038	1153
其他非流动资产	6142	5260	5918	5329
<b>资产总计</b>	17926	19303	26984	26869
<b>流动负债</b>	7874	8193	13260	10118
短期借款	5265	5265	6559	6588
应付票据及应付账款	2052	2070	5431	2562
其他流动负债	557	858	1271	968
<b>非流动负债</b>	794	700	690	552
长期借款	549	455	446	307
其他非流动负债	245	245	245	245
<b>负债合计</b>	8668	8893	13951	10670
少数股东权益	15	4	-14	-34
股本	1066	1066	1066	1066
资本公积	4167	4167	4167	4167
留存收益	3974	5099	7495	10339
<b>归属母公司股东权益</b>	9243	10406	13047	16233
<b>负债和股东权益</b>	17926	19303	26984	26869

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1352	95	6115	2957
净利润	1267	1344	2750	3292
折旧摊销	668	649	1041	1291
财务费用	145	359	428	434
投资损失	34	11	13	6
营运资金变动	-846	-2271	1876	-2069
其他经营现金流	83	3	7	3
<b>投资活动现金流</b>	-3529	-2052	-7658	-2287
资本支出	2556	490	5699	90
长期投资	-1045	-898	-897	-897
其他投资现金流	-2018	-2460	-2856	-3093
<b>筹资活动现金流</b>	1562	-533	-538	-699
短期借款	1677	0	0	0
长期借款	549	-95	-9	-138
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	-438	-528	-561
<b>现金净增加额</b>	-565	-2489	-2081	-29

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	10779	12290	22434	24371
营业成本	7965	9171	16685	17780
营业税金及附加	57	47	94	105
营业费用	269	354	596	641
管理费用	306	495	670	761
研发费用	482	386	881	970
财务费用	145	359	428	434
资产减值损失	-79	0	0	0
其他收益	18	0	0	0
公允价值变动收益	-9	-3	-7	-3
投资净收益	-34	-11	-13	-6
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1447	1464	3060	3672
营业外收入	10	5	5	5
营业外支出	5	10	10	8
<b>利润总额</b>	1452	1459	3054	3669
所得税	184	114	304	377
<b>净利润</b>	1267	1344	2750	3292
少数股东损益	-5	-11	-18	-20
<b>归属母公司净利润</b>	1273	1355	2768	3312
EBITDA	2377	2383	4456	5370
EPS(元)	1.19	1.27	2.60	3.11

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	7.5	14.0	82.5	8.6
营业利润(%)	37.7	1.2	109.0	20.0
归属于母公司净利润(%)	35.3	6.5	104.2	19.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	26.1	25.4	25.6	27.0
净利率(%)	11.8	11.0	12.3	13.6
ROE(%)	13.7	12.9	21.1	20.3
ROIC(%)	9.7	9.7	15.0	15.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	48.4	46.1	51.7	39.7
净负债比率(%)	30.1	50.8	56.7	44.9
流动比率	0.7	0.7	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.5	0.2	0.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	1.0	0.9
应收账款周转率	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.27	2.60	3.11
每股经营现金流(最新摊薄)	3.92	0.09	5.74	2.77
每股净资产(最新摊薄)	8.67	9.76	12.24	15.23
<b>估值比率</b>				
P/E	17.7	16.7	8.2	6.8
P/B	2.4	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.6	11.7	6.7	5.5

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033