

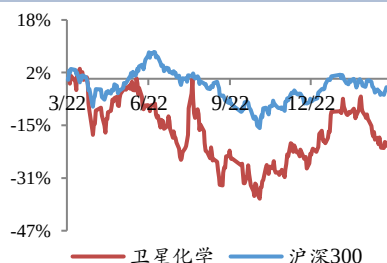
拟建二期 EAA 装置，致力解决卡脖子关键材料

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-26

收盘价（元）	15.87
近 12 个月最高/最低（元）	20.45/12.40
总股本（百万股）	3,369
流通股本（百万股）	3,363
流通股比例（%）	99.83
总市值（亿元）	535
流通市值（亿元）	534

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 三季度业绩承压，原料价格下降盈利修复在即 2022-10-25
2. 卫星化学深度之二：美国乙烷价格还会上涨吗？ 2022-10-14
3. 二期如期投产，静待底部反转 2022-08-3

主要观点：

● 事件描述

3月23日晚，公司发布对外投资公告，公司全资子公司嘉兴山特莱投资有限公司（以下简称“山特莱公司”）于3月22日与爱思开综合化学投资（中国）有限公司（SK Geo Centric China Limited，简称SKGC）在江苏省连云港市徐圩新区签署《合作谅解备忘录（EAA二期）》。SKGC公司和山特莱公司同意结合各自在技术、知识产权、业务能力等方面的强项和优势，由双方对中韩科锐公司进行增资，以进一步合作建设、运营生产规模为5万吨/年的EAA装置。二期投资主体为中韩科锐公司，投资总额21.7亿元，SKGC持有60%股权，山特莱（卫星全资子公司）持有40%股权，股权比例与一期一致。

● EAA 性能优异亟待国产替代，潜在市场空间广阔

EAA 是一种包装新材料，具有极佳的热封性、抗撕裂性，能够隔绝空气和水汽，对金属、玻璃等有卓越的粘合能力，在电动汽车电池电极和隔膜、食品药品包装、光伏等领域应用广泛，也可应用于电线电缆、钢铁涂料。

根据《乙烯-丙烯酸类共聚物开发技术和市场调研》，目前该材料全部依赖进口，年进口量约为2-3万吨，其中高端复合软包装材料对涂覆级EAA产品市场需求量约1.5万吨/年，国内高压电缆内外屏蔽料需求的基础树脂约为5000吨/年。从格局来看，目前全球EAA生产企业包括杜邦、法国阿克玛、日本陶氏、埃克森、道化学、德国路可比、西班牙雷普索尔等公司，其生产过程与EVA类似，需要经过高温高压聚合反应，分为管式法和釜式法，生产壁垒较高。

EAA 潜在的应用领域丰富。在复合薄膜的粘结中间层领域，EAA 有较好的市场前景。据文献报道，EAA 较 EVA 有更高的粘结性能和更高的热稳定性，并属于非腐蚀性产品，能够适应的加工条件范围更宽，有代替 EVA 的可能。根据百川盈孚，2022 年 EVA 市场需求在 270 万吨左右，同比增长 32.58%，其中粘合剂需求约占 10% 以上，国内需求空间预计可达 20 万吨以上。

在新能源领域，EAA 也有一些新型应用。其可用于电动汽车电池电极和隔膜，能够提高电池稳定性。《锂离子电池铝塑复合膜软包装材料综述》中也提到 EAA 经过反复的研究和验证能够作为锂电池铝塑复合膜软包装材料的内层多功能层。另外，EAA 也用于光伏时可以提高密封性和耐久性。

EAA 市场售价较高，产品附加值较高。但高昂的价格也限制了其应用的拓展，只能用在高端用途。若国内能够形成产能突破，将打开更广阔的市场空间。

● 积极寻求先进技术合作，原料+研发布局助力新材料领域

与 SKGC 合作，继一期国内首套装置后继续加码该领域。SKGC 母公司 SK 集团是韩国第三大跨国企业，也是韩国最大的能源化工企业。其在 ICT 领域、半导体及材料领域和生物领域引领了产业发展，尤其是在新材料领域有较多的领先技术布局。2022 年 8 月公司宣布与 SKGC 投建 4 万吨 EAA 装置，是国内首套装置，此次二期 5 万吨是上一次合作的延续，公司继续加码这一国产替代关键领域。

EAA 融合公司 C2 和 C3 原料综合布局优势，公司成本优势显著。

EAA 是乙烯和精丙烯酸通过高温高压自由基聚合而成，布局该产品能够融合公司 C2 和 C3 原料综合布局优势，公司成本优势显著。协议明确，卫星子公司山特莱将为合资公司提供乙烯和精丙烯酸原料。EAA 是乙烯与精丙烯酸的共聚产物，能够有效结合公司现有 C2 和 C3 产业链，原料全部自给。此次卫星化学和 SKGC 的合作是公司外延寻求先进材料的关键举措，体现了公司积极向新材料领域布局的决心。

● 投资建议

我们持续推荐关注低能耗低碳排、成本领先、研发驱动、稀缺性很强的轻烃化工龙头卫星化学。由于 2022 年四季度烯烃及下游需求不及预期，下调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 33.15、61.79、77.13 亿元（前值为 48.76、70.96、90.36 亿元），同比增速为-44.8%、+86.4%、+24.8%。对应 PE 分别为 16.1、8.7、6.9 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 宏观经济下行

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	28557	42662	49971	57985
收入同比 (%)	165.1%	49.4%	17.1%	16.0%
归属母公司净利润	6007	3315	6179	7713
净利润同比 (%)	261.6%	-44.8%	86.4%	24.8%
毛利率 (%)	31.7%	17.3%	22.2%	23.9%
ROE (%)	31.0%	14.0%	21.6%	21.9%
每股收益 (元)	3.50	0.98	1.83	2.29
P/E	11.44	16.13	8.65	6.93
P/B	3.56	2.26	1.87	1.52
EV/EBITDA	9.02	8.41	5.18	4.34

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					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	16615	34548	46450	52225					
现金	9641	22917	32267	36698					
应收账款	608	1271	1481	1560					
其他应收款	47	78	103	107					
预付账款	181	545	539	567					
存货	3294	5210	6188	6996					
其他流动资产	2844	4527	5872	6297					
非流动资产	32078	37082	42159	50397					
长期投资	2082	2063	2044	2025					
固定资产	12741	18419	21720	25940					
无形资产	998	1139	1280	1422					
其他非流动资产	16257	15461	17115	21011					
资产总计	48692	71630	88608	102622					
流动负债	8839	17711	21360	20590					
短期借款	1423	0	0	0					
应付账款	3931	10646	12966	12305					
其他流动负债	3485	7065	8394	8285					
非流动负债	20472	30267	38599	46851					
长期借款	13474	19937	24937	28937					
其他非流动负债	6998	10330	13663	17914					
负债合计	29311	47978	59959	67441					
少数股东权益	19	13	7	3					
股本	1720	3369	3369	3369					
资本公积	6598	6598	6598	6598					
留存收益	11044	13672	18674	25211					
归属母公司股东权益	19363	23639	28642	35178					
负债和股东权益	48692	71630	88608	102622					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	3668	12200	11590	11317					
净利润	6007	3315	6179	7713					
折旧摊销	1709	2556	3331	4451					
财务费用	539	1090	1439	1764					
投资损失	-191	-3	-58	-153					
营运资金变动	-4488	5253	711	-2445					
其他经营现金流	10587	-1949	5456	10144					
投资活动现金流	-4004	-7550	-8341	-12502					
资本支出	-4060	-7013	-7859	-12078					
长期投资	-49	52	52	86					
其他投资现金流	106	-590	-535	-510					
筹资活动现金流	3123	8627	6101	5617					
短期借款	-1008	-1423	0	0					
长期借款	4803	6462	5000	4000					
普通股增加	495	1649	0	0					
资本公积增加	-387	0	0	0					
其他筹资现金流	-780	1938	1101	1617					
现金净增加额	2789	13276	9349	4431					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	28557	42662	49971	57985					
营业成本	19500	35291	38903	44127					
营业税金及附加	95	142	177	191					
销售费用	60	90	156	138					
管理费用	510	761	492	967					
财务费用	502	1090	1439	1764					
资产减值损失	-33	0	0	0					
公允价值变动收益	-31	0	0	0					
投资净收益	191	3	58	153					
营业利润	6977	3811	7129	8912					
营业外收入	28	23	27	26					
营业外支出	11	18	22	17					
利润总额	6993	3816	7134	8921					
所得税	980	506	960	1212					
净利润	6013	3310	6174	7709					
少数股东损益	6	-6	-6	-4					
归属母公司净利润	6007	3315	6179	7713					
EBITDA	9060	7305	11666	14799					
EPS (元)	3.50	0.98	1.83	2.29					

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	165.1%	49.4%	17.1%	16.0%
营业利润	264.7%	-45.4%	87.1%	25.0%
归属于母公司净利润	261.6%	-44.8%	86.4%	24.8%
获利能力				
毛利率 (%)	31.7%	17.3%	22.2%	23.9%
净利率 (%)	21.0%	7.8%	12.4%	13.3%
ROE (%)	31.0%	14.0%	21.6%	21.9%
ROIC (%)	15.1%	7.6%	10.6%	10.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	60.2%	67.0%	67.7%	65.7%
净负债比率 (%)	151.2%	202.8%	209.3%	191.7%
流动比率	1.88	1.95	2.17	2.54
速动比率	1.49	1.63	1.86	2.17
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.60	0.56	0.57
应收账款周转率	46.95	33.57	33.73	37.16
应付账款周转率	4.96	3.31	3.00	3.59
每股指标 (元)				
每股收益	3.50	0.98	1.83	2.29
每股经营现金流薄)	2.13	3.62	3.44	3.36
每股净资产	11.26	7.02	8.50	10.44
估值比率				
P/E	11.44	16.13	8.65	6.93
P/B	3.56	2.26	1.87	1.52
EV/EBITDA	9.02	8.41	5.18	4.34

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 15%；
- 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。