拟建400万吨烯烃项目，成长空间打开

卫星石化(002648)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	17.5
合理价格区间(元):	18.5-21.8

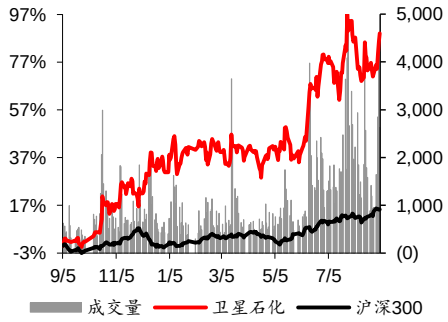
刘曦 研究员 执业证书编号：S0570515030003
025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 联系人 010-56793949
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

1《卫星石化(002648,增持): 盈利大幅回升，产业链布局逐步完善》2017.08
2《卫星石化(002648,增持): Q1 业绩良好，维持“增持”评级》2017.04
3《卫星石化(002648,增持): 丙烯酸及酯景气回升，业绩大幅改善》2017.03

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	1,064
流通A股(百万股)	800.00
52周内股价区间(元)	9.30-18.25
总市值(百万元)	18,615
总资产(百万元)	8,255
每股净资产(元)	3.54

资料来源：公司公告

拟在连云港建设乙烷脱氢等项目

卫星石化发布公告，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《400万吨烯烃综合利用示范产业园项目合作框架协议书》，主要内容包括：1、双方合作的项目总投资额逾300亿元；2、利用进口乙烷，规划建设乙烷裂解制乙烯装置，并配套聚乙烯、环氧乙烷/乙二醇为主的下游装置；3、利用进口丙烷，规划建设丙烷脱氢制丙烯装置，并配套聚丙烯、环氧丙烷、丙烯腈、丙烯酸及酯等下游装置；4、本次项目初步计划于2018Q2后开工，拟分两期建设。公司拟通过自有资金、银行贷款等多种融资方式投建一期项目

该项目区位优势显著

连云港市地处我国沿海中部，是新亚欧大陆桥东方桥头堡，被江苏省委、省政府确定为“一带一路”交汇点建设的核心区和先导区。公司项目将位于徐圩新区石化产业园，该园区为国家重点建设的七大石化产业基地之一，区位优势显著，且项目副产氢气亦可供应给园区内炼化企业，协同效应显著。同时，连云港具有得天独厚的港口资源，具有5万吨与10万吨级的专业液体化工码头，可以为公司提供较快捷、安全的原料与产品吞吐条件，

乙烷脱氢打开公司长期成长空间

美国页岩气革命后，其乙烷资源得到充分开发，伴随近年来基础设施的完善，出口条件日益成熟，乙烷有望成为我国第三大乙烯原料。2017年美国本土包括埃克森美孚、雪佛龙、陶氏化学等乙烷脱氢示范项目将投产，将为公司项目提供可靠先期案例。本项目的实施将使公司形成C2产业链，在下游产品上更趋多元化，且协同效应显著，打开公司长期成长空间。

丙烯酸及酯价格持续上涨，公司盈利能力提升

8月以来，伴随油价水平整体回升及进口丙烷价格上行，叠加国内装置进入检修期，丙烯价格较前期底部回升约15%，9月5日华东地区报价7750元/吨。进一步地，受原料丙烯涨价，环保及检修等因素导致8月以来江苏裕廊、中海油惠州、山东开泰及上海华谊等装置陆续降负荷，且8月底飓风致美国本土约60%丙烯酸产能停产，刺激国内出口需求，行业整体库存低位，丙烯酸供需趋紧，9月5日华东地区报价9800元/吨，较7月底部上涨近30%，盈利能力进一步回升。

维持“增持”评级

卫星石化传统业务丙烯酸及酯竞争优势突出，公司近年来持续拓展产业链，SAP等高附加值产品进口替代前景广阔；PDH业务与盈利情况良好，本次烯烃综合利用项目规划将打开公司成长空间。我们预计公司2017-2019年EPS为0.92/1/09/1.27元，根据可比公司估值水平（2018年约17倍）及公司未来发展路径的明确性，给予2018年17-20倍PE，对应目标价18.5-21.8元（原值14.5-16.0元），维持“增持”评级。

风险提示：新业务发展不及预期风险，下游需求下滑风险。

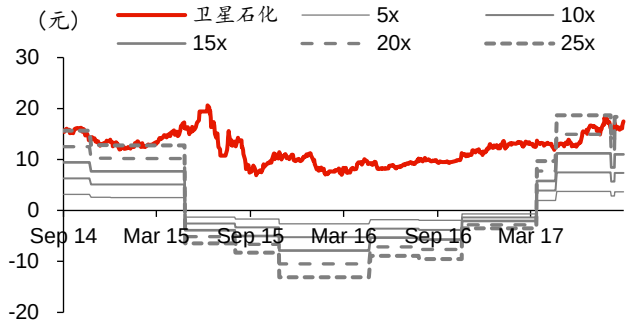
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,187	5,355	7,416	8,578	9,070
+/-%	(2.75)	27.88	38.50	15.66	5.74
净利润(百万元)	(436.52)	311.56	979.96	1,160	1,355
+/-%	(1,441)	171.38	214.53	18.35	16.84
EPS (元，最新摊薄)	(0.41)	0.29	0.92	1.09	1.27
PE (倍)	(42.64)	59.75	19.00	16.05	13.74

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

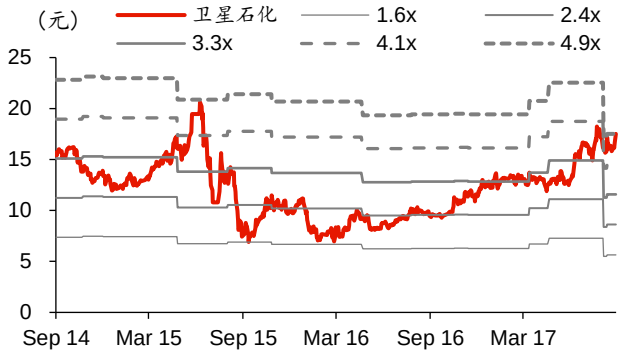
PE/PB– Bands

图表1： 卫星石化历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 卫星石化历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,361	2,767	5,758	6,260	6,694
现金	613.12	739.12	3,179	3,303	3,604
应收账款	200.58	313.84	370.80	428.88	453.50
其他应收账款	7.50	29.31	22.25	25.73	27.21
预付账款	48.58	76.86	69.21	80.48	83.21
存货	485.33	458.27	798.63	928.66	960.11
其他流动资产	1,006	1,150	1,318	1,493	1,566
非流动资产	4,822	4,687	5,060	5,607	6,413
长期投资	0.00	96.19	96.19	96.19	96.19
固定投资	3,780	3,476	3,878	4,389	5,102
无形资产	291.00	377.94	377.94	377.94	377.94
其他非流动资产	750.84	735.98	707.78	743.68	836.62
资产总计	7,183	7,454	10,818	11,867	13,107
流动负债	3,396	3,903	3,383	3,260	3,134
短期借款	1,327	1,725	1,100	700.00	500.00
应付账款	804.13	702.33	1,065	1,238	1,280
其他流动负债	1,265	1,475	1,218	1,322	1,353
非流动负债	600.97	163.92	161.51	161.41	162.28
长期借款	569.00	113.21	113.21	113.21	113.21
其他非流动负债	31.97	50.71	48.30	48.20	49.07
负债合计	3,997	4,067	3,544	3,422	3,296
少数股东权益	8.32	10.36	10.36	10.36	10.36
股本	800.00	803.52	1,064	1,064	1,064
资本公积	1,531	1,433	4,141	4,141	4,141
留存公积	793.27	1,101	2,044	3,204	4,559
归属母公司股	3,178	3,377	7,264	8,435	9,801
负债和股东权益	7,183	7,454	10,818	11,867	13,107

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,253	742.13	986.95	1,450	1,744
净利润	(436.74)	307.02	979.96	1,160	1,355
折旧摊销	525.50	593.69	333.88	402.52	493.96
财务费用	209.92	159.70	77.25	(16.96)	(48.15)
投资损失	(6.79)	2.89	(6.00)	(7.00)	(8.00)
营运资金变动	944.94	(333.85)	(327.07)	(100.25)	(59.47)
其他经营现金	16.17	12.67	(71.07)	11.90	10.87
投资活动现金	(292.93)	(394.75)	(644.00)	(943.00)	(1,292)
资本支出	200.33	301.94	650.00	950.00	1,300
长期投资	94.57	97.16	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.97	4.35	6.00	7.00	8.00
筹资活动现金	(741.82)	(218.89)	2,097	(383.05)	(151.85)
短期借款	(11.20)	398.22	(624.92)	(400.00)	(200.00)
长期借款	(596.70)	(455.79)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(5.09)	3.52	260.19	0.00	0.00
资本公积增加	43.68	(97.59)	2,708	0.00	0.00
其他筹资现金	(172.51)	(67.25)	(245.97)	16.96	48.15
现金净增加额	197.88	109.07	2,440	123.98	300.51

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,187	5,355	7,416	8,578	9,070
营业成本	3,831	4,162	5,324	6,191	6,401
营业税金及附加	6.79	12.33	14.83	17.16	18.14
营业费用	167.21	202.61	289.22	334.53	353.73
管理费用	379.44	438.74	600.70	694.79	734.67
财务费用	209.92	159.70	77.25	(16.96)	(48.15)
资产减值损失	31.91	82.41	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	(5.00)	13.60	15.00	12.00	10.00
投资净收益	6.79	(2.89)	6.00	7.00	8.00
营业利润	(436.71)	307.76	1,111	1,356	1,609
营业外收入	23.01	6.23	14.89	13.36	12.68
营业外支出	6.18	8.87	8.30	8.13	8.31
利润总额	(419.88)	305.13	1,117	1,361	1,613
所得税	16.86	(1.89)	137.44	201.47	258.12
净利润	(436.74)	307.02	979.96	1,160	1,355
少数股东损益	(0.22)	(4.54)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(436.52)	311.56	979.96	1,160	1,355
EBITDA	298.71	1,061	1,522	1,742	2,055
EPS (元)	(0.55)	0.39	0.92	1.09	1.27

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(2.75)	27.88	38.50	15.66	5.74
营业利润	(1,087)	170.47	260.93	22.08	18.65
归属母公司净利润	(1,441)	171.38	214.53	18.35	16.84
获利能力(%)					
毛利率	8.52	22.28	28.21	27.82	29.43
净利率	(10.42)	5.82	13.21	13.52	14.94
ROE	(13.73)	9.23	13.49	13.75	13.83
ROIC	(5.31)	9.20	17.67	17.43	17.69
偿债能力					
资产负债率(%)	55.64	54.56	32.76	28.83	25.15
净负债比率(%)	61.52	59.91	48.34	38.38	33.78
流动比率	0.70	0.71	1.70	1.92	2.14
速动比率	0.55	0.59	1.47	1.64	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.73	0.81	0.76	0.73
应收账款周转率	20.04	19.46	21.00	21.45	20.56
应付账款周转率	5.27	5.53	6.03	5.38	5.08
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.41)	0.29	0.92	1.09	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	0.70	0.93	1.36	1.64
每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.17	6.83	7.93	9.21
估值比率					
PE (倍)	(42.64)	59.75	19.00	16.05	13.74
PB (倍)	5.86	5.51	2.56	2.21	1.90
EV_EBITDA (倍)	67.35	18.96	13.22	11.55	9.79

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com