

2019 年增长可期，乙烷裂解项目有序推进

——卫星石化(002648.SZ) 2018 年报和 2019Q1 预增点评

公司简报

买入(维持)

当前价/目标价：13.80/15.00 元

分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

giuxf@ebsec.com

傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)

021-52523823

fukm@ebsec.com

市场数据

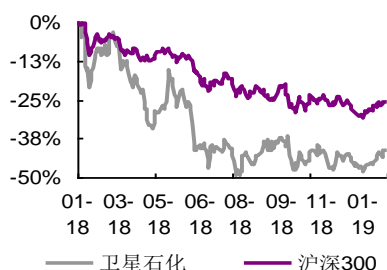
总股本(亿股)：10.66

总市值(亿元)：147.05

一年最低/最高(元)：8.98/17.88

近3月换手率：40.02%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.63	17.68	-11.16
绝对	18.26	33.35	-20.14

资料来源：Wind

相关研报

PDH 二期顺利投产，保障 2019 年业绩增长——卫星石化(002648.SZ) 项目投产公告点评

..... 2019-02-12

三季度业绩略超市场预期，2019 年 C3 方面增长有保障——卫星石化(002648.SZ) 三季报点评

..... 2018-10-22

C3 低成本龙头稳健成长，C2 历史性机遇的先驱者——卫星石化(002648.SZ) 投资价值分析报告

..... 2018-08-13

事件：

3月12日，公司发布2018年报，实现归母净利润9.4亿，同比-0.2%；即四季度净利润3.2亿。同时公司发布2019Q1业绩预增公告，预计盈利2.3-3.3亿，同比+103%-192%。

点评：

◆2018 年 PDH 盈利提高，丙烯酸盈利收窄。

2018 年 Q1-Q4 分别盈利 1.1 亿、2.1 亿、3.0 亿和 3.2 亿，其中 2018Q1 嘉兴生产基地受园区蒸汽供应商事故影响，造成装置停产，业绩受损。

根据我们跟踪的行业数据，2018 年 PDH 价差同比+435 元/吨，景气度显著提高；子公司卫星能源 2018 年实现净利润 3.8 亿元，同比+0.9 亿。丙烯酸价差同比-657 元/吨，丁酯和酸价差同比-263 元/吨，景气度下行；其中子公司平湖石化 2018 年实现净利润 2.6 亿元，同比-0.9 亿。除丙烯酸及酯业务外，公司其他板块毛利均同比增长，其中高分子乳液、SAP、颜料中间体毛利分别同比+0.1 亿、+0.7 亿、+0.7 亿，并新增双氧水业务毛利 0.2 亿。

◆PDH 二期顺利投产，保障 2019 年业绩增长。

公司在 C3 上稳步扩张，22 万吨双氧水项目于 2018 年 8 月投产，45 万吨 PDH 二期项目已于 2019 年 2 月投产，PDH 二期的顺利投产将保障公司 2019 年业绩增长。公司丙烯产能已增加到 90 万吨，盈利和现金流入稳定，是公司迈入 C2 行业和提升 C3 综合竞争力的基石。

◆2019Q1 丙烯酸盈利好于市场预期，C3 扩产有序推进。

2019Q1 截止目前，丙烯酸盈利情况好于市场预期。其中 PDH 价差同比-456 元/吨，环比-436 元/吨；丙烯酸价差同比+884 元/吨，环比-65 元/吨；丁酯和酸价差同比+263 元/吨，环比+92 元/吨。此外 PDH 一期和聚丙烯装置在 1 月份进行了年度检修，对一季度业绩略有影响。公司预计 2019Q1 盈利 2.3-3.3 亿，同比 2018Q1 大幅提升，但环比难有增长。

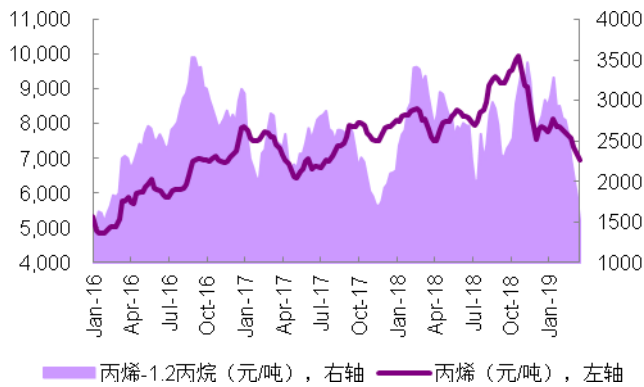
公司 15 万吨聚丙烯、6 万吨 SAP 和 36 万吨丙烯酸及酯的扩产项目有序推进，将在 2019 年陆续建成。未来，公司将拥有从 90 万吨 PDH 到 45 万吨聚丙烯、81 万吨丙烯酸和 84 万吨丙烯酸酯、15 万吨 SAP、22 万吨双氧水的完整 C3 全产业链，在 C3 板块成本和竞争力具有显著优势。

◆C2 历史性机遇的先驱者，项目回报高值得期待。

我们认为乙烷裂解制乙烯项目是公司未来 3 年最大的看点，卫星石化有望通过该项目实现在大型石化装置方面的弯道超车。目前中美贸易摩擦在产生积极的变化，公司项目的不确定性风险有望减少。

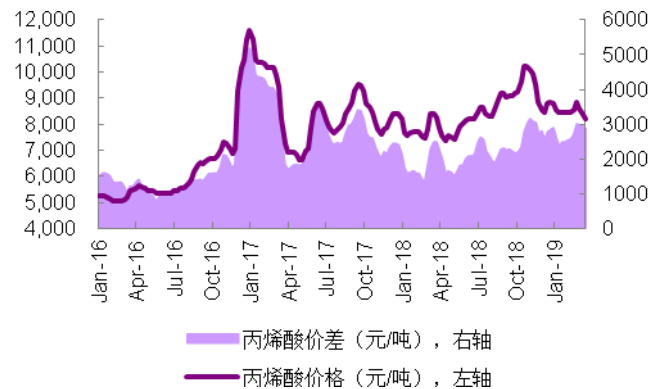
项目进度方面，2018 年 3 月公司完成乙烷采购协议与美国乙烷出口设施合资协议正式签约，实现原料供应保障。连云港乙烷储罐项目、码头项目已开工建设，各项工作按时间节点推进。

图 1: PDH 价差变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 2: 丙烯酸价差变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

◆上调盈利预测, 维持“买入”评级, 维持目标价 15 元。

基于 2019Q1 丙烯酸及酯景气度略超预期, 我们上调公司 2019-2020 年 EPS 为 1.29 元和 1.46 元 (原为 1.28 元和 1.43 元), 新增 2020 年 EPS 为 3.47 元, 当前股价对应 PE 为 11/9/4 倍。维持“买入”评级和目标价 15 元。

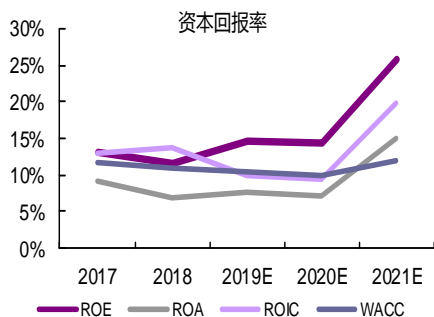
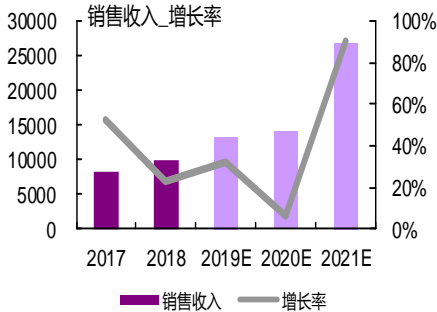
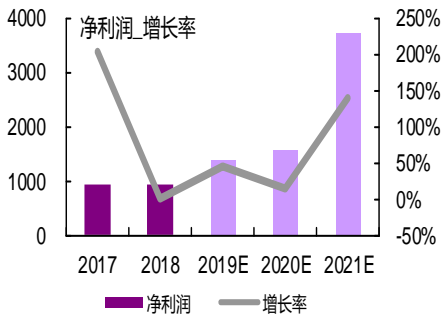
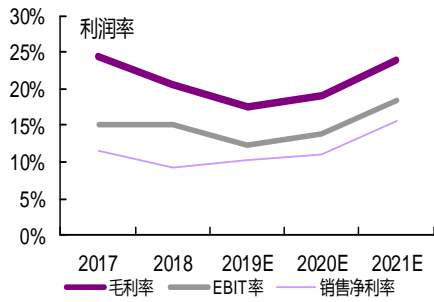
◆风险提示:

PDH 价差收窄的风险; 乙烷裂解制乙烯项目不及预期的风险; 丙烯酸景气度下行的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,188	10,029	13,223	14,072	26,750
营业收入增长率	52.91%	22.49%	31.84%	6.42%	90.09%
净利润 (百万元)	942	941	1,371	1,553	3,694
净利润增长率	202.49%	-0.19%	45.76%	13.26%	137.90%
EPS (元)	0.88	0.88	1.29	1.46	3.47
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.09%	11.70%	14.69%	14.45%	25.86%
P/E	16	16	11	9	4
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 3 月 13 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,188	10,029	13,223	14,072	26,750
营业成本	6,182	7,955	10,907	11,389	20,352
折旧和摊销	548	543	618	890	1,164
营业税费	31	39	52	55	105
销售费用	227	249	329	350	665
管理费用	503	264	309	328	624
财务费用	136	76	88	215	279
公允价值变动损益	-25	9	9	9	9
投资收益	-42	36	0	0	0
营业利润	1,043	1,051	1,538	1,741	4,694
利润总额	1,025	1,046	1,533	1,736	4,689
少数股东损益	-7	-5	0	0	500
归属母公司净利润	942	941	1,371	1,553	3,694

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	10,184	13,739	17,693	21,961	28,193
流动资产	5,215	6,802	6,345	6,503	8,899
货币资金	1,696	3,125	2,645	2,814	5,350
交易型金融资产	0	4	0	9	17
应收账款	361	443	584	622	1,182
应收票据	1,217	2,026	2,672	2,843	5,405
其他应收款	17	9	11	12	23
存货	762	554	760	793	1,417
可供出售投资	98	98	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	96	511	511	511	511
固定资产	3,283	3,281	7,190	10,888	14,356
无形资产	376	412	391	372	353
总负债	2,973	5,691	8,351	11,204	13,397
无息负债	1,247	2,103	2,727	2,867	5,134
有息负债	1,726	3,588	5,625	8,336	8,263
股东权益	7,211	8,047	9,341	10,757	14,796
股本	1,064	1,066	1,066	1,066	1,066
公积金	4,400	4,455	4,593	4,707	4,707
未分配利润	1,705	2,515	3,653	4,955	8,494
少数股东权益	13	8	8	8	508

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	566	752	2,679	2,806	7,981
净利润	942	941	1,371	1,553	3,694
折旧摊销	548	543	618	890	1,164
净营运资金增加	2,459	-335	55	12	183
其他	-3,384	-397	635	351	2,939
投资活动产生现金流	-1,565	-1,498	-5,047	-5,000	-5,000
净资本支出	-522	-1,167	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	96	511	0	0	0
其他资产变化	-1,140	-842	-47	0	0
融资活动现金流	1,790	2,035	1,887	2,364	-445
股本变化	260	2	0	0	0
债务净变化	-710	1,862	2,037	2,712	-73
无息负债变化	-383	856	624	141	2,266
净现金流	753	1,305	-480	170	2,536

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	52.91%	22.49%	31.84%	6.42%	90.09%
净利润增长率	202.49%	-0.19%	45.76%	13.26%	137.90%
EBITDA 增长率	70.22%	14.77%	8.90%	26.92%	116.04%
EBIT 增长率	171.44%	21.73%	7.12%	20.44%	154.96%
估值指标					
PE	16	16	11	9	4
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	15	11	12	10	70
EV/EBIT	21	15	16	15	86
EV/NOPLAT	23	17	18	17	97
EV/Sales	3	2	2	2	16
EV/IC	3	2	2	2	19
盈利能力 (%)					
毛利率	24.50%	20.69%	17.51%	19.07%	23.92%
EBITDA 率	21.84%	20.46%	16.90%	20.16%	22.91%
EBIT 率	15.14%	15.05%	12.23%	13.84%	18.56%
税前净利润率	12.52%	10.43%	11.59%	12.34%	17.53%
税后净利润率 (归属母公司)	11.51%	9.38%	10.37%	11.03%	13.81%
ROA	9.18%	6.81%	7.75%	7.07%	14.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.09%	11.70%	14.69%	14.45%	25.86%
经营性 ROIC	13.01%	13.63%	10.00%	9.38%	19.71%
偿债能力					
流动比率	1.78	1.21	1.10	1.06	1.54
速动比率	1.52	1.11	0.97	0.93	1.30
归属母公司权益/有息债务	4.17	2.24	1.66	1.29	1.73
有形资产/有息债务	5.46	3.64	3.03	2.56	3.34
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.88	0.88	1.29	1.46	3.47
每股红利	0.09	0.09	0.13	0.15	0.39
每股经营现金流	0.53	0.71	2.51	2.63	7.49
每股自由现金流(FCFF)	-1.22	1.01	-2.80	-2.23	0.43
每股净资产	6.75	7.54	8.76	10.09	13.41
每股销售收入	7.68	9.41	12.41	13.21	25.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼