



2018-01-17

公司点评报告

买入/维持

卫星石化(002648)

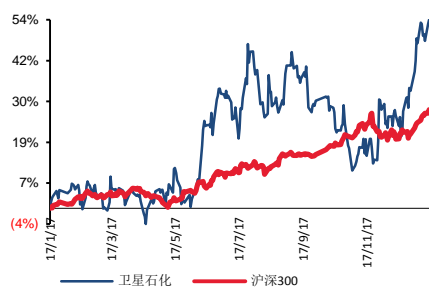
目标价: 24.48

昨收盘: 19.11

材料 材料 II

C3 龙头切入 C2 产业链, “C2+C3” 齐头并进

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,064/801 |
| 总市值/流通(百万元) | 20,328/15,315 |
| 12 个月最高/最低(元) | 19.11/11.90 |

相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

联系人: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120012

◆ **事件:** 公司发布公告, 与中国石化工程建设有限公司签订《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》。

◆ **C3 产业链龙头地位稳固。** 公司为 C3 产业链龙头, 现有 PDH 制丙烯 45 万吨/年、丙烯酸 48 万吨/年、丙烯酸酯 45 万吨/年、高分子乳液 21 万吨/年、SAP 9 万吨/年, PP 粉料 30 万吨/年。在建 22 万吨双氧水项目、45 万吨 PDH 项目二期、36 万吨丙烯酸及酯分别预计 2018 年 4 月、2018 年底、2019 年中陆续建成投产。建成后, 丙烯酸产能占比 29%。

◆ **切入 C2 产业链, 未来空间大。** 公司通过 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目切入 C2 产业链, 一期包括 125 万吨/年乙烯及配套下游 E0/EG、LLDPE、HDPE 产品; 二期包括 125 万吨/年乙烯及配套下游 E0/EG、LDPE、苯乙烯、丙烯腈产品, 分别预计 2020 年 8 月、2022 年投产, 一期利润规模 30 亿元以上。

◆ **主要产品行业格局改善, 多个产品供不应求。** 受益下游复苏, 叠加落后产能淘汰、美国飓风影响, 丙烯酸及酯行业持续改善。2017 年 1-11 月, 我国丙烯酸、丙烯酸丁酯平均开工率分别提升 20.97pct、12.92pct 至 64.44%、53.75%; 表观消费量同比+42.96%、+13.59%; 丙烯酸丁酯 2017 年净出口量同比+90%。2017 年, 丙烯酸均价 8372 元/吨, 同比+32%; 丙烯酸丁酯均价 9870 元/吨, 同比+31%。扩产前后丙烯酸及酯每上涨 1000 元, 分别增厚公司 EPS 0.27 元和 0.49 元。2016 年我国乙烯、丙烯、乙二醇、聚乙烯、聚丙烯对外依存度分别为 8.47%、10.28%、60.07%、39.92%、13.57%, 供不应求。

◆ **估值与评级:** 我们预计公司 2017-2019 年归母净利分别为 9.56 亿、11.57 亿和 14.43 亿元, 对应 EPS 0.90 元、1.09 元和 1.36 元, PE 21X、18X 和 14X。考虑公司 2018-2022 年均有新增产能投放, C2+C3 产业链齐头并进, 未来成长空间大, 给予“买入”评级。

◆ **风险提示:** 产品价格大幅波动, 新建项目进度不及预期。

◆ 主要财务指标

| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|---------|--------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,355 | 7,813 | 8,951 | 11,235 |
| (+/-%) | 27.9% | 45.9% | 14.6% | 25.5% |
| 归母净利润(百万元) | 312 | 956 | 1,157 | 1,443 |
| (+/-%) | -171.5% | 206.7% | 21.1% | 24.7% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.29 | 0.90 | 1.09 | 1.36 |
| 市盈率(PE) | 65 | 21.3 | 17.6 | 14.1 |

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|------------|--------------|--------------|---------------|---------------|------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 739 | 2,945 | 5,347 | 8,848 | 营业收入 | 5,355 | 7,813 | 8,951 | 11,235 |
| 应收票据 | 946 | 946 | 946 | 946 | 营业成本 | 4,162 | 5,884 | 6,724 | 8,436 |
| 应收账款 | 314 | 458 | 525 | 659 | 营业税金及附加 | 12 | 18 | 21 | 26 |
| 预付账款 | 77 | 109 | 124 | 156 | 销售费用 | 203 | 234 | 269 | 337 |
| 存货 | 458 | 648 | 740 | 929 | 管理费用 | 439 | 469 | 537 | 674 |
| 其他流动资产 | 233 | 233 | 233 | 233 | 财务费用 | 160 | 156 | 95 | 135 |
| 流动资产合计 | 2,767 | 5,339 | 7,916 | 11,771 | 资产减值损失 | 82 | 25 | 10 | 10 |
| 其他长期投资 | 98 | 98 | 98 | 98 | 公允价值变动收益 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 长期股权投资 | 96 | 96 | 96 | 96 | 投资收益 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 固定资产 | 3,476 | 2,255 | 1,026 | -1,010 | 营业利润 | 308 | 1,037 | 1,306 | 1,628 |
| 在建工程 | 327 | 360 | 396 | 436 | 营业外收入 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 无形资产 | 378 | 378 | 378 | 378 | 营业外支出 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 其他非流动资产 | 311 | 311 | 311 | 311 | 利润总额 | 305 | 1,035 | 1,303 | 1,625 |
| 非流动资产合计 | 4,687 | 3,498 | 2,305 | 308 | 所得税 | -2 | 93 | 163 | 203 |
| 资产合计 | 7,454 | 8,837 | 10,220 | 12,079 | 净利润 | 307 | 942 | 1,140 | 1,422 |
| 短期借款 | 1,725 | 1,777 | 1,830 | 1,885 | 少数股东损益 | -5 | -14 | -17 | -21 |
| 应付票据 | 580 | 580 | 580 | 580 | 归属母公司净利润 | 312 | 956 | 1,157 | 1,443 |
| 应付账款 | 702 | 993 | 1,135 | 1,424 | NOPLAT | 491 | 1,099 | 1,225 | 1,542 |
| 预收款项 | 209 | 304 | 349 | 438 | EPS (摊薄) | 0.29 | 0.90 | 1.09 | 1.36 |
| 其他应付款 | 16 | 16 | 16 | 16 | | | | | |
| 一年内到期的非流动 | 598 | 598 | 598 | 598 | | | | | |
| 其他流动负债 | 72 | 72 | 72 | 72 | | | | | |
| 流动负债合计 | 3,903 | 4,341 | 4,580 | 5,013 | | | | | |
| 长期借款 | 113 | 117 | 120 | 124 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 51 | 51 | 51 | 51 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 164 | 167 | 171 | 174 | | | | | |
| 负债合计 | 4,067 | 4,508 | 4,751 | 5,187 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 3,377 | 4,333 | 5,490 | 6,933 | | | | | |
| 少数股东权益 | 10 | -4 | -20 | -41 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,387 | 4,329 | 5,469 | 6,891 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 7,454 | 8,837 | 10,220 | 12,079 | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 经营活动现金流 | 872 | 1,654 | 1,590 | 1,731 | 成长能力 | | | | |
| 现金收益 | 1,135 | 1,661 | 1,591 | 1,720 | 营业收入增长率 | 27.9% | 45.9% | 14.6% | 25.5% |
| 存货影响 | 27 | -190 | -93 | -188 | EBIT增长率 | -375.0% | 124.0% | 15.9% | 25.8% |
| 经营性应收影响 | -565 | -201 | -92 | -176 | 归母公司净利润增长率 | -171.5% | 206.7% | 21.1% | 24.7% |
| 经营性应付影响 | 107 | 386 | 186 | 378 | 获利能力 | | | | |
| 其他影响 | 168 | -3 | -3 | -3 | 毛利率 | 22.3% | 24.7% | 24.9% | 24.9% |
| 投资活动现金流 | -537 | 653 | 850 | 1,846 | 净利率 | 5.7% | 12.1% | 12.7% | 12.7% |
| 资本支出 | -620 | 642 | 839 | 1,836 | ROE | 9.2% | 22.1% | 21.1% | 20.8% |
| 股权投资 | -99 | -3 | -3 | -3 | ROIC | 9.2% | 17.5% | 16.5% | 17.4% |
| 其他长期资产变化 | 182 | 14 | 14 | 14 | 偿债能力 | | | | |
| 融资活动现金流 | -215 | -101 | -38 | -76 | 资产负债率 | 54.6% | 51.0% | 46.5% | 42.9% |
| 借款增加 | -23 | 55 | 57 | 59 | 债务权益比 | 73.4% | 58.7% | 47.5% | 38.6% |
| 财务费用 | -160 | -156 | -95 | -135 | 流动比率 | 70.9% | 123.0% | 172.8% | 234.8% |
| 股东融资 | -51 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 59.2% | 108.1% | 156.7% | 216.3% |
| 其他长期负债变化 | 19 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| | | | | | 存货周转天数 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.29 | 0.90 | 1.09 | 1.36 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.82 | 1.55 | 1.49 | 1.63 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.17 | 4.07 | 5.16 | 6.52 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 65 | 21.3 | 17.6 | 14.1 |
| | | | | | P/B | 6.0 | 4.7 | 3.7 | 2.9 |
| | | | | | EV/EBITDA | 20 | 13 | 13 | 12 |

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|--------|-----|-------------|-------------------------|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 北京销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京销售 | 李英文 | 18910735258 | liyew@tpyzq.com |
| 北京销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 北京销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 北京销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 北京销售 | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@tpyzq.com |
| 上海销售副总 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 上海销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 上海销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 上海销售 | 沈颖 | 13636356209 | shenyings@tpyzq.com |
| 上海销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 广深销售副总 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 广深销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 广深销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 广深销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafli@tpyzq.com |



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。