东兴证券
DONGXING SECURITIES

# C3持续回暖，三季度业绩同比大涨

## ——卫星石化（002648）三季度财报点评

2018 年 10 月 23 日

强烈推荐/上调

卫星石化 | 财报点评


| | | |
|---|---|---|
| 张明烨 | 分析师 | 执业证书编号：S1480517120002 |
| | zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017 | |
| 刘宇卓 | 分析师 | 执业证书编号：S1480516110002 |
| | liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030 | |
| 罗四维 | 研究助理 | |
| | luosw@dxzq.net.cn 010-66554047 | |
| 洪翀 | 研究助理 | |
| | HONGCHONG@dxzq.net.cn 010-66554012 | |
| 徐昆仑 | 研究助理 | |
| | xukl@dxzq.net.cn 010-66554050 | |


### 事件：

10 月 23 日，公司披露 2018 年半年度报告。公司披露 2018 年三季度报告。年初至报告期末公司实现营业收入 69.27 亿元，比上年同期增长 13%；实现归母净利润 6.23 亿元，比上年同期降低 10.45%。值得注意的是，公司 2018 年三季度实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 22.9%；实现归母净利润 2.96 亿元，较去年同期大幅增长 40.1%；实现每股盈利 0.28 元，同比增长 29%。

### 公司分季度财务指标

| 指标 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1914.79 | 2120.9 | 2089.17 | 2063.07 | 1752.97 | 2605.74 | 2568.74 |
| 增长率（%） | 82.28% | 86.91% | 64.05% | 8.82% | -8.45% | 22.86% | 22.96% |
| 毛利率（%） | 28.35% | 19.78% | 24.04% | 26.24% | 19.25% | 16.85% | 20.71% |
| 期间费用率（%） | 11.57% | 9.53% | 11.25% | 10.00% | 11.57% | 6.84% | 12.96% |
| 营业利润率（%） | 16.16% | 9.89% | 11.62% | 13.61% | 7.38% | 9.30% | 13.15% |
| 净利润（百万元） | 290.00 | 190.33 | 210.27 | 244.50 | 111.48 | 211.64 | 295.14 |
| 增长率（%） | 12177.33% | 1574.45% | 154.78% | 16.01% | -61.56% | 11.20% | 40.36% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.36 | 0.24 | 0.20 | 0.23 | 0.11 | 0.20 | 0.28 |
| 资产负债率（%） | 54.49% | 54.19% | 35.22% | 29.20% | 30.19% | 33.63% | 39.65% |
| 净资产收益率（%） | 7.89% | 5.03% | 3.02% | 3.39% | 1.52% | 2.85% | 3.91% |
| 总资产收益率（%） | 3.59% | 2.31% | 1.96% | 2.40% | 1.06% | 1.89% | 2.46% |

### 观点：

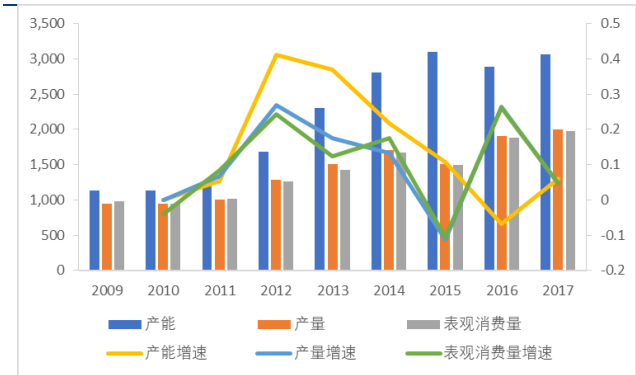
- **供给增长慢于需求，C3产业链持续回暖。**12-16年间我国丙烯产能新增近1500万吨，自17年以来丙烯产

能增速明显下滑，新增产能以PDH为主。丙烯产能增长缓慢一定程度上也抑制了C3产业链下游产能的扩张，C3衍生品已经出现了明显的供需紧张，丙烯酸及酯的表观消费增速已经超过产能增速。但是从未来规划看，海外投资重心仍然不在C3，而国内对于C3的投资也开始下滑。因此我们预计C3产业链的供需将持续改善，丙烯酸及酯类的价格在四季度传统旺季中也还会继续爬升。十月份丙烯酸及丙烯酸丁酯价格分别报10400元/吨和11600元/吨，较去年同期分别上涨15.6%和22.8%；2014年价格顶点时的产品价格分别为14100元/吨和15200元/吨。

**图 1:丙烯衍生品价格变化**

*资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所*

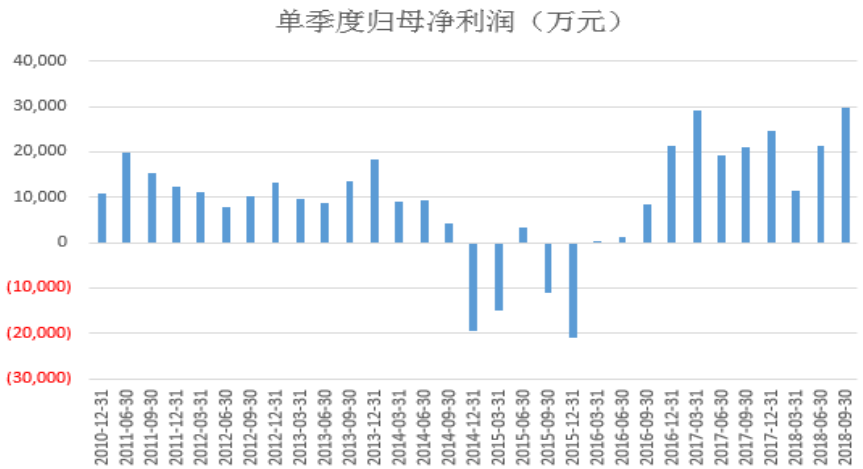
**图 2:我国丙烯酸的产能、产量、表观消费及增速**




*资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所*

- **四季度业绩有望创单季新高，全年业绩有望与去年持平。**从公司经营历史来看，三、四季度通常是丙烯酸及酯类的传统旺季。2017Q3实现归母净利润2.11亿元，已为过去五年内三季度最高值。而今年三季度公司实现归母净利润2.96亿元，同比大幅增加40%。一季度受到意外停产影响导致的业绩漏洞已被逐渐填平。按照现在的产品价格，有望在去年四季度2.47亿元的基础上同比增加超过30%，全年业绩有望与去年持平。

**图 3:卫星石化单季度归母净利润**




*资料来源：Wind、东兴证券研究所*

- **PDH二期投产在即，明年贡献业绩翻倍。**美国页岩气革命带来了大量的廉价丙烷，国际市场上丙烷价格竞争激烈。北美市场丙烷MB价格拖累了中东CP价格的上行，在原油价格不断上升的大环境下，公司PDH

盈利能力不断增强。上半年公司（聚）丙烯业务贡献营收11.49亿元，较去年同期增加57.18%；占公司总营收的26.37%。二期45万吨PDH装置投产在即，2019年将贡献全年业绩。

- **全球现乙烯项目投资热潮，公司乙烷裂解项目进展领跑。**受到美国页岩气革命的影响，全球范围内掀起了烯烃原料轻质化的浪潮。美国乙烷裂解产能大幅扩建的同时，东亚地区也纷纷加入。近期巴斯夫、埃克森美孚纷纷宣布在华投资建设乙烷裂解制乙烯装置；同时埃克森美孚在舟山的原油裂解制乙烯项目似乎也会对乙烯市场造成冲击。我们认为原油裂解制乙烯项目落地周期长，且目的在于通过原油更多生产高附加值产品，不与乙烷裂解制乙烯构成直接竞争关系。目前公司轻烃利用项目进展顺利，乙烷专用运输船租赁协议也已签订完成。项目进度在国内遥遥领先，预计将于2020年底投产。届时公司利润将显著增厚。

## 结论：

受不可控因素影响，公司一季度业绩显著低于预期，因而年初至今总业绩受到拖累。但是三季度以来，C3产业链供需持续改善，产品价格不断提升，三季度业绩同比实现大幅增长。公司45万吨PDH项目投产在即，未来36万吨丙烯酸及酯项目、6万吨SAP产能、320万吨轻烃综合利用项目未来将逐步投产。我们看好公司未来业绩增长。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为85.08亿元、120.34亿元、167.15亿元，归属于上市公司股东净利润分别为9.46亿元、14.52亿元和20.30亿元，每股收益分别为0.89元、1.36元和1.90元，对应PE分别为12倍、8倍、6倍，我们看好公司未来发展，上调公司评级，予以“强烈推荐”。

## 风险提示：

新项目投产不及预期；下游产品需求不及预期。

## 公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | 单位:百万元 | | 利润表 | | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| **流动资产合计** | 2767 | 5215 | 5407 | 6368 | 8108 | **营业收入** | 5355 | 8188 | 8508 | 12034 | 16715 |
| 货币资金 | 739 | 1696 | 1872 | 2166 | 2340 | **营业成本** | 4162 | 6182 | 6407 | 9033 | 12572 |
| 应收账款 | 314 | 361 | 420 | 659 | 1007 | 营业税金及附加 | 12 | 31 | 32 | 45 | 63 |
| 其他应收款 | 29 | 17 | 18 | 26 | 36 | 营业费用 | 203 | 227 | 286 | 406 | 563 |
| 预付款项 | 77 | 105 | 130 | 167 | 218 | 管理费用 | 439 | 503 | 522 | 739 | 1026 |
| 存货 | 458 | 762 | 774 | 1089 | 1516 | 财务费用 | 160 | 136 | 121 | 104 | 100 |
| 其他流动资产 | 190 | 1055 | 911 | 382 | 335 | 资产减值损失 | 82.41 | 5.98 | 6.56 | 10.20 | 15.57 |
| **非流动资产合计** | 4687 | 4969 | 5205 | 5450 | 5796 | 公允价值变动收益 | 13.60 | -24.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 投资净收益 | -2.89 | -42.29 | -11.26 | 4.35 | 7.78 |
| 固定资产 | 3476 | 3283 | 3741 | 4006 | 4257 | **营业利润** | 308 | 1043 | 1121 | 1701 | 2382 |
| 无形资产 | 378 | 376 | 359 | 343 | 328 | 营业外收入 | 6.23 | 2.71 | 8.51 | 12.03 | 16.71 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 8.87 | 20.73 | 17.94 | 9.87 | 15.68 |
| **资产总计** | 7454 | 10184 | 10612 | 11819 | 13904 | **利润总额** | 305 | 1025 | 1112 | 1704 | 2383 |
| **流动负债合计** | 3903 | 2929 | 2522 | 2474 | 2802 | 所得税 | -2 | 90 | 167 | 256 | 357 |
| 短期借款 | 1725 | 1718 | 1372 | 971 | 785 | **净利润** | 307 | 935 | 945 | 1448 | 2026 |
| 应付账款 | 702 | 606 | 557 | 707 | 886 | 少数股东损益 | -5 | -7 | -2 | -4 | -4 |
| 预收款项 | 209 | 179 | 213 | 271 | 367 | 归属母公司净利润 | 312 | 942 | 946 | 1452 | 2030 |
| 一年内到期的非流 | 598 | 8 | 4 | 0 | 0 | EBITDA | 1041 | 1784 | 1672 | 2303 | 3014 |
| **非流动负债合计** | 164 | 44 | 44 | 35 | 25 | **EPS（元）** | 0.39 | 1.04 | 0.89 | 1.36 | 1.90 |
| 长期借款 | 113 | 0 | 0 | 0 | 0 | **主要财务比率** | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| **负债合计** | 4067 | 2973 | 2565 | 2509 | 2827 | **成长能力** | | | | | |
| 少数股东权益 | 10 | 13 | 11 | 8 | 4 | 营业收入增长 | 27.88% | 52.91% | 3.91% | 41.45% | 38.90% |
| 实收资本(或股本) | 804 | 1064 | 1066 | 1066 | 1066 | 营业利润增长 | -170.56 | 238.85 | 7.49% | 51.78% | 40.01% |
| 资本公积 | 1433 | 4155 | 4155 | 4155 | 4155 | 归属于母公司净利润 | 0.43% | 53.37% | 0.43% | 53.37% | 39.83% |
| 未分配利润 | 887 | 1705 | 2436 | 3558 | 5126 | **获利能力** | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 3377 | 7198 | 7996 | 9263 | 11034 | 毛利率(%) | 8.52% | 22.28% | 24.50% | 24.69% | 24.94% |
| **负债和所有者权** | 7454 | 10184 | 10612 | 11819 | 13904 | 净利率(%) | 5.73% | 11.42% | 11.11% | 12.03% | 12.12% |
| **现金流量表** | | | | 单位:百万元 | | 总资产净利润（%） | 4.18% | 9.25% | 8.92% | 12.28% | 14.60% |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | ROE(%) | 9.23% | 13.09% | 11.84% | 15.67% | 18.39% |
| **经营活动现金流** | 742 | 566 | 1624 | 1914 | 1810 | **偿债能力** | | | | | |
| 净利润 | 307 | 935 | 945 | 1448 | 2026 | 资产负债率(%) | 55% | 29% | 24% | 21% | 20% |
| 折旧摊销 | 573.29 | 605.66 | 573.00 | 666.08 | 727.72 | 流动比率 | 0.71 | 1.78 | 2.14 | 2.57 | 2.89 |
| 财务费用 | 160 | 136 | 121 | 104 | 100 | 速动比率 | 0.59 | 1.52 | 1.84 | 2.13 | 2.35 |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | -59 | -240 | -348 | **营运能力** | | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 34 | 58 | 96 | 总资产周转率 | 0.74 | 0.93 | 0.82 | 1.07 | 1.30 |
| **投资活动现金流** | -395 | -1565 | -851 | -918 | -1081 | 应收账款周转率 | 21 | 24 | 22 | 22 | 20 |
| 公允价值变动收益 | 14 | -25 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 7.13 | 12.52 | 14.62 | 19.03 | 20.98 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | **每股指标（元）** | | | | | |
| 投资收益 | -3 | -42 | -11 | 4 | 8 | 每股收益(最新摊薄) | 0.39 | 1.04 | 0.89 | 1.36 | 1.90 |
| **筹资活动现金流** | -219 | 1790 | -597 | -702 | -555 | 每股净现金流(最新 | 0.16 | 0.74 | 0.16 | 0.28 | 0.16 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 4.20 | 6.77 | 7.50 | 8.69 | 10.36 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | **估值比率** | | | | | |
| 普通股增加 | 4 | 260 | 2 | 0 | 0 | P/E | 27.95 | 10.48 | 12.27 | 8.00 | 5.72 |
| 资本公积增加 | -53 | 2722 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.59 | 1.61 | 1.45 | 1.25 | 1.05 |
| **现金净增加额** | 128 | 791 | 176 | 294 | 174 | EV/EBITDA | 10.05 | 6.52 | 6.65 | 4.52 | 3.34 |

*资料来源：公司财报、东兴证券研究所*

## 分析师简介

**张明烨**

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

**刘宇卓**

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

**罗四维**

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

**洪翀**

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

**徐昆仑**

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。