



2019-02-13

公司点评报告

买入/维持

卫星石化(002648)

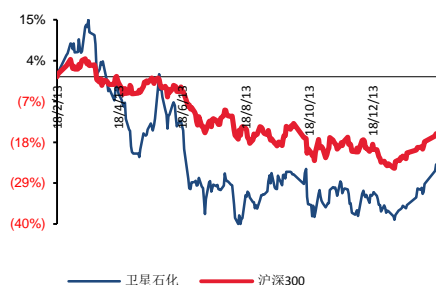
目标价: 13.64

昨收盘: 11.58

材料 材料 II

## 新增 45 万吨 PDH 项目基本满产, C2 产业链预期差大, 维持“买入”

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,066/1,037
总市值/流通(百万元)	12,340/12,004
12 个月最高/最低(元)	17.60/9.15

### 相关研究报告:

卫星石化(002648)《【太平洋化工】卫星石化 2018 年三季度点评: C3 产业链盈利改善, 估值低位, 维持“买入”》--2018/10/23

卫星石化(002648)《【太平洋化工】卫星石化 2018 中报点评: 业绩短期下滑承压, 稳步推进产业链延伸促增长》--2018/08/12

卫星石化(002648)《【太平洋化工】卫星石化业绩快报点评: 业绩增长 201%符合预期, 未来持续扩展产业链》--2018/02/28

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师: 杨伟

**事件:** 公司发布公告, 45 万吨丙烷脱氢制丙烯项目二期春节期间顺利开车, 产出合格产品, 运行稳定, 基本达到满负荷。

### 主要观点:

#### 1. C3 产业链为公司 2019-2020 年业绩提供有力保障

公司为传统“丙烷-丙烯-丙烯酸及酯或聚丙烯”C3 产业链龙头, 以 PDH 装置为核心。本次新增 45 万吨丙烯, 公司将实现丙烯原料完全自给。该项目预计 2019 年 Q1 即可转固。公司现有丙烷脱氢制丙烯 90 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、双氧水 22 万吨/年(2018 年 8 月投产)。2018 年 Q1-Q3 公司单季度实现归母净利润分别为 1.13 亿元、2.14 亿元、2.96 亿元, Q4 预计约 3 亿元。

考虑原油价格水平、丙烷属性以及目前跟踪的 C3 产业链价差看, 预计公司 2019 年 Q1 业绩同比大幅增长。同时, 公司在建 15 万吨 PP 项目预计 2019 年 Q1 投产, C3 产业链抗风险能力进一步提升, 业绩中枢可达 13 亿元左右。

#### 2. C2 产业链预期差大

公司稳步推进 125 万吨/年乙烯及配套下游项目, 计划 2020 年 Q4 投产。由于该项目引进美国乙烷作为原料, 受中美贸易摩擦影响, 市场普遍担心原料可靠性及经济性, 预期差极大。我们认为, 扩大美国能源产品进口或是缩小中美贸易顺差的有力措施之一, 双方受益。

#### 3. 盈利预测与评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 9.21 亿元、13.18 亿元、14.79 亿元, 对应 EPS 0.86 元、1.24 元、1.39 元, PE 13.4X、9.4X、8.3X。考虑公司持续产能投放, C2+C3 产业链齐头并进, 未来成长空间大, 维持“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。

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,188	9,110	11,905	13,911
(+/-%)	52.9%	11.3%	30.7%	16.9%
净利润(百万元)	942	921	1,318	1,479
(+/-%)	202.5%	-2.3%	43.2%	12.2%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.86	1.24	1.39
市盈率(PE)	13.1	13.4	9.4	8.3

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,696	3,542	5,731	8,941	营业收入	8,188	9,110	11,905	13,911
应收票据	1,217	1,217	1,217	1,217	营业成本	6,182	7,136	9,144	10,746
应收账款	361	401	525	613	营业税金及附加	31	34	45	52
预付账款	105	121	155	182	销售费用	227	273	310	362
存货	762	879	1,127	1,324	管理费用	503	547	714	835
其他流动资产	1,073	1,073	1,073	1,073	财务费用	136	6	95	135
流动资产合计	5,213	7,233	9,827	13,350	资产减值损失	6	25	10	10
其他长期投资	98	98	98	98	公允价值变动收益	-25	-25	-25	-25
长期股权投资	96	96	96	96	投资收益	-42	-42	-42	-42
固定资产	3,283	2,268	1,214	-675	营业利润	1,043	1,022	1,521	1,705
在建工程	728	801	881	969	营业外收入	3	3	3	3
无形资产	376	376	376	376	营业外支出	21	21	21	21
其他非流动资产	387	387	387	387	利润总额	1,025	1,004	1,503	1,687
非流动资产合计	4,969	4,027	3,053	1,253	所得税	90	90	195	219
资产合计	10,182	11,261	12,879	14,603	净利润	935	913	1,308	1,467
短期借款	1,718	1,770	1,823	1,878	少数股东损益	-7	-7	-10	-12
应付票据	241	241	241	241	归属母公司净利润	942	921	1,318	1,479
应付账款	606	699	896	1,053	NOPLAT	1,134	1,019	1,473	1,668
预收款项	179	200	261	305	EPS (摊薄)	0.88	0.86	1.24	1.39
其他应付款	20	20	20	20					
一年内到期的非流动负债	8	8	8	8					
其他流动负债	157	157	157	157					
流动负债合计	2,929	3,094	3,405	3,661	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	44	44	44	44	营业收入增长率	52.9%	11.3%	30.7%	16.9%
非流动负债合计	44	44	44	44	EBIT增长率	131.1%	-10.1%	51.2%	13.2%
负债合计	2,973	3,138	3,450	3,705	归母公司净利润增长率	202.5%	-2.3%	43.2%	12.2%
归属母公司所有者权益	7,198	8,118	9,436	10,915	获利能力				
少数股东权益	13	6	-5	-16	毛利率	24.5%	21.7%	23.2%	22.8%
所有者权益合计	7,211	8,124	9,431	10,899	净利率	11.4%	10.0%	11.0%	10.5%
负债和股东权益	10,184	11,262	12,881	14,604	ROE	13.1%	11.3%	14.0%	13.6%
					ROIC	14.1%	11.4%	14.5%	14.4%
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	偿债能力				
经营活动现金流	-200	1,443	1,681	1,749	资产负债率	29.2%	27.9%	26.8%	25.4%
现金收益	1,704	1,547	1,855	1,889	债务权益比	24.6%	22.4%	19.9%	17.7%
存货影响	-304	-118	-247	-197	流动比率	178.0%	233.8%	288.6%	364.7%
经营性应收影响	-352	-82	-167	-126	速动比率	152.0%	205.4%	255.5%	328.5%
经营性应付影响	-462	114	258	201	营运能力				
其他影响	-786	-18	-18	-18	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
投资活动现金流	-884	357	550	1,542	应收账款周转天数	16	16	16	16
资本支出	-754	424	617	1,609	应付账款周转天数	35	35	35	35
股权投资	-43	-42	-42	-42	存货周转天数	44	44	44	44
其他长期资产变化	-88	-25	-25	-25	每股指标 (元)				
融资活动现金流	2,036	46	-42	-80	每股收益	0.88	0.86	1.24	1.39
借款增加	-710	52	53	55	每股经营现金流	-0.19	1.35	1.58	1.64
财务费用	-136	-6	-95	-135	每股净资产	6.75	7.62	8.86	10.24
股东融资	2,888	0	0	0	估值比率				
其他长期负债变化	-6	0	0	0	P/E	13.1	13.4	9.4	8.3
					P/B	1.7	1.5	1.3	1.1
					EV/EBITDA	8	9	7	7

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



## 研究院

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

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。