

业绩低点已过 产能投放巩固行业龙头地位

——卫星石化（002648）事件点评

2019年02月28日

强烈推荐/维持

卫星石化 | 事件点评

事件：

2019年2月27日，公司发布2018年度公司业绩快报。报告期内，公司实现营业总收入1,002,929.92万元，较上年同期上升22.49%；营业利润104,299.51万元，较上年同期上升0.01%；利润总额103,824.84万元，较上年同期上升1.31%；归属于上市公司股东的净利润93,264.08万元，较上年同期下降1.04%；基本每股收益0.88元，较上年同期下降15.38%。整体表现略超预期，19年将成为公司提升业绩的关键时期。

主要观点：

1. 一季度偶发事件导致全年业绩同比小幅下滑

由于18年春节较晚，产品下游一季度开工时间较往年要晚一个月左右，丙烯酸及酯类需求同比减弱，价格有所回落。此外公司嘉兴基地受一季度园区蒸汽供应方事故影响，造成年产16万吨丙烯酸和年产15万吨丙烯酸酯装置、年产9万吨高吸水性树脂装置、年产2.1万吨颜料中间体装置停车，产量损失严重。量价齐跌致公司18Q1单季度盈利仅有1.13亿元，拖累全年业绩。

一季度之后公司展现极强的市场营运能力，后三季度实现归母净利润分别为2.14亿、2.96亿和3.10亿元，同比17年分别增长10.93%、40.13%和24%。全年同比17年小幅下滑1.04%，略微超出我们此前预期。主要原因在于18年全年并无丙烯酸新增产能，需求恢复之后全年丙烯酸盈利状况良好，平均价差维持了17年以来的较好景气水平。而PDH成为公司盈利的主要方式，全年平均价差3298元/吨，较17年平均增加538元/吨。

2、业绩低点已过，未来三年公司业绩将快速提升

分析师

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

分析师助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

hongchong@dxzq.net.cn

徐昆仑

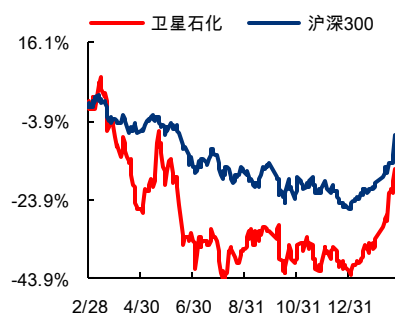
010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间（元） | 13.04-16.61 |
| 总市值（亿元） | 138.96 |
| 流通市值（亿元） | 135.18 |
| 总股本/流通A股（万股） | 106561/103664 |
| 流通B股/H股（万股） | / |
| 52周日均换手率 | 0.64 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

[相关研究报告](#)

我们认为，公司业绩的低点已过，19 年开始进入公司产能连续投放期。公司新增 PDH 二期 45 万吨产能已于去年年底顺利开车，今年 2 月份达到满负荷，将提供公司 19 年主要业绩增量。另外公司二季度将有 6 万吨 SAP 产能投放，公司新增 36 万吨丙烯酸及酯产能也将于今年三季度投产，预计明年将贡献全年业绩。此外公司 125 万吨乙烷裂解制乙烯项目在有序进展当中，日前获得了徐圩新区政府的环评批复，预计将在明年三季度投产。根据我们的测算，项目顺利投产之后将贡献超过 20 亿元的年均净利润，公司业绩将迎来大幅增厚。

3、C3 产业链 19 年景气度值得期待

19 年以来，丙烯酸持续涨价，年初至今平均价差较去年四季度仍高出 270 元/吨。根据我们的统计，18 年至今仅有江苏三木、山东诺尔共计 23 万吨新增产能，并且开工进度及情况并算不特别顺利。卫星石化新增丙烯酸及酯产能和上海华谊新增产能将在三季度之后投产，对全年的供给端冲击比较有限。我们认为 19 年丙烯酸行业的景气将维持中性偏强，公司作为行业龙头，规模及成本优势明显。

此外根据我们的统计，18 年全年仅有 170 万吨新增丙烯产能（包含卫星石化 PDH 二期），19 年新增丙烯产能也仅有 185 万吨。丙烯行业供需持续收紧，公司共计 90 万吨 PDH 产能将在原油价格维持中高位震荡的市场环境下获得可观利润。预计 PDH 二期 19 年将给公司创造超过 4 亿元的净利润。

-
- 1、《卫星石化 (002648.SZ) 深度报告：近看 C3 产能翻倍 远看 C2 业务腾飞》2018-12-04
 - 2、《卫星石化 (002648.SZ) 三季度财报点评：C3 持续回暖，三季度业绩同比大涨》2018-10-23
 - 3、《卫星石化 (002648) 中报点评：二季度利润显著提升 公司股价处于低位》2018-08-13
 - 4、《卫星石化 (002648) 三季报点评：需求与价格双重打压，三季度利润锐减》2014-10-29

结论:

受不可控因素影响, 公司全年业绩同比略有下滑。19 年公司将迎来新产能的逐渐释放, PDH 二期及丙烯酸酯将给公司明后年业绩提供稳定增量, 乙烷裂解项目打开公司长期成长空间。我们预计公司 2019 年-2020 年的营业收入分别为 117.37 亿元、171.72 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 12.59 亿元、16.37 亿元, 每股收益分别为 1.18 元、1.54 元, 对应 PE 分别为 9 倍和 7 倍。我们看好公司未来发展, 维持“强烈推荐”评级。

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 | 5439 | 6148 | 8258 | 营业收入 | 5355 | 8188 | 8917 | 11737 | 17172 |
| 货币资金 | 739 | 1696 | 1962 | 2113 | 2404 | 营业成本 | 4162 | 6182 | 6760 | 8813 | 13133 |
| 应收账款 | 314 | 361 | 440 | 643 | 1035 | 营业税金及附加 | 12 | 31 | 33 | 44 | 64 |
| 其他应收款 | 29 | 17 | 19 | 25 | 37 | 营业费用 | 203 | 227 | 300 | 396 | 579 |
| 预付款项 | 77 | 105 | 132 | 167 | 220 | 管理费用 | 439 | 503 | 548 | 721 | 1055 |
| 存货 | 458 | 762 | 816 | 1062 | 1583 | 财务费用 | 160 | 136 | 167 | 292 | 425 |
| 其他流动资产 | 190 | 1055 | 727 | 304 | 250 | 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 | 7327 | 14300 | 20886 | 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 | 3964 | 6065 | 8847 | 营业利润 | 308 | 1043 | 1090 | 1466 | 1909 |
| 无形资产 | 378 | 376 | 359 | 343 | 328 | 营业外收入 | 6.23 | 2.71 | 2.95 | 3.89 | 5.69 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 8.87 | 20.73 | 18.93 | 9.87 | 15.68 |
| 资产总计 | 7454 | 10184 | 12766 | 20448 | 29144 | 利润总额 | 305 | 1025 | 1074 | 1460 | 1899 |
| 流动负债合计 | 3903 | 2929 | 4693 | 7784 | 7564 | 所得税 | -2 | 90 | 148 | 201 | 262 |
| 短期借款 | 1725 | 1718 | 3496 | 6309 | 5474 | 净利润 | 307 | 935 | 926 | 1259 | 1637 |
| 应付账款 | 702 | 606 | 588 | 690 | 926 | 少数股东损益 | -5 | -7 | -2 | -4 | -4 |
| 预收款项 | 209 | 179 | 215 | 271 | 370 | 归属母公司净利润 | 312 | 942 | 928 | 1262 | 1641 |
| 一年内到期的非 | 598 | 8 | 4 | 0 | 0 | EBITDA | 1041 | 1784 | 1711 | 2474 | 3221 |
| 非流动负债合计 | 164 | 44 | 43 | 3536 | 11024 | EPS (元) | 0.39 | 1.04 | 0.87 | 1.18 | 1.54 |
| 长期借款 | 113 | 0 | 0 | 3500 | 11000 | 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 | 4736 | 11320 | 18587 | 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% | 8.90% | 31.63% | 46.30% |
| 实收资本(或股 | 804 | 1064 | 1066 | 1066 | 1066 | 营业利润增长 | -170.56% | 238.85% | 4.54% | 34.46% | 30.21% |
| 资本公积 | 1433 | 4155 | 4155 | 4155 | 4155 | 归属于母公司净利 | -1.55% | 36.04% | -1.55% | 36.04% | 30.01% |
| 未分配利润 | 887 | 1705 | 2422 | 3397 | 4665 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 3377 | 7198 | 7980 | 9082 | 10514 | 毛利率(%) | 8.52% | 22.28% | 24.50% | 24.18% | 24.91% |
| 负债和所有者权 | 7454 | 10184 | 12766 | 20448 | 29144 | 净利率(%) | 5.73% | 11.42% | 10.39% | 10.72% | 9.53% |
| 现金流量表 | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | | |
| 单位:百万元 | | | | | ROE(%) | | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 9.23% | 13.09% | 11.63% | 13.90% | 15.61% |
| 经营活动现金流 | 742 | 566 | 1780 | 2165 | 1950 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 307 | 935 | 926 | 1259 | 1637 | 资产负债率(%) | 55% | 29% | 37% | 55% | 64% |
| 折旧摊销 | 573.29 | 605.66 | 596.40 | 884.71 | 1083.47 | 营运能力 | | | | | |
| 财务费用 | 160 | 136 | 167 | 292 | 425 | 总资产周转率 | 0.74 | 0.93 | 0.78 | 0.71 | 0.69 |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | -79 | -203 | -392 | 应收账款周转率 | 21 | 24 | 22 | 22 | 20 |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 36 | 56 | 99 | 应付账款周转率 | 7.13 | 12.52 | 14.93 | 18.36 | 21.26 |
| 投资活动现金流 | -395 | -1565 | -2996 | -7864 | -7677 | 每股指标(元) | | | | | |
| 公允价值变动收 | 14 | -25 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊 | 0.39 | 1.04 | 0.87 | 1.18 | 1.54 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净现金流(最 | 0.16 | 0.74 | 0.25 | 0.14 | 0.27 |
| 投资收益 | -3 | -42 | -11 | 4 | 8 | 每股净资产(最新 | 4.20 | 6.77 | 7.49 | 8.52 | 9.87 |
| 筹资活动现金流 | -219 | 1790 | 1482 | 5850 | 6019 | 估值比率 | | | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 27.95 | 10.48 | 12.52 | 9.20 | 7.08 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 3500 | 7500 | P/B | 2.59 | 1.61 | 1.46 | 1.28 | 1.10 |
| 普通股增加 | 4 | 260 | 2 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 10.05 | 6.52 | 7.69 | 7.81 | 7.97 |
| 资本公积增加 | -53 | 2722 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 现金净增加额 | 128 | 791 | 266 | 151 | 291 | | | | | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

张明辉

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年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。