

# 卫星石化 (002648)

证券研究报告

2019年03月12日

## 2018 年报点评：业绩符合预期，三年成长性可期

**事项：**公司 2018 年全年营收 100.29 亿元，同比增长 22.5%；实现归母净利润 9.41 亿元，同比减少 0.1%；四季度归母净利润 3.2 亿元，环比增长 7.4%。2019 年一季度预告归母净利润区间 2.3-3.3 亿元，同比增长 103.29%-191.67%。

点评：

### 2018 年全年业绩符合预期，四季度销售旺季库存跌价影响小

我们估算，2018 年四季度 PDH 单吨利润 1129 元/吨，环比+181 元/吨，丙烯酸-丙烯单吨利润 1179 元/吨，环比+237 元/吨，聚丙烯-丙烯单吨利润 537 元/吨，环比+345 元/吨。我们据此测算出 2018 年全年业绩在 9.3 亿左右，四季度在 3 个亿左右，公司年报公告业绩基本符合我们预期。四季度产品迎来销售旺季，公司库存环比下降 4 亿，库存跌价影响小于市场预期。

### 2019Q1 同比大增，环比略降因新项目一二期对接检修

公司公告 2019 年一季度业绩 2.3-3.3 亿元，同比增长 103.29%-191.67%，同比大幅增长主要是因为去年同期，公司嘉兴生产基地装置意外停产带来的低基数。环比略有下降主要原因：受春节假期需求影响及一、二期装置撤头工作的开展，使得一期 45 万吨的 PDH 和 30 万吨的聚丙烯装置在一季度进行一个月的年度检修。

### 展望 2019 年，丙烯供给存在压力；丙烯酸供需温和趋好。

2019 年，我们预计丙烯产能增量大概在 580 万吨，同比增长 16.5%，有一定供给压力。丙烯酸行业，预计 2019 年新增产能 16 万吨，同比增长 5.2%，丙烯酸供需关系温和趋好。装置利润方面，目前 PDH 单吨利润 1041 元/吨，环比-87 元/吨，丙烯酸-丙烯单吨利润 1334 元/吨，环比+155 元/吨，聚丙烯-丙烯单吨利润 634 元/吨，环比+98 元/吨。

### 乙烷裂解一期预计 2020 年建成投产，项目利润值得期待

工程进度方面，公司连云港石化主装置具备施工条件，配套乙烷储罐、码头等设施已全面施工。储运配套方面，公司已与韩国公司举行 3 艘 VLEC 船签订仪式，未来将会投资 50 亿订造 6 艘 VLEC 运输船，并于 2020 年建成交付。根据我们监测，2019 年 1 季度石脑油制乙烯单吨利润 1415 元/吨，乙烷裂解制乙烯单吨利润 2627 元/吨，乙烷路线仍具非常明显的成本优势和乐观的盈利前景。

### 公司盈利预测、估值、及投资评级

考虑到公司产品所处行业在 2019、2020 年的供需变化，我们上调 2019 年业绩为 13.7 亿（前值 13.2 亿）、下调 2020 年业绩为 17.7 亿（前值 18.1 亿）当前股价对应 19/20/21 年 PE10.7/8.3/4.9 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**国际油价大跌的风险；公司产品受产能增速过快价格大跌的风险；VLEC 船建造不及预期的风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,187.92	10,029.30	10,748.10	13,623.94	21,306.68
增长率(%)	52.91	22.49	7.17	26.76	56.39
EBITDA(百万元)	1,580.77	1,983.02	2,117.46	2,715.21	4,412.91
净利润(百万元)	942.46	940.63	1,365.59	1,770.18	3,007.73
增长率(%)	202.49	(0.19)	45.18	29.63	69.91
EPS(元/股)	0.88	0.88	1.28	1.66	2.82
市盈率(P/E)	15.47	15.50	10.69	8.25	4.86
市净率(P/B)	2.02	1.81	1.58	1.35	1.07
市销率(P/S)	1.78	1.45	1.36	1.07	0.69
EV/EBITDA	10.92	5.23	6.80	4.66	4.13

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学原料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.68 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,065.61
流通 A 股股本(百万股)	1,036.07
A 股总市值(百万元)	14,577.56
流通 A 股市值(百万元)	14,173.43
每股净资产(元)	7.54
资产负债率(%)	41.42
一年内最高/最低(元)	17.88/8.98

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**贾广博** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

**刘子栋** 联系人  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 股价走势



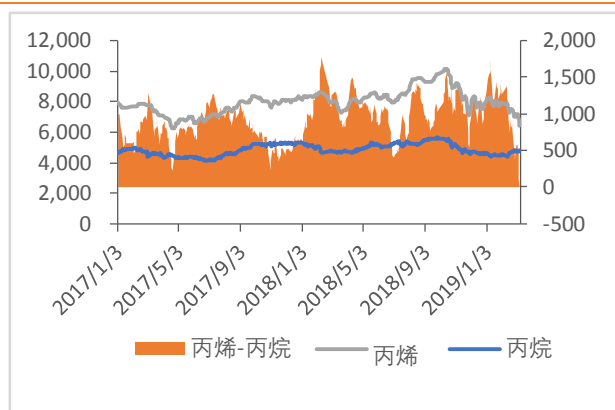
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《卫星石化-公司点评:PDH 二期顺利投产，2019 年业绩可期》 2019-02-13
- 2 《卫星石化-季报点评:看好四季度丙烯酸酯盈利改善及 PDH 二期投产》 2018-10-23
- 3 《卫星石化-半年报点评:业绩逐季回升，看好成长性》 2018-08-13

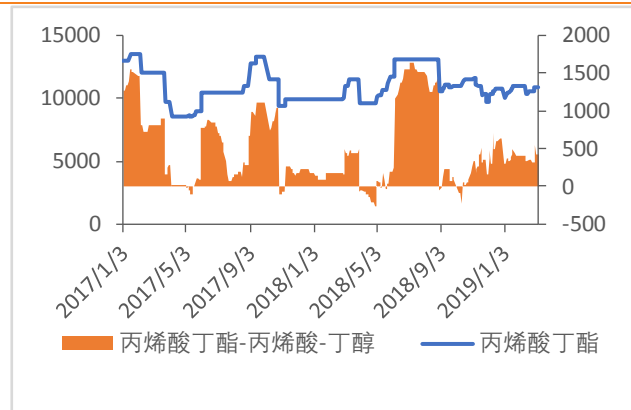


图 1: 丙烯-丙烷单吨利润 (元/吨)



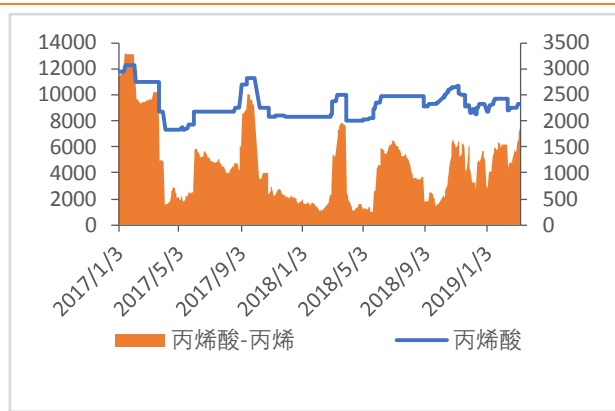
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 2: 丙烯酸丁酯-丙烯酸-丁醇单吨利润 (元/吨)



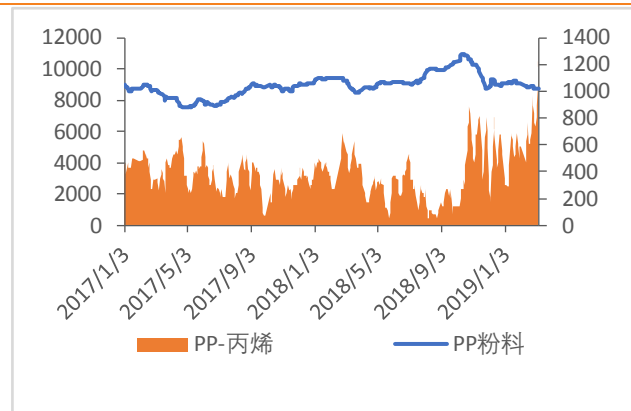
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 3: 丙烯酸-丙烯单吨利润 (元/吨)



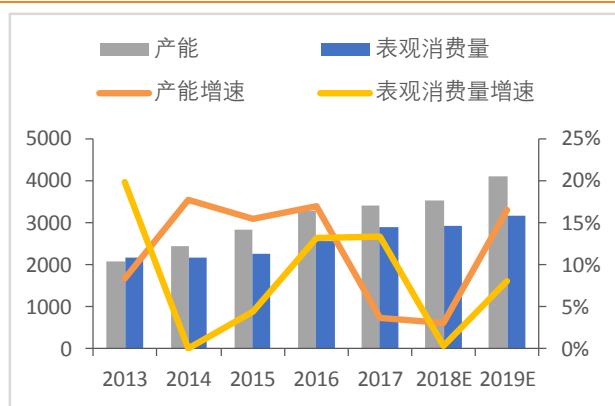
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 4: PP 粉料-丙烯单吨利润 (元/吨)



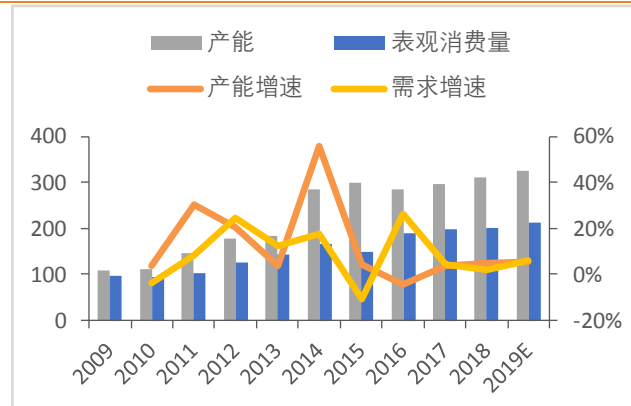
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 5: 丙烯供需平衡表 (万吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 6: 丙烯酸供需平衡表 (万吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,695.94	3,125.01	859.85	2,132.13	1,704.53	营业收入	8,187.92	10,029.30	10,748.10	13,623.94	21,306.68
应收账款	378.30	451.85	7,310.67	2,528.84	12,859.31	营业成本	6,182.12	7,954.68	8,484.17	10,700.43	16,471.68
预付账款	104.57	183.07	1,466.63	614.01	2,588.82	营业税金及附加	30.68	39.25	42.06	53.32	83.39
存货	761.85	553.97	4,630.80	1,908.35	8,157.67	营业费用	226.53	249.30	267.17	338.65	529.62
其他	2,273.93	2,488.33	85.67	114.98	169.50	管理费用	502.82	264.10	283.03	358.75	561.06
<b>流动资产合计</b>	<b>5,214.60</b>	<b>6,802.22</b>	<b>14,353.62</b>	<b>7,298.31</b>	<b>25,479.84</b>	财务费用	135.78	76.32	161.22	204.36	319.60
长期股权投资	96.46	510.74	510.74	510.74	510.74	资产减值损失	5.98	12.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,282.84	3,280.54	5,416.38	7,520.39	11,690.72	公允价值变动收益	(24.83)	8.61	5.11	(1.28)	(0.85)
在建工程	653.98	2,028.27	882.85	960.41	1,817.97	投资净收益	(42.29)	35.86	(3.11)	(3.11)	(3.11)
无形资产	376.16	411.78	402.60	393.42	384.24	其他	128.28	337.87	(4.01)	8.79	7.92
其他	559.65	705.10	316.11	180.36	147.63	<b>营业利润</b>	<b>1,042.86</b>	<b>1,050.51</b>	<b>1,512.45</b>	<b>1,964.04</b>	<b>3,337.38</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,969.09</b>	<b>6,936.43</b>	<b>7,528.68</b>	<b>9,565.32</b>	<b>14,551.30</b>	营业外收入	2.71	0.90	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>10,183.68</b>	<b>13,738.65</b>	<b>21,882.30</b>	<b>16,863.63</b>	<b>40,031.15</b>	营业外支出	20.73	5.67	0.00	0.00	0.00
短期借款	1,718.42	3,588.16	661.50	120.00	4,354.80	<b>利润总额</b>	<b>1,024.84</b>	<b>1,045.74</b>	<b>1,512.45</b>	<b>1,964.04</b>	<b>3,337.38</b>
应付账款	625.59	1,473.62	8,895.92	4,182.38	15,949.67	所得税	89.74	110.35	159.60	207.25	352.17
其他	584.91	576.13	2,807.20	1,423.77	4,888.63	<b>净利润</b>	<b>935.10</b>	<b>935.39</b>	<b>1,352.85</b>	<b>1,756.79</b>	<b>2,985.21</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,928.92</b>	<b>5,637.91</b>	<b>12,364.62</b>	<b>5,726.15</b>	<b>25,193.10</b>	少数股东损益	(7.35)	(5.23)	(12.74)	(13.40)	(22.53)
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	1,026.11	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>942.46</b>	<b>940.63</b>	<b>1,365.59</b>	<b>1,770.18</b>	<b>3,007.73</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.88	0.88	1.28	1.66	2.82
其他	44.23	53.29	200.00	200.00	200.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.23</b>	<b>53.29</b>	<b>300.00</b>	<b>300.00</b>	<b>1,226.11</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,973.15</b>	<b>5,691.20</b>	<b>12,664.62</b>	<b>6,026.15</b>	<b>26,419.21</b>						
少数股东权益	12.92	7.89	(4.85)	(18.25)	(40.77)	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1,063.71	1,065.61	1,067.51	1,067.51	1,067.51	<b>成长能力</b>					
资本公积	4,154.92	4,173.90	4,173.90	4,173.90	4,173.90	营业收入	52.91%	22.49%	7.17%	26.76%	56.39%
留存收益	6,104.81	6,970.81	8,155.02	9,788.22	12,585.19	营业利润	238.85%	0.73%	43.97%	29.86%	69.92%
其他	(4,125.82)	(4,170.76)	(4,173.90)	(4,173.90)	(4,173.90)	归属于母公司净利润	202.49%	-0.19%	45.18%	29.63%	69.91%
<b>股东权益合计</b>	<b>7,210.53</b>	<b>8,047.45</b>	<b>9,217.68</b>	<b>10,837.48</b>	<b>13,611.93</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>10,183.68</b>	<b>13,738.65</b>	<b>21,882.30</b>	<b>16,863.63</b>	<b>40,031.15</b>	毛利率	24.50%	20.69%	21.06%	21.46%	22.69%
						净利率	11.51%	9.38%	12.71%	12.99%	14.12%
						ROE	13.09%	11.70%	14.81%	16.31%	22.03%
						ROIC	22.85%	14.82%	18.47%	21.52%	36.73%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	29.20%	41.42%	57.88%	35.73%	66.00%
						净负债率	12.36%	-5.58%	-11.09%	100.98%	26.26%
						流动比率	1.78	1.21	1.16	1.27	1.01
						速动比率	1.52	1.11	0.79	0.94	0.69
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	22.70	24.16	2.77	2.77	2.77
						存货周转率	13.42	15.24	4.15	4.17	4.23
						总资产周转率	0.93	0.84	0.60	0.70	0.75
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.88	0.88	1.28	1.66	2.82
						每股经营现金流	0.53	0.71	1.89	4.52	0.66
						每股净资产	6.77	7.54	8.64	10.17	12.79
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	15.47	15.50	10.69	8.25	4.86
						市净率	2.02	1.81	1.58	1.35	1.07
						EV/EBITDA	10.92	5.23	6.80	4.66	4.13
						EV/EBIT	14.72	6.67	8.60	5.84	4.99

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com