

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

全年业绩平稳, 2019 年有望恢复增长

——卫星石化(002648)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2019-03-13)

收盘价(元)	13.80
一年内最高/最低(元)	17.88/8.98
沪深300指数	3724.19
市净率(倍)	1.83
流通市值(亿元)	142.98

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	7.54
每股经营现金流(元)	0.71
毛利率(%)	20.69
净资产收益率-摊薄(%)	11.70
资产负债率(%)	41.42
总股本/流通股(万股)	106561.08/103606.95
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《卫星石化(002648)公司点评报告: 单季业绩持续提升, 新项目保障未来业绩》
2019-02-28
- 《卫星石化(002648)中报点评: 二季度经营大幅好转, 多项目投产保障未来业绩》
2018-08-13
- 《卫星石化(002648)年报点评: 丙烯酸及酯景气保障业绩, 乙烷裂解提供长期空间》
2018-03-16

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

发布日期: 2019年03月14日

事件: 公司公布 2018 年业绩报告, 2018 年公司实现营业收入 100.29 亿元, 同比增长 22.49%, 实现归属于上市公司股东的净利润 9.41 亿元, 同比下滑 0.19%, 基本每股收益 0.89 元。公司同时公布了 2019 年一季度业绩预告, 预计一季度实现净利润 2.3 亿-3.3 亿元, 比上年同期增长 103.29%-191.67%。

- **嘉兴基地停产拖累全年业绩, 主营产品保持稳健。** 2018 年公司业绩小幅下滑, 主要是受一季度嘉兴工业园区蒸汽供应方事故影响, 造成嘉兴基地丙烯酸、丙烯酸酯装置、高吸水性树脂装置和颜料中间体装置停车。受此影响, 一季度仅实现 17.53 亿元收入和 1.13 亿元净利润, 拖累全年业绩。从主要产品看, 公司主营产品经营稳健。丙烯酸及酯实现收入 58.1 亿元, 同比增长 9.97%, 毛利率 22.51%, 同比下降 1.92 个百分点; 聚丙烯实现收入 24.9 亿元, 同比增长 35.43%, 毛利率 14.97%, 同比下降 7.77 个百分点, 主要是受聚丙烯价差收窄影响; SAP 树脂收入 3.4 亿元, 同比增长 443.17%, 毛利率 19.38%, 提升 18.6 个百分点, 显示公司的大客户战略取得较大进展。

- **单季度业绩逐步提升, 一季度业绩大幅增长。** 蒸汽恢复供应后, 公司加强了成本管理, 提高市场营运能力, 加上产品景气自 2018 年初以来不断提升。二季度以来公司经营不断好转, 单季度业绩持续提升。从单季度业绩看, 2018 年 Q1-Q4 净利润分别为 1.13、2.14、2.96 和 3.10 亿元。其中 Q4 净利润环比增长 4.73%, 同比增长 25.51%, 单季度业绩创历史新高。2019 年一季度公司预计实现净利润 2.3 亿-3.3 亿元, 同比大幅增长 103.29%-191.67%。一季度业绩增长主要有三方面因素, 一方面去年同期受园区事故影响基数较低, 另一方面今年 2 月 PDH 二期项目顺利开车, 贡献部分增量, 此外今年一季度丙烯酸价差同比大幅提升, 预计公司盈利能力同比有所提升。

- **2019 年业绩有望大幅改善。** 2019 年以来, 受市场库存低位及检修产能较多影响, 丙烯酸及酯供给受限, 价格持续上涨行业景气保持上升态势。2019 年行业仅卫星石化和上海华谊有新增产能在三季度投产, 对全年供给冲击有限, 预计丙烯酸行业景气具有保障。此外公司 45 万吨 PDH 项目二期于 2019 年 2 月顺利开车, 目前基本满负荷运转, 15 万吨聚丙烯二期、6 万吨 SAP 和 36 万吨丙烯酸及酯产能也将与年内陆续建成。丙烯酸行业景气的提升以及新增产能的投产将带来 2019 年业绩的大幅改善。

- **乙烷裂解项目提供长期成长空间。** 公司规划在连云港投入 300 多亿元建设乙烷裂解及 PDH 等项目, 总产能 400 万吨, 目前项目正有序推进, 项目设计、专利技术许可、长周期设备采购等一系列协议正式签订,

并实质性开展工作。公司与SUNOCO成立合资公司，运营乙烷出口设施，并完成了首批乙烷专用运输船的租赁协议签订。乙烷储罐区和码头也在开工建设。受益于美国页岩气革命，乙烷裂解制乙烯盈利前景可观。未来中美贸易谈判若进展顺利，有望为公司带来充足的廉价原料供应。届时乙烯项目有望为公司盈利提供长期增长空间。

- **盈利预测和投资建议：**预计公司2019、2020年EPS分别为1.16元和1.47元，以3月13日收盘价13.80元计算，对应PE分别为11.9倍和9.4倍，维持“增持”的投资评级。

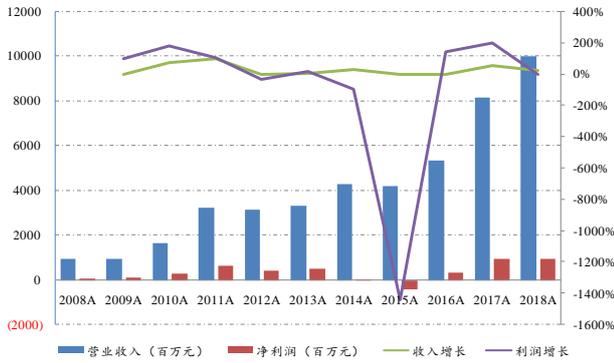
风险提示：产品价格大幅下滑、新项目进度不及预期

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8187.9	10029.3	11934.9	14321.8	17043.0
增长比率	52.9%	22.5%	19.0%	20.0%	19.0%
净利润(百万元)	942.5	940.6	1233.5	1568.1	1890.5
增长比率	202.5%	-0.2%	31.1%	27.1%	20.6%
每股收益(元)	0.88	0.88	1.16	1.47	1.77
市盈率(倍)	15.6	15.6	11.9	9.4	7.8

资料来源：贝格数据，中原证券

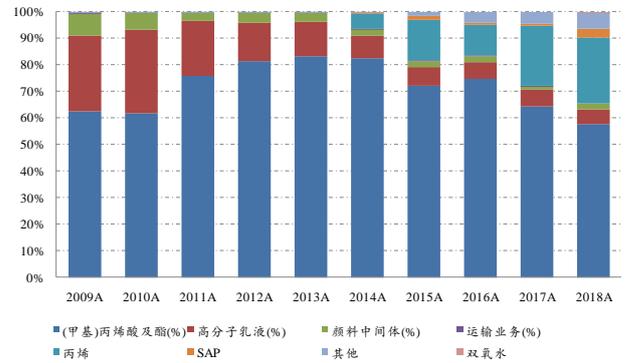


图 1: 公司历年业绩增长



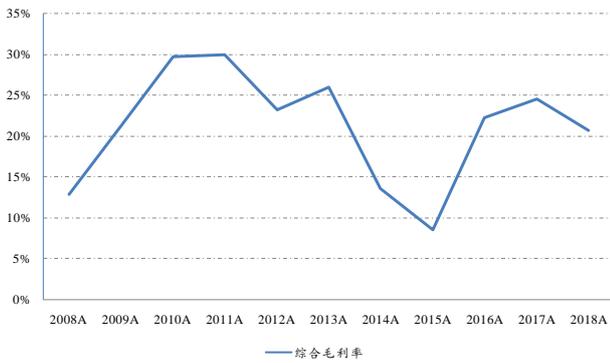
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8187.9	10029.3	11934.9	14321.8	17043.0	成长性					
减: 营业成本	6,182.1	7,954.7	9,333.1	11,171.0	13,293.5	营业收入增长率	52.9%	22.5%	19.0%	20.0%	19.0%
营业税费	30.7	39.3	44.2	53.0	63.1	营业利润增长率	238.9%	0.7%	38.8%	27.6%	20.3%
销售费用	226.5	249.3	331.8	383.5	451.2	净利润增长率	202.5%	-0.2%	31.1%	27.1%	20.6%
管理费用	502.8	264.1	728.0	873.6	1,039.6	EBITDA 增长率	82.1%	25.4%	1.9%	19.6%	16.5%
财务费用	135.8	76.3	44.4	-23.5	-46.1	EBIT 增长率	150.9%	32.5%	-3.3%	22.3%	19.3%
资产减值损失	6.0	12.8	-	6.3	6.4	NOPLAT 增长率	128.6%	-6.3%	26.7%	22.3%	19.3%
加: 公允价值变动收益	-24.8	8.6	5.1	-1.3	-0.8	投资资本增长率	44.5%	19.2%	-12.9%	19.3%	-22.5%
投资和汇兑收益	-42.3	35.9	-	5.0	5.0	净资产增长率	112.9%	11.6%	10.8%	14.7%	15.1%
营业利润	1,042.9	1,050.5	1,458.5	1,861.7	2,239.4	利润率					
加: 营业外净收支	-18.0	-4.8	-	-7.6	-4.1	毛利率	24.5%	20.7%	21.8%	22.0%	22.0%
利润总额	1,024.8	1,045.7	1,458.5	1,854.1	2,235.3	营业利润率	12.7%	10.5%	12.2%	13.0%	13.1%
减: 所得税	89.7	110.4	218.8	278.1	335.3	净利润率	11.5%	9.4%	10.3%	10.9%	11.1%
净利润	942.5	940.6	1233.5	1568.1	1890.5	EBITDA/营业收入	19.3%	19.8%	16.9%	16.9%	16.5%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	14.3%	15.5%	12.6%	12.8%	12.9%
货币资金	1,695.9	3,125.0	1,800.6	1,696.0	5,157.8	运营效率					
交易性金融资产	-	4.0	6.0	3.3	4.4	固定资产周转天数	149	118	102	86	68
应收帐款	378.3	443.3	642.5	603.5	873.0	流动营业资本周转天数	60	71	41	52	51
应收票据	1,217.3	2,026.3	1,464.0	2,737.5	2,427.9	流动资产周转天数	175	216	191	159	186
预付帐款	104.6	183.1	114.5	248.2	197.2	应收帐款周转天数	16	15	16	16	16
存货	761.9	554.0	1,280.0	802.6	1,627.2	存货周转天数	27	24	28	26	26
其他流动资产	1,056.6	466.5	571.0	698.1	578.5	总资产周转天数	388	429	390	309	299
可供出售金融资产	98.0	98.0	98.0	98.0	98.0	投资资本周转天数	253	268	229	194	158
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	96.5	510.7	510.7	510.7	510.7	ROE	13.1%	11.7%	13.9%	15.4%	16.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	6.8%	10.2%	12.7%	12.0%
固定资产	3,282.8	3,280.5	3,458.2	3,368.3	3,091.2	ROIC	22.9%	14.8%	15.8%	22.1%	22.1%
在建工程	654.0	2,287.8	1,601.4	1,121.0	784.7	费用率					
无形资产	376.2	411.8	402.6	393.4	384.2	销售费用率	2.8%	2.5%	2.8%	2.7%	2.6%
其他非流动资产	461.6	347.6	199.9	127.7	121.6	管理费用率	6.1%	2.6%	6.1%	6.1%	6.1%
资产总额	10,183.7	13,738.6	12,149.5	12,408.2	15,856.6	财务费用率	1.7%	0.8%	0.4%	-0.2%	-0.3%
短期债务	1,718.4	3,588.2	-	-	-	三费/营业收入	10.6%	5.9%	9.3%	8.6%	8.5%
应付帐款	625.6	1,338.2	1,251.1	1,510.8	1,908.0	偿债能力					
应付票据	240.5	189.8	1,183.4	60.3	1,324.7	资产负债率	29.2%	41.4%	26.6%	17.6%	25.8%
其他流动负债	344.4	521.8	751.6	560.2	804.0	负债权益比	41.2%	70.7%	36.3%	21.3%	34.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.78	1.21	1.85	3.19	2.69
其他非流动负债	44.2	53.3	49.4	49.0	50.6	速动比率	1.52	1.11	1.44	2.81	2.29
负债总额	2,973.2	5,691.2	3,235.5	2,180.3	4,087.3	利息保障倍数	8.64	20.36	33.82	-78.18	-47.59
少数股东权益	12.9	7.9	14.1	22.0	31.5	分红指标					
股本	1,063.7	1,065.6	1,065.6	1,065.6	1,065.6	DPS(元)	0.09	0.09	0.35	0.25	0.34
留存收益	6,104.8	6,970.8	7,834.3	9,140.4	10,672.3	分红比率	9.9%	10.2%	30.0%	16.7%	19.0%
股东权益	7,210.5	8,047.4	8,914.0	10,227.9	11,769.3	股息收益率	0.6%	0.7%	2.5%	1.8%	2.4%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	935.1	935.4	1,233.5	1,568.1	1,890.5	EPS(元)	0.88	0.88	1.16	1.47	1.77
加: 折旧和摊销	548.3	543.0	517.9	579.5	622.6	BVPS(元)	6.75	7.54	8.35	9.58	11.02
资产减值准备	6.0	12.8	-	-	-	PE(X)	15.6	15.6	11.9	9.4	7.8
公允价值变动损失	24.8	-8.6	5.1	-1.3	-0.8	PB(X)	2.0	1.8	1.7	1.4	1.3
财务费用	146.3	86.7	44.4	-23.5	-46.1	P/FCF	-7.9	9.8	-13.3	197.2	3.9
投资收益	42.3	-35.9	-	-5.0	-5.0	P/S	1.8	1.5	1.2	1.0	0.9
少数股东损益	-7.4	-5.2	6.2	7.9	9.5	EV/EBITDA	9.0	7.4	6.4	5.3	3.4
营运资金的变动	-1,934.2	-82.2	676.1	-1,870.1	1,280.3	CAGR(%)	19.0%	26.6%	59.2%	19.0%	26.6%
经营活动产生现金流量	566.2	752.0	2,483.3	255.5	3,750.9	PEG	0.8	0.6	0.2	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-1,565.3	-1,498.2	-3.9	10.3	2.8	ROIC/WACC	2.2	1.4	1.5	2.1	2.1
融资活动产生现金流量	1,790.2	2,035.1	-3,803.7	-370.5	-291.9	REP	1.0	1.3	1.2	0.7	0.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。