

卫星石化 (002648)

证券研究报告

2019年04月07日

响水事件持续发酵，丙烯酸价格有望上涨

事件：2019年3月21日，江苏盐城响水天嘉宜化工发生爆炸；4月1日，江苏省发布关于征求《江苏省化工行业整治提升方案》意见稿；4月3日，泰兴市经济开发区的江苏中丹化工技术有限公司发生火灾；4月4日，盐城市决定彻底关闭响水化工园区。

点评如下：

1. 响水事件持续发酵，省内化工企业均可能面临环保整改压力

“3.21”响水事件爆发后，江苏省对环保安全高度重视，意见稿提出到2020年底，全省化工企业数量减少到2000家。到2022年，全省化工企业不超过1000家。同时意见稿也大力支持各地区建设“无化区”。就在意见稿出来的第三天，盐城市决定彻底关闭响水化工园区。

2. 受此次事件影响，丙烯酸供应可能会收紧

江苏是生产丙烯酸大省，2018年全国丙烯酸产能310万吨，江苏企业产能121万吨，占比接近40%。行业龙头昇科化工产能48万吨，距离发生事故的江苏中丹不到2公里。受响水化工园区爆炸和江苏中丹火灾事件影响，我们预计后期江苏省会进一步加大对省内化工企业安全检查和监管力度，丙烯酸企业开工情况同比将有所下降。

3. 供给收缩，看好丙烯酸行业利润迎来改善

受春节下游停工影响，2019年1季度丙烯酸-丙烯单吨利润1118元/吨，环比下降152元/吨。进入4月份，我们预计在下游恢复生产叠加上游供给端收缩的背景下，丙烯酸行业利润将迎来改善。

4. 巩固行业龙头地位，市场话语权进一步提高

公司目前丙烯酸产能48万吨，同昇科化工并列行业第一。2019年底，公司36万吨丙烯酸大概率投产，届时公司将有望成为行业的绝对龙头。2018年以前，丙烯酸企业报价多参考第三方资讯公司，企业自身缺乏独立的定价体系。2018年，卫星石化开始组建自己的定价机制，逐步摆脱对第三方的依赖，时隔一年，公司定价已经较为成熟、合理。公司在江苏中丹火灾事件后，丙烯酸报价提高500元/吨，我们预计此次事件后，公司在丙烯酸行业市场话语权将进一步提高。

公司盈利预测、估值、及投资评级

维持19/20/21年业绩为13.7/17.7/30.1亿，当前股价对应19/20/21年PE14.0/10.8/6.4倍，维持“买入”评级。

风险提示：安全检查力度低于预期的风险；丙烯酸生产企业无影响的风险；丙烯价格上涨，成本端挤压丙烯酸利润的风险

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)	20.27	20.31	13.99	10.79	6.35
市净率(P/B)	2.65	2.38	2.07	1.76	1.40
市销率(P/S)	2.33	1.91	1.78	1.40	0.90
EV/EBITDA	10.92	5.23	8.92	6.32	5.15

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	17.93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)	19,106.40
流通A股市值(百万元)	18,576.73
每股净资产(元)	7.54
资产负债率(%)	41.42
一年内最高/最低(元)	17.93/8.98

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

- 《卫星石化-年报点评报告:2018年年报点评:业绩符合预期,三年成长性可期》2019-03-12
- 《卫星石化-公司点评:PDH二期顺利投产,2019年业绩可期》2019-02-13
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,695.94	3,125.01	859.85	2,130.23	1,704.53
应收账款	378.30	451.85	7,310.67	2,528.84	12,859.31
预付账款	104.57	183.07	1,466.63	614.01	2,588.82
存货	761.85	553.97	4,630.80	1,908.35	8,157.67
其他	2,273.93	2,488.33	85.67	114.98	169.50
流动资产合计	5,214.60	6,802.22	14,353.62	7,296.41	25,479.84
长期股权投资	96.46	510.74	510.74	510.74	510.74
固定资产	3,282.84	3,280.54	5,416.38	7,520.39	11,690.72
在建工程	653.98	2,028.27	882.85	960.41	1,817.97
无形资产	376.16	411.78	402.60	393.42	384.24
其他	559.65	705.10	316.11	180.36	147.63
非流动资产合计	4,969.09	6,936.43	7,528.68	9,565.32	14,551.30
资产总计	10,183.68	13,738.65	21,882.30	16,861.73	40,031.15
短期借款	1,718.42	3,588.16	663.40	120.00	4,356.32
应付账款	625.59	1,473.62	8,895.92	4,182.38	15,949.67
其他	584.91	576.13	2,807.20	1,423.77	4,888.63
流动负债合计	2,928.92	5,637.91	12,366.52	5,726.15	25,194.62
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	1,026.49
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.23	53.29	200.00	200.00	200.00
非流动负债合计	44.23	53.29	300.00	300.00	1,226.49
负债合计	2,973.15	5,691.20	12,666.52	6,026.15	26,421.11
少数股东权益	12.92	7.89	(4.85)	(18.25)	(40.77)
股本	1,063.71	1,065.61	1,065.61	1,065.61	1,065.61
资本公积	4,154.92	4,173.90	4,173.90	4,173.90	4,173.90
留存收益	6,104.81	6,970.81	8,155.02	9,788.22	12,585.19
其他	(4,125.82)	(4,170.76)	(4,173.90)	(4,173.90)	(4,173.90)
股东权益合计	7,210.53	8,047.45	9,215.78	10,835.58	13,610.03
负债和股东权益总	10,183.68	13,738.65	21,882.30	16,861.73	40,031.15

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	935.10	935.39	1,365.59	1,770.18	3,007.73
折旧摊销	548.26	542.98	443.79	546.81	755.94
财务费用	146.31	86.71	161.22	204.36	319.60
投资损失	42.29	(35.86)	3.11	3.11	3.11
营运资金变动	(1,934.24)	(209.11)	52.03	2,311.16	(3,355.05)
其它	828.52	(568.16)	(7.63)	(14.68)	(23.37)
经营活动现金流	566.25	751.97	2,018.12	4,820.95	707.95
资本支出	620.51	2,427.42	1,089.03	2,668.00	5,760.79
长期投资	0.27	414.28	0.00	0.00	0.00
其他	(2,186.12)	(4,339.93)	(2,331.80)	(5,333.82)	(11,526.90)
投资活动现金流	(1,565.34)	(1,498.23)	(1,242.78)	(2,665.83)	(5,766.11)
债权融资	1,726.25	3,588.16	863.40	320.00	5,482.82
股权融资	2,836.02	(81.39)	(134.36)	(174.36)	(289.60)
其他	(2,772.07)	(1,471.71)	(3,769.55)	(1,030.38)	(560.75)
筹资活动现金流	1,790.20	2,035.06	(3,040.51)	(884.74)	4,632.46
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	791.10	1,288.80	(2,265.16)	1,270.38	(425.69)

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,187.92	10,029.30	10,748.10	13,623.94	21,306.68
营业成本	6,182.12	7,954.68	8,484.17	10,700.43	16,471.68
营业税金及附加	30.68	39.25	42.06	53.32	83.39
营业费用	226.53	249.30	267.17	338.65	529.62
管理费用	502.82	264.10	283.03	358.75	561.06
财务费用	135.78	76.32	161.22	204.36	319.60
资产减值损失	5.98	12.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(24.83)	8.61	5.11	(1.28)	(0.85)
投资净收益	(42.29)	35.86	(3.11)	(3.11)	(3.11)
其他	128.28	337.87	(4.01)	8.79	7.92
营业利润	1,042.86	1,050.51	1,512.45	1,964.04	3,337.38
营业外收入	2.71	0.90	0.00	0.00	0.00
营业外支出	20.73	5.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,024.84	1,045.74	1,512.45	1,964.04	3,337.38
所得税	89.74	110.35	159.60	207.25	352.17
净利润	935.10	935.39	1,352.85	1,756.79	2,985.21
少数股东损益	(7.35)	(5.23)	(12.74)	(13.40)	(22.53)
归属于母公司净利润	942.46	940.63	1,365.59	1,770.18	3,007.73
每股收益(元)	0.88	0.88	1.28	1.66	2.82

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	52.91%	22.49%	7.17%	26.76%	56.39%
营业利润	238.85%	0.73%	43.97%	29.86%	69.92%
归属于母公司净利润	202.49%	-0.19%	45.18%	29.63%	69.91%
获利能力					
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%
偿债能力					
资产负债率	29.20%	41.42%	57.88%	35.74%	66.00%
净负债率	12.36%	-5.58%	-11.09%	100.99%	26.27%
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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	8.65	10.19	12.81
估值比率					
市盈率	20.27	20.31	13.99	10.79	6.35
市净率	2.65	2.38	2.07	1.76	1.40
EV/EBITDA	10.92	5.23	8.92	6.32	5.15
EV/EBIT	14.72	6.67	11.29	7.91	6.22

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