

卫星石化 (002648): 业绩大增符合预期 羽化成蝶尚需等待

——公司半年度财报点评

2019年08月01日

强烈推荐/维持

卫星石化 公司报告

报告摘要:

- **事件:** 公司发布 2019 年半年度报告, 报告期内公司实现营业收入 51.6 亿元, 同比增长 18.39%; 归属于上市公司股东的净利润 5.57 亿元, 同比增长 70.43%
- **受益于 PDH 二期投产, 公司单季度盈利创下新高。** 公司年产 45 万吨丙烷脱氢制丙烯二期装置、年产 15 万吨聚丙烯二期装置分别于今年二月和五月一次性开车成功。受益于生产规模的扩大, 公司上半年实现营收 51.6 亿元, 在丙烯、丙烯酸价格下控的大背景下逆势大幅增长 18.39%; 其中丙烯业务贡献营收 13.97 亿元, 同比增长 90.1%。二季度单季度实现归母净利润 3.37 亿元, 创下单季度盈利新高。
- **一体化优势显现, 公司毛利率全面提升。** 19 年上半年全球各大经济体经济下行压力增大, 中美贸易战的阴霾挥之不去, 需求不振导致原油价格呈现震荡偏弱的格局, 丙烯、丙烯酸等产品价格上半年也是震荡下行。上半年公司丙烯、丙烯酸及酯、高分子乳液、SAP 毛利率分别为 16.25%、26.63%、35.57% 和 22.38%, 同比分别上涨 0.36%、9.56%、3.91% 和 9.00%。PDH 丙烯 19H1 价差 2767 元/吨, 较 18 年均值下降 531 元/吨, 但公司 PDH 二期投产后规模增大摊薄成本, 毛利率略有提升。上半年受到江苏化工园区爆炸影响, 丙烯酸供应市场较为紧张, 丙烯酸及酯价格比较坚挺, 原料端降价利好体现在公司毛利增长上, 公司一体化优势得以显现。值得注意的是公司 SAP 生产继续改善, 产品质量和毛利率大幅提升, 上半年贡献毛利超 4000 万。
- **C3 产业链继续完善, C2 项目有序进行。** 公司平湖基地年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯一阶段项目进入建设阶段, 年产 6 万吨高吸水性树脂三期装置已处于调试阶段。C3 产业链继续完善将为公司提供稳定盈利增长。另外连云港石化有限公司乙烷裂解项目也在有序推进, 在油价位于 40-80 美元/桶区间内乙烷裂解为最具竞争力的烯烃制备工艺。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019 年-2021 年的营业收入分别为 114.29 亿元、145.88 亿元和 339.76 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 12.78 亿元、16.48 亿元和 30.36 亿元, 每股收益分别为 1.20 元、1.55 元和 2.85 元, 对应 PE 分别为 11 倍、9 倍和 5 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。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,187.92	10,029.3	11,428.6	14,588.0	33,976.1
增长率(%)	52.91%	22.49%	13.95%	27.64%	132.90%
净利润(百万元)	935.10	935.39	1,278.17	1,648.16	3,036.36
增长率(%)	204.57%	0.03%	36.65%	28.95%	84.23%
净资产收益率(%)	13.09%	11.70%	13.99%	15.61%	23.01%
每股收益(元)	1.04	0.89	1.20	1.55	2.85
PE	13.15	15.37	11.39	8.83	4.79
PB	2.02	1.81	1.59	1.38	1.10

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是国内最大、全球前五大丙烯酸制造商, 是国内第一家以丙烷为原料形成 C3 产业一体化格局的民营上市企业。同时进军 C2 产业链, 乙烷裂解项目正在建设中。

未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-11 (计划) 非公开发行股票募集资金 30 亿元。

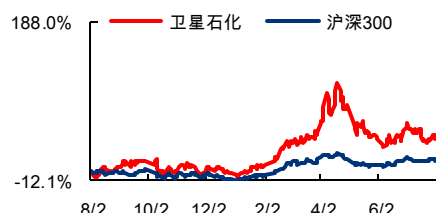
发债及交叉持股介绍:

2019-6-5 发行不超过 28 亿元公司债

交易数据

52 周股价区间(元)	13.98-10.73
总市值(亿元)	148.97
流通市值(亿元)	145
总股本/流通 A 股(万股)	106561/103718
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.29

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

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

研究助理

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

附表：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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	5215	6802	5508	6787	15321	营业收入	8188	10029	11429	14588	33976
货币资金	1696	3125	2514	2626	4757	营业成本	6182	7955	8902	11242	27556
应收账款	361	443	564	799	2048	营业税金及附加	31	39	45	57	133
其他应收款	17	9	10	12	29	营业费用	227	249	353	492	1145
预付款项	105	183	262	362	607	管理费用	503	264	301	384	895
存货	762	554	608	1355	3322	财务费用	136	76	304	488	569
其他流动资产	1055	458	-172	-646	-839	资产减值损失	5.98	12.80	6.56	10.20	15.57
非流动资产合计	4969	6936	13877	20571	21914	公允价值变动收益	-24.83	8.61	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	96	511	511	511	511	投资净收益	-42.29	35.86	-11.26	4.35	7.78
固定资产	3283	3281	5861	8851	10874	营业利润	1043	1051	1506	1920	3671
无形资产	376	412	391	372	354	营业外收入	2.71	0.90	1.03	1.31	3.05
其他非流动资产	0	89	89	89	89	营业外支出	20.73	5.67	24.93	9.87	15.68
资产总计	10184	13739	19385	27358	37235	利润总额	1025	1046	1482	1912	3658
流动负债合计	2929	5638	10151	13182	12842	所得税	90	110	204	263	622
短期借款	1718	3588	8097	10793	7854	净利润	935	935	1278	1648	3036
应付账款	606	1338	1329	1511	3333	少数股东损益	-7	-5	-2	-4	-4
预收款项	179	209	255	325	521	归属母公司净利润	942	941	1280	1652	3040
一年内到期的非流	8	0	4	0	0	EBITDA	1700	1725	2467	3440	5421
非流动负债合计	44	53	59	3573	11157	EPS (元)	1.04	0.89	1.20	1.55	2.85
长期借款	0	0	0	3500	11000	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2973	5691	10210	16755	23999	成长能力					
少数股东权益	13	8	6	3	-1	营业收入增长	52.91%	22.49%	13.95%	27.64%	132.90%
实收资本 (或股本)	1064	1066	1066	1066	1066	营业利润增长	238.85%	0.73%	43.39%	27.47%	91.18%
资本公积	4155	4174	4174	4174	4174	归属于母公司净利	36.06%	29.05%	36.06%	29.05%	84.08%
未分配利润	1705	2515	3497	4765	7098	获利能力					
归属母公司股东权	7198	8040	9146	10579	13216	毛利率 (%)	22.28%	24.50%	20.69%	22.11%	22.94%
负债和所有者权益	10184	13739	19385	27358	37235	净利率 (%)	11.42%	9.33%	11.18%	11.30%	8.94%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	9.25%	6.85%	6.60%	6.04%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	13.09%	11.70%	13.99%	15.61%	23.01%
经营活动现金流	566	752	3059	2482	1169	偿债能力					
净利润	935	935	1278	1648	3036	资产负债率 (%)	29%	41%	53%	61%	64%
折旧摊销	521.74	598.30	740.98	1169.29	1359.86	流动比率	1.78	1.21	0.54	0.51	1.19
财务费用	136	76	304	488	569	速动比率	1.52	1.11	0.48	0.41	0.93
应付帐款的变化	0	0	-120	-236	-1249	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	46	70	196	总资产周转率	0.93	0.84	0.69	0.62	1.05
投资活动现金流	-1565	-1498	-7722	-7869	-2711	应收账款周转率	24	25	23	21	24
公允价值变动收益	-25	9	0	0	0	应付账款周转率	12.52	10.32	8.57	10.27	14.03
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	-42	36	-11	4	8	每股收益 (最新摊	1.04	0.89	1.20	1.55	2.85
筹资活动现金流	1790	2035	4052	5499	3673	每股净现金流 (最新	0.74	1.21	-0.57	0.10	2.00
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.77	7.54	8.58	9.93	12.40
长期借款增加	0	0	0	3500	7500	估值比率					
普通股增加	260	2	0	0	0	P/E	13.15	15.37	11.39	8.83	4.79
资本公积增加	2722	19	0	0	0	P/B	2.02	1.81	1.59	1.38	1.10
现金净增加额	791	1289	-611	112	2131	EV/EBITDA	8.58	8.72	8.17	7.63	5.29

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	一季报点评: 丙烯酸涨价修复业绩 布局氢能抢占先机	2019-04-18
公司	2018 年度报告点评: 公司业绩进入上行快车道	2019-03-11
公司	18 年业绩快报点评: 业绩低点已过产能投放巩固行业龙头地位	2019-02-28
公司	深度报告: 近看 C3 产能翻倍 远看 C2 业务腾飞	2018-12-03

资料来源: 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。
单击此处输入文字。

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。