天风证券 TF SECURITIES

卫星石化（002648）

证券研究报告
2020 年 02 月 02 日

2019 业绩预告点评：以量补价业绩获增长，丙烷涨价短期影响有望消退

事项：公司业绩预告，2019 年归母净利润 12.5-13.5 亿，同比增长 32.9%-43.5%。2019Q4 季度，归母净利润 3.3-4.3 亿，同比增长 3.1-34.6%，环比在-10.1%至 17.3%之间。以量补价是全年业绩增长的主要原因。

新项目投产带来的以量补价是全年业绩增长的主要原因

1）除 PP 外，全年主要产品价差呈现不同程度下跌

2019 年，PP 单吨利润 931 元/吨，同比+318 元/吨，除 PP 外，其他产品价差均呈现不同程度下跌，具体来看，PDH 单吨利润 948 元/吨，同比-150 元/吨，丙烯酸单吨利润 383 元/吨，同比-42 元/吨，丙烯酸丁酯单吨利润 498 元/吨，同比-274 元/吨。

2）新项目投产带来以量补价

公司二期 PDH 和 PP 项目分别于 2019 年的 2 月和 5 月投产，同去年相比，丙烯相当于多贡献了 10 个月的产量，增量预计在 37.5 万吨左右，PP 相当于多贡献了 7 个月的产量，增量预计在 8.8 万吨左右。

高价原料丙烷难以持续，PDH 价差有望回升

2019 年四季度以来，丙烷价格持续攀高，华东到岸价一度从 417.5 美元/吨涨至 622.5 美元/吨，涨幅高达 205 美元/吨，PDH 价差受此影响收窄至盈亏附近。丙烷价格大幅上涨的主要原因有：供给端，沙特油田遇袭后，部分炼厂检修影响了丙烷供给；需求端，1）美国中西部大量谷物需要丙烷烘干，拉动了丙烷需求，2）进入冬季，丙烷的燃料属性增强。 我们认为，这些因素均是短期因素，不会对丙烷供需构成长期影响，冬去春来后，丙烷价格大概率会回落，PDH 价差有望回升。

丙烯酸及酯价格处于历史低位，继续向下探底可能性不大

受终端需求影响，2019 年丙烯酸及酯价格一路下跌，华东地区丙烯酸及酯价格全年跌去了近 2000 元/吨，丙烯酸利润也因此大打折扣，我们估算，全年丙烯酸单吨利润仅 383 元/吨。当前，丙烯酸价格 6800 元/吨，处于历史 17%分位水平，丙烯酸丁酯价格 8100 元/吨，处于历史 28%分位水平，丙烯酸及酯价格均在历史低位，丙烯酸盈利微薄，价格继续探底可能性不大。

中美签订第一阶段经贸协议，乙烷裂解项目最大外部风险大概率消除

2020 年 1 月 15 日，中美双方正式签署第一阶段经贸协议。随着协议的签订，中美经贸关系将进入缓和期，2020 年是经贸协议执行的第一年，也是公司乙烷裂解项目投产的元年，美国乙烷预计将会顺利抵达连云港，公司乙烷裂解项目最大外部风险大概率消除。

盈利预测、估值、及投资评级

维持 19/20/21 年业绩预测 13.7/ 17.7/30.1 亿元，当前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 12.7/9.8/5.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价暴跌的风险；丙烯酸及酯价格继续下跌的风险；丙烷价格大幅反弹的风险

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	2,022.20	2,824.25	5,248.20
净利润(百万元)	942.46	940.63	1,365.61	1,770.16	3,007.72
增长率(%)	202.49	(0.19)	45.18	29.62	69.91
EPS(元/股)	0.88	0.88	1.28	1.66	2.82
市盈率(P/E)	18.39	18.42	12.69	9.79	5.76
市净率(P/B)	2.41	2.16	1.89	1.18	0.94
市销率(P/S)	2.12	1.73	1.61	1.27	0.81
EV/EBITDA	10.92	5.23	8.17	9.41	5.17

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	16.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,065.71
流通 A 股股本(百万股)	1,038.19
A 股总市值(百万元)	17,328.38
流通 A 股市值(百万元)	16,881.01
每股净资产(元)	8.35
资产负债率(%)	48.30
一年内最高/最低(元)	22.85/10.27

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 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519090001
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-公司深度研究:进军 C2 产业链，开启新一轮高增长》2019-11-29

2《卫星石化-季报点评:Q3 净利润持续增长，经营性现金流大幅改善》2019-10-27

3《卫星石化-半年报点评:2019 半年报：业绩符合预期，积极布局》2019-07-31

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	4,740.17	4,245.05	6,638.90
应收票据及应收账款	1,578.15	2,469.66	1,600.31	2,769.45	4,064.48
预付账款	104.57	183.07	87.42	259.95	291.88
存货	761.85	553.97	1,113.18	881.66	2,321.86
其他	1,074.08	470.52	620.57	712.64	650.60
流动资产合计	**5,214.60**	**6,802.22**	**8,161.65**	**8,868.76**	**13,967.72**
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	4,609.61	6,215.02	20,427.52
在建工程	728.27	2,287.76	1,970.50	14,505.50	4,769.02
无形资产	376.16	411.78	402.60	393.42	384.24
其他	485.36	445.60	297.93	225.65	219.65
非流动资产合计	**4,969.09**	**6,936.43**	**7,791.38**	**21,850.33**	**26,311.17**
资产总计	**10,183.68**	**13,738.65**	**15,953.03**	**30,719.09**	**40,278.89**
短期借款	1,718.42	3,588.16	4,000.00	11,770.94	14,222.60
应付票据及应付账款	846.47	1,527.95	2,031.16	1,758.19	4,128.38
其他	364.02	521.80	702.44	610.95	1,134.94
流动负债合计	**2,928.92**	**5,637.91**	**6,733.60**	**14,140.09**	**19,485.91**
长期借款	0.00	0.00	0.00	1,851.89	2,367.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.23	53.29	49.41	48.98	50.56
非流动负债合计	**44.23**	**53.29**	**49.41**	**1,900.87**	**2,417.64**
负债合计	**2,973.15**	**5,691.20**	**6,783.01**	**16,040.95**	**21,903.55**
少数股东权益	12.92	7.89	(4.22)	(17.39)	(39.41)
股本	1,063.71	1,065.71	1,065.71	1,065.71	1,065.71
资本公积	4,154.92	4,173.90	4,173.90	8,142.23	9,246.21
留存收益	6,104.81	6,970.81	8,108.62	13,629.92	17,349.14
其他	(4,125.82)	(4,170.76)	(4,173.90)	(8,142.23)	(9,246.21)
股东权益合计	**7,210.53**	**8,047.45**	**9,170.02**	**14,678.14**	**18,375.34**
负债和股东权益总	**10,183.68**	**13,738.65**	**15,953.03**	**30,719.09**	**40,278.89**

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	53.30	83.40
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
研发费用	302.93	439.74	150.00	190.00	300.00
财务费用	135.78	76.32	11.20	14.40	19.60
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	(101.87)	(4.01)	8.79	7.92
营业利润	**1,042.86**	**1,050.51**	**1,512.47**	**1,964.01**	**3,337.36**
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**	**1,512.47**	**1,964.01**	**3,337.36**
所得税	89.74	110.35	159.60	207.25	352.17
净利润	**935.10**	**935.39**	**1,352.87**	**1,756.77**	**2,985.19**
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**	**1,365.61**	**1,770.16**	**3,007.72**
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%	29.85%	69.93%
归属于母公司净利润	202.49%	-0.19%	45.18%	29.62%	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%	14.89%	12.05%	16.33%
ROIC	22.85%	14.82%	16.81%	21.14%	12.54%
偿债能力					
资产负债率	29.20%	41.42%	42.52%	52.22%	54.38%
净负债率	0.42%	5.76%	-5.87%	64.37%	54.65%
流动比率	1.78	1.21	1.21	0.63	0.72
速动比率	1.52	1.11	1.05	0.56	0.60
营运能力					
应收账款周转率	5.77	4.96	5.28	6.24	6.24
存货周转率	13.42	15.24	12.89	13.66	13.30
总资产周转率	0.93	0.84	0.72	0.58	0.60
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	2.58	1.17	4.76
每股净资产	6.75	7.54	8.61	13.79	17.28
估值比率					
市盈率	18.39	18.42	12.69	9.79	5.76
市净率	2.41	2.16	1.89	1.18	0.94
EV/EBITDA	10.92	5.23	8.17	9.41	5.17
EV/EBIT	14.72	6.67	10.85	13.43	8.09

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	935.10	935.39	1,365.61	1,770.16	3,007.72
折旧摊销	548.26	542.98	498.53	845.83	1,891.23
财务费用	146.31	86.71	11.20	14.40	19.60
投资损失	42.29	(35.86)	3.11	3.11	3.11
营运资金变动	(1,931.03)	(216.12)	880.25	(1,366.82)	179.01
其它	825.31	(561.14)	(7.63)	(14.68)	(23.37)
经营活动现金流	**566.25**	**751.97**	**2,751.07**	**1,252.01**	**5,077.30**
资本支出	620.51	2,427.42	1,505.03	14,977.49	6,356.50
长期投资	0.27	414.28	0.00	0.00	0.00
其他	(2,186.12)	(4,339.93)	(3,013.23)	(29,952.38)	(12,719.90)
投资活动现金流	**(1,565.34)**	**(1,498.23)**	**(1,508.20)**	**(14,974.88)**	**(6,363.40)**
债权融资	1,726.25	3,588.16	4,201.95	13,692.76	16,680.30
股权融资	2,835.61	(81.39)	(14.34)	3,953.93	1,084.39
其他	(2,771.66)	(1,471.71)	(3,815.32)	(4,418.92)	(14,084.73)
筹资活动现金流	**1,790.20**	**2,035.06**	**372.29**	**13,227.76**	**3,679.95**
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**	**1,615.16**	**(495.11)**	**2,393.85**

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