

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50586308

新项目投产推动业绩创新高

——卫星石化(002648)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2020-02-03)

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.63 |
| 一年内最高/最低(元) | 22.85/10.78 |
| 沪深300指数 | 3688.36 |
| 市净率(倍) | 1.94 |
| 流通市值(亿元) | 151.89 |

基础数据(2019-9-30)

| | |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元) | 8.35 |
| 每股经营现金流(元) | 1.61 |
| 毛利率(%) | 25.60 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 10.36 |
| 资产负债率(%) | 48.30 |
| 总股本/流通股(万股) | 106583.08/103718.17 |
| 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

- 1 《卫星石化(002648)中报点评: 业绩大幅增长, 乙烷裂解项目提供长期空间》 2019-08-01
- 2 《卫星石化(002648)年报点评: 全年业绩平稳, 2019年有望恢复增长》 2019-03-14
- 3 《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

发布日期: 2020年02月04日

事件: 公司公布2019年业绩预告, 预计2019年公司实现归属于上市公司股东的净利润12.5-13.5亿元, 同比增长32.89%-43.52%, 全年业绩创历史新高。

- **PDH二期与聚丙烯项目投产推动业绩增长。** 公司主要产品包括丙烯、丙烯酸和丙烯酸酯, 其中丙烯酸及酯是最主要的利润来源。从公司业务来看, 2019年公司各产品景气度略有下滑, 其中丙烯酸价差同比下滑17.31%, PDH价差同比下滑16.03%。公司业绩增长主要来自于新项目投产带来的产能增量。2019年2月公司45万吨PDH二期项目投产, 5月15万吨聚丙烯项目投产, 受益于此, 公司PDH产能翻番, 聚丙烯产能提升50%。新项目产能的释放推动了产量的增长, 是全年业绩增长的主要动力。
- **四季度业绩创新高, 新项目扩产保障未来业绩。** 随着新项目产能的逐步释放, 公司业绩持续提升。从单季度业绩看, 2019年Q1-Q3净利润分别为2.2、3.37和3.65亿元, 呈现逐步提升的态势。根据业绩预告测算, 4季度业绩在3.28-4.28亿元, 同比增长3.15%-34.95%, 四季度季度业绩亦创历年新高。未来公司仍有30万吨丙烯酸及酯和6万吨SAP树脂陆续投产, 乙烯裂解项目也有望于2020年底建成, 新项目的投放有望保障公司未来业绩。
- **乙烷裂解项目提供长期成长空间。** 公司规划在连云港投入330亿元, 建设乙烷裂解及PDH等项目, 项目分两期总产能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。随着中美第一阶段经贸协议的签订, 中国将加大对美能源化工品的采购力度, 有望保障公司乙烷原料的供应。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1.21元和1.51元, 以2月3日收盘价14.63元计算, 对应PE分别为12.1倍和9.7倍, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 新项目进展低于预期, 产品价格大幅下跌

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

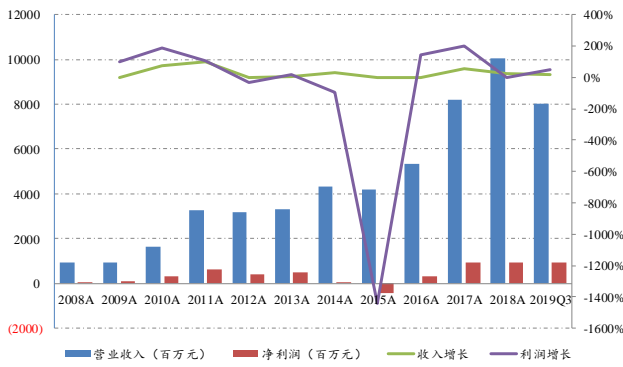
地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,188 | 10,029 | 12,015 | 13,575 | 18,934 |
| 增长比率(%) | 52.9 | 22.5 | 19.8 | 13.0 | 39.5 |
| 净利润(百万元) | 942 | 941 | 1,294 | 1,605 | 1,999 |
| 增长比率(%) | 202.5 | -0.2 | 37.5 | 24.1 | 24.6 |
| 每股收益(元) | 0.88 | 0.88 | 1.21 | 1.51 | 1.88 |
| 市盈率(倍) | 16.6 | 16.6 | 12.1 | 9.7 | 7.8 |

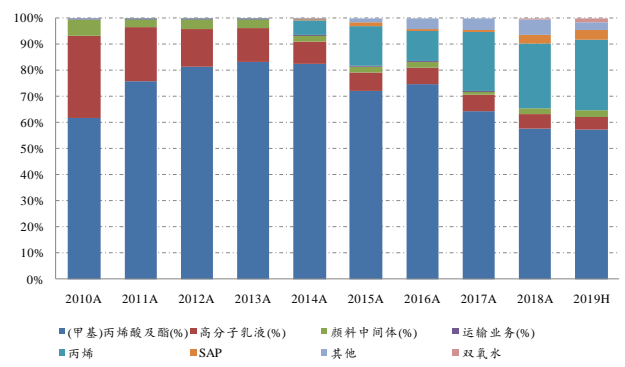
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



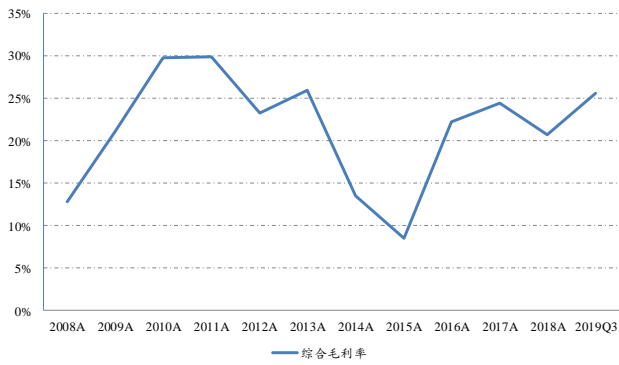
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



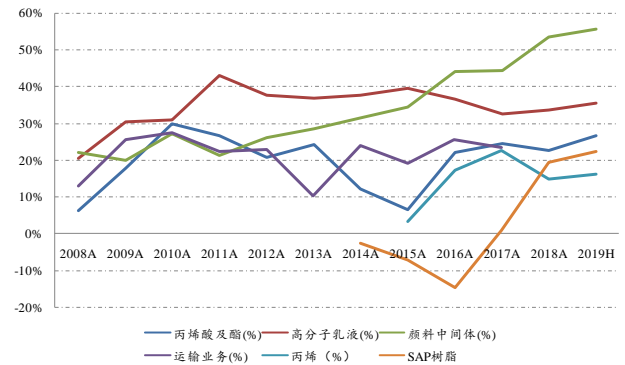
资料来源: 中原证券、wind

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

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 5215 | 6802 | 6266 | 7638 | 9897 |
| 现金 | 1696 | 3125 | 2243 | 3085 | 2824 |
| 应收票据及应收账款 | 1578 | 2470 | 2380 | 3099 | 4542 |
| 其他应收款 | 19 | 9 | 24 | 13 | 39 |
| 预付账款 | 105 | 183 | 162 | 228 | 315 |
| 存货 | 762 | 554 | 995 | 752 | 1715 |
| 其他流动资产 | 1055 | 462 | 462 | 462 | 462 |
| 非流动资产 | 4969 | 6936 | 8440 | 9354 | 12500 |
| 长期投资 | 96 | 511 | 922 | 1333 | 1743 |
| 固定资产 | 3283 | 3281 | 4730 | 5614 | 8237 |
| 无形资产 | 376 | 412 | 425 | 444 | 470 |
| 其他非流动资产 | 1214 | 2733 | 2363 | 1963 | 2050 |
| 资产总计 | 10184 | 13739 | 14706 | 16992 | 22397 |
| 流动负债 | 2929 | 5638 | 5341 | 6099 | 9560 |
| 短期借款 | 1718 | 3588 | 3588 | 3588 | 6184 |
| 应付票据及应付账款 | 846 | 1528 | 1267 | 1885 | 2566 |
| 其他流动负债 | 364 | 522 | 486 | 626 | 810 |
| 非流动负债 | 44 | 53 | 120 | 121 | 164 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 66 | 68 | 111 |
| 其他非流动负债 | 44 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 负债合计 | 2973 | 5691 | 5461 | 6220 | 9724 |
| 少数股东权益 | 13 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 股本 | 1064 | 1066 | 1066 | 1066 | 1066 |
| 资本公积 | 4155 | 4174 | 4174 | 4174 | 4174 |
| 留存收益 | 1950 | 2797 | 3929 | 5282 | 7041 |
| 归属母公司股东权益 | 7198 | 8040 | 9237 | 10764 | 12665 |
| 负债和股东权益 | 10184 | 13739 | 14706 | 16992 | 22397 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 566 | 752 | 1187 | 2508 | 1197 |
| 净利润 | 935 | 935 | 1294 | 1605 | 1999 |
| 折旧摊销 | 548 | 543 | 414 | 538 | 656 |
| 财务费用 | 136 | 76 | 138 | 140 | 210 |
| 投资损失 | 42 | -36 | 0 | 1 | 3 |
| 营运资金变动 | -1124 | -758 | -659 | 222 | -1671 |
| 其他经营现金流 | 29 | -9 | 0 | 1 | -1 |
| 投资活动现金流 | -1565 | -1498 | -1918 | -1454 | -3804 |
| 资本支出 | 528 | 1167 | 1093 | 503 | 2736 |
| 长期投资 | -57 | -439 | -411 | -411 | -411 |
| 其他投资现金流 | -1094 | -770 | -1236 | -1362 | -1479 |
| 筹资活动现金流 | 1790 | 2035 | -151 | -212 | -250 |
| 短期借款 | -7 | 1870 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -113 | 0 | 66 | 1 | 43 |
| 普通股增加 | 260 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2722 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1072 | 144 | -217 | -214 | -292 |
| 现金净增加额 | 753 | 1305 | -882 | 841 | -2857 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 8188 | 10029 | 12015 | 13575 | 18934 |
| 营业成本 | 6182 | 7955 | 9363 | 10559 | 14911 |
| 营业税金及附加 | 31 | 39 | 35 | 44 | 65 |
| 营业费用 | 227 | 249 | 421 | 406 | 615 |
| 管理费用 | 503 | 264 | 409 | 410 | 607 |
| 研发费用 | 0 | 440 | 72 | 81 | 114 |
| 财务费用 | 136 | 76 | 138 | 140 | 210 |
| 资产减值损失 | 6 | 13 | 12 | 14 | 19 |
| 其他收益 | 6 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -25 | 9 | 0 | -1 | 1 |
| 投资净收益 | -42 | 36 | -0 | -1 | -3 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1043 | 1051 | 1566 | 1919 | 2391 |
| 营业外收入 | 3 | 1 | 0 | 3 | 2 |
| 营业外支出 | 21 | 6 | 10 | 11 | 12 |
| 利润总额 | 1025 | 1046 | 1556 | 1910 | 2380 |
| 所得税 | 90 | 110 | 262 | 306 | 381 |
| 净利润 | 935 | 935 | 1294 | 1605 | 1999 |
| 少数股东损益 | -7 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 942 | 941 | 1294 | 1605 | 1999 |
| EBITDA | 1626 | 1712 | 2108 | 2588 | 3246 |
| EPS (元) | 0.88 | 0.88 | 1.21 | 1.51 | 1.88 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 52.9 | 22.5 | 19.8 | 13.0 | 39.5 |
| 营业利润 (%) | 238.9 | 0.7 | 49.0 | 22.6 | 24.6 |
| 归属母公司净利润 (%) | 202.5 | -0.2 | 37.5 | 24.1 | 24.6 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 24.5 | 20.7 | 22.1 | 22.2 | 21.2 |
| 净利率 (%) | 11.5 | 9.4 | 10.8 | 11.8 | 10.6 |
| ROE (%) | 13.0 | 11.6 | 14.0 | 14.9 | 15.8 |
| ROIC | 11.0 | 9.0 | 10.9 | 11.9 | 11.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 29.2 | 41.4 | 37.1 | 36.6 | 43.4 |
| 净负债比率 (%) | 1.0 | 6.4 | 16.0 | 6.0 | 28.1 |
| 流动比率 | 1.8 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.0 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 5.8 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| 应付账款周转率 | 5.8 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.88 | 0.88 | 1.21 | 1.51 | 1.88 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | -0.19 | 2.07 | 1.11 | 2.35 | 1.12 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 6.75 | 7.54 | 8.67 | 10.10 | 11.88 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 16.6 | 16.6 | 12.7 | 9.7 | 7.8 |
| P/B | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 10.7 | 10.4 | 8.9 | 6.9 | 6.4 |

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。