

卫星石化 (002648)：乙烷裂解项目将显著提升公司价值

2020年03月01日

强烈推荐/维持

卫星石化 公司报告

- **事件：**公司发布 2019 年业绩快报，报告期内公司实现营业收入 108 亿元，同比增长 7.68%；归属于上市公司股东的净利润 12.82 亿元，同比增长 36.33%。
- **PDH 二期投产是公司业绩增长主要原因，丙烷脱氢将保持长期竞争力。**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，公司全年实现营收 108 亿元，在丙烯、丙烯酸价格下挫的大背景下仍保持增长 7.68%。收到宏观经济形势的影响和国内新增丙烯产能的冲击，2019 年丙烯价格整体震荡下行，由年初 8250 元/吨连续下降至年末 6400 元/吨。但与此同时丙烷价格随原油价格走弱，全年大部分时间内丙烷裂解净利润保持在 1000-1500 元/吨之间，保持着对石脑油路线和煤制烯烃路线的成本优势。2020 年起国内丙烯产能将迎来大幅增长，多套 PDH 新装置投产将加速落后产能的淘汰，国内高成本 MTP 和西欧石脑油路线将面临较大冲击。公司丙烯下游聚丙烯、丙烯酸产能配套也继续扩张，2020 年预计还有新增 18 万吨/年丙烯酸产能投产，进一步巩固公司 C3 产业链一体化优势。
- **乙烷裂解项目建设受疫情影响，不改项目长期价值。**公司连云港石化有限公司乙烷裂解项目在有序推进当中，2019 年底大型设备极冷塔等完成吊装。新冠疫情项目建设产生阶段性的影响，但 2020 年前仍有望实现投产目标。乙烷裂解制乙烯具有收率高、成本低的优点，美国页岩气革命带来大量乙烷原料，乙烷裂解也成了全球乙烯产能的主要增长点。根据我们测算，未来美国本土新增乙烯产能及其衍生品的消纳量比较有限。新增乙烷供给及管道分离设施可以保证新增需求，乙烷价格将保持低位。公司乙烷裂解项目一期总投资 170 亿，根据历史原料和产品价格回测年均净利润超 20 亿元。在全球石化竞争日益加剧的情况下，成本优势愈发明显。相较于其他工艺，过去进口乙烷裂解成本优势维持在 1500-2000 元/吨，未来炼化项目配套的石脑油路线乙烯产能将会越来越少。乙烷裂解项目将显著增加公司短期业绩和长期价值。
- **新冠疫情对公司生产经营影响有限，防护用品原料需求格局或彻底改变。**受疫情影响，春节后下游企业复工较晚，需求阶段性收缩。公司下游配套了年产 45 万吨聚丙烯生产装置和年产 22 万吨双氧水生产装置，作为抗击疫情中口罩和消毒剂的主要原材料，春节期间满负荷生产未受影响。随着新冠疫情在全球多个国家的出现，长期来看疫情将唤醒公众卫生防护意识，地方医院建设和公众卫生需求将会促进防护用品和消毒剂需求的持续增长。公司生产经营收到疫情阶段性影响较为有限，不减长期投资价值。

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。

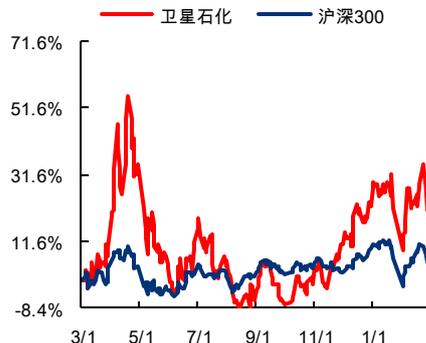
发债及交叉持股介绍：

2019-6-5 发行不超过 28 亿元公司债，于 2020 年 2 月 27 日起在深圳证券交易所上市

交易数据

52 周股价区间 (元)	16.19-13.6
总市值 (亿元)	172.54
流通市值 (亿元)	168.08
总股本/流通 A 股 (万股)	106571/103819
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.75

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

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	12,906.8	33,976.1
增长率 (%)	52.91%	22.49%	13.95%	22.10%	163.24%
净利润 (百万元)	935.10	935.39	1,278.17	1,364.57	3,016.69
增长率 (%)	204.57%	0.03%	36.65%	15.61%	121.07%
净资产收益率 (%)	13.09%	11.70%	13.99%	13.35%	23.47%
每股收益 (元)	1.04	0.89	1.20	1.28	2.83
PE	13.15	15.37	11.39	10.66	4.83
PB	2.02	1.81	1.59	1.42	1.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

研究助理：徐昆伦

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

研究助理：薛阳

010-66554090

xueyang@dxzq.net.cn

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、129.07 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、13.65 亿元和 30.17 亿元，每股收益分别为 1.20 元、1.28 元和 2.83 元，对应动态 PE 分别为 11.4 倍、10.6 倍和 4.8 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。

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

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	6469	15797	营业收入	8188	10029	11429	12907	33976
货币资金	1696	3125	2514	2323	4757	营业成本	6182	7955	8902	9987	27556
应收账款	361	443	564	707	2048	营业税金及附加	31	39	45	51	133
其他应收款	17	9	10	11	29	营业费用	227	249	353	435	1145
预付款项	105	183	262	345	589	管理费用	503	264	301	340	895
存货	762	554	608	1204	3322	财务费用	136	76	304	498	593
其他流动资产	1055	458	-172	-136	-347	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	20567	21911	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	8847	10870	营业利润	1043	1051	1506	1591	3647
无形资产	376	412	391	372	354	营业外收入	2.71	0.90	1.03	1.16	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	27036	37707	利润总额	1025	1046	1482	1583	3635
流动负债合计	2929	5638	10151	13198	13662	所得税	90	110	204	218	618
短期借款	1718	3588	8097	11027	8686	净利润	935	935	1278	1365	3017
应付账款	606	1338	1329	1342	3333	少数股东损益	-7	-5	-2	-4	-4
预收款项	179	209	255	313	509	归属母公司净利润	942	941	1280	1368	3021
一年内到期的非流	8	0	4	0	0	EBITDA	1700	1725	2467	3121	5421
非流动负债合计	44	53	59	3566	11157	EPS (元)	1.04	0.89	1.20	1.28	2.83
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	16764	24819	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%	22.10%	163.24%
实收资本(或股本)	1064	1066	1066	1066	1066	营业利润增长	238.85%	0.73%	43.39%	14.41%	129.19%
资本公积	4155	4174	4174	4174	4174	归属于母公司净利	36.06%	29.05%	36.06%	15.74%	120.80%
未分配利润	1705	2515	3497	4472	6790	获利能力					
归属母公司股东权	7198	8040	9146	10248	12868	毛利率(%)	22.28%	24.50%	20.69%	22.36%	22.62%
负债和所有者权益	10184	13739	19385	27036	37707	净利率(%)	11.42%	9.33%	11.18%	10.57%	8.88%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.25%	6.85%	5.06%	8.01%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.09%	11.70%	13.99%	13.35%	23.47%
经营活动现金流	566	752	3059	2291	888	偿债能力					
净利润	935	935	1278	1365	3017	资产负债率(%)	29%	41%	53%	62%	66%
折旧摊销	521.74	598.30	740.98	1168.8	1359.43	流动比率	1.78	1.21	0.54	0.49	1.16
财务费用	136	76	304	498	593	速动比率	1.52	1.11	0.48	0.40	0.91
应付帐款的变化	0	0	-120	-186	-1341	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	46	62	196	总资产周转率	0.93	0.84	0.69	0.56	1.05
投资活动现金流	-1565	-1498	-7722	-7866	-2711	应收账款周转率	24	25	23	21	25
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	10.05	14.53
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	1.28	2.83
筹资活动现金流	1790	2035	4052	5573	4256	每股净现金流(最新	0.74	1.21	-0.57	0.00	2.28
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	9.62	12.08
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	10.66	4.83
资本公积增加	2722	19	0	0	0	P/B	2.02	1.81	1.59	1.42	1.13
现金净增加额	791	1289	-611	-2	2433	EV/EBITDA	8.58	8.72	8.17	8.58	5.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

研究助理简介

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。

薛阳

清华大学化学系硕士，在 *Chemical Science* 等期刊发表论文两篇，中国化学会会员。2019 年 7 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。