



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2021-03-20

公司点评报告

买入/维持

卫星石化(002648)

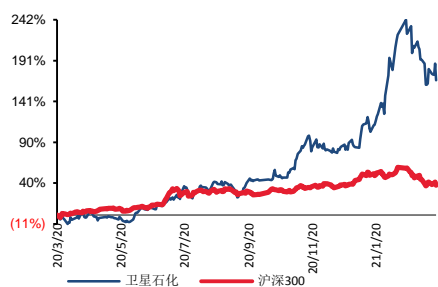
目标价: 60

昨收盘: 37.85

材料 材料II

## 拟投资百亿元加码新材料新能源项目，继续丰富产品线

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,226/1,064
总市值/流通(百万元)	46,387/40,275
12个月最高/最低(元)	48.46/12.80

### 相关研究报告:

卫星石化(002648)《【太平洋化工】卫星石化:与SK合作建设年产4万吨EAA项目,向高端材料发力》--2021/03/12

卫星石化(002648)《【太平洋化工】卫星石化:单季度及全年业绩创历史新高,未来成长更可期》--2021/02/23

卫星石化(002648)《【太平洋化工】卫星石化:股票激励增强凝聚力,125万吨乙烯投产在即,维持“买入”》--2021/01/24

### 证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

### 证券分析师:翟绪丽

电话:010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

**事件:**2020年3月19日,公司发布公告,公司与浙江独山港经济开发区管理委员会(以下简称“独山港区管委会”)、液化空气(中国)投资有限公司(以下简称“液空中国”)拟于2021年3月20日在平湖市人民政府会议中心签署《新材料新能源一体化项目合作框架协议》。

### 1、百亿元建设新材料新能源项目,继续丰富产品线

本次新材料新能源一体化项目框架协议具体内容包括:(1)公司总投资约102亿元,拟在独山港区管委会区域内投资新建年产80万吨PDH、80万吨丁辛醇、12万吨新戊二醇及配套装置,并充分利用富余氢气资源,解决公司氢能一体化项目原料问题。(2)液空中国拟依托公司丰富的氢气资源,拟在独山港区管委会区域设立公司,建设氢气充装站、氢气液化装置,构建氢能战略合作生态圈,推动长三角地区氢能产业发展。一期建设年产3000吨的氢气充装站,二期建设年产11000吨的液氢装置及配套设。 (3)独山港区管委会负责牵头协调相关资源,推进项目顺利实施,协助项目争取各级政府优惠政策,在双方合作的新材料新能源一体化项目建设方面给予必要的支持和协助。本新材料新能源一体化项目计划总投资115亿元人民币。项目计划2021年11月前开工建设,2024年6月前投产运营。

继3月11日与SK合作建设4万吨/年EAA项目,向高端材料发力(详见前期跟踪点评),可以看出,公司以低碳原料打造化学新材料产业链,围绕乙烯产业链(即将投产)和丙烯产业链,不断丰富产品线,提升综合竞争力。

### 2、PDH路线成熟,盈利良好

丙烷脱氢制丙烯(PDH)具有原料单一、流程短、收率高等特点,具备成本优势和环保优势,国内自2013年渤化第一套60万吨/年投产以来,PDH产能迅速增长,目前已经达到800万吨/年左右。据我们测算,2016年以来,丙烯-丙烷价差基本维持在一个合理范围,除了油价单边下行特殊情况,丙烯单吨盈利中枢维持在1000元/吨。公司目前具有90万吨/年PDH产能,且地处东部沿海,码头船运交通便利且靠近消费地,具有运输成本优势。本项目建成投产之后,公司丙烯产能将达到170万吨/年,叠加规模效应,中长期将保持较好的盈利能力。而且,80万吨/年PDH装置预计可副产3万多吨/年高纯氢气,与液化

执业资格证书编码：S1190520060001

空气的合作，可提高副产产品附加值。

### 3、丁辛醇供需格局向好，行业景气度大幅提升

自 2018 年起，国内正丁醇和辛醇的产能分别达到约 250 万吨/年，合计产能约 500 万吨/年，2019 年和 2020 年基本无新增产能，同时年需求增速维持在 7%左右，供需格局不断优化，行业景气度大幅提升。特别是春节之后，受美国、德国、沙特等不可抗力，以及原油价格中枢向上的影响，丁辛醇价格快速上涨，正丁醇价格一度超过 15000 元/吨，辛醇价格一度超过 16000 元/吨，尽管近期有些回落，仍然处于正丁醇 13000 元/吨，辛醇 13500 元/吨的历史高位。未来两年丁辛醇新增产能仍然非常有限，预计仅有华谊集团广西 30 万吨/年计划在 2022 年投产，行业供需紧张局势短期难以改变。2020 年，我国分别进口正丁醇 27.22 万吨，辛醇 26.95 万吨。公司规划建设 80 万吨/年丁辛醇产能，有望成为国内丁辛醇行业龙头之一，同时成为新的利润增长点。

### 4、盈利预测及评级

维持前期盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 16.55 亿元、33.15 亿元和 45.23 亿元，对应 EPS 1.35 元、2.70 元和 3.68 元，PE 28X、14X 和 10X。公司丙烯产业链景气向好，乙烯产业链投产在即，业绩稳增长，并不断拓展丰富产业链，成长空间大，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下滑、产品价格大幅波动、项目投产进度及盈利不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	10779	10773	22624	30542
(+/-%)	7.5	-0.05	110	35
净利润(百万元)	1273	1655	3315	4523
(+/-%)	35.3	30	100	36.4
摊薄每股收益	1.04	1.35	2.71	3.69
市盈率(PE)	36	28	14	10

资料来源：Wind，太平洋证券研究院（2021-3-19 收盘价）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,276	4,662	8,097	12,537	营业收入	10,779	10,773	22,624	30,542
应收票据	0	0	0	0	营业成本	7,965	7,811	16,402	22,143
应收账款	326	325	683	923	营业税金及附加	57	57	120	162
预付账款	161	158	331	447	销售费用	269	280	588	794
存货	903	886	1,860	2,511	管理费用	306	317	665	898
其他流动资产	292	292	292	292	研发费用	482	485	1,018	1,374
流动资产合计	4,957	6,323	11,262	16,709	财务费用	145	-93	20	-17
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-79	0	0	0
长期股权投资	1,413	1,413	1,413	1,413	公允价值变动收益	-9	0	0	0
固定资产	4,071	4,031	3,998	3,972	投资收益	-34	-34	-34	-34
在建工程	4,653	5,118	5,630	6,193	营业利润	1,447	1,882	3,776	5,154
无形资产	840	840	840	840	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	1,391	1,391	1,391	1,391	营业外支出	5	5	5	5
非流动资产合计	12,369	12,793	13,272	13,810	利润总额	1,452	1,887	3,781	5,159
资产合计	17,326	19,116	24,535	30,519	所得税	184	240	480	655
短期借款	5,265	5,423	5,586	5,753	净利润	1,267	1,648	3,301	4,504
应付票据	405	405	405	405	少数股东损益	-5	-7	-14	-19
应付账款	1,647	1,615	3,392	4,579	归属母公司净利润	1,273	1,655	3,315	4,523
预收款项	147	147	308	416	NOPLAT	1,483	1,592	3,344	4,514
其他应付款	110	110	110	110	EPS (摊薄)	1.04	1.35	2.70	3.68
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	299	299	299	299					
流动负债合计	7,874	8,000	10,101	11,564					
长期借款	549	566	583	600					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	245	245	245	245					
非流动负债合计	794	811	828	845					
负债合计	8,668	8,811	10,929	12,409					
归属母公司所有者权益	9,243	10,897	14,213	18,736					
少数股东权益	15	8	-7	-26					
所有者权益合计	9,257	10,905	14,206	18,709					
负债和股东权益	17,926	19,716	25,135	31,119					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	4,876	2,407	4,609	5,624	成长能力				
现金收益	2,183	2,413	4,171	5,330	营业收入增长率	7.5%	0.0%	110.0%	35.0%
存货影响	-349	17	-974	-651	EBIT增长率	57.0%	7.3%	110.0%	35.0%
经营性应收影响	2,245	3	-531	-355	归母公司净利润增长率	35.3%	30.0%	100.3%	36.4%
经营性应付影响	437	-32	1,938	1,295	获利能力				
其他影响	360	5	5	5	毛利率	26.1%	27.5%	27.5%	27.5%
投资活动现金流	-6,198	-1,288	-1,335	-1,386	净利率	11.8%	15.3%	14.6%	14.7%
资本支出	-4,253	-1,254	-1,300	-1,352	ROE	13.8%	15.2%	23.3%	24.1%
股权投资	-937	-34	-34	-34	ROIC	17.2%	16.0%	25.9%	26.5%
其他长期资产变化	-1,008	0	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	2,216	267	160	202	资产负债率	48.4%	44.7%	43.5%	39.9%
借款增加	2,227	174	180	185	债务权益比	65.5%	57.2%	45.2%	35.3%
财务费用	-145	93	-20	17	流动比率	63.0%	79.0%	111.5%	144.5%
股东融资	-57	0	0	0	速动比率	51.5%	68.0%	93.1%	122.8%
其他长期负债变化	191	0	0	0	营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.9	1.0
					应收账款周转天数	11	11	11	11
					应付账款周转天数	74	74	74	74
					存货周转天数	41	41	41	41
					每股指标(元)				
					每股收益	1.04	1.35	2.70	3.68
					每股经营现金流	3.97	1.96	3.75	4.58
					每股净资产	7.52	8.87	11.57	15.25
					估值比率				
					P/E	38.4	29.6	14.7	10.8
					P/B	5.3	4.5	3.4	2.6
					EV/EBITDA	23.2	20.7	11.8	9.2

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。