

卫星石化(002648)

公司研究/点评报告

毛利率小幅提升，净利同比增长 31%

—卫星石化 2020 年年报点评报告

点评报告/石化行业

2021 年 4 月 13 日

一、事件概述

2021 年 4 月 13 日公司发布 2020 年年报，营收 108 亿元，同比下滑 0.1%，归母净利 17 亿元，同比增长 31%，归母扣非净利 16 亿，同比增长 24%。

二、分析与判断

➤ 毛利率小幅提升，净利同比增长 31%。

据公司公告，报告期化学品销量 16.5 万吨，同比增长 4.5%。C3 大宗化学品营收 90 亿，同比下降 2.1%，毛利率 29.7%，同比增加 4.44 个百分点。报告期净利的快速增长主要是 C3 大宗化学品毛利率的小幅提升所致。报告期财务费用 1.9 亿，同比增长 30%，主要是利息支出增加所致。筹资活动产生的现金流量净额同比增长 513%，主要原因是本报告期项目贷款增加所致。展望 2021 年，我们判断随着疫情的缓解下游需求有望持续回暖，公司业绩将稳步增长。

➤ PDH 持续景气，C3 产业链新产能投放带动业绩增长。

丙烷原料供给持续宽松，PDH 装置生产丙烯保持高景气。我们判断，随着页岩油气的大开发，丙烷原料将保持持续宽松的趋势，以丙烷为原料的 PDH 盈利将保持高景气。公司 C3 产业链上当前产能有 90 万吨/年丙烷脱氢制丙烯(PDH)、45 万吨/年聚丙烯(PP)、141 万吨丙烯酸及酯、22 万吨/年双氧水、21 万吨/年纺织化学品、15 万吨/年高吸水性树脂、2.1 万吨/年有机颜料中间体，下游广泛应用于航天、电子芯片、化工、建筑、汽车、物流、纺织、卫生护理、文化、农业等领域。公司在 C3 产业链上的一体化布局有望持续受益 PDH 高景气。

➤ 布局 C2 产业链，打开新的成长空间。

据公司公告，连云港石化有限公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE、26 万吨 ACN 联合装置项目已于去年年底完成中交，美国 ORBIT 项目顺利投产。乙烯行业未来 5 年有望保持高景气度。据我们 2020 年 7 月 13 日发布的公司深度报告测算，预计 2021-2024 年乙烯的产能利用率分别为 93%、94%、94%和 95%，乙烯产能利用率提升，前景向好。乙烯下游 75%应用于聚乙烯，2019 年聚乙烯进口数量为 1666 万吨，同比增速 19%。聚乙烯的进口依赖度从 2015 年的 44%增加到 2019 年的 49%。因此，国内乙烯产能的扩张将有利于降低聚乙烯的进口依赖度，实现进口替代。随着连云港百万吨乙烯项目的推进，我们判断公司将打开新的成长空间。

三、投资建议

预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 2.67 元、3.58 元、4.33 元，对应 PE 分别为 13.5 倍、10.1 倍、8.3 倍。当前石化行业可比公司平均估值为 33 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

乙烯丙烯价格下跌；连云港项目推进速度放缓。

推荐 维持评级

当前价格： 36.10

交易数据 **2021-4-12**

近 12 个月最高/最低(元)	48.99/11.95
总股本(百万股)	1228.61
流通股本(百万股)	1064.07
流通股比例(%)	87%
总市值(亿元)	443.53
流通市值(亿元)	384.13

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

相关研究

- 1,《卫星石化(002648)深度报告：乙烷裂解项目打开盈利天花板》20200713
- 2,《卫星石化(002648):PDH 景气度回升，新产能投放带动业绩增长》20191027

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,773	19,278	24,166	27,456
增长率 (%)	-0.1%	79.0%	25.4%	13.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,661	3,282	4,397	5,325
增长率 (%)	30.5%	97.6%	34.0%	21.1%
每股收益 (元)	1.52	2.67	3.58	4.33
PE (现价)	23.8	13.5	10.1	8.3
PB	3.2	2.6	2.1	1.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,773	19,278	24,166	27,456
营业成本	7,681	13,384	16,591	18,592
营业税金及附加	56	0	0	0
销售费用	269	481	604	686
管理费用	274	490	614	698
研发费用	481	856	1,078	1,223
EBIT	2,012	4,066	5,279	6,258
财务费用	189	381	307	232
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	(35)	0	0	0
营业利润	1,913	3,719	5,014	6,075
营业外收支	(6)	0	0	0
利润总额	1,907	3,717	5,013	6,072
所得税	250	450	633	766
净利润	1,658	3,267	4,380	5,306
归属于母公司净利润	1,661	3,282	4,397	5,325
EBITDA	2,725	4,733	6,029	7,071
资产负债表 (百万元)				
货币资金	7154	4725	6354	11181
应收账款及票据	408	2020	1392	1833
预付款项	129	268	315	346
存货	1234	1608	2139	2305
其他流动资产	824	824	824	824
流动资产合计	11064	9129	12817	16786
长期股权投资	2100	2100	2100	2100
固定资产	4536	4954	5511	5991
无形资产	857	995	1170	1267
非流动资产合计	21277	23957	26972	30287
资产合计	32341	33086	39790	47073
短期借款	2431	0	0	0
应付账款及票据	4632	4697	6701	8415
其他流动负债	538	538	538	538
流动负债合计	9175	6507	8831	10809
长期借款	8671	8671	8671	8671
其他长期负债	852	852	852	852
非流动负债合计	9524	9524	9524	9524
负债合计	18699	16031	18354	20332
股本	1226	1229	1229	1229
少数股东权益	11	(3)	(21)	(40)
股东权益合计	13642	17056	21435	26741
负债和股东权益合计	32341	33086	39790	47073

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-0.1%	79.0%	25.4%	13.6%
EBIT 增长率	18.4%	102.1%	29.8%	18.5%
净利润增长率	30.5%	97.6%	34.0%	21.1%
盈利能力				
毛利率	28.7%	30.6%	31.3%	32.3%
净利润率	15.4%	17.0%	18.2%	19.4%
总资产收益率 ROA	5.1%	9.9%	11.1%	11.3%
净资产收益率 ROE	12.2%	19.2%	20.5%	19.9%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
现金比率	0.8	0.7	0.7	1.0
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	12.3	13.2	12.8	12.7
存货周转天数	50.1	37.6	40.2	42.6
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	2.7	3.6	4.3
每股净资产	11.1	13.9	17.5	21.8
每股经营现金流	(0.4)	3.6	4.8	7.7
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.8	13.5	10.1	8.3
PB	3.2	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	15.4	8.7	6.6	5.1
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,658	3,267	4,380	5,306
折旧和摊销	712	666	750	813
营运资金变动	(3,091)	(102)	265	2,836
经营活动现金流	(526)	4,367	5,873	9,436
资本开支	5,277	3,251	3,766	4,131
投资	(788)	0	0	0
投资活动现金流	(4,221)	(3,251)	(3,766)	(4,131)
股权募资	3,000	49	0	0
债务募资	4,738	(630)	0	0
筹资活动现金流	9,574	(3,546)	(479)	(479)
现金净流量	4,827	(2,430)	1,629	4,827

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。