

基础化工

报告原因：年报点评

2021年4月14日

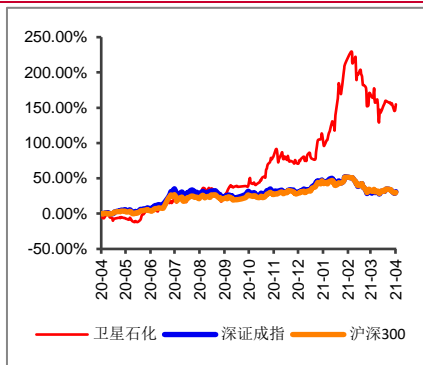
卫星石化(002648.SZ)

行业景气向上带动业绩增长，C2项目投产有望增厚业绩 增持

公司研究/点评报告

维持评级

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月14日

收盘价(元):	37.45
年内最高/最低(元):	48.99/27.93
流通A股/总股本(亿):	10.64/12.29
流通A股市值(亿):	398
总市值(亿):	460

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益	1.52
摊薄每股收益:	1.52
每股净资产(元):	11.12
净资产收益率:	12.19%

分析师：程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

E-mail: chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司发布2020年度报告，公司实现营业收入107.73亿元，同比下降0.06%；归属母公司股东的净利润16.61亿元，同比增长30.5%；扣非后归属母公司股东的净利润15.86亿元，同比增长24.28%。经营活动产生的现金流量净额为-5.20亿，同比减少138.42%。此外，公司发布2021年第一季度业绩预告，实现归母净利润为6.5-8亿元，同比增长1515.80%-1888.68%。由于全球化学品供需结构发生变化，化学品整体价格上涨，而下游需求大幅改善的影响，公司产品价格与销量同步增长，公司业绩快速增长。

事件点评

公司毛利率水平小幅提升，C3业务已形成产业链优势与规模优势。2020年公司实现营业收入107.73亿元，C3大宗化学品实现营业收入89.6亿元，同比下滑2.13%，占营业总收入83.18%。受2020年上半年化工品价格低迷影响，C3大宗化学品实现销量1287752吨，平均售价为6932.5元/吨，同比下降7.36%，毛利率为29.7%。全年公司毛利率为28.70%，较去年同期增加2.59pct。今年1季度丙烯产业链各产品季均价同比及环比均呈涨势，油价同环比涨幅明显，成本端对丙烯市场形成明显利好支撑，未来供需面依然是影响丙烯市场的主要因素，公司目前丙烯产能90万吨、聚丙烯45万吨、丙烯酸及酯141万吨，C3业务已形成产业链优势与规模优势。

连云港C2项目即将投产，有望增厚公司业绩。公司在连云港国家石化产业基地投资建设连云港石化有限公司年产135万吨PE、219万吨EOE、26万吨ACN联合生产装置项目，布局C2产业链。在2020年12月29日实现上述项目一阶段中交，美国Orbit项目顺利投产，配套原料供应链全部打通，为项目投产提供原料供应的安全保障。C2项目的投产有望增厚公司业绩。

在碳中和背景下，绿色低碳为首的全产业链布局。公司利用低碳原料，通过绿色工艺高转化率，减少碳排放，向下延伸高端化学新材料，并利用丰富的副产氢气，有望成为长三角地区主要氢气供应商，成为公司新的业务增长点。目前年产90万吨PDH装置副产氢气为3.6吨/年，后续连云港项目两阶段全部投产，副产氢气将达14万吨。3月20日公司与独山港区管委会、液化中国签署《新材料新能源一体化项目合作框架协议》，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，是公司实施以低碳原料为核心，





打造产业化、规模化、科技化的化学新材料产业链战略中的重要措施。在当前碳达峰、碳中和目标的驱动下，对于公司战略布局与实施提供机遇。

投资建议

➤ 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 24.48 亿、32.02 亿、41.77 亿，EPS 分别为 2.00 元、2.61 元、3.41 元，对应公司 4 月 14 日收盘价 37.45 元，PE 分别为 18.75 倍、14.33 倍、10.99 倍。维持“增持”评级。

风险提示

➤ 汇率风险、安全和环保风险、原材料价格波动风险、项目投产不及预期的风险。

主要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10773	16042	22234	28539
收入同比(%)	0%	49%	39%	28%
归属母公司净利润	1661	2448	3202	4177
净利润同比(%)	31%	47%	31%	30%
毛利率(%)	28.7%	28.1%	27.3%	27.4%
ROE(%)	12.2%	15.4%	17.1%	18.6%
每股收益(元)	1.35	2.00	2.61	3.41
P/E	27.70	18.75	14.33	10.99
P/B	3.38	2.90	2.45	2.04
EV/EBITDA	11	13	11	9

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	11,064	13,372	16,696	20,063
现金	7,154	7,512	8,038	8,440
应收账款	437	616	804	1,079
其他应收款	29	16	22	28
预付账款	129	97	51	51
存货	1,234	1,178	1,650	2,116
其他流动资产	2,080	3,953	6,131	8,349
非流动资产	21,277	26,462	31,815	37,192
长期投资	2,100	2,100	2,100	2,100
固定资产	4,531	17,993	25,642	31,526
无形资产	857	800	747	697
其他非流动资产	13,788	5,569	3,327	2,868
资产总计	32,341	39,833	48,511	57,255
流动负债	9,175	13,918	19,171	23,633
短期借款	2,431	8,044	14,145	17,342
应付账款	3,814	3,351	2,548	3,267
其他流动负债	2,930	2,522	2,478	3,024
非流动负债	9,524	10,044	10,574	11,107
长期借款	8,671	9,171	9,671	10,171
其他非流动负债	853	873	904	936
负债合计	18,699	23,962	29,745	34,740
少数股东权益	11	6	6	6
股本	1,226	1,226	1,226	1,226
资本公积	6,985	6,985	6,985	6,985
留存收益	5,443	7,654	10,549	14,297
归属母公司股东权益	13,631	15,865	18,760	22,508
负债和股东权益	32,341	39,833	48,511	57,255

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(520)	769	1,256	4,653
净利润	1,658	2,448	3,202	4,177
折旧摊销	712	658	930	1,153
财务费用	217	687	1,003	1,259
投资损失	35	35	35	35
营运资金变动	(3,398)	(3,054)	(3,915)	(1,971)
其他经营现金流	256	(5)	0	0
投资活动现金流	(4,221)	(5,629)	(6,020)	(6,260)
资本支出	5,277	5,594	5,985	6,225
长期投资	(687)	0	0	0
其他投资现金流	(8,811)	(11,223)	(12,006)	(12,485)
筹资活动现金流	9,574	5,190	5,290	2,009
短期借款	(2,834)	5,614	6,101	3,197
长期借款	8,121	500	500	500
普通股增加	160	0	0	0
资本公积增加	2,818	0	0	0
其他筹资现金流	1,309	(924)	(1,310)	(1,688)
现金净增加额	4,833	330	526	402

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,773	16,042	22,234	28,539
营业成本	7,681	11,533	16,157	20,717
营业税金及附加	56	77	114	144
销售费用	269	401	555	713
管理费用	274	429	597	751
财务费用	189	687	1,003	1,259
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	56	0	0	0
投资净收益	(35)	(35)	(35)	(35)
营业利润	1,913	2,880	3,773	4,920
营业外收入	31	31	31	31
营业外支出	37	37	37	37
利润总额	1,907	2,875	3,767	4,914
所得税	250	431	565	737
净利润	1,658	2,443	3,202	4,177
少数股东损益	(3)	(5)	0	0
归属母公司净利润	1,661	2,448	3,202	4,177
EBITDA	3,115	4,226	5,707	7,332
EPS (元)	1.35	2.00	2.61	3.41

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-0.06%	48.92%	38.60%	28.36%
营业利润	32.25%	50.56%	30.99%	30.40%
归属于母公司净利润	30.50%	47.40%	30.79%	30.45%
获利能力				
毛利率(%)	28.70%	28.11%	27.33%	27.41%
净利率(%)	4.49%	15.42%	15.26%	14.40%
ROE(%)	12.15%	15.39%	17.06%	18.55%
ROIC(%)	17.80%	18.36%	16.74%	15.95%
偿债能力				
资产负债率(%)	57.82%	60.16%	61.32%	60.68%
净负债比率(%)	-31.53%	-3.10%	-9.96%	-13.71%
流动比率	1.21	0.96	0.87	0.85
速动比率	1.07	0.88	0.78	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.44	0.50	0.54
应收账款周转率	29.38	31.83	32.17	31.15
应付账款周转率	3.94	4.48	7.54	9.82
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.35	2.00	2.61	3.41
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.42)	0.63	1.02	3.79
每股净资产(最新摊薄)	11.09	12.91	15.27	18.32
估值比率				
P/E	27.7	18.7	14.3	11.0
P/B	3.4	2.9	2.5	2.0
EV/EBITDA	11.19	12.84	10.52	8.60

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

