

卫星石化 (002648.SZ)

C3 延续景气&C2 投产在即，新材料氢能添亮点

2021年04月15日

——2020 年报及 2021Q1 业绩预告点评报告

投资评级: 买入 (维持)

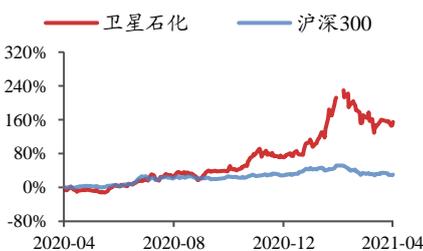
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/4/14
当前股价(元)	37.45
一年最高最低(元)	48.99/12.73
总市值(亿元)	460.11
流通市值(亿元)	398.50
总股本(亿股)	12.29
流通股本(亿股)	10.64
近3个月换手率(%)	74.46

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

- 《业绩预告点评报告-业绩超预期, C2 投产有望带来高增长》-2021.1.29
- 《公司首次覆盖报告-巩固 C3 布局 C2, 轻烃龙头再起航》-2021.1.5

● C3 延续景气&C2 投产在即，新材料氢能添亮点。维持“买入”评级

公司发布 2020 年报, 全年实现营收 107.7 亿元, 同比-0.06%; 实现归母净利润 16.61 亿元, 同比+30.5%; 同时发布 2021Q1 业绩预告, 2020Q1 预计实现归母净利润 6.5-8 亿元, 同比+1516%~+1889%, 环比-14.4%~+5.4%。C3 整体延伸高景气, C2 打开成长空间, 新材料延伸产业链, 氢能布局响应国家碳中和政策。我们上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 33.9(+3)/42.2(+5.21)/52.9 亿元, 同比增长 104.3%/24.2%/25.4%, EPS 分别为 2.76(+0.24)/3.43(+0.42)/4.30 元; 当前股价对应 PE 为 13.1/10.6/8.4, 维持“买入”评级。

● C3 延续高景气, C2 打开成长空间

C3 整体延续高景气: Q1 丙烯酸丁酯价差为 3316 元/吨, 季环比+126%, 年同比+227%; Q1 丙烯酸价差为 4593 元/吨, 季环比+5%, 年同比 42%; Q1 聚丙烯价差为 3225 元/吨, 季环比+6%, 年同比-14%; **C3 产业链持续巩固:** 18 万吨/年的丙烯酸和 30 万吨的丙烯酸酯项目已建成进入试生产阶段; 30 万吨/年改性 PP、25 万吨/年双氧水项目计划于 2021 年底投产; **C2 打开成长空间:** 连云港一期项目已于 2020 年底完成中交, 有望于 2021Q2 完成转固, 贡献业绩, 项目包括年产 40 万吨的 HDPE, 两套 72/91 万吨的 EO/EG 联产装置、25 万吨聚醚大单体; 二期项目规划包括年产 40 万吨 HDPE, 72 万吨 EO, 60 万吨苯乙烯, 25 万吨聚醚大单体, 26 万吨丙烯腈, 种类更加丰富, 大幅度提升抗风险能力与盈利能力。

● 新材料延伸产业链, 氢能布局助力成长

新材料延伸产业链: 公司拟投资 102 亿元, 新建年产 80 万吨 PDH、80 万吨丁辛醇、12 万吨新戊二醇, 计划于 2021 年 Q4 开工, 2026 年中投产, 其中丁辛醇作为丙烯酸酯原料, 可降低原料外购成本; 全资子公司嘉兴山特莱与 SKGC 签订《合作谅解备忘录》, 拟建设 4 万吨/年乙烷丙烯酸共聚物 (EAA) 项目, 目前国内 EAA 依赖进口, 本项目是 SKGC 全球第三, 亚洲首套的装置, 具较高技术壁垒, 投产后原料乙烯与丙烯酸将优先从公司采购, 延伸产业链; **氢能布局助力成长:** 连云港项目两阶段投产后, 公司副产氢气将达 14 万吨。公司与独山港区管委会、液空中国签署《新材料新能源一体化项目合作框架协议》, 计划总投资 115 亿元, 包括公司拟建年产 80 万吨 PDH、80 万吨丁辛醇、12 万吨新戊二醇, 充分利用富余氢气资源, 液空中国拟建一期 3000 吨/年的氢气充装站, 二期 11000 吨/年的液氢装置及配套设施, 计划于 11 月前开工建设, 2024 年中投产运营。

● 风险提示: 项目进度不及预期、原料价格大幅波动、国际贸易政策变化

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,779	10,773	22,317	34,816	41,251
YOY(%)	7.5	-0.1	107.2	56.0	18.5
归母净利润(百万元)	1,273	1,661	3,393	4,215	5,287
YOY(%)	35.3	30.5	104.3	24.2	25.4
毛利率(%)	26.1	28.7	27.0	26.0	25.7
净利率(%)	11.8	15.4	15.2	12.1	12.8
ROE(%)	13.7	12.2	20.1	20.3	20.5
EPS(摊薄/元)	1.04	1.35	2.76	3.43	4.30
P/E(倍)	34.9	26.8	13.1	10.6	8.4
P/B(倍)	4.8	3.3	2.6	2.1	1.7

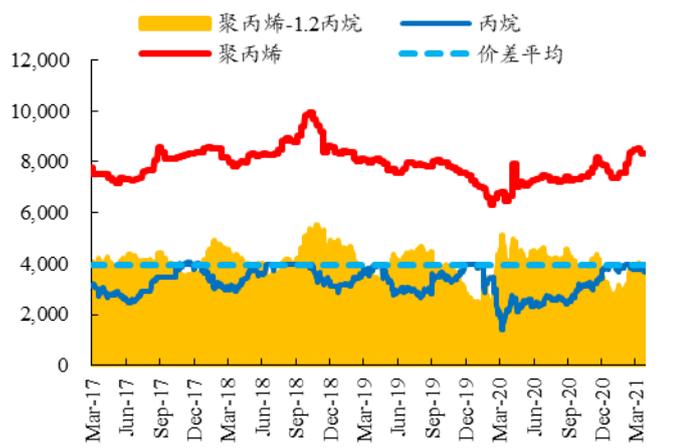
数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

表1: C3 产品价格及价差情况

	2020Q1	2020Q4	2021Q1	单季同比	单季环比	2019	2020	年同比
价格								
丙烷(元/吨)	3159	3245	3878	23%	20%	3350	2844	-15%
丙烯(元/吨)	5583	6337	6790	22%	7%	6417	5876	-8%
聚丙烯(元/吨)	6828	7640	7878	15%	3%	7927	7234	-9%
SAP(元/吨)	11896	10841	10973	-8%	1%	12143	11364	-6%
双氧水(元/吨)	887	1167	1034	17%	-11%	995	918	-8%
正丁醇(元/吨)	5054	7141	9958	97%	39%	5926	5583	-6%
价差								
聚丙烯-1.2*丙烷(元/吨)	3038	3747	3225	6%	-14%	3907	3822	-2%
丙烯酸-0.72 丙烯(元/吨)	3230	4368	4593	42%	5%	2796	3279	17%
丙烯酸丁酯-0.59 丙烯酸-0.57 正丁醇(元/吨)	1013	1469	3316	227%	126%	985	1003	2%

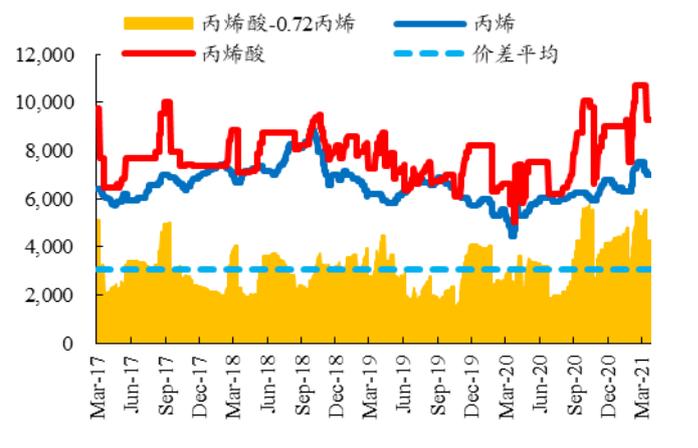
数据来源: Wind、开源证券研究所

图1: 聚丙烯价差已高于历史中枢(元/吨)



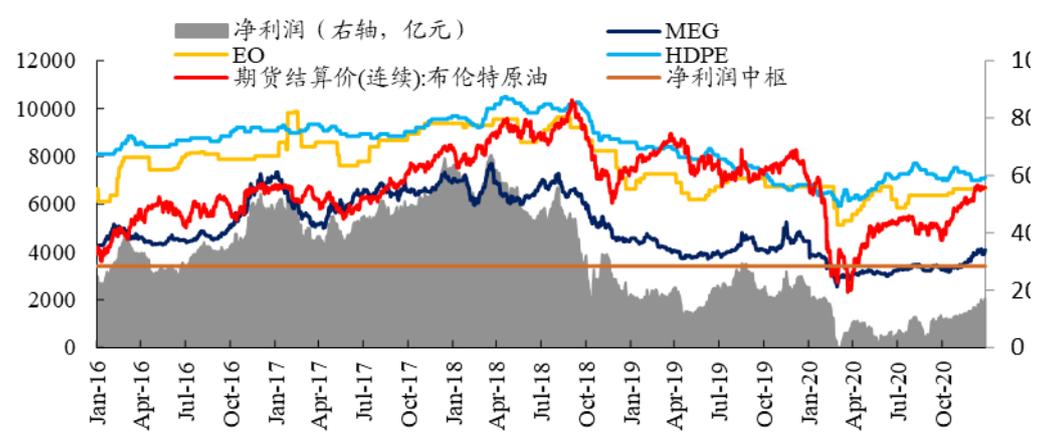
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 丙烯酸价差持续攀升(元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: C2 项目 2016 至今净利润盈利中枢为 30 亿(元/吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5458	11064	17208	20966	24738
现金	3276	7154	10162	13187	15694
应收票据及应收账款	326	408	1112	1259	1550
其他应收款	12	29	56	77	81
预付账款	161	129	471	466	645
存货	903	1234	3298	3868	4659
其他流动资产	781	2110	2110	2110	2110
非流动资产	12468	21277	30331	40249	44867
长期投资	1413	2100	2788	3475	4163
固定资产	4072	4536	11620	18850	22720
无形资产	840	857	950	1045	1161
其他非流动资产	6142	13783	14972	16879	16823
资产总计	17926	32341	47539	61215	69604
流动负债	7874	9175	20661	27285	28953
短期借款	5265	2431	6000	8000	7000
应付票据及应付账款	2052	4632	9544	12873	13802
其他流动负债	557	2113	5117	6412	8151
非流动负债	794	9524	10075	13225	14976
长期借款	549	9245	9796	12947	14698
其他非流动负债	245	278	278	278	278
负债合计	8668	18699	30736	40511	43930
少数股东权益	15	11	-12	-34	-60
股本	1066	1226	1716	1716	1716
资本公积	4167	6985	6495	6495	6495
留存收益	3974	5443	8390	12057	16659
归属母公司股东权益	9243	13631	16815	20739	25735
负债和股东权益	17926	32341	47539	61215	69604

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1352	-520	7200	9605	8482
净利润	1267	1658	3370	4193	5262
折旧摊销	668	712	1187	2124	2739
财务费用	145	189	310	797	477
投资损失	34	35	0	0	0
营运资金变动	-846	-3091	2333	2491	4
其他经营现金流	83	-23	0	0	0
投资活动现金流	-3529	-4221	-10242	-12042	-7357
资本支出	2556	5278	8367	9231	3930
长期投资	-1045	-788	-687	-687	-687
其他投资现金流	-2018	269	-2562	-3499	-4114
筹资活动现金流	1562	9574	6049	5462	1382
短期借款	1677	-2834	3569	2000	-1000
长期借款	549	8696	551	3151	1751
普通股增加	0	160	490	0	0
资本公积增加	-7	2818	-490	0	0
其他筹资现金流	-657	734	1929	311	631
现金净增加额	-565	4775	3007	3025	2507

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10779	10773	22317	34816	41251
营业成本	7965	7681	16289	25759	30652
营业税金及附加	57	56	101	165	204
营业费用	269	269	571	874	1038
管理费用	306	274	600	911	1094
研发费用	482	481	743	1450	1695
财务费用	145	189	310	797	477
资产减值损失	-79	0	0	0	0
其他收益	18	71	0	0	0
公允价值变动收益	-9	56	0	0	0
投资净收益	-34	-35	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1447	1913	3702	4861	6091
营业外收入	10	31	212	0	0
营业外支出	5	37	37	37	37
利润总额	1452	1907	3877	4824	6054
所得税	184	250	507	631	792
净利润	1267	1658	3370	4193	5262
少数股东损益	-5	-3	-23	-22	-25
归母净利润	1273	1661	3393	4215	5287
EBITDA	2377	3162	5375	7397	9271
EPS(元)	1.04	1.35	2.76	3.43	4.30

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	7.5	-0.1	107.2	56.0	18.5
营业利润(%)	37.7	32.3	93.5	31.3	25.3
归属于母公司净利润(%)	35.3	30.5	104.3	24.2	25.4
获利能力					
毛利率(%)	26.1	28.7	27.0	26.0	25.7
净利率(%)	11.8	15.4	15.2	12.1	12.8
ROE(%)	13.7	12.2	20.1	20.3	20.5
ROIC(%)	9.7	8.3	10.3	10.0	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	48.4	57.8	64.7	66.2	63.1
净负债比率(%)	30.1	34.9	49.5	57.2	44.7
流动比率	0.7	1.2	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.8	0.6	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.4	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.7	29.4	29.4	29.4	29.4
应付账款周转率	4.4	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.35	2.76	3.43	4.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	-0.42	5.86	7.82	6.90
每股净资产(最新摊薄)	7.52	11.09	13.69	16.88	20.95
估值比率					
P/E	34.9	26.8	13.1	10.6	8.4
P/B	4.8	3.3	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	27.3	21.1	13.1	10.0	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn