

公司研究/季报点评

2019年10月27日

基础化工/化学原料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 13.33
合理价格区间(元): 15.24~17.15

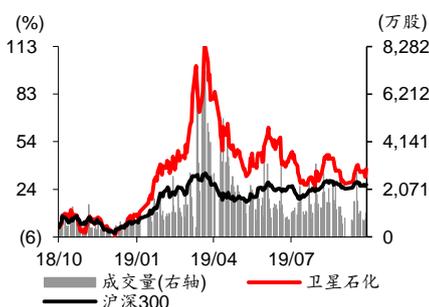
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《卫星石化(002648 SZ,增持): Q3 预增 46%-52%，主业维持较高景气》 2019.10
- 2 《卫星石化(002648,增持): H1 净利增长 70%，C2 产业链顺利推进》 2019.07
- 3 《卫星石化(002648,增持): 拟定增 30 亿元，扩展 C2 产业链》 2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

三季度报符合预期, PDH 贡献业绩增量 卫星石化(002648)

前三季度净利润同比增 48%，符合市场预期

卫星石化于 10 月 25 日发布 2019 年三季度报, 公司实现营收 80.2 亿元, 同比增 15.8%, 净利润 9.2 亿元, 同比增 48.0%, 处于前期预告的 46%-52% 范围内, 业绩符合预期。按照当前 10.66 亿股的总股本计算, 对应 EPS 为 0.87 元。其中 Q3 单季度实现营收 28.6 亿元, 同比增 11.4%, 净利润 3.65 亿元, 同比增 23.4%。我们小幅下调公司 2019-2021 年 EPS 预测至 1.27/1.71/2.07 元 (前值 1.36/1.71/2.07 元), 维持“增持”评级。

PDH 二期投产贡献增量, 三季度 PDH 盈利显著增加

报告期内丙烯酸及酯盈利良好, 据百川资讯, 2019 年前三季度华东丙烯酸/丙烯酸丁酯均价分别为 0.78/0.92 万元/吨, 同比降 4%/9%, 丙烯酸-丙烯平均价差同比扩大 19%至 0.24 万元/吨; (聚) 丙烯方面, Q1-Q3 华东地区 PP/丙烷均价分别为 0.94/0.74 万元/吨, 同比降 6%/12%, PP-丙烷平均价差同比降 2%至 0.55 万元/吨, 其中 Q3 PP-丙烷平均价差同比增 9%至 0.58 万元/吨。公司 45 万吨 PDH 二期项目和 15 万吨 PP 二期项目分别于 2019Q1/Q2 投产贡献增量。毛利率同比提升 4.9pct 至 25.6%, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.5%/3.0%/3.9%/2.1% (同比分别变动 0.2/0.1/-0.5/1.4pct)。

丙烯酸价格企稳, 聚丙烯景气有所反弹

据百川资讯, 10 月中旬华东地区丙烯酸 (普酸) 价格企稳, 最新报价 7000 元/吨, 与 7 月初持平, 丙烯酸-丙烯价差最新为 1690 元/吨, 较 7 月初回升 13%, 后续检修产能恢复, 供给增加, 我们认为丙烯酸价格或将趋弱; 聚丙烯方面, 10 月中旬华东地区 PP 价格为 1 万元/吨, 较 8 月末回升 8%, PP-丙烷价差为 5809 元/吨, 较 8 月末扩大 1%。

乙烷裂解项目建设顺利

公司 7 月公告拟募资 30 亿元用于建设连云港项目, 目前已收到证监会反馈意见, 乙烷裂解项目方面, 项目设计、码头岸线审批、乙烷储罐施工等顺利推进, 公司预计一期 125 万吨乙烯及配套产能将于 2020Q3 投产。

维持“增持”评级

结合产品价格近期走势, 我们下调公司丙烯酸及聚丙烯产品 2019 年售价预测, 下调 2019 年净利润预测至 13.5 亿元 (原值 14.5 亿元), 维持 2020-2021 年净利润预测为 18.2/22.1 亿元, 对应 EPS 分别为 1.27/1.71/2.07 元, 结合可比公司估值水平 (2019 年 13 倍 PE), 给予公司 2019 年 12-13.5 倍 PE, 维持目标价 15.24-17.15 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 新业务发展不及预期风险, 下游需求下滑风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,066
流通 A 股 (百万股)	1,037
52 周内股价区间 (元)	9.32-20.88
总市值 (百万元)	14,208
总资产 (百万元)	17,240
每股净资产 (元)	8.35

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,188	10,029	12,590	15,968	20,170
+/-%	52.91	22.49	25.53	26.83	26.32
归属母公司净利润 (百万元)	942.46	940.63	1,350	1,821	2,207
+/-%	202.49	(0.19)	43.53	34.85	21.24
EPS (元, 最新摊薄)	0.88	0.88	1.27	1.71	2.07
PE (倍)	15.31	15.34	10.69	7.93	6.54

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值情况

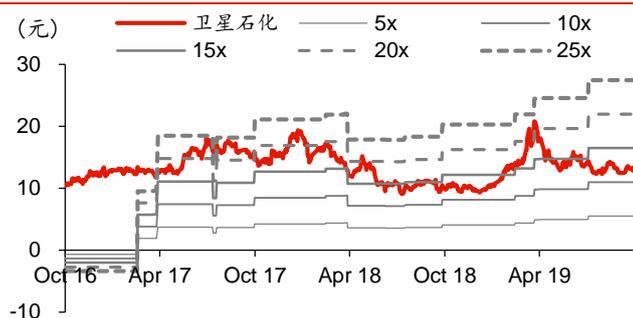
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
东华能源	8.41	0.83	1.10	10	8	5.6	1.5
万华化学	44.71	3.64	4.20	12	11	12.9	3.5
齐翔腾达	7.38	0.43	0.53	17	14	4.3	1.7
平均				13	11		2.2

备注: 股价为10月25日收盘价, 所有公司BPS截至2019年9月30日; 所有公司EPS均来自Wind一致预期;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

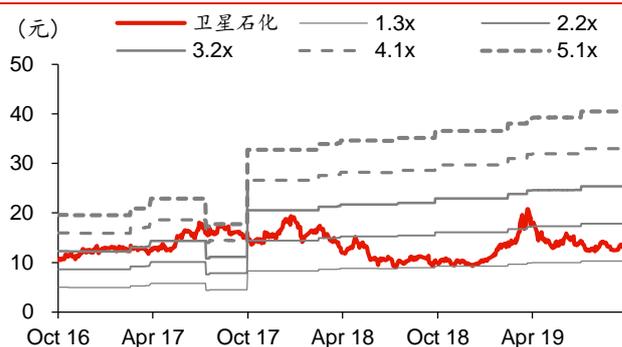
PE/PB - Bands

图表2: 卫星石化历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 卫星石化历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,215	6,802	7,684	9,866	12,342
现金	1,696	3,125	3,485	4,605	5,738
应收账款	360.83	443.31	585.49	723.76	918.40
其他应收账款	18.99	8.54	24.17	25.16	31.73
预付账款	104.57	183.07	199.10	251.28	311.12
存货	761.85	553.97	929.32	1,110	1,320
其他流动资产	2,272	2,488	2,462	3,151	4,023
非流动资产	4,969	6,936	7,720	14,259	28,153
长期投资	96.46	510.74	96.49	96.49	96.49
固定投资	3,283	3,281	5,334	10,315	20,490
无形资产	376.16	411.78	411.78	411.78	411.78
其他非流动资产	1,214	2,733	1,878	3,436	7,155
资产总计	10,184	13,739	15,404	24,125	40,495
流动负债	2,929	5,638	6,039	12,939	27,101
短期借款	1,718	3,588	3,471	10,007	23,501
应付账款	846.47	1,528	1,672	2,095	2,600
其他流动负债	364.02	521.80	895.60	837.25	999.88
非流动负债	44.23	53.29	45.24	45.81	45.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	44.23	53.29	45.24	45.81	45.74
负债合计	2,973	5,691	6,084	12,984	27,147
少数股东权益	12.92	7.89	7.89	7.89	7.89
股本	1,064	1,066	1,066	1,066	1,066
资本公积	4,155	4,174	4,174	4,174	4,174
留存公积	1,950	2,797	4,073	5,893	8,101
归属母公司股东权益	7,198	8,040	9,312	11,133	13,340
负债和股东权益	10,184	13,739	15,404	24,125	40,495

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	572.25	751.97	2,060	2,460	4,255
净利润	935.10	935.39	1,350	1,821	2,207
折旧摊销	548.26	542.98	513.03	860.25	1,607
财务费用	135.78	76.32	126.85	335.94	1,037
投资损失	42.29	(35.86)	(29.00)	(30.00)	(34.00)
营运资金变动	(1,118)	(758.17)	3.25	(538.80)	(578.24)
其他经营现金	28.59	(8.70)	95.30	11.94	16.13
投资活动现金	(1,571)	(1,498)	(1,489)	(7,490)	(15,586)
资本支出	527.72	1,167	1,800	7,400	15,500
长期投资	56.79	438.83	(414.25)	0.00	0.00
其他投资现金	(986.84)	108.04	(103.34)	(89.50)	(86.48)
筹资活动现金	1,790	2,035	(210.93)	6,150	12,465
短期借款	(6.50)	1,870	(116.98)	6,535	13,494
长期借款	(113.21)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	260.19	1.90	(0.00)	0.00	0.00
资本公积增加	2,722	18.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,072)	144.44	(93.95)	(385.46)	(1,029)
现金净增加额	753.08	1,305	359.50	1,120	1,134

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,188	10,029	12,590	15,968	20,170
营业成本	6,182	7,955	9,845	12,197	14,902
营业税金及附加	30.68	39.25	37.77	47.90	60.51
营业费用	226.53	249.30	314.75	415.17	504.25
管理费用	199.88	264.10	705.04	878.24	1,089
财务费用	135.78	76.32	126.85	335.94	1,037
资产减值损失	5.98	12.80	25.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(24.83)	8.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(42.29)	35.86	29.00	30.00	34.00
营业利润	1,043	1,051	1,564	2,124	2,611
营业外收入	2.71	0.90	1.00	22.00	50.00
营业外支出	20.73	5.67	26.00	9.00	30.00
利润总额	1,025	1,046	1,539	2,137	2,631
所得税	89.74	110.35	189.35	316.24	423.57
净利润	935.10	935.39	1,350	1,821	2,207
少数股东损益	(7.35)	(5.23)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	942.46	940.63	1,350	1,821	2,207
EBITDA	1,727	1,670	2,204	3,320	5,255
EPS (元, 基本)	0.89	0.88	1.27	1.71	2.07

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	52.91	22.49	25.53	26.83	26.32
营业利润	239.00	0.73	48.92	35.75	22.93
归属母公司净利润	202.49	(0.19)	43.53	34.85	21.24
获利能力 (%)					
毛利率	24.50	20.69	21.80	23.62	26.12
净利率	11.51	9.38	10.72	11.40	10.94
ROE	13.09	11.70	14.50	16.35	16.55
ROIC	14.64	12.62	16.03	12.84	9.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.20	41.42	39.49	53.82	67.04
净负债比率 (%)	58.06	63.05	58.74	77.47	86.79
流动比率	1.78	1.21	1.27	0.76	0.46
速动比率	1.52	1.11	1.12	0.68	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.84	0.86	0.81	0.62
应收账款周转率	22.64	23.21	22.76	22.69	22.85
应付账款周转率	7.98	6.70	6.15	6.48	6.35
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.88	1.27	1.71	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.71	1.93	2.31	3.99
每股净资产(最新摊薄)	6.75	7.54	8.74	10.45	12.52
估值比率					
PE (倍)	15.31	15.34	10.69	7.93	6.54
PB (倍)	2.00	1.79	1.55	1.30	1.08
EV_EBITDA (倍)	8.23	8.51	6.44	4.28	2.70

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com