

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

单季业绩持续提升, 新项目保障未来业绩

——卫星石化(002648)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2019-02-27)

收盘价(元)	13.04
一年内最高/最低(元)	17.88/8.98
沪深300指数	3678.39
市净率(倍)	1.93
流通市值(亿元)	135.18

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	7.24
每股经营现金流(元)	0.36
毛利率(%)	20.71
净资产收益率-摊薄(%)	8.07
资产负债率(%)	39.65
总股本/流通股(万股)	106561.08/103557.97
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《卫星石化(002648)中报点评: 二季度经营大幅好转, 多项目投产保障未来业绩》
2018-08-13
- 2 《卫星石化(002648)年报点评: 丙烯酸及酯景气保障业绩, 乙烷裂解提供长期空间》
2018-03-16
- 3 《卫星石化(002648)中报点评: 丙烯酸景气带动业绩增长, SAP有望突破》
2017-08-15

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

发布日期: 2019年02月28日

事件: 公司公布2018年业绩快报, 预计2018年公司实现营业收入100.29亿元, 同比增长22.49%, 实现归属于上市公司股东的净利润9.33亿元, 同比下滑1.04%, 基本每股收益0.88元。

- **嘉兴基地停产导致全年业绩下滑, 主营产品景气有所提升。** 公司主要产品包括丙烯、丙烯酸和丙烯酸酯, 其中丙烯酸及酯是最主要的利润来源。2018年内公司业绩小幅下滑主要是受一季度嘉兴工业园区蒸汽供应方事故影响, 造成嘉兴基地年产16万吨丙烯酸和年产15万吨丙烯酸酯装置、年产9万吨高吸水性树脂装置、年产2.1万吨颜料中间体装置停车, 产量损失严重, 导致一季度净利润仅1.13亿元, 大幅拖累全年业绩。从产品价格、价差来看, 2018年丙烯酸、丙烯酸甲酯/乙酯/丁酯均价同比分别上0.3%、12.2%、2.4和3.3%, 丙烯、聚丙烯均价分别上涨13.6%和11.5%, 价差也有所扩大, 公司主要产品景气总体有所提升。

- **单季度业绩持续提升, 四季度业绩创新高。** 蒸汽恢复供应后, 公司加强了成本管理, 提高市场营运能力, 加上产品景气自2018年初以来不断提升。二季度以来公司经营不断好转, 单季度业绩持续提升。从单季度业绩看, 2018年Q1-Q4净利润分别为1.13、2.14、2.96和3.10亿元。其中Q4净利润环比增长4.73%, 同比增长25.51%, 单季度业绩创历史新高。

- **2019年业绩预计将大幅改善。** 2019年以来, 受市场库存低位及检修产能较多影响, 丙烯酸及酯供给受限, 价格持续上涨。目前丙烯酸/丙烯酸乙酯、丁酯价格分别较年初上涨1.3%、3.3%和6.2%。2019年行业仅卫星石化和上海华谊有新增产能在三季度投产, 对全年供给冲击有限, 预计丙烯酸行业景气具有保障。此外公司45万吨PDH项目二期于2019年2月顺利开车, 目前运行稳定且, 产能基本满负荷运转, 有望成为今年的主要增量。6万吨SAP和36万吨丙烯酸及酯产能也将分别于二、三季度投产。丙烯酸行业景气的提升以及新增产能的投产将带来2019年业绩的大幅改善。

- **乙烷裂解项目提供长期成长空间。** 公司规划在连云港投入300多亿元建设乙烷裂解及PDH等项目, 总产能400万吨, 目前项目正有序推进, 项目设计、专利技术许可、长周期设备采购等一系列协议正式签订, 并实质性开展工作。公司与SUNOCO成立合资公司, 运营乙烷出口设施, 并完成了首批乙烷专用运输船的租赁协议签订。乙烷储罐区和码头也在开工建设。受益于美国页岩气革命, 乙烷裂解制乙烯盈利前景可观。未来中美贸易谈判若进展顺利, 有望为公司带来充足的廉价原

地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编： 200122

料供应。届时乙烯项目有望为公司盈利提供长期增长空间。

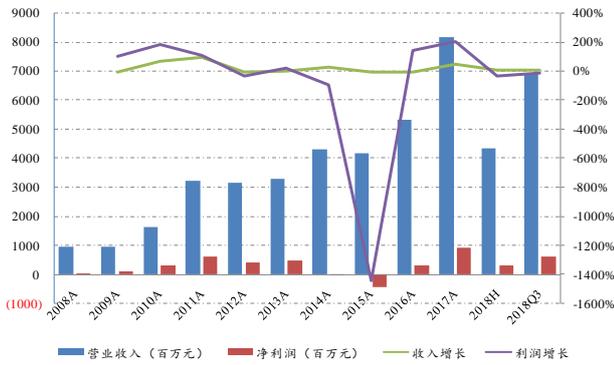
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 0.88 元和 1.22 元，以 2 月 28 日收盘价 13.60 元计算，对应 PE 分别为 15.5 倍和 11.1 倍，维持“增持”的投资评级。

风险提示：产品价格大幅下跌，新项目进展低于预期

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5354.6	8187.9	10029.3	11934.9	14202.5
增长率	27.9%	52.9%	22.5%	19.0%	19.0%
净利润(百万元)	311.6	942.5	932.6	1302.6	1577.1
增长率	171.5%	202.5%	-1.0%	39.7%	21.1%
每股收益(元)	0.29	0.88	0.88	1.22	1.48
市盈率(倍)	46.5	15.4	15.5	11.1	9.2

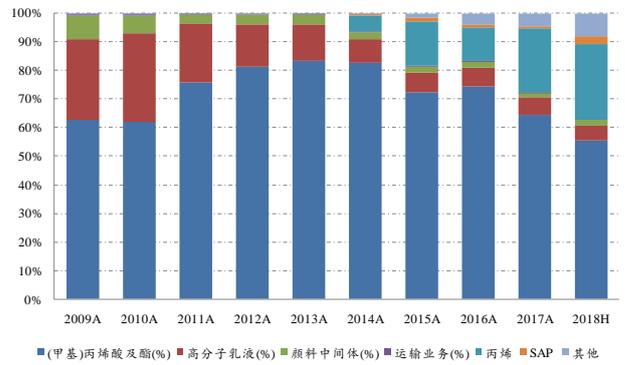
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



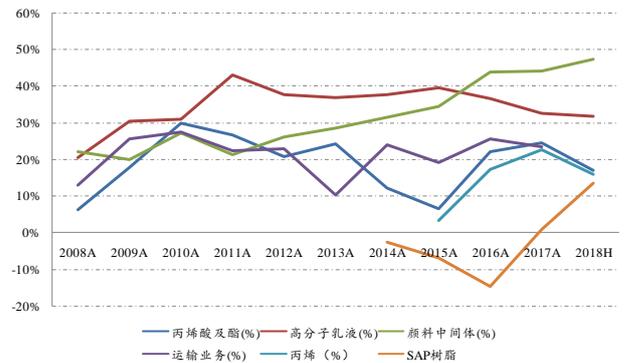
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5354.6	8187.9	10029.3	11934.9	14202.5	成长性					
减: 营业成本	4,161.8	6,182.1	7,953.2	9,333.1	11,077.9	营业收入增长率	27.9%	52.9%	22.5%	19.0%	19.0%
营业税费	12.3	30.7	40.1	44.2	52.5	营业利润增长率	170.6%	238.9%	0.0%	47.6%	21.6%
销售费用	202.6	226.5	276.8	331.8	393.2	净利润增长率	171.5%	202.5%	-1.0%	39.7%	21.1%
管理费用	438.7	502.8	704.8	728.0	866.4	EBITDA 增长率	387.6%	82.1%	-5.0%	30.5%	16.9%
财务费用	159.7	135.8	13.6	-43.0	-57.2	EBIT 增长率	-306.7%	150.9%	-9.9%	41.7%	21.2%
资产减值损失	82.4	6.0	-	-	2.0	NOPLAT 增长率	-299.9%	128.6%	-12.3%	34.9%	21.2%
加: 公允价值变动收益	13.6	-24.8	2.4	-0.7	-0.3	投资资本增长率	6.2%	44.5%	-33.3%	23.8%	-20.1%
投资和汇兑收益	-2.9	-42.3	-	-	5.0	净资产增长率	8.2%	112.9%	8.6%	11.7%	13.9%
营业利润	307.8	1,042.9	1,043.1	1,540.1	1,872.3	利润率					
加: 营业外净收支	-2.6	-18.0	-4.8	-	-7.6	毛利率	22.3%	24.5%	20.7%	21.8%	22.0%
利润总额	305.1	1,024.8	1,038.3	1,540.1	1,864.7	营业利润率	5.7%	12.7%	10.4%	12.9%	13.2%
减: 所得税	-1.9	89.7	111.3	231.0	279.7	净利润率	5.8%	11.5%	9.3%	10.9%	11.1%
净利润	311.6	942.5	932.6	1302.6	1577.1	EBITDA/营业收入	16.2%	19.3%	15.0%	16.4%	16.1%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	8.7%	14.3%	10.5%	12.5%	12.8%
货币资金	739.1	1,695.9	3,382.8	3,327.7	5,589.2	运营效率					
交易性金融资产	13.9	-	7.6	7.2	4.9	固定资产周转天数	244	149	114	88	65
应收帐款	343.1	378.3	593.7	551.8	778.5	流动营业资本周转天数	23	60	51	38	44
应收票据	946.1	1,217.3	1,737.8	1,638.1	2,346.8	流动资产周转天数	172	175	229	222	233
预付帐款	76.9	104.6	123.0	151.1	171.3	应收帐款周转天数	19	16	17	17	17
存货	458.3	761.9	1,173.8	902.7	1,546.4	存货周转天数	32	27	35	31	31
其他流动资产	189.9	1,056.6	546.3	597.6	733.5	总资产周转天数	489	388	397	345	321
可供出售金融资产	98.0	98.0	98.0	98.0	98.0	投资资本周转天数	307	253	203	153	128
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	96.2	96.5	96.5	96.5	96.5	ROE	9.2%	13.1%	11.9%	14.9%	15.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	9.2%	7.8%	12.0%	11.0%
固定资产	3,476.5	3,282.8	3,064.5	2,762.5	2,402.0	ROIC	10.6%	22.9%	13.9%	28.0%	27.5%
在建工程	306.4	654.0	457.8	320.4	224.3	费用率					
无形资产	377.9	376.2	367.6	359.1	350.5	销售费用率	3.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	331.6	461.6	289.7	109.6	97.5	管理费用率	8.2%	6.1%	7.0%	6.1%	6.1%
资产总额	7,453.9	10,183.7	11,938.9	10,922.3	14,439.5	财务费用率	3.0%	1.7%	0.1%	-0.4%	-0.4%
短期债务	1,724.9	1,718.4	-	-	-	三费/营业收入	15.0%	10.6%	9.9%	8.5%	8.5%
应付帐款	718.5	625.6	1,946.8	880.7	2,235.2	偿债能力					
应付票据	580.3	240.5	1,303.4	505.5	1,417.3	资产负债率	54.6%	29.2%	34.4%	19.9%	31.0%
其他流动负债	878.9	344.4	815.8	741.5	776.5	负债权益比	120.1%	41.2%	52.5%	24.8%	44.9%
长期借款	113.2	-	-	-	-	流动比率	0.71	1.78	1.86	3.37	2.52
其他非流动负债	50.7	44.2	42.3	45.8	44.1	速动比率	0.59	1.52	1.57	2.95	2.17
负债总额	4,066.6	2,973.2	4,108.3	2,173.4	4,473.2	利息保障倍数	2.93	8.64	77.61	-34.78	-31.74
少数股东权益	10.4	12.9	7.4	13.9	21.8	分红指标					
股本	803.5	1,063.7	1,065.6	1,065.6	1,065.6	DPS(元)	0.09	0.09	0.26	0.37	0.34
留存收益	2,533.8	6,104.8	6,757.6	7,669.4	8,878.9	分红比率	29.9%	9.9%	30.0%	30.0%	23.3%
股东权益	3,387.3	7,210.5	7,830.6	8,748.9	9,966.3	股息收益率	0.6%	0.6%	1.9%	2.7%	2.5%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	307.0	935.1	932.6	1,302.6	1,577.1	EPS(元)	0.29	0.88	0.88	1.22	1.48
加: 折旧和摊销	593.7	548.3	445.4	463.4	476.1	BVPS(元)	3.17	6.75	7.34	8.20	9.33
资产减值准备	82.4	6.0	-	-	-	PE(X)	46.5	15.4	15.5	11.1	9.2
公允价值变动损失	-13.6	24.8	2.4	-0.7	-0.3	PB(X)	4.3	2.0	1.9	1.7	1.5
财务费用	109.9	146.3	13.6	-43.0	-57.2	P/FCF	1,037.8	-7.8	7.8	88.3	5.5
投资收益	2.9	42.3	-	-	-5.0	P/S	2.7	1.8	1.4	1.2	1.0
少数股东损益	-4.5	-7.4	-5.6	6.5	7.9	EV/EBITDA	14.1	8.9	7.5	5.8	3.9
营运资金的变动	-67.7	-1,934.2	1,971.1	-1,379.3	652.6	CAGR(%)	62.2%	19.2%	-228.6%	62.2%	19.2%
经营活动产生现金流量	742.1	566.2	3,359.5	349.5	2,651.1	PEG	0.7	0.8	-0.1	0.2	0.5
投资活动产生现金流量	-394.7	-1,565.3	-15.1	0.8	9.5	ROIC/WACC	1.0	2.2	1.3	2.7	2.7
融资活动产生现金流量	-218.9	1,790.2	-1,657.5	-405.5	-399.1	REP	2.5	0.9	1.8	0.7	0.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。