

# 卫星石化 (002648.SZ)

## C2 项目快速推进，成长路径更加清晰

### 核心观点：

- **事件：**7月4日公司公告非公开发行股份申请获得证监会发审委审核通过。
- **船约与融资问题陆续解决，C2项目发展进入快车道。**公司6月29日公告宣布下属子公司拟与意向船东洽谈总造价为7.17亿美元的6艘轻烃运输船舶租约与船舶转让事宜。根据公告三星重工自2020年10月，现代重工自2020年11月开始交付。作为公司C2项目原材料供应链的关键环节，船约问题是公司项目进展的核心。融资方面，6月10日公司与中国农业银行嘉兴分行等9家银行组成的银团签署银团贷款合同，获得总计不超过128亿元的贷款额度。本次非公开发行股份获得发审委审核通过进一步解决公司项目融资问题，本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过30亿元，扣除发行费用后全部用于连云港石化年产135万吨PE、219万吨EOE和26万吨ACN联合装置项目。我们认为融资问题与船约问题的陆续解决将为C2项目的建设铺平道路，项目发展进入快车道。
- **C3产业链逐渐走出景气底部。**公司现有主业C3产业链各品种一季度受国内疫情影响，经营景气度下滑。随着二季度国内疫情冲击缓解，公司经营情况逐渐恢复正常，二季度PDH价差回升至2654元/吨，聚丙烯价差回升至1585元/吨。C3产业链景气度逐渐走出底部。
- **我们预计20-22年业绩分别为1.31元/股、2.51元/股、2.64元/股。**不考虑增发股份摊薄，我们预计公司20-22年EPS分别为1.31/2.51/2.64元/股，考虑到行业景气触底，公司竞争优势明显，同时乙烷裂解项目有望于2020年底建成，参考可比公司，我们给予公司2020年业绩16倍PE估值水平，对应合理价值20.96元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**项目进度低于预期；原材料价格大幅波动；产品价格波动。

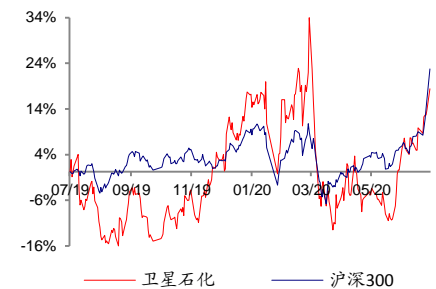
### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,029	10,779	11,551	27,808	29,081
增长率（%）	22.5	7.5	7.2	140.7	4.6
EBITDA（百万元）	1,625	2,368	2,578	4,369	4,628
归母净利润（百万元）	941	1,273	1,394	2,679	2,809
增长率（%）	-0.2	35.3	9.5	92.2	4.8
EPS（元/股）	0.88	1.19	1.31	2.51	2.64
市盈率（P/E）	10.95	13.69	12.62	6.57	6.26
ROE（%）	11.7	13.8	11.9	17.1	14.2
EV/EBITDA	6.63	8.43	11.56	8.31	8.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	17.17元
合理价值	20.96元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-07

### 相对市场表现



分析师：何雄



SAC 执证号：S0260520050004



021-60750613



hexiong@gf.com.cn

分析师：吴鑫然



SAC 执证号：S0260519070004



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

分析师：巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-82535901

juguoqian@gf.com.cn

请注意，何雄、吴鑫然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 卫星石化 (002648.SZ) :C2 2020-04-12  
项目稳步推进，短期波动无碍  
竞争优势
- 卫星石化 (002648.SZ) :敢为人先，轻烃路线 C3 龙头进军乙烷裂解 2020-01-11

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>6,802</b>	<b>5,458</b>	<b>2,587</b>	<b>5,443</b>	<b>6,663</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>752</b>	<b>1,352</b>	<b>2,223</b>	<b>5,738</b>	<b>4,478</b>
货币资金	3,125	3,276	306	889	1,941	净利润	935	1,267	1,388	2,668	2,797
应收及预付	2,653	486	520	1,276	1,334	折旧摊销	543	668	700	727	735
存货	554	903	965	2,462	2,570	营运资金变动	-784	-845	-255	1,675	159
其他流动资产	471	793	795	815	819	其它	57	261	390	668	788
<b>非流动资产</b>	<b>6,936</b>	<b>12,468</b>	<b>24,333</b>	<b>36,472</b>	<b>44,803</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,498</b>	<b>-3,529</b>	<b>-11,187</b>	<b>-11,087</b>	<b>-7,087</b>
长期股权投资	511	1,413	1,613	1,713	1,813	资本支出	-1,167	-2,547	-10,995	-10,995	-6,995
固定资产	3,281	4,072	6,976	15,268	21,756	投资变动	-437	-1,045	-202	-102	-102
在建工程	2,288	4,653	13,653	17,653	19,653	其他	106	63	10	10	10
无形资产	412	840	592	329	61	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,035</b>	<b>1,562</b>	<b>5,994</b>	<b>5,933</b>	<b>3,661</b>
其他长期资产	446	1,489	1,499	1,509	1,519	银行借款	4,598	7,125	6,694	7,111	5,059
<b>资产总计</b>	<b>13,739</b>	<b>17,926</b>	<b>26,920</b>	<b>41,915</b>	<b>51,466</b>	股权融资	14	2	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>5,638</b>	<b>7,874</b>	<b>11,415</b>	<b>19,477</b>	<b>22,866</b>	其他	-2,577	-5,564	-700	-1,178	-1,398
短期借款	3,588	5,265	8,959	13,070	16,129	<b>现金净增加额</b>	<b>1,305</b>	<b>-565</b>	<b>-2,970</b>	<b>583</b>	<b>1,052</b>
应付及预收	1,737	2,199	2,011	5,328	5,606	<b>期初现金余额</b>	<b>1,262</b>	<b>2,567</b>	<b>3,276</b>	<b>306</b>	<b>889</b>
其他流动负债	313	410	445	1,079	1,131	<b>期末现金余额</b>	<b>2,567</b>	<b>2,001</b>	<b>306</b>	<b>889</b>	<b>1,941</b>
<b>非流动负债</b>	<b>53</b>	<b>794</b>	<b>3,794</b>	<b>6,794</b>	<b>8,794</b>						
长期借款	0	549	3,549	6,549	8,549						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	53	245	245	245	245						
<b>负债合计</b>	<b>5,691</b>	<b>8,668</b>	<b>15,209</b>	<b>26,271</b>	<b>31,660</b>						
股本	1,066	1,066	1,066	1,066	1,066						
资本公积	4,174	4,167	4,167	4,167	4,167						
留存收益	2,797	3,974	6,433	10,378	14,552						
归属母公司股东权益	8,040	9,243	11,702	15,647	19,821						
少数股东权益	8	15	9	-3	-15						
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,739</b>	<b>17,926</b>	<b>26,920</b>	<b>41,915</b>	<b>51,466</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>10,029</b>	<b>10,779</b>	<b>11,551</b>	<b>27,808</b>	<b>29,081</b>
营业成本	7,955	7,965	8,594	21,921	22,876
营业税金及附加	39	57	53	131	139
销售费用	249	269	293	699	730
管理费用	264	306	316	775	803
研发费用	440	482	416	640	640
财务费用	76	145	343	640	754
资产减值损失	-13	-79	-20	-20	-20
公允价值变动收益	9	-9	0	0	0
投资净收益	36	-34	30	30	30
<b>营业利润</b>	<b>1,051</b>	<b>1,447</b>	<b>1,566</b>	<b>3,032</b>	<b>3,169</b>
营业外收支	-5	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>1,046</b>	<b>1,452</b>	<b>1,571</b>	<b>3,037</b>	<b>3,174</b>
所得税	110	184	183	370	378
<b>净利润</b>	<b>935</b>	<b>1,267</b>	<b>1,388</b>	<b>2,668</b>	<b>2,797</b>
少数股东损益	-5	-5	-6	-12	-12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>941</b>	<b>1,273</b>	<b>1,394</b>	<b>2,679</b>	<b>2,809</b>
EBITDA	1,625	2,368	2,578	4,369	4,628
EPS (元)	0.88	1.19	1.31	2.51	2.64

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	22.5%	7.5%	7.2%	140.7%	4.6%
营业利润增长	0.7%	37.7%	8.2%	93.6%	4.5%
归母净利润增长	-0.2%	35.3%	9.5%	92.2%	4.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.7%	26.1%	25.6%	21.2%	21.3%
净利率	9.3%	11.8%	12.0%	9.6%	9.6%
ROE	11.7%	13.8%	11.9%	17.1%	14.2%
ROIC	8.3%	9.8%	6.9%	9.1%	7.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.4%	48.4%	56.5%	62.7%	61.5%
净负债比率	70.7%	93.6%	129.9%	167.9%	159.9%
流动比率	1.21	0.69	0.23	0.28	0.29
速动比率	1.08	0.56	0.13	0.13	0.16
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.73	0.60	0.43	0.66	0.57
应收账款周转率	22.62	33.10	33.18	33.18	33.18
存货周转率	18.10	11.94	11.96	11.29	11.32
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.88	1.19	1.31	2.51	2.64
每股经营现金流	0.71	1.27	2.09	5.38	4.20
每股净资产	7.54	8.67	10.98	14.68	18.60
<b>估值比率</b>					
P/E	10.95	13.69	12.62	6.57	6.26
P/B	1.28	1.89	1.50	1.12	0.89
EV/EBITDA	6.63	8.43	11.56	8.31	8.72

## 广发基础化工行业研究小组

吴鑫然：高级分析师，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

何雄：高级分析师，剑桥大学材料化学博士，2018年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。