

投资评级 优于大市 维持

股票数据

10月25日收盘价(元)	13.33
52周股价波动(元)	9.13-22.85
总股本/流通A股(百万股)	1066/1037
总市值/流通市值(百万元)	14208/13826

相关研究

《上半年业绩符合预期, 配套融资助力连云港项目建设》2019.08.01

《丙烯酸及酯龙头, 打造 C2 产业链》2019.03.12

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.2	6.0	-3.1
相对涨幅 (%)	3.6	4.0	-4.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱军军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021)23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

联系人: 张璇

Tel: (021)23219411

Email: zx12361@htsec.com

PDH 盈利改善, 公司归母净利润环比增长 8%

投资要点:

- **公司发布 2019 年三季报。**2019 年前三季度, 公司实现营业收入 80.23 亿元, 同比增长 15.81%; 实现归母净利润 9.22 亿元, 同比增长 48.04%。其中, 2019Q3, 公司实现营业收入 28.63 亿元, 同比+11.44%, 归母净利润 3.65 亿元, 同比+23.36%, 环比+8.31%。
- **2019Q3PDH 价差明显改善。**2019Q3, PDH 均价差为 442 美元/吨, 同比增长 19%, 环比增长 50%, 公司目前拥有 100 万吨 PDH 产能, 显著受益于 PDH 盈利能力的提升。但在丙烯酸及酯环节, 由于新产能建成以及部分装置检修完成, 结合下游需求一般, 2019Q3 丙烯酸及酯环节盈利环比下滑, 其中丙烯酸-0.7*丙烯价差为 2710 元/吨, 环比下滑 20%, 丙烯酸丁酯-0.87*丙烯酸价差为 4139 元/吨, 环比下降 9%。从丙烷到丙烯酸丁酯综合价差为 8385 元/吨, 环比下滑 4%。展望 2019Q4, 我们认为丙烯酸及酯的下游需求难有较大改善, 行业仍会处于磨底阶段。
- **2019Q3 在建工程增加 8.30 亿元。**公司目前在进行 C2 项目的建设, 根据 2019 年半年报, 年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯一阶段项目已经开始建设, 因此公司新项目建设的支出逐步增加。截止 2019 年三季度末, 公司在建工程 (包括工程物资) 27.43 亿元, 环比增加 8.30 亿元。截止 2019 年三季度末, 公司货币现金 44.20 亿元, 我们认为短期内公司资金压力不大。此外, 2019Q3 经营活动产生的现金流量净额为 13.84 亿元, 环比 Q2 大幅增加, 主要由于 2019Q3 应收票据环比减少 6.58 亿元。
- **多种融资渠道助力连云港项目建设。**根据公司 2019 年半年报, 公司已经取得规模不超过 28 亿元的公司债发行核准批文。规模不超过 30 亿银行间融资方案已经公司董事会审议通过, 募集资金不超过 30 亿元的非公开发行事项在 2019 年 10 月 15 日收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》, 我们认为各项融资方案稳步进行, 有利于推进连云港项目建设。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.19、1.31 元、2.21 元, 按照 2019 年 EPS 以及 12-14 倍 PE, 对应合理价值区间 14.28-16.66 元; 按照 2019 年 BPS 8.64 元及 1.7-2.0 倍 PB, 对应合理价值区间 14.69-17.28 元。综合以上, 我们选择 PE 估值, 合理价值区间 14.28-16.66 元, 维持“优于大市”投资评级。
- **风险提示:** 项目建设进展不及预期; 产品价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8188	10029	11572	15797	22687
(+/-)YoY(%)	52.9%	22.5%	15.4%	36.5%	43.6%
净利润(百万元)	942	941	1269	1401	2353
(+/-)YoY(%)	202.5%	-0.2%	34.9%	10.4%	67.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.88	0.88	1.19	1.31	2.21
毛利率(%)	24.5%	20.7%	23.6%	21.7%	21.3%
净资产收益率(%)	13.1%	11.7%	13.8%	13.3%	18.5%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

C3 产业链延伸项目有望陆续建成投产。根据 2019 年半年报, 公司年产 45 万吨 PDH 二期于 2019 年 2 月实现一次性开车成功, 年产 15 万吨聚丙烯二期在 2019 年 5 月顺利投产, 年产 6 万吨高吸水性树脂 (SAP) 三期已进入最终调试阶段, 年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯一阶段项目已经开始建设。我们认为, 随着项目陆续建成, 公司 C3 产业链有望进一步完善, 龙头地位进一步巩固。

表 1 公司各产品现有产能及未来产能投放 (截止 2019 年 6 月 30 日)

产品	现有产能 (万吨/年)	在建/规划产能 (万吨/年)	(预计) 投产时间
丙烯	100	-	2018 年底
聚丙烯	30+15	-	-
丙烯酸	48	36	2019 年
丙烯酸酯	45	36	2019 年
高分子乳液	21	20	稳步推进
SAP	9	6	调试阶段
颜料中间体	2.1	-	-
双氧水	22	-	2018 年 8 月

资料来源: 公司 2019 年半年报, 公司 2018 年报等, 海通证券研究所

乙烷裂解项目稳步推进, 基本实现原料保障。2018 年 3 月 15 日, 公司旗下美国卫星公司与 SPMT、NAVIGATOR 公司在北京签署乙烷原料供应及运输相关合同。原料供应方面, 美国卫星拟与 SPMT 共同出资 6.3 亿美元在美国设立新合资公司, 其中 SPMT 和美国卫星占比分别为 53% 和 47%, 合资公司在美国德克萨斯州建设乙烷出口设施, 并进行运营和管理, 同时 SPMT 为连云港石化提供乙烷原料供应保障。乙烷运输方面, 2018 年 7 月公司正式签订首批乙烷专用运输船的租赁协议。以上两方面工作的实质推进, 标志公司乙烷裂解项目的原料问题基本解决。国内方面, 乙烷储罐区和码头正在建设, 以实现 2020 年接收乙烷到港。项目设计、长周期设备采购及相关审批手续有序推进, 整个项目正在实质性建设过程中。

非公开发行股票融资, 助力连云港项目建设。根据公司 2019 年半年报, 公司已经取得规模不超过 28 亿元的公司债发行核准批文。规模不超过 30 亿银行间融资方案已经公司董事会审议通过, 募集资金不超过 30 亿元的非公开发行事项在 2019 年 10 月 15 日收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》, 我们认为各项融资方案稳步进行, 有利于推进连云港项目建设。公司连云港项目包括年产 250 万吨乙烷裂解制乙烯装置、年产 150 万吨丙烷脱氢制丙烯装置等, 总投资预计 330 亿元。我们认为, 公司目前做好公司债、股票非公开发行以及银行间融资等, 有利于稳步推进公司连云港一期项目。

盈利预测与投资评级。目前卫星石化已形成“丙烷-丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯”全产业链, 320 万吨轻烃综合加工利用项目的建设, 有助于进一步延伸公司产业链。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.19、1.31 元、2.21 元, 按照 2019 年 EPS 以及 12-14 倍 PE, 对应合理价值区间 14.28-16.66 元; 按照 2019 年 BPS 8.64 元及 1.7-2.0 倍 PB, 对应合理价值区间 14.69-17.28 元。综合以上, 我们选择 PE 估值, 合理价值区间 14.28-16.66 元, 维持“优于大市”投资评级。

表 2 同业可比公司盈利预测与估值

	全面摊薄 EPS (元)				PE (倍, 以 2019.10.25 收盘价作为股价)			
	2018	2019E	2020E	BPS (2019E)	2018	2019E	2020E	PB (2019E)
万华化学	3.88	3.57	4.13	13.55	11.52	12.54	10.83	3.30
齐翔腾达	0.47	0.43	0.53	4.45	15.70	17.08	13.95	1.66
平均	2.18	2.00	2.33	9.00	13.61	14.81	12.39	2.48

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

分业务盈利预测说明。结合 2018 年及 2019 年以来各项产品经营及全年业绩情况, 我们认为公司 2019 年丙烯酸及酯整体毛利率较 2018 年基本持平, 后续随着行业供给大幅增加, 毛利率还会出现一定程度调整。高分子乳液毛利率保持 2018 年水平, SAP 毛利率基本维持 2018 年水平。公司目前 C3 产业链项目有望在 2019 年陆续投产, 2020 年丙烯酸及酯及高分子乳液收入有望大幅增加。2020 年下半年公司裂解项目有望建成, 从而反映在 2021 年的业绩上。

表 3 卫星石化主要产品盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
(甲基)丙烯酸及酯					
营业收入(万元)	527959	580588	638646	957970	1025028
营业成本(万元)	399027	449922	478985	737637	799522
毛利率	24.42%	22.51%	25.00%	23.00%	22.00%
(聚)丙烯					
营业收入(万元)	184162	249418	311773	374128	411540
营业成本(万元)	142288	212089	249418	312397	337463
毛利率	22.74%	14.97%	20.00%	16.50%	18.00%
高分子乳液					
营业收入(万元)	52097	53260	55923	75496	90596
营业成本(万元)	35094	35301	36350	50583	60699
毛利率	32.64%	33.72%	35.00%	33.00%	33.00%
颜料中间体					
营业收入(万元)	12344	23316	29145	34391	36111
营业成本(万元)	6864	10850	13407	15820	16611
毛利率	44.40%	53.47%	54.00%	54.00%	54.00%
SAP					
营业收入(万元)	6290	34166	39290	47149	51863
营业成本(万元)	6241	27546	30647	37719	41491
毛利率	0.77%	19.38%	22.00%	20.00%	20.00%
双氧水					
营业收入(万元)		5299	16958	18654	20520
营业成本(万元)		3823	10853	12125	13543
毛利率		27.87%	36.00%	35.00%	34.00%
乙烷裂解制乙烯					
营业收入(万元)					557522
营业成本(万元)					441000
毛利率					20.90%
其他业务					
营业收入(万元)	35940	56882	65415	71956	75554
营业成本(万元)	28698	55938	64106	70517	74043
毛利率	20.1%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
合计值					
营业收入(万元)	818792	1002930	1157151	1579744	2268734
营业成本(万元)	618212	795468	883766	1236797	1784371
毛利率	24.50%	20.69%	23.63%	21.71%	21.35%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 项目建设进展不及预期; 产品价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	10029	11572	15797	22687
每股收益	0.88	1.19	1.31	2.21	营业成本	7955	8838	12368	17844
每股净资产	7.54	8.64	9.86	11.93	毛利率%	20.7%	23.6%	21.7%	21.3%
每股经营现金流	0.71	2.49	2.04	3.87	营业税金及附加	39	58	79	113
每股股利	0.00	0.09	0.09	0.14	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	249	289	348	408
P/E	10.96	11.20	10.14	6.04	营业费用率%	2.5%	2.5%	2.2%	1.8%
P/B	1.28	1.54	1.35	1.12	管理费用	264	324	348	340
P/S	1.42	1.23	0.90	0.63	管理费用率%	2.6%	2.8%	2.2%	1.5%
EV/EBITDA	6.63	7.78	10.93	5.59	EBIT	1082	1658	2166	3460
股息率%	0.0%	0.7%	0.7%	1.1%	财务费用	76	172	539	730
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	1.5%	3.4%	3.2%
毛利率	20.7%	23.6%	21.7%	21.3%	资产减值损失	13	-1	-1	-1
净利润率	9.4%	11.0%	8.9%	10.4%	投资收益	36	-17	5	10
净资产收益率	11.7%	13.8%	13.3%	18.5%	营业利润	1051	1469	1633	2741
资产回报率	6.8%	7.4%	4.3%	7.6%	营业外收支	-5	-2	-2	-2
投资回报率	11.5%	12.1%	7.0%	11.6%	利润总额	1046	1468	1631	2739
盈利增长 (%)					EBITDA	1625	2169	2785	4870
营业收入增长率	22.5%	15.4%	36.5%	43.6%	所得税	110	206	228	383
EBIT 增长率	-13.1%	53.2%	30.6%	59.8%	有效所得税率%	10.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	-0.2%	34.9%	10.4%	67.9%	少数股东损益	-5	-6	1	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	941	1269	1401	2353
资产负债率	41.4%	46.4%	67.4%	58.8%					
流动比率	1.2	1.2	0.4	0.6	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.1	0.9	0.3	0.4	货币资金	3125	2800	2800	1200
现金比率	0.6	0.5	0.2	0.1	应收账款及应收票据	2470	1427	2164	3108
经营效率指标					存货	554	847	1186	1711
应收帐款周转天数	73.7	45.0	50.0	50.0	其它流动资产	654	1191	748	874
存货周转天数	30.2	35.0	35.0	35.0	流动资产合计	6802	6265	6898	6893
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	长期股权投资	511	1511	2011	2011
固定资产周转率	3.1	2.9	1.2	1.1	固定资产	3281	4780	22172	20873
					在建工程	2288	3788	288	188
					无形资产	412	412	452	451
					非流动资产合计	6936	10936	25368	23968
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	13739	17202	32266	30861
净利润	941	1269	1401	2353	短期借款	3588	2657	13222	8432
少数股东损益	-5	-6	1	2	应付票据及应付账款	1528	1937	1931	2787
非现金支出	556	510	618	1410	预收账款	209	243	332	476
非经营收益	45	243	584	770	其它流动负债	313	298	412	592
营运资金变动	-784	641	-436	-416	流动负债合计	5638	5136	15897	12287
经营活动现金流	752	2656	2169	4120	长期借款	0	0	3000	3000
资产	-1167	-3512	-14552	-12	其它长期负债	53	2853	2853	2853
投资	-437	-1000	-500	0	非流动负债合计	53	2853	5853	5853
其他	106	-17	5	10	负债总计	5691	7989	21751	18141
投资活动现金流	-1498	-4529	-15047	-2	实收资本	1066	1066	1066	1066
债权募资	1743	1869	10565	-4790	普通股股东权益	8040	9211	10512	12715
股权募资	14	0	0	0	少数股东权益	8	2	3	5
其他	278	-321	2313	-928	负债和所有者权益合计	13739	17202	32266	30861
融资活动现金流	2035	1548	12878	-5718					
现金净流量	1289	-325	0	-1600					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 滨化股份,恒力石化,上海石化,通源石油,桐昆股份,胜利股份,ST中天,石大胜华,中国石化,卫星石化,华锦股份,中油工程,新潮能源,中国石油,新奥股份,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达,金正大,恒逸石化,华鲁恒升

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。