卫星石化（002648.SZ）

2021 年 01 月 29 日

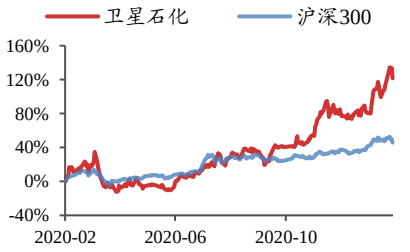
业绩超预期，C2 投产有望带来高增长

——业绩预告点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/1/28
当前股价(元)	31.98
一年最高最低(元)	34.33/12.68
总市值(亿元)	391.93
流通市值(亿元)	340.31
总股本(亿股)	12.26
流通股本(亿股)	10.64
近 3 个月换手率(%)	78.66

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-巩固 C3 布局 C2，轻烃龙头再起航》-2021.1.5

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● **业绩超预期，C2 投产有望带来高增长。维持“买入”评级**

公司发布业绩预告称，2020 年预计净利润为 15.27 亿元-17.18 亿元，同比增长 20%-35%，扣非净利润 14.33 亿元-16.24 亿元，同比增长 12.29%-27.25%，C3 景气有望持续，产能持续释放巩固优势；C2 项目投料在即，开拓低成本&高壁垒的优质赛道。我们上调盈利预测，2020-2022 年归母净利润分别为 16.1(+1.9)/30.9/36.9 亿元，同比增长 26.5%/92.0%/19.5%，EPS 分别为 1.31(+0.15)/2.52/3.01 元；当前股价对应 PE 为 24.3/12.7/10.6，维持“买入”评级。

● **丙烯酸酯景气有望持续，C3 产业链持续巩固**

内需出口均放量&原料支撑丙烯酸酯涨价：内需方面，商品房销售面积累积同比已于 10 月回正，快递业务累计同比增速始终高于 15%；**出口方面，**Q4 丙烯酸净出口量 3047 吨，环比 Q3 增加 11707 吨，丙烯酸丁酯净出口量 69533 吨，环比 Q3 增加 61568 吨，沙特、韩国、中国台湾等地区的丙烯酸酯装置计划性和非计划性的停产或减产，提振出口需求；**原料方面，**由于正丁醇从 Q3 的 5301 元/吨上涨至 Q4 的 7141 元/吨（环比+35%），丙烯酸丁酯价格持续走强。**从价差上看，**Q4 丙烯酸丁酯价差为 1469 元/吨，季环比+129%，年同比+39%；Q4 丙烯酸价差为 4368 元/吨，季环比+74%，年同比 57%；**供需格局向好，景气有望持续：**未来三年已知丙烯酸新增产能只有卫星石化 18 万吨/年，渤海东方 4 万吨/年，供给端压力较小，在房地产行业竣工高峰期与快递行业持续高速发展下，丙烯酸及酯的需求有望维持 20%的增速水平，景气度有望持续。**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计划于 2021Q1 投产；30 万吨/年改性 PP、25 万吨/年双氧水项目计划于 2021 年底投产，C3 龙头地位不断强化。

● **股权激励鼓舞士气，C2 万事俱备投料在即**

股权激励鼓舞士气：公司于 2021 年 1 月 23 日公告，拟授予限制性股票数量 337.7 万股，对应市值约 1.1 亿元，主要授予对象为连云港石化管理层、技术骨干及中层管理人员等，考核目标为以 2020 年收入为基数，2021-2023 年营收增速不低于 50%/80%/120%。**C2 万事俱备投料在即：**公司于 2020 年 12 月 30 日公告，连云港石化年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联产装置项目一阶段已全面中交，全面打通从乙烷资源获取、管道港口建设、VLEC 船舶运输、乙烷裂解及下游装置建设、下游产品签署等各环节，计划于春节后进行投料；根据公司规划，二期计划于 2021 年底开工，于 2022 年中投产。

● **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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,029	10,779	11,346	23,937	30,509
YOY(%)	22.5	7.5	5.3	111.0	27.5
归母净利润(百万元)	941	1,273	1,610	3,091	3,694
YOY(%)	-0.2	35.3	26.5	92.0	19.5
毛利率(%)	20.7	26.1	24.9	26.8	27.2
净利率(%)	9.4	11.8	14.2	12.9	12.1
ROE(%)	11.6	13.7	15.0	22.7	21.6
EPS(摊薄/元)	0.77	1.04	1.31	2.52	3.01
P/E(倍)	41.7	30.8	24.3	12.7	10.6
P/B(倍)	4.9	4.2	3.7	2.9	2.3

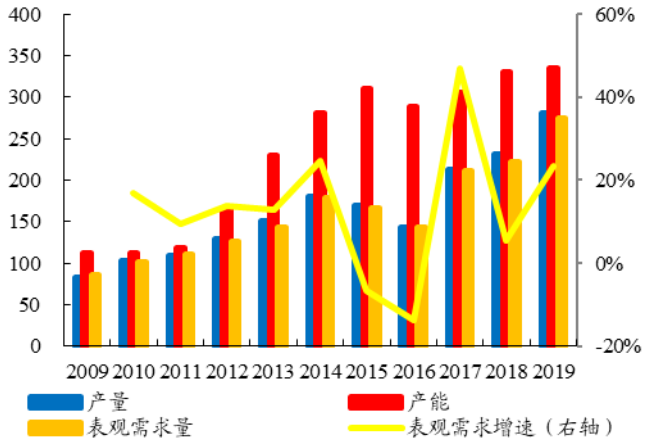
数据来源：贝格数据、开源证券研究所

表1：C3 产品价格及价差情况

	2019Q4	2020Q3	2020Q4	单季同比	单季环比	2019	2020	年同比
价格								
丙烷（元/吨）	3611	2574	3245	-10%	26%	3350	2844	-15%
丙烯（元/吨）	6183	6038	6337	2%	5%	6417	5876	-8%
聚丙烯（元/吨）	7742	7330	7640	-1%	4%	7927	7234	-9%
SAP（元/吨）	11947	11188	10841	-9%	-3%	12143	11364	-6%
双氧水(元/吨）	1124	885	1167	4%	32%	995	918	-8%
正丁醇（元/吨）	5678	5301	7141	26%	35%	5926	5583	-6%
价差								
聚丙烯-1.2*丙烷（元/吨）	3409	4241	3747	10%	-12%	3907	3822	-2%
丙烯酸-0.72 丙烯（元/吨）	2789	2511	4368	57%	74%	2796	3279	17%
丙烯酸丁酯-0.59 丙烯酸-0.57 正丁醇（元/吨）	1075	642	1469	37%	129%	985	1003	2%

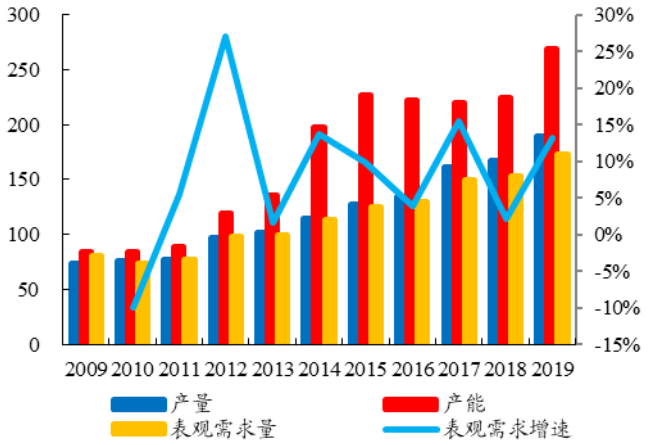
数据来源：Wind、开源证券研究所

图1：丙烯酸供需格局向好（万吨/年）



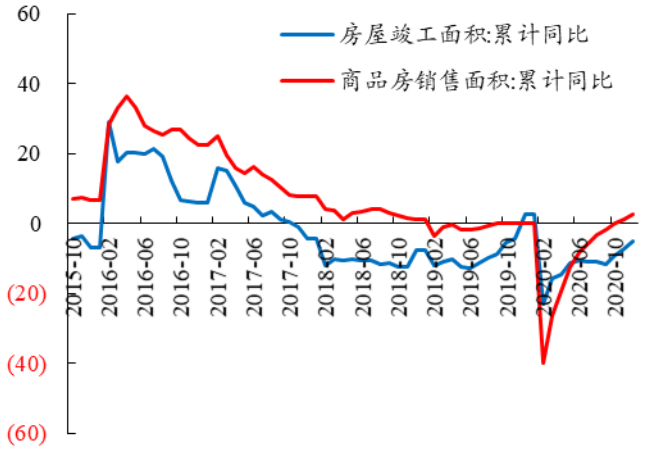
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图2：丙烯酸丁酯供需格局向好（万吨/年）



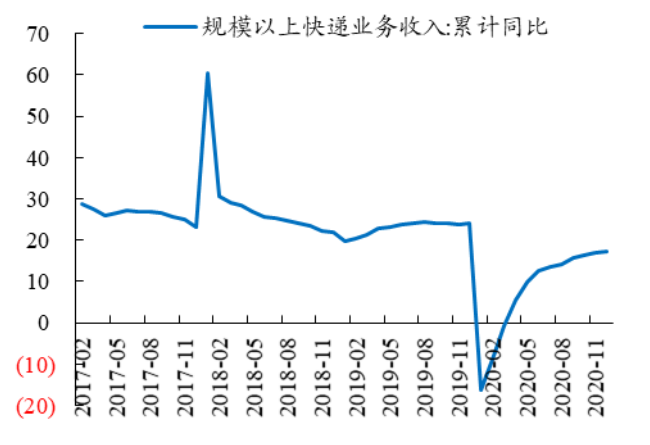
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图3：房地产回暖趋势明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：规模以上快递业务量同比持续改善



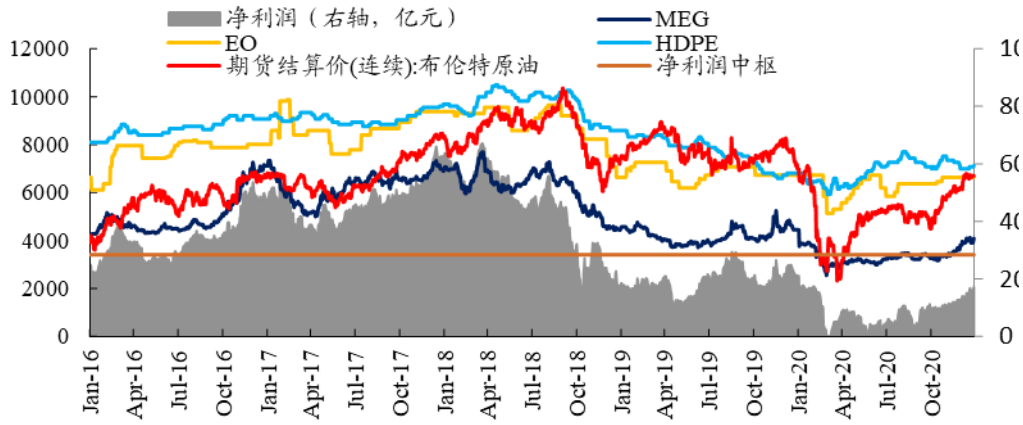
数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：C2 主要产品价格和原材料历史价格情况

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Brent 油价（美元/桶）		109	99	54	45	55	72	64	43
原料成本（元/吨）	乙烷到岸价	2607	2631	2263	2463	2791	3137	2676	2535
	乙烯	8643	9309	7272	7747	8566	8804	6598	5489
产品售价（元/吨）	MEG	6899	6045	5298	4768	6273	6409	4206	3395
	DEG	7333	7673	4919	4610	5785	5244	4245	3391
	EO	9592	9260	7046	7558	8534	9109	6872	6319
	HDPE	10290	10520	8834	8587	9065	9759	7865	6888
	混合 C3	9161	8710	5482	5343	6572	7574	6687	6075
	混合 C4	5759	5725	3922	3271	3935	4313	3826	2832

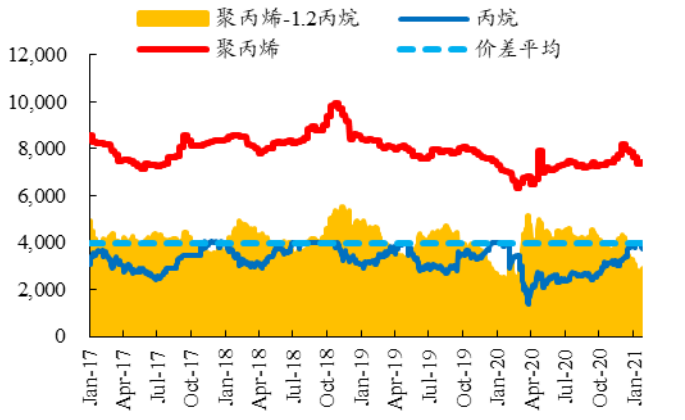
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：项目 2016 至今净利润中枢在 30 亿元盈利中枢为 30 亿（元/吨）



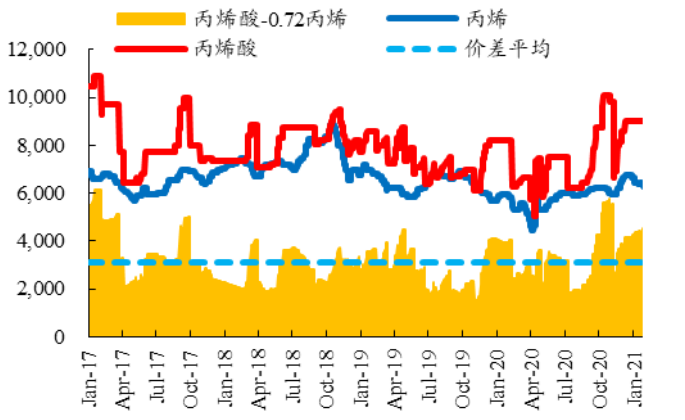
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：聚丙烯价差维持中枢位置震荡（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：丙烯酸价差已高于历史中枢（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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6802	5458	9928	13706	13297
现金	3125	3276	5663	6188	6246
应收票据及应收账款	2470	326	2617	3591	4321
其他应收款	9	12	10	36	22
预付账款	183	161	201	562	411
存货	554	903	656	2549	1517
其他流动资产	462	781	781	781	781
非流动资产	6936	12468	13166	20391	24147
长期投资	511	1413	2315	3218	4120
固定资产	3281	4072	4759	9812	12217
无形资产	412	840	930	1040	1154
其他非流动资产	2733	6142	5162	6322	6656
资产总计	13739	17926	23094	34097	37445
流动负债	5638	7874	9184	14051	11659
短期借款	3588	5265	6000	5000	4000
应付票据及应付账款	1528	2052	1780	6097	3894
其他流动负债	522	557	1404	2954	3764
非流动负债	53	794	3084	6374	8665
长期借款	0	549	2840	6130	8420
其他非流动负债	53	245	245	245	245
负债合计	5691	8668	12269	20425	20323
少数股东权益	8	15	4	-20	-43
股本	1066	1066	1226	1226	1226
资本公积	4174	4167	4167	4167	4167
留存收益	2797	3974	5332	7937	11054
归属母公司股东权益	8040	9243	10821	13691	17164
负债和股东权益	13739	17926	23094	34097	37445

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	752	1352	264	6490	4315
净利润	935	1267	1600	3067	3670
折旧摊销	543	668	617	980	1329
财务费用	76	145	263	830	1242
投资损失	-36	34	0	0	0
营运资金变动	-758	-846	-2216	1613	-1925
其他经营现金流	-9	83	0	0	0
投资活动现金流	-1498	-3529	-1315	-8205	-5085
资本支出	1167	2556	-204	6323	2854
长期投资	-439	-1045	-902	-902	-902
其他投资现金流	-770	-2018	-2422	-2784	-3133
筹资活动现金流	2035	1562	3439	2239	828
短期借款	1870	1677	735	-1000	-1000
长期借款	0	549	2290	3290	2290
普通股增加	2	0	160	0	0
资本公积增加	19	-7	0	0	0
其他筹资现金流	144	-657	254	-51	-462
现金净增加额	1305	-565	2387	524	58

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10029	10779	11346	23937	30509
营业成本	7955	7965	8525	17522	22225
营业税金及附加	39	57	43	101	132
营业费用	249	269	327	636	802
管理费用	264	306	311	667	843
研发费用	440	482	251	663	1056
财务费用	76	145	263	830	1242
资产减值损失	13	-79	0	0	0
其他收益	13	18	0	0	0
公允价值变动收益	9	-9	0	0	0
投资净收益	36	-34	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1051	1447	1626	3519	4209
营业外收入	1	10	212	0	0
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	1046	1452	1833	3514	4204
所得税	110	184	233	446	534
净利润	935	1267	1600	3067	3670
少数股东损益	-5	-5	-10	-24	-24
归母净利润	941	1273	1610	3091	3694
EBITDA	1712	2377	2713	4797	5859
EPS(元)	0.77	1.04	1.31	2.52	3.01

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.5	7.5	5.3	111.0	27.5
营业利润(%)	0.7	37.7	12.4	116.4	19.6
归属于母公司净利润(%)	-0.2	35.3	26.5	92.0	19.5
获利能力					
毛利率(%)	20.7	26.1	24.9	26.8	27.2
净利率(%)	9.4	11.8	14.2	12.9	12.1
ROE(%)	11.6	13.7	15.0	22.7	21.6
ROIC(%)	9.0	9.7	8.9	12.5	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	41.4	48.4	53.1	59.9	54.3
净负债比率(%)	6.4	30.1	38.7	51.0	53.8
流动比率	1.2	0.7	1.1	1.0	1.1
速动比率	1.0	0.5	0.9	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.8	0.9
应收账款周转率	5.0	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	6.7	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.04	1.31	2.52	3.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.10	0.22	5.30	3.52
每股净资产(最新摊薄)	6.56	7.54	8.70	11.04	13.88
估值比率					
P/E	41.7	30.8	24.3	12.7	10.6
P/B	4.9	4.2	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	23.2	17.6	15.9	9.6	8.2

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