东兴证券 DONGXING SECURITIES

卫星石化（002648）：C3产业表现亮眼，静待C2项目投产公司再上台阶

——公司三季度报告点评

2020 年 10 月 29 日

强烈推荐/维持

卫星石化 | 公司报告

- **事件：**公司发布 2020 年三季度报告，报告期内公司实现营业收入 75.5 亿元，其中三季度单季度营业收入 27.8 亿，同比下滑 2.91%；公司前三季度共实现归母净利润 9.02 亿，其中三季度单季度实现归母净利润为 4.3 亿，维持较高增速，同比增长 17.1%。
- **C3 产业链维持高景气，单季度盈利续创佳绩。**受到海外疫情影响，三季度国际原油价格围绕 42 美元/桶中枢震荡，进入九月份之后丙烯价格有所抬升。同时三季度进入天然气需求淡季，丙烷价格处于低位，丙烯-丙烷裂解价差维持在 3038 元/吨的高位。加上“金九”需求提升明显，筑涂料及下游相关行业产销两旺，而海外装置集中检修致使全球丙烯酸供应明显下滑，三季度 C3 产业链维持较高景气。公司多次提高丙烯酸及酯产品销售价格，三季度丙烯酸市场价格由季度初 7100 元/吨上涨至季度末 9900 元/吨，涨幅明显。丙烯酸季度平均价差达到 2400 元/吨，季度末更是一度超过 4100 元/吨创下近六年来新高。公司作为 C3 产业链一体化龙头，C3 产业链的全面景气给公司带来丰厚的业绩回报。三季度单季度实现归母净利润 4.3 亿，延续了二季度以来的出色的盈利能力。进入四季度以来，C3 行业的高景气得以持续。随着四季度公司 18 万吨/年丙烯酸、30 万吨/年丙烯酸酯项目即将投产，公司将进一步巩固 C3 产业链的龙头地位。
- **连云港乙烷裂解项目一期加速推进，预计将于明年一季度进料。**三季度公司连云港基地禾兴码头工程顺利通过竣工验收，乙烷低温罐区已经交付使用。10 月 12 日首艘乙烷船成功抵达码头，标志着美国乙烷出口的航线已经完全打通。同时项目其他各项建设工作加速推进，计划在十月底完成所有设备的安装和配管工作。按照计划，连云港石化乙烷裂解项目一期将于明年一季度进料，预计将在二季度初完成调试实现全面开车。 同时公司也在积极推进乙烷裂解项目二期工程，目前完成了二期项目所需的六艘乙烷运输船的租赁与订购。二期项目工程计划于 2022 年 6 月建成。连云港石化乙烷裂解项目一期和二期的相继投产，将为公司打开广阔的成长空间。
- **乙烷裂解项目风险可控，将长期保持竞争力。**根据测算，在今年全球新冠疫情导致的全球原油价格大幅下跌的影响之下，对美国乙烷的产量影响仅在 36.4 万桶/天左右，相较于美国可分离的乙烷量而言占比仅有 11.6%。而美国目前尚未分离的过量乙烷超过 125 万桶/天，乙烷供应依然充足。而在全球石化公司一二季度大面积亏损的背景下，国外新增乙烷裂解项目进度大多延期，缓解了乙烷需求增长的压力。同时 2021 年起美国乙烷管线运输和分馏产能限制两大瓶颈即将解除，有助于美国乙烷产量进一步提升，供给过剩背景下乙烷合理价格应当在 140-300 美元/吨之间。未来油价回暖是确定性事件，油价反弹将推高石脑油裂解制乙烯成本从而推涨下游产品价格，乙烯-乙烷裂解价差将逐步拉大。国内 125 万吨/年乙烷裂解项目年净利润大概率将超过 20 亿元，我们长期看好乙烷裂解的盈利前景。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 12.90、24.86 和 38.54 亿元，对应 EPS 分别为 1.21、2.33 和 3.62 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 18、9 和 6 倍。看好公司乙烷裂解项目的长期成本优势，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：新项目投产不及预期；下游产品需求不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,029.30	10,778.67	11,472.38	25,739.62	33,149.91

公司简介：

公司是国内最大、全球前五大丙烯酸制造商，是国内第一家以丙烷为原料形成 C3 产业一体化格局的民营上市企业。同时进军 C2 产业链，乙烷裂解项目正在建设中。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2019-11（计划） 非公开发行股票募集资金 30 亿元。

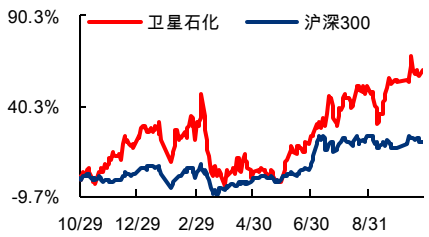
发债及交叉持股介绍：

2020-02-19 发行 5.5 亿元 3 年期公司债

交易数据

52 周股价区间（元）	22.13-12.63
总市值（亿元）	226.25
流通市值（亿元）	225.92
总股本/流通 A 股（万股）	106,571/106,415
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.61

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：徐昆仑

010-66554050 xukl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520090002

研究助理：薛阳

010-66554090 xueyang@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070062

增长率（%）	22.49%	7.47%	6.44%	124.36%	28.79%
归母净利润（百万元）	940.63	1,272.75	1,290.11	2,485.51	3,853.75
增长率（%）	0.03%	35.48%	3.38%	90.86%	54.92%
净资产收益率（%）	11.70%	13.77%	12.44%	19.83%	24.46%
每股收益(元)	0.89	1.20	1.21	2.33	3.62
PE	24.36	18.07	17.91	9.30	6.00
PB	2.87	2.50	2.23	1.84	1.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	6802	5458	5433	11470	14583	**营业收入**	10029	10779	11472	25740	33150
货币资金	3125	3276	3531	7922	10202	**营业成本**	7955	7965	8266	19699	24736
应收账款	443	326	427	958	1233	营业税金及附加	39	57	45	193	249
其他应收款	9	12	13	29	37	营业费用	249	269	354	867	1117
预付款项	183	161	190	259	347	管理费用	264	306	326	731	941
存货	554	903	756	1803	2264	财务费用	76	145	456	824	1045
其他流动资产	458	221	-1	-1	-1	研发费用	440	482	531	584	642
非流动资产合计	6936	12468	18588	25204	26313	资产减值损失	12.80	-78.90	-20.04	-28.71	-42.55
长期股权投资	511	1413	1413	1413	1413	公允价值变动收益	8.61	-9.02	0.00	0.00	0.00
固定资产	3281	4071	6818	18125	17502	投资净收益	35.86	-34.35	-13.60	-4.03	-17.33
无形资产	412	840	810	781	755	加：其他收益	12.92	18.14	12.34	14.47	14.98
其他非流动资产	89	1010	0	0	0	**营业利润**	1051	1447	1514	2880	4460
资产总计	13739	17926	24021	36675	40896	营业外收入	0.90	10.17	4.59	5.22	6.66
流动负债合计	5638	7874	5305	8277	6756	营业外支出	5.67	5.03	10.48	7.06	7.52
短期借款	3588	5265	2931	3385	779	**利润总额**	1046	1452	1508	2878	4459
应付账款	1338	1647	1529	3643	4575	所得税	110	184	198	378	585
预收款项	209	147	131	95	48	**净利润**	935	1267	1310	2501	3874
一年内到期的非流动负债	0	1	1	2	1	少数股东损益	-5	-5	20	15	20
非流动负债合计	53	794	8291	15792	18292	归属母公司净利润	941	1273	1290	2486	3854
长期借款	0	549	8049	15549	18049	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	5691	8668	13597	24068	25047	**成长能力**					
少数股东权益	8	15	35	50	70	营业收入增长	22.49%	7.47%	6.44%	124.36%	28.79%
实收资本（或股本）	1066	1066	1066	1066	1066	营业利润增长	0.73%	37.70%	4.66%	90.24%	54.85%
资本公积	4174	4167	4167	4167	4167	归属于母公司净利润增长	-0.19%	35.31%	1.36%	92.66%	55.05%
未分配利润	2515	3642	4705	6751	9800	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	8040	9243	10368	12534	15757	毛利率(%)	20.69%	26.11%	27.95%	23.47%	25.38%
负债和所有者权益	13739	17926	24021	36675	40896	净利率(%)	9.33%	11.76%	11.42%	9.71%	11.69%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.85%	7.10%	5.37%	6.78%	9.42%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	11.70%	13.77%	12.44%	19.83%	24.46%
经营活动现金流	752	1352	2332	5355	6903	**偿债能力**					
净利润	935	1267	1310	2501	3874	资产负债率(%)	41%	48%	57%	66%	61%
折旧摊销	542.98	668.25	542.60	1188.37	1746.67	流动比率	1.21	0.69	1.02	1.39	2.16
财务费用	76	145	456	824	1045	速动比率	1.11	0.58	0.88	1.17	1.82
应收帐款减少	-82	118	-101	-531	-276	**营运能力**					
预收帐款增加	30	-62	-16	-36	-46	总资产周转率	0.84	0.68	0.55	0.85	0.85
投资活动现金流	-1498	-3529	-6607	-7753	-2817	应收账款周转率	25	28	30	37	30
公允价值变动收益	9	-9	0	0	0	应付账款周转率	10.32	7.22	7.22	9.95	8.07
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	36	-34	-14	-4	-17	每股收益(最新摊薄)	0.89	1.20	1.21	2.33	3.62
筹资活动现金流	2035	1562	4529	6788	-1806	每股净现金流(最新摊薄)	1.21	-0.58	0.24	4.12	2.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.54	8.67	9.73	11.76	14.79
长期借款增加	0	549	7500	7500	2500	**估值比率**					
普通股增加	2	0	0	0	0	P/E	24.36	18.07	17.91	9.30	6.00
资本公积增加	19	-7	0	0	0	P/B	2.87	2.50	2.23	1.84	1.47
现金净增加额	1289	-614	255	4391	2281	EV/EBITDA	15.14	11.99	12.35	7.06	4.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	卫星石化（002648）：二季度业绩创新高 乙烯项目投产指日可待	2020-07-31
公司深度报告	卫星石化公司深度报告二：从产品景气度看乙烷裂解项目盈利前景	2020-06-05
公司普通报告	卫星石化（002648）业绩快报点评：乙烷裂解项目将显著提升公司价值	2020-03-01
行业深度报告	[东兴化工]钛白粉行业研究跟踪框架之三：从海外钛白公司的没落看国产龙头的进击	2020-10-13
行业普通报告	[东兴化工]钛白粉行业研究跟踪框架之二：价格指标明显高于上轮景气底部，为何仍维持底部判断	2020-09-20
行业普通报告	[东兴化工]钛白粉行业研究跟踪框架之一：当前仍处景气底部，未来复苏弹性大，持续推荐龙蟒佰利	2020-09-18
行业深度报告	尾气处理用陶瓷材料行业：蜂窝陶瓷载体是核心部件，市场规模提升空间大——先进陶瓷材料系列研究之三	2020-06-10
行业深度报告	义齿用陶瓷材料行业：全瓷牙市场空间广阔，氧化锆材料发展迅猛——先进陶瓷材料系列研究之二	2020-06-09
行业深度报告	MLCC 陶瓷粉体行业：需求高增长，国产替代加速——先进陶瓷材料系列研究之一	2020-06-08
行业深度报告	基础化工行业报告：电子特气：有望最早实现全面国产化替代的电子化工材料	2020-05-13
行业深度报告	农化行业系列之二：大豆自给率提升趋势下的农药投资机会	2020-04-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，CFA、FRM 持证人。2018 年 6 月加入东兴证券研究所，2018 年水晶球公募榜入围。

研究助理简介

薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science, CCS Chemistry 等期刊发表论文三篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526