东兴证券 DONGXING SECURITIES

卫星石化（002648）：二季度业绩创新高 乙烯项目投产指日可待

——2020 半年度业绩报告点评

2020 年 07 月 30 日

强烈推荐/维持

卫星石化 | 公司报告

- **事件：**公司发布 2020 年半年度报告，报告期内公司实现营业收入 47.7 亿元，其中二季度单季度营业收入 31.2 亿，同比增长 21.5%；上半年实现净利润 4.7 亿，其中二季度净利润为 4.3 亿，创公司上市以来单季度最高盈利，同比增长 28.8%。
- **聚丙烯需求和价格坚挺成最大亮点，助公司二季度单季度业绩再创新高。**随着新冠疫情在全球范围内的扩散以及疫情在海外的二次爆发，口罩与防护材料仍将供不应求。然而无论是口罩外层的纤维料还是中间隔离层的熔喷料，其原材料都是聚丙烯。暴增的需求催生了聚丙烯在今年上半年油价下跌的大趋势下走出独立行情，价格不但并未大幅下跌，甚至生产口罩的医用聚丙烯材料 S2040 以及聚丙烯熔喷料等价格短期出现暴涨，也拉动了整个 C3 产业链产品价格上升。二季度 PDH 裂解价差达到 2911 元/吨，环比上涨 523 元/吨；丙烯酸价差达到 2888 元/吨，环比上涨 488 元/吨。公司也是积极配合抗疫，加大熔喷改性专用料生产，保障口罩生产原料的供应。报告期内聚丙烯产品营业收入同比增长 48.2%，毛利率增长 6.05%到 22.3%，销量同比增长 59.9%。自我国三月份逐渐有序复工复产以来，公司二季度迎来产品的量价齐升，二季度单季度实现净利润 4.3 亿元，再创上市以来单季度最好盈利，极大地弥补了一季度由于春节与疫情等叠加因素对公司业绩造成的冲击。
- **公司库存压力缓解，三季度将迎消费旺季有望延续目前景气局面。**目前公司存货回到 11.74 亿元的正常水平，相较一季度大幅降低 5.12 亿元，表明公司一季度由于疫情原因而积压的库存已经大幅消化，库存压力得到明显缓解。三季度将迎来“金九银十”传统消费旺季，加上受到疫情影响压制的海外需求也有望恢复，丙烯酸和聚丙烯预计将维持目前的高景气局面。 通常供暖季时原料丙烷价格会随天然气价格上涨而上涨，而三季度也进入天然气消费淡季，丙烷价格处于较低区间。未来原油价格逐渐上涨带动聚丙烯产品价格上涨，PDH 裂解价差和丙烯酸加工价差有望进一步扩大。
- **一体化优势显现，公司毛利率处于同行领先水平。**C3 产业链一体化的完善，使得公司抵御产品价格波动风险能力得以提升。同时多年的经验积累保障了公司生产开工的稳定性，综合毛利率位于行业领先水平。上半年公司丙烯、丙烯酸及酯、高分子乳液、SAP 毛利率分别为 22.30%.25.75%、36.14%和 20.92%，同比分别上涨 6.05%、-0.88%、0.57%和-1.46%。PDH 二期投产后规模增大摊薄成本，加上二季度火爆的聚丙烯市场行情，聚丙烯毛利率大幅提升。公司其他产品上半年整体毛利率与去年同期相比基本持平，也反映了公司二季度基本弥补了一季度新冠疫情带来的不利影响。值得注意的是公司 SAP 产品毛利率目前已经基本稳定在 20%以上，随着企业不断的创新，将对公司未来发展起到关键作用。
- **非公开发行获证监会核准，乙烯项目顺利投产指日可待。**公司连云港乙烷裂解制乙烯项目有序推进，近期公司也完成了乙烷运输船舶转让和签署租约工作，同时非公开发行股票或证监会核准批复，定增 30 亿用于连云港石化项目一阶段工程，将有助于缓解公司资金压力。根据目前项目进度来看，公司乙烷裂解制乙烯项目有望在今年四季度试车投产。而受到油价大跌影响，国外石化企业都大幅削减资本开支，诸个乙烷裂解项目建设遭到推迟。这不仅将大大减轻乙烷供应端的压力，同时也给公司乙烯项目投产创造了极佳的时间窗口，预计 2021 年将为公司贡献可观的业绩增量。

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 14.7、7.6 和 4.9 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。

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：

2020-07-16 非公开发行获证监会核准

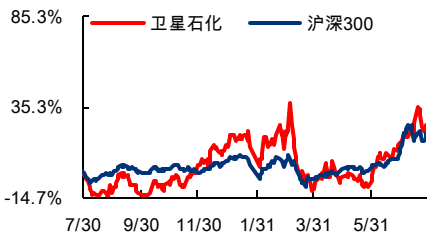
发债及交叉持股介绍：

2020-02-17 发行 5.5 亿元 3 年期公司债

交易数据

52 周股价区间（元）	19.46-12.12
总市值（亿元）	189.27
流通市值（亿元）	184.36
总股本/流通 A 股（万股）	106,571/103,806
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.66

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080002

研究助理：徐昆仑

010-66554050 xukl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480118080017

研究助理：薛阳

010-66554090 xueyang@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070062

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
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	19.96	14.80	14.67	7.61	4.91
PB	2.35	2.05	1.83	1.51	1.20

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	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计					
货币资金	3125	3276	3531	7922	10202
应收账款	443	326	427	958	1233
其他应收款	9	12	13	29	37
预付款项	183	161	190	259	347
存货	554	903	756	1803	2264
其他流动资产	458	221	-1	-1	-1
非流动资产合计	6936	12468	18588	25204	26313
长期股权投资	511	1413	1413	1413	1413
固定资产	3281	4071	6818	18125	17502
无形资产	412	840	810	781	755
其他非流动资产	89	1010	0	0	0
资产总计	13739	17926	24021	36675	40896
流动负债合计	5638	7874	5305	8277	6756
短期借款	3588	5265	2931	3385	779
应付账款	1338	1647	1529	3643	4575
预收款项	209	147	131	95	48
一年内到期的非流动负债	0	1	1	2	1
非流动负债合计	53	794	8291	15792	18292
长期借款	0	549	8049	15549	18049
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	5691	8668	13597	24068	25047
少数股东权益	8	15	35	50	70
实收资本（或股本）	1066	1066	1066	1066	1066
资本公积	4174	4167	4167	4167	4167
未分配利润	2515	3642	4705	6751	9800
归属母公司股东权益合计	8040	9243	10368	12534	15757
负债和所有者权益	13739	17926	24021	36675	40896

现金流量表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	752	1352	2332	5355	6903
净利润	935	1267	1310	2501	3874
折旧摊销	542.98	668.25	542.60	1188.37	1746.67
财务费用	76	145	456	824	1045
应收帐款减少	-82	118	-101	-531	-276
预收帐款增加	30	-62	-16	-36	-46
投资活动现金流	-1498	-3529	-6607	-7753	-2817
公允价值变动收益	9	-9	0	0	0
长期投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	36	-34	-14	-4	-17
筹资活动现金流	2035	1562	4529	6788	-1806
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	549	7500	7500	2500
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	19	-7	0	0	0
现金净增加额	1289	-614	255	4391	2281

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10029	10779	11472	25740	33150
营业成本	7955	7965	8266	19699	24736
营业税金及附加	39	57	45	193	249
营业费用	249	269	354	867	1117
管理费用	264	306	326	731	941
财务费用	76	145	456	824	1045
研发费用	440	482	531	584	642
资产减值损失	12.80	-78.90	-20.04	-28.71	-42.55
公允价值变动收益	8.61	-9.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.86	-34.35	-13.60	-4.03	-17.33
加：其他收益	12.92	18.14	12.34	14.47	14.98
营业利润	1051	1447	1514	2880	4460
营业外收入	0.90	10.17	4.59	5.22	6.66
营业外支出	5.67	5.03	10.48	7.06	7.52
利润总额	1046	1452	1508	2878	4459
所得税	110	184	198	378	585
净利润	935	1267	1310	2501	3874
少数股东损益	-5	-5	20	15	20
归属母公司净利润	941	1273	1290	2486	3854

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	22.49%	7.47%	6.44%	124.36%	28.79%
营业利润增长	0.73%	37.70%	4.66%	90.24%	54.85%
归属于母公司净利润增长	-0.19%	35.31%	1.36%	92.66%	55.05%
获利能力					
毛利率(%)	20.69%	26.11%	27.95%	23.47%	25.38%
净利率(%)	9.33%	11.76%	11.42%	9.71%	11.69%
总资产净利润（%）	6.85%	7.10%	5.37%	6.78%	9.42%
ROE(%)	11.70%	13.77%	12.44%	19.83%	24.46%
偿债能力					
资产负债率(%)	41%	48%	57%	66%	61%
流动比率	1.21	0.69	1.02	1.39	2.16
速动比率	1.11	0.58	0.88	1.17	1.82
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.68	0.55	0.85	0.85
应收账款周转率	25	28	30	37	30
应付账款周转率	10.32	7.22	7.22	9.95	8.07
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.20	1.21	2.33	3.62
每股净现金流(最新摊薄)	1.21	-0.58	0.24	4.12	2.14
每股净资产(最新摊薄)	7.54	8.67	9.73	11.76	14.79
估值比率					
P/E	19.96	14.80	14.67	7.61	4.91
P/B	2.35	2.05	1.83	1.51	1.20
EV/EBITDA	12.46	10.03	10.66	6.20	3.85

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
公司财报点评	卫星石化（002648）半年报点评：业绩大增符合预期 羽化成蝶尚需等待	2019-08-01
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
行业深度报告	展望 10 年后的中国农化行业："先正达集团"的成立有望成为破解我国农药行业"大而不强"的契机	2020-04-22
行业深度报告	工业气体行业深度报告：渗入高精尖，老树发新芽	2020-03-25
行业普通报告	油石化行业：原油价格战重演 炼化轻烃裂解存结构性机会	2020-03-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

研究助理简介

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。

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