石油石化 卫星石化（002648.SZ） 维持评级

报告原因：年报点评 **项目投产叠加产销增长提升公司业绩** **买入**

2020 年 4 月 10 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 10 日

收盘价(元)：13.76

年内最高/最低（元）：19.72/12.8

流通 A 股/总股本（亿）：10.38/10.66

流通 A 股市值（亿）：143

总市值（亿）：147

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：1.20

每股净资产(元)：8.67

净资产收益率：14.76%

分析师：程俊杰

执业证书编号：S0760519110005

E-mail：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司 2020 年 4 月 10 日发布 2019 年年报，2019 年营业收入 107.79 亿元，同比增长 7.47%；归属母公司股东的净利润 12.73 亿元，同比增长 35.31%；扣非后归属母公司股东的净利润 12.76 亿元，同比增长 43.59%；实现每股收益 1.20 元；经营活动产生的现金流量净额 13.52 亿元，同比增长 79.79%。
- **项目投产叠加产销增长提升公司业绩**。2019 年营业收入 107.79 亿元，同比增长 7.47%，具体来看，公司主营业务收入增长主要来自丙烯和（甲基）丙烯酸及酯的销售收入，2019 年（甲基）丙烯酸及酯营业收入为 53.85 亿元，同比下滑 7.25%；丙烯产品营业收入为 37.71 亿元，同比增长 51.2%。产销方面，2019 年实现化工产品销量 157.6 万吨，同比增长 27.86%；实现化工产品产量 150 万吨，同比增长 22.09%。由于 2019 年上半年 45 万吨丙烷脱氢制丙烯二期项目、年产 15 万吨聚丙烯二期项目顺利投产，有效实现了丙烯的内部消化，将成本下沉，扩大产业链价差优势，保持稳定盈利。费用方面，2019 年公司财务费用为 1.45 亿，同比增长 91%，主要系利息支出及汇兑损失同比增加所致。
- **“丙烷-丙烯-丙烯酸及酯-高分子聚合物”产业链一体化优势明显，稳步推进乙烷制乙烯项目。**公司已建成自丙烷为原料到聚丙烯、丙烯酸及酯，以及下游高分子新材料的全产业链。目前拥有 90 万吨/年丙烷脱氢制丙烯、45 万吨/年聚丙烯、48 万吨/年丙烯酸、45 万吨/年丙烯酸酯、22 万吨/年双氧水、15 万吨/年高吸水性树脂等产能，随着 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯一阶段项目建设顺利推进，届时公司将进一步打造成本最优化、综合竞争力领先的 C3 产业链，行业龙头影响力不断增强。连云港项目建设方面，年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE、26 万吨 ACN 联合装置项目按计划有序推进，项目建成后将极大的提升公司的业务规模、完善公司的业务模式和产业链结构。
- **后续随着下游需求回暖及油价反弹有望拉升丙烯市场行情，价差进一步得到修复**。2020 年一季度丙烯市场价格重心震荡下移，全球公共卫生事件及油价暴跌为主要影响因素，受低成本、下游需求持续低迷，出现明显下滑，Q1 丙烯平均价格为 5652.15 元/吨，同比下降 13.83%。价差方面，Q1 丙烯-丙烷平均价差为 1843.31 元/吨，同比下降 21.82%；

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

丙烯酸-丙烯平均价差为 2798.87 元/吨，同比下降 29.08%。后续随着原油减产协议的推进，油价有所反弹，对丙烯成本端形成支撑。同时下游需求回暖，开工负荷维持高位，带动对原料采购积极性，有望拉升丙烯市场行情，丙烯价差进一步得到修复。

投资建议

- 公司作为国内最大、全球前五的丙烯酸生产企业，同时是国内最大的聚丙烯酸酯纺织化学品生产企业，规模优势明显，具备一定议价能力。随着项目的不断建成投产，公司市场竞争力将不断增长，看好公司未来发展前景。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 16.94 亿、18.86 亿、20.27 亿，EPS 分别为 1.59 元、1.77 元、1.90 元，对应公司 4 月 10 日收盘价 13.76 元，PE 分别为 8.66 倍、7.77 倍、7.23 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 原材料和产品价格大幅波动风险、宏观经济下行风险、产能消化的风险

卫星石化主要财务指标 **单位：百万元**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10779	11857	13557	16083
收入同比(%)	7%	10%	14%	19%
归属母公司净利润	1273	1694	1886	2027
净利润同比(%)	35%	33%	11%	7%
毛利率(%)	26.1%	26.1%	25.2%	24.1%
ROE(%)	13.7%	15.7%	15.0%	14.0%
每股收益(元)	1.19	1.59	1.77	1.90
P/E	11.52	8.66	7.77	7.23
P/B	1.59	1.36	1.17	1.01
EV/EBITDA	7	7	6	5

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,458	6,016	6,572	8,197
现金	3,276	3,542	3,867	4,678
应收账款	338	484	530	596
其他应收款	12	16	15	19
预付账款	161	194	231	250
存货	903	895	964	1,263
其他流动资	769	884	964	1,390
非流动资产	12,468	15,158	18,614	23,275
长期投资	1,413	1,413	1,413	1,413
固定资产	4,071	6,165	8,379	10,704
无形资产	840	784	732	683
其他非流动	6,143	6,795	8,090	10,474
资产总计	17,926	21,174	25,185	31,471
流动负债	7,874	9,486	11,522	15,481
短期借款	5,265	6,825	8,680	12,026
应付账款	1,647	1,812	1,968	2,471
其他流动负	962	850	874	984
非流动负债	794	885	1,079	1,460
长期借款	549	549	549	549
其他非流动	245	335	530	911
负债合计	8,668	10,371	12,601	16,941
少数股东权益	15	15	15	15
股本	1,066	1,066	1,066	1,066
资本公积	4,167	4,167	4,167	4,167
留存收益	3,974	5,555	7,338	9,283
归属母公司股东	9,243	10,788	12,570	14,515
负债和股东权	17,926	21,174	25,185	31,471

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,352	1,588	1,709	1,023
净利润	1,267	1,694	1,886	2,027
折旧摊销	668	262	339	423
财务费用	185	284	365	487
投资损失	34	0	0	0
营运资金变动	(2,000)	(653)	(881)	(1,914)
其他经营现	1,198	0	(0)	0
投资活动现金	(3,529)	(2,150)	(2,230)	(2,410)
资本支出	2,427	2,150	2,230	2,410
长期投资	(902)	0	0	0
其他投资现	(5,054)	(4,300)	(4,460)	(4,820)
筹资活动现金	1,562	1,164	1,386	2,778
短期借款	1,677	1,560	1,855	3,346
长期借款	549	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	(7)	0	0	0
其他筹资现	(657)	(396)	(469)	(569)
现金净增加额	(614)	601	865	1,391

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,779	11,857	13,557	16,083
营业成本	7,965	8,761	10,147	12,203
营业税金及附加	57	51	61	76
销售费用	269	306	342	407
管理费用	306	459	422	527
财务费用	145	284	365	487
资产减值损失	(79)	0	(0)	0
公允价值变动收	(9)	0	0	0
投资净收益	(34)	0	0	0
营业利润	1,447	1,995	2,220	2,384
营业外收入	10	5	5	7
营业外支出	5	7	6	6
利润总额	1,452	1,993	2,219	2,385
所得税	184	299	333	358
净利润	1,267	1,694	1,886	2,027
少数股东损益	(5)	0	0	0
归属母公司净利润	1,273	1,694	1,886	2,027
EBITDA	2,765	2,541	2,924	3,294
EPS（元）	1.19	1.59	1.77	1.90

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	7.47%	10.00%	14.34%	18.64%
营业利润	37.70%	37.89%	11.27%	7.43%
归属于母公司净利	35.31%	33.09%	11.35%	7.49%
获利能力				
毛利率(%)	26.11%	26.11%	25.15%	24.13%
净利率(%)	4.04%	11.81%	14.29%	13.91%
ROE(%)	13.69%	15.68%	14.99%	13.95%
ROIC(%)	17.37%	18.65%	17.28%	16.30%
偿债能力				
资产负债率(%)	48.36%	48.98%	50.03%	53.83%
净负债比率(%)	-12.67%	-6.38%	-6.92%	-9.00%
流动比率	0.69	0.63	0.57	0.53
速动比率	0.58	0.54	0.49	0.45
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.61	0.58	0.57
应收账款周转率	28.04	29.87	27.58	29.46
应付账款周转率	7.22	6.86	7.17	7.25
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.59	1.77	1.90
每股经营现金流(最新摊	1.27	1.49	1.60	0.96
每股净资产(最新摊薄)	8.67	10.12	11.79	13.62
估值比率				
P/E	11.5	8.7	7.8	7.2
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.71	6.53	5.84	5.32

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336