Q1 业绩良好，维持“增持”评级

卫星石化(002648)

投资评级：增持（维持评级）

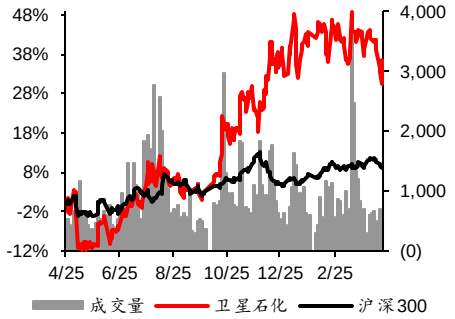
当前价格(元):	12.47
合理价格区间(元):	14.5-16.0

刘曦 研究员
执业证书编号：S0570515030003
025-83387130
liuxi@htsc.com

相关研究

1《卫星石化(002648,增持): 丙烯酸及酯景气回升，业绩大幅改善》2017.03
2《卫星石化(002648,增持): 业绩符合预期，关注新项目进展》2017.02
3《卫星石化(002648,增持):丙烯酸景气回升，产业链布局进入收获期》2017.02

股价走势图



资料来源：Wind

2017Q1 业绩符合预期，上半年预计净利 5.2-5.9 亿元

卫星石化发布 2017 年一季报，实现营收 19.1 亿元，净利 2.9 亿元,同比大增 97 倍（2016Q1 为 0.03 亿元），环比增 37%，业绩符合预期，以最新股本 80.35 亿股计算，对应 EPS 0.36 元。公司同时预计 2017 年上半年净利 5.2-5.9 亿元（2016H1 净利为 0.15 亿元），对应 2017Q2 单季度净利为 2.3-3.0 亿元。

丙烯酸景气回升带动业绩大增

2017Q1，丙烯酸价格中枢明显上移，以华东市场为例，2017Q1 丙烯酸均价 9350 元/吨，同比上涨 80%，环比增 6.1%，且价差有所扩大，带动公司综合毛利率同比提升 13.0pct 至 28.3%，环比保持稳定；报告期内公司承兑贴现利息支出及汇兑损失减少，财务费用为 2842 万元，同比降 32%，对利润亦有助益。2017 年 3 月以来，丙烯酸价格自高位回落，目前价格为 6800 元/吨，下游刚需略增，厂家报价稳定。

PDH 盈利有望持续改善，配套项目投产在即

进入二季度，伴随 LPG 消费淡季来临，原料丙烷价格阶段性下行有利于公司 PDH 环节盈利改善。另一方面，公司配套 30 万吨/年聚丙烯装置（部分与 PDH 二期项目配套）有望于近期投产，助推公司业绩增长。

维持“增持”评级

卫星石化传统业务丙烯酸及酯竞争优势突出，公司近年来持续拓展产业链，SAP 等高附加值产品进口替代前景广阔；PDH 业务与盈利情况良好。结合公司一季报及业绩预告情况，我们上调公司 2017 年 EPS 至 1.00 元（原预测 0.85 元）、维持 2018、2019 年 EPS 分别为 1.19、1.37 元的预测（未考虑增发对公司股本和盈利的影响），结合可比公司估值水平及主要产品价格走势，给予 2017 年 14.5-16 倍 PE，对应目标价 14.5-16.0 元，维持“增持”评级。

风险提示：新业务发展不及预期风险，核心技术失密风险，下游需求下滑风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	803.52
流通 A 股(百万股)	800.00
52 周内股价区间(元)	8.10-13.70
总市值(百万元)	10,020
总资产(百万元)	8,081
每股净资产(元)	4.57

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,187	5,355	7,232	8,612	9,154
+/-%	(2.75)	27.88	35.07	19.08	6.30
归母净利润(百万元)	(436.52)	311.56	803.08	954.81	1,102
+/-%	(1,441)	171.38	157.76	18.89	15.45
EPS (元，最新摊薄)	(0.54)	0.39	1.00	1.19	1.37
PE (倍)	(22.95)	32.16	12.48	10.49	9.09

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

盈利预测调整

结合公司一季报及业绩预告情况，我们上调公司 2017 年 EPS 至 1.00 元（原预测 0.85 元）、维持 2018、2019 年 EPS 分别为 1.19、1.37 元的预测（未考虑增发对公司股本和盈利的影响），结合可比公司估值水平及主要产品价格走势，给予 2017 年 14.5-16 倍 PE，对应目标价 14.5-16.0 元，维持“增持”评级。

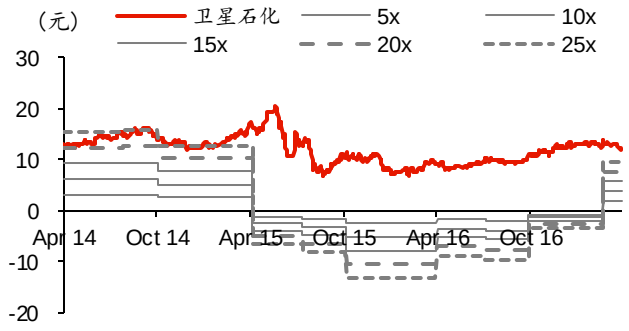
图表 1: 盈利预测调整详情

		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	调整前	4187	5355	6504	8616	9160
	调整后	4187	5355	7232	8612	9154
	（+/-）%	-	-	11.2%	0.0%	-0.1%
毛利润（百万元）	调整前	356	1193	1713	2258	2471
	调整后	356	1193	1926	2254	2465
	（+/-）%	-	-	12.4%	-0.2%	-0.2%
归母净利润（百万元）	调整前	-437	312	681	955	1102
	调整后	-437	312	803	955	1102
	（+/-）%	-	-	17.9%	0.0%	0.0%
EPS（元）	调整前	-0.54	0.39	0.85	1.19	1.37
	调整后	-0.54	0.39	1.00	1.19	1.37
	（+/-）%	-	-	17.9%	0.0%	0.0%

资料来源：华泰证券研究所

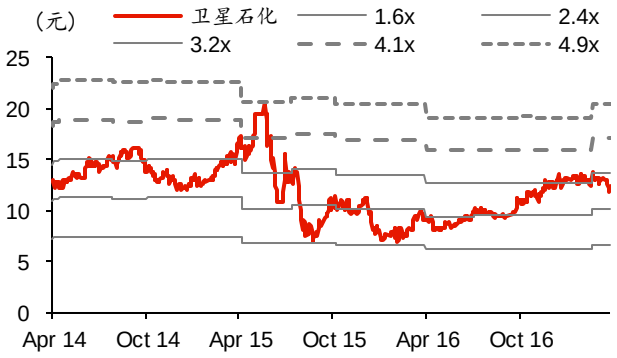
PE/PB– Bands

图表 2: 卫星石化历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 3: 卫星石化历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,361	2,767	3,075	4,095	4,936
现金	613.12	739.12	535.60	1,104	1,782
应收账款	200.58	313.84	361.62	430.60	457.72
其他应收账款	7.50	29.31	21.70	25.84	27.46
预付账款	48.58	76.86	68.98	82.65	86.95
存货	485.33	458.27	795.89	953.64	1,003
其他流动资产	1,006	1,150	1,291	1,498	1,579
非流动资产	4,822	4,687	4,588	4,470	4,651
长期投资	0.00	96.19	96.19	96.19	96.19
固定投资	3,780	3,476	3,471	3,400	3,489
无形资产	291.00	377.94	377.94	377.94	377.94
其他非流动资产	750.84	735.98	642.78	596.18	687.87
资产总计	7,183	7,454	7,663	8,565	9,587
流动负债	3,396	3,903	3,372	3,308	3,217
短期借款	1,327	1,725	1,100	700.00	500.00
应付账款	804.13	702.33	1,061	1,272	1,338
其他流动负债	1,265	1,475	1,211	1,336	1,379
非流动负债	600.97	163.92	161.51	161.41	162.28
长期借款	569.00	113.21	113.21	113.21	113.21
其他非流动负债	31.97	50.71	48.30	48.20	49.07
负债合计	3,997	4,067	3,533	3,469	3,379
少数股东权益	8.32	10.36	10.36	10.36	10.36
股本	800.00	803.52	803.52	803.52	803.52
资本公积	1,531	1,433	1,433	1,433	1,433
留存公积	793.27	1,101	1,867	2,822	3,924
归属母公司股	3,178	3,377	4,119	5,086	6,198
负债和股东权益	7,183	7,454	7,663	8,565	9,587

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,253	742.13	875.10	1,264	1,455
净利润	(436.74)	307.02	803.08	954.81	1,102
折旧摊销	525.50	593.69	315.56	337.97	369.22
财务费用	209.92	159.70	131.97	83.29	35.07
投资损失	(6.79)	2.89	(7.00)	(8.00)	(9.00)
营运资金变动	944.94	(333.85)	(294.06)	(116.34)	(53.92)
其他经营现金	16.17	12.67	(74.45)	11.90	10.87
投资活动现金	(292.93)	(394.75)	(153.00)	(212.00)	(541.00)
资本支出	200.33	301.94	160.00	220.00	550.00
长期投资	94.57	97.16	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.97	4.35	7.00	8.00	9.00
筹资活动现金	(741.82)	(218.89)	(925.62)	(483.29)	(235.07)
短期借款	(11.20)	398.22	(624.92)	(400.00)	(200.00)
长期借款	(596.70)	(455.79)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(5.09)	3.52	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	43.68	(97.59)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(172.51)	(67.25)	(300.69)	(83.29)	(35.07)
现金净增加额	197.88	109.07	(203.52)	568.34	678.48

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,187	5,355	7,232	8,612	9,154
营业成本	3,831	4,162	5,306	6,358	6,689
营业税金及附加	6.79	12.33	14.46	17.22	18.31
营业费用	167.21	202.61	282.06	335.87	357.02
管理费用	379.44	438.74	585.82	697.57	741.51
财务费用	209.92	159.70	131.97	83.29	35.07
资产减值损失	31.91	82.41	25.00	25.00	25.00
公允价值变动收益	(5.00)	13.60	15.00	12.00	10.00
投资净收益	6.79	(2.89)	7.00	8.00	9.00
营业利润	(436.71)	307.76	909.12	1,115	1,308
营业外收入	23.01	6.23	14.89	13.36	12.68
营业外支出	6.18	8.87	8.30	8.13	8.31
利润总额	(419.88)	305.13	915.72	1,121	1,312
所得税	16.86	(1.89)	112.63	165.86	209.96
净利润	(436.74)	307.02	803.08	954.81	1,102
少数股东损益	(0.22)	(4.54)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(436.52)	311.56	803.08	954.81	1,102
EBITDA	298.71	1,061	1,357	1,537	1,712
EPS (元)	(0.54)	0.39	1.00	1.19	1.37

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(2.75)	27.88	35.07	19.08	6.30
营业利润	(1,087)	170.47	195.40	22.70	17.25
归属母公司净利润	(1,441)	171.38	157.76	18.89	15.45
获利能力(%)					
毛利率	8.52	22.28	26.64	26.18	26.94
净利率	(10.42)	5.82	11.10	11.09	12.04
ROE	(13.73)	9.23	19.50	18.77	17.79
ROIC	(5.31)	9.20	16.92	18.94	20.04
偿债能力					
资产负债率(%)	55.64	54.56	46.11	40.50	35.24
净负债比率(%)	61.52	59.91	48.49	37.85	32.94
流动比率	0.70	0.71	0.91	1.24	1.53
速动比率	0.55	0.59	0.68	0.95	1.22
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.73	0.96	1.06	1.01
应收账款周转率	20.04	19.72	20.96	21.74	20.61
应付账款周转率	5.27	5.53	6.02	5.45	5.13
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.54)	0.39	1.00	1.19	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	0.92	1.09	1.57	1.81
每股净资产(最新摊薄)	3.96	4.20	5.13	6.33	7.71
估值比率					
PE (倍)	(22.95)	32.16	12.48	10.49	9.09
PB (倍)	3.15	2.97	2.43	1.97	1.62
EV_EBITDA (倍)	38.57	10.86	8.49	7.50	6.73

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com