CMS 招商证券

审慎推荐-A（维持）

目标估值： - 元
当前股价：15.79 元
2017 年 08 月 14 日

卫星石化 002648.SZ

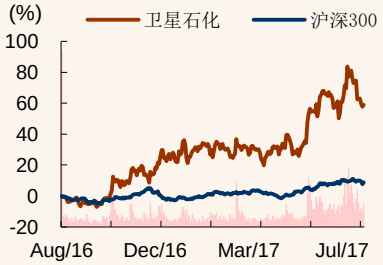
丙烯酸全面复苏，公司业绩大幅反转

基础数据

上证综指	3237
总股本（万股）	106371
已上市流通股（万股）	80000
总市值（亿元）	168
流通市值（亿元）	126
每股净资产（MRQ）	3.5
ROE（TTM）	20.7
资产负债率	54.2%
主要股东	浙江卫星控股股份有
主要股东持股比例	39.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	18	59
相对表现	-3	11	46



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《卫星石化（002648）—丙烯酸 Q1 超景气，业绩创单季度新高》2017-04-24

2、《卫星石化（002648）—16Q4 业绩超预期，高景气仍将维持》2017-03-16

3、《卫星石化（002648）—产业环境发生变化，上调公司盈利预测》2016-10-24

王强
wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮
shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

顾正阳
S1090513030001

研究助理
李舜
lishun2@cmschina.com.cn

事件：

公司发布 2017 年半年报，报告期内实现营业收入 40.36 亿元，同比增长 84.68%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.84 亿元，同比增长 3080.63%，实现归属于上市公司股东的扣非后的净利润 4.83 亿元，同比增长 3375.38%，实现 EPS 0.60 元；其中 Q2 实现净利润 1.92 亿元，同比增长 1452.66%%，环比下降 34.01%。同时，公司预计 2017 年 1-9 月的盈利区间为 6.6~7.2 亿元，同比增长 565.26%~625.74%。

公告同时公告，拟投资建设 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯和 22 万吨双氧水项目。

评论：

1、丙烯酸景气提升，公司业绩大反转

公司 2017H1 实现营业收入 40.36 亿元，同比增长 84.68%，公司营收收入大幅增长主要来自丙烯酸及酯产品价格的上涨和产销量的提升，报告期内公司各类产品销售总量较去年同期增长 33.04%，SAP 销量同比增长 383.36%，量价齐升导致公司营业收入大幅增长。

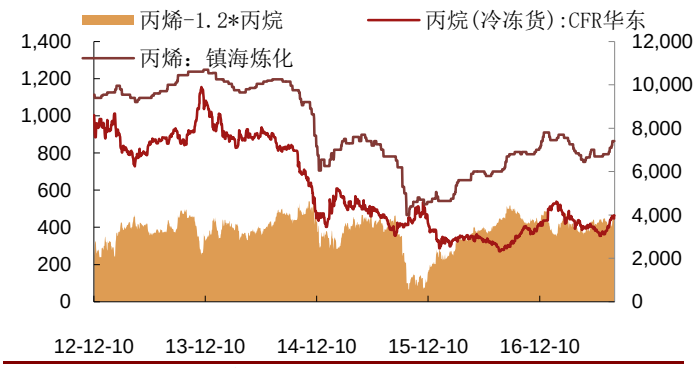
2017H1 公司实现归属于上市公司的净利润为 4.84 亿元，同比增长 3080.63%，公司业绩大幅反转主要来自丙烯酸及酯景气度的提升。报告期内公司整体毛利率达到 23.84%，同比提升 8.22pct；从各产品线看，丙烯、丙烯酸及酯、颜料中间体和 SAP 的毛利率均同比提升，其中（甲基）丙烯酸及酯毛利率达到 24.98%，同比提升 10.63pct，丙烯毛利率达到 19.50%，同比提升 9.81pct，颜料中间体毛利率达到 45.14%，同比提升 5.83pct，SAP 的毛利率由负转正，达到 6.14%。公司高分子乳液业务毛利率 30.35%，同比下降 7.33pct。

2017H1 丙烯酸均价 8505 元/吨，同比增长 60.6%，均价差 4091 元/吨，同比增加了 1714 元/吨；丙烯酸丁酯均价 9759 元/吨，同比提升了 49.8%，均价差达到 4553 元/吨，同比增加了 1220 元/吨。

公司（聚）丙烯业务毛利率同比大幅提升主要是 2017H1 PDH 的价差同比有所扩大，从 2016H1 的 1369 扩大至 2017H1 的 1712，同时公司 30 万吨聚丙烯产能 2016 年 10 月份投产，公司通过进一步将丙烯加工成聚丙烯销售，提升了一定的盈利能力。

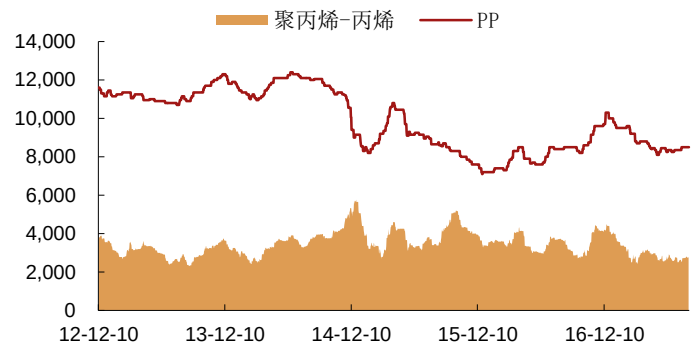
报告期内公司期间费用率下降明显，其中销售费用率 2.63%、财务费用率 2.49%，管理费用率 5.38%，同比分别下降 1.28%、1.35%和 1.64%。

图 1：PDH 价差情况



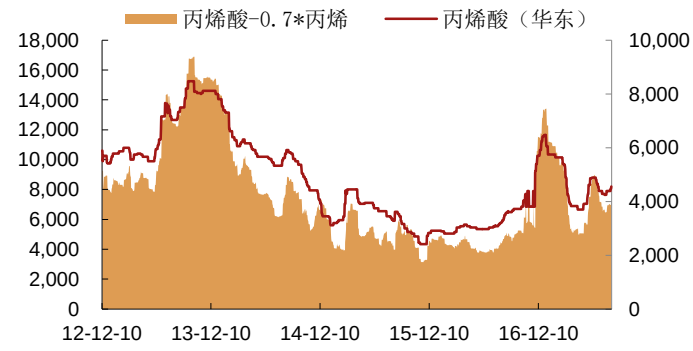
资料来源：Wind、招商证券

图 2：聚丙烯与丙烯的价格及价差情况



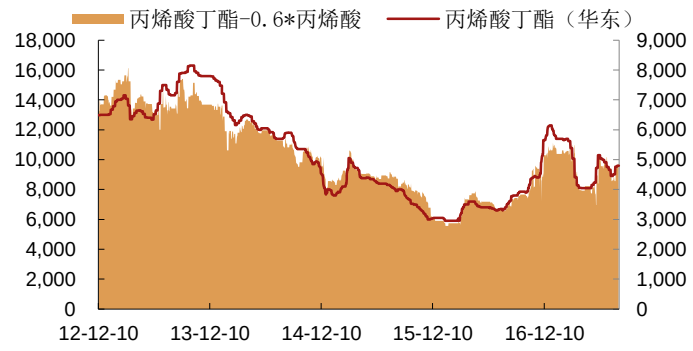
资料来源：Wind、招商证券

图 3：丙烯酸价差情况



资料来源：Wind、招商证券

图 4：丙烯酸丁酯的价差情况



资料来源：Wind、招商证券

2、丙烯酸及酯近 2 年无新增产能，行业景气度有望提升

目前我国丙烯酸生产企业有 18 家，其中产能较大的企业主要有江苏裕廊、卫星石化、扬子巴斯夫、宁波台塑、万华化学和上海华谊。2016 年 9 月上海华谊老的 18 万吨/年装置停产搬迁，丙烯酸名义产能出现收缩，2017 年一季度新投产的产能主要是上海华谊新厂 32 万吨/年产能规划中的一期 16 万吨/年，其二期目前尚处于规划阶段，预计要到 2019 年才能投产，公司此次拟投资建设 36 万吨丙烯酸和 36 万吨丙烯酸酯按照建设周期看也要 2019 年才能投产，因此 2017-2018 年丙烯酸基本没有新增产能。

我们预计 2017 年我国丙烯酸的名义产能约 314 万吨/年，排除长期停产的 48 万吨产能、以及常年开工率低的 34 万吨，有望淘汰的产能将超过 80 万吨，实际稳产的有效产能只有 220-230 万吨/年，2016 年我国丙烯酸产量在 180-190 万吨，对应有效产能的实际开工率达到 80%。

近几年我国丙烯酸消费增速在 9%左右，保守估计未来几年 6-8%的增长测算，2017 年我国丙烯酸消费量将达到 200 万吨左右；考虑到 2017-2018 年丙烯酸基本没有新增产能，不排除未来 2 年丙烯酸供需走向偏紧。

2016 年有望是我国丙烯酸行业的拐点之年，未来 2 年丙烯酸盈利将逐步向上。

表 1：我国丙烯酸主要生产企业情况

企业名称	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	装置性质	目前状态
江苏裕廊化工	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5		长期停产
江苏裕廊昇科	32	32	48	48	48	48	48		
浙江卫星石化	16	48	48	48	48	48	48		
扬子-巴斯夫	16	16	35	35	35	35	35		
宁波台塑	16	16	32	32	32	32	32		老装置考虑关闭
烟台万华	/	/	30	30	30	30	30		
上海华谊	23	23	23	0	16	16	32		
江苏三木集团	14	14	14	14	14	14	14		开不顺，经常停车
中海油惠州	14	14	14	14	14	14	14		
齐鲁开泰实业	3	11	11	11	19	19	19		收购山东宏信
山东宏信	/	8	8	8	/	/	/		被开泰实业收购
沈阳蜡化	8	8	8	8	8	8	8	中小装置	
兰州石化	8	8	8	8	8	8	8	老装置	常年开工率较低
北京东方化工	8	8	/	/	/	/	/	老装置	已淘汰
江苏万洲石化	/	8	8	8	8	8	8	中小装置	
福建滨海	/	6	6	6	6	6	6	中小装置	
山东正和	4	4	4	4	4	4	4	老装置	常年开工率较低
吉林石化	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	老装置	长期停车
名义产能合计	**193.8**	**266.8**	**320.8**	**297.8**	**313.8**	**313.8**	**329.8**		
新增产能	24	73	54	-23	16	0	16		
产能增速%	14.1%	37.7%	20.2%	-7.2%	5.4%	0.0%	5.1%		

资料来源：招商证券

3、继续扩产丙烯酸及酯产能，未来龙头地位更加稳固

公司拟投资 19.9 亿元投资建设 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯和 22 万吨双氧水项目，项目投产后公司丙烯酸产能将达到 84 万吨/年、丙烯酸酯产能将达到 81 万吨/年，龙头地位将更加巩固，同时这也有利于公司打造上下游一体化产业链，公司二期 PDH 装置预计 2018 年底建成，到时将有未新建的丙烯酸及酯装置提供原料保障，公司的 C3 产业链一体化更加完善。

双氧水项目可以有效利用公司 PDH 装置副产的氢气，实现氢气价值的最大化。

表 2：丙烯酸、丙烯酸酯和双氧水项目投产后公司产能情况（万吨/年）

产品线	项目投产前	项目投产后
丙烯酸	48	84
丙烯酸酯	45	81
双氧水	0	22

资料来源：Wind、招商证券

4、中油价下看好 PDH 的盈利

公司已经拥有 45 万吨 PDH 装置，定增投资的 PDH 二期 45 万吨正在建设中，预计 18 年底建成；配套 30 万吨 PP 粉料项目已经在 2016 年四季度投产。

一部分投资者对当前中油价条件下的 PDH 盈利景气的可持续性有所担忧。但我们认为未来较长一段时间，世界范围内丙烷供给仍然偏松，国内的丙烯需求依然将保持稳定增长，即便油价中枢有所上移，PDH 在经济性方面的优势依然明显。

应当注意的是，丙烯市场容量虽大，但流通量小，易受扰动。如果缺乏必要的平衡手段，

就很容易陷入产量提升，毛利下降的窘境。相较而言，聚丙烯是丙烯下游唯一一个容量超过千万吨的下游衍生物，切入 PP 粉料从下游盈利角度看虽然不是最佳选择，但是相对平稳的选择；60 万吨丙烯配套 40 万吨聚丙烯基本与丙烯下游消费结构匹配。

丙烷脱氢（PDH）是制备丙烯的新型工艺路线，得益于美国页岩油气的快速发展，其副产物丙烷的供应大幅增加，PDH 工艺投资成本较低，产出品单一，具有非常好的投资效益，近年来 PDH 成为丙烯新增产能的热点。

5、公司 SAP 放量明显，大客户战略成效显著

公司自主研发 SAP 生产工艺，成为国内唯一拥有 SAP 连续化生产专利的企业，目前公司研发的新型 SAP 的工艺专利取得国家知识产权局授权。经过两年多的市场推广和客户评估，目前公司已成为国内主要纸尿裤生产企业的供应商。

2017H1 公司 SAP 销量同比增长了 383%， SAP 的月销量达到 2500-3000 吨，目前恒安是公司 SAP 的最大客户，公司已成为恒安的 SAP 主要供应商，其他客户包括婴舒宝、倍康等；公司下一步将主攻金佰利。

公司 2015 年成立卫星新材料科技有限公司，按照规划，该公司主要承担高吸水性树脂的生产、研发和销售业务。目前公司在嘉兴基地具有 3 万吨/年 SAP 产能，平湖基地 6 万吨产能在 2016 年四季度建成、2017 年一季度投产，目前公司拥有 9 万吨/年的 SAP 产能。平湖 SAP 二期 6 万吨产能已经投产，解决了产能短板逐步补齐，具备了放量的基本条件。

公司作为国内最大的丙烯酸生产企业之一，完善的高品质丙烯酸原料的供应也是今后卫星石化 SAP 降低成本、提高竞争力的重要支柱。

按照公司的设想，SAP 三期 6 万吨产能计划 2018 年建成投产，远期到 2020 年，不排除还会新增 2 条生产线，届时合计产能预计达到 21 万吨，成为国内 SAP 的主要供应商，全面打破国外厂商的垄断。

5、投资建议

公司已形成丙烷-丙烯-丙烯酸及酯-SAP 的 C3 完整产业链；作为国内丙烯酸及酯的龙头，其丙烯酸及酯的生产技术达到了国内领先水平；自主研发 SAP 生产工艺，是国内唯一拥有国家知识产权局授权的 SAP 连续化生产专利的企业，目前已成为国内主要纸尿裤生产企业的供应商。

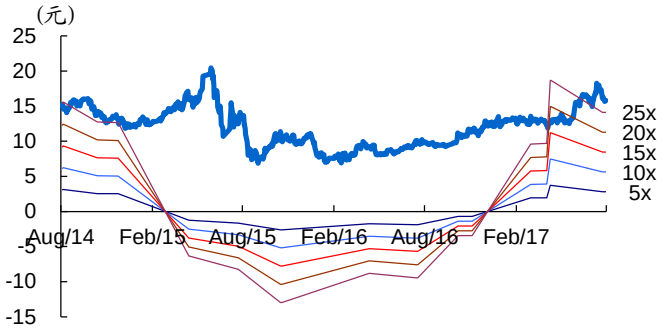
公司致力于成为国内最好的 C3 产业生产商，未来产业战略愿景是成为“中国最好的专注于技术与服务的多元化化工企业”。

假设丙烷脱氢制丙烯二期 2019 年初转固开始贡献业绩，PDH 景气、丙烯酸及酯复苏、SAP 开始放量、高分子乳液和颜料中间体基本稳定。

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 9.47 亿元、10.79 亿元和 14.96 亿元，EPS 分别为 0.89、1.01 和 1.41 元，对应目前的股价 15.79 元，PE 分别为 17.3、15.1 和 11.1 倍，维持“审慎推荐-A”评级。

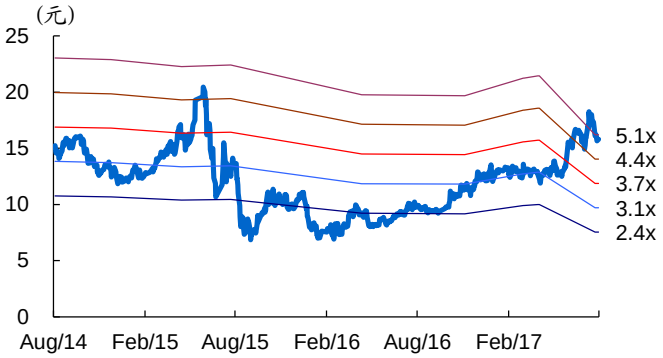
风险提示： 项目建设进度低于预期

图 5: 卫星石化历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6: 卫星石化历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2361	2767	4595	6343	8484
现金	613	739	2037	3086	4471
交易性投资	9	14	14	14	14
应收票据	605	946	1139	1450	1809
应收款项	201	314	378	481	600
其它应收款	7	29	23	29	36
存货	485	458	642	822	983
其他	441	267	363	462	571
非流动资产	4737	4687	5077	4790	4330
长期股权投资	0	96	96	96	96
固定资产	3780	3476	3900	3678	3280
无形资产	284	378	350	315	284
其他	673	736	731	701	671
资产总计	**7098**	**7454**	**9672**	**11133**	**12814**
流动负债	3366	3903	2411	2953	3432
短期借款	1327	1725	250	200	150
应付账款	800	702	984	1259	1507
预收账款	108	209	292	374	448
其他	1130	1267	885	1120	1328
长期负债	601	164	343	443	443
长期借款	569	113	313	413	413
其他	32	51	30	30	30
负债合计	**3967**	**4067**	**2755**	**3397**	**3875**
股本	800	804	1064	1064	1064
资本公积金	1486	1416	4139	4139	4139
留存收益	843	1157	1695	2492	3664
少数股东权益	3	10	20	42	72
归属于母公司所有者权益	3129	3377	6897	7694	8867
负债及权益合计	**7098**	**7454**	**9672**	**11133**	**12814**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1253	742	1509	1467	1734
净利润	(436)	312	939	1079	1496
折旧摊销	526	594	444	487	460
财务费用	188	110	79	15	5
投资收益	(7)	3	(29)	(29)	(30)
营运资金变动	1045	(183)	(1)	(108)	(228)
其它	(64)	(93)	77	23	31
投资活动现金流	(264)	(395)	(850)	(200)	0
资本支出	(171)	(302)	(810)	(200)	0
其他投资	(93)	(93)	(40)	0	0
筹资活动现金流	(764)	(219)	639	(218)	(349)
借款变动	(144)	379	(1873)	50	(50)
普通股增加	(5)	4	260	0	0
资本公积增加	33	(70)	2723	0	0
股利分配	(403)	(400)	(402)	(282)	(324)
其他	(244)	(132)	(69)	14	25
现金净增加额	225	128	1298	1049	1385

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4187	5355	7591	9663	12062
营业成本	3831	4162	5822	7461	8929
营业税金及附加	7	12	8	10	12
营业费用	167	203	220	309	398
管理费用	379	439	531	705	905
财务费用	210	160	79	15	5
资产减值损失	32	82	0	0	0
公允价值变动收益	(5)	14	14	14	14
投资收益	7	(3)	15	15	16
营业利润	(436)	308	959	1192	1842
营业外收入	23	6	25	26	26
营业外支出	6	9	9	10	10
利润总额	(419)	305	975	1208	1858
所得税	17	(2)	19	107	332
净利润	(436)	307	956	1101	1526
少数股东损益	(0)	(5)	10	22	31
归属于母公司净利润	(436)	312	947	1079	1496
EPS（元）	(0.55)	0.39	0.89	1.01	1.41

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-3%	28%	42%	27%	25%
营业利润	-1085%	-171%	209%	25%	55%
净利润	-1439%	-171%	201%	15%	39%
获利能力					
毛利率	8.5%	22.3%	23.2%	22.8%	26.0%
净利率	-10.4%	5.8%	12.4%	11.2%	12.4%
ROE	-13.9%	9.2%	13.6%	14.0%	16.9%
ROIC	-4.2%	8.1%	13.5%	13.2%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	55.9%	54.6%	28.5%	30.5%	30.2%
净负债比率	34.6%	32.7%	5.8%	5.5%	4.4%
流动比率	0.7	0.7	1.9	2.1	2.5
速动比率	0.6	0.6	1.6	1.9	2.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	6.5	8.8	10.6	10.2	9.9
应收帐款周转率	21.4	20.8	22.0	22.5	22.3
应付帐款周转率	5.3	5.5	6.9	6.7	6.5
每股资料（元）					
每股收益	-0.55	0.39	0.88	1.01	1.41
每股经营现金	1.57	0.92	1.42	1.38	1.63
每股净资产	3.91	4.20	6.49	7.23	8.34
每股股利	0.50	0.50	0.26	0.30	0.42
估值比率					
PE	-29.0	40.7	17.9	15.6	11.2
PB	4.0	3.8	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	149.0	29.7	17.3	15.1	11.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王　强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2 年石化企业运营经验、7 年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017 年 2 月加入招商证券。

所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 名。

石　亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4 年化工实业经验，4 年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017 年 6 月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李　舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6 年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016 年 5 月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。