

2013年03月29日

卫星石化 (002648.SZ)

公司快报

证券研究报告

其他石化

年报符合预期，项目稳步推进

■ **业绩符合预期：**公司实现营业收入31.6亿元，同比下降2.64%；实现利润总额4.9亿元同比下降31.35%；归属于上市公司股东的净利润4.2亿元同比下降32.96%，折合每股收益1.06元。业绩下滑的主要原因是去年业内产能增长较快使得丙烯酸价格大幅下滑，产品毛利率下降了6个百分点。

■ **产能投放推迟有利行业供需改善：**由于丙烯酸行业景气度的下滑，新增产能的投放进度较最初规划有所推迟。我们预期今年行业内将没有新增产能出现。丙烯酸的下游主要为房地产行业，近期楼市成交量的回升有助于建筑装饰市场的回暖，也将为丙烯酸需求复苏带来实质性利好。在需求增长的背景下供需局面将好于去年，有助于改善目前产能过剩的情况。

■ **新项目稳步推进：**2万吨颜料中间已于2013年2月份投产。3万吨SAP项目预期年中将建成投产。平湖45万吨丙烯项目，32万吨丙烯酸与30万吨丙烯酸酯项目正在有序实施。随着2013年底卫星能源与平湖石化的投产，公司丙烯酸总产能将达到48万吨/年，可消化丙烯约35万吨/年。公司将在2014年实现丙烯自产到下游高分子材料的全产业链格局。

■ **投资建议：**增持-A 投资评级，6 个月目标价 21 元。我们看好公司产业链一体化带来的长期竞争优势，预期随着项目的逐步推进公司利润将稳步增长。预计公司 2013 年-2015 年的每股收益分别为 1.24 元，1.81 元，2.16 元，成长性突出；维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 21 元，相当于 2013 年 17 倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**丙烯酸价格持续下滑；新增产能无法达产。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,247.9	3,162.0	3,330.3	6,630.1	8,229.0
净利润	629.7	422.2	497.1	724.5	864.6
每股收益(元)	1.57	1.06	1.24	1.81	2.16
每股净资产(元)	7.58	8.15	8.55	9.82	11.33

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	10.8	16.1	13.7	9.4	7.9
市净率(倍)	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5
净利润率	19.4%	13.4%	14.9%	10.9%	10.5%
净资产收益率	20.8%	13.0%	14.5%	18.4%	19.1%
股息收益率	2.2%	0.0%	4.2%	3.2%	3.8%
ROIC	66.4%	10.9%	15.9%	20.7%	13.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

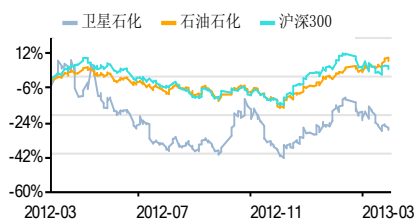
6 个月目标价 21.00 元

股价 (2013-03-28) 16.35 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,804.00
流通市值 (百万元)	1,701.00
总股本 (百万股)	400.00
流通股本 (百万股)	100.00
12 个月价格区间	13.57/52.15 元
十大股东 (%)	75.77%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.72	-3.15	-68.39
绝对收益	-8.15	2.53	-66.96

刘军

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020010
liujun@essence.com.cn
021-68766167

谭志勇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020017
tanzy2@essence.com.cn
021-68765172

贾鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080005
jiapeng@essence.com.cn
021-68765906

相关报告

卫星石化：拐点已现，景气可期：公司深度分析	2012-10-25
卫星石化：分享丙烯酸产业链盛宴：新股分析报告	2011-12-12

财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,247.9	3,162.0	3,330.3	6,630.1	8,229.0	成长性					
减:营业成本	2,275.3	2,426.8	2,468.7	5,088.9	6,254.7	营业收入增长率	98.9%	-2.6%	5.3%	99.1%	24.1%
营业税费	14.8	14.9	14.0	26.5	32.9	营业利润增长率	116.8%	-32.9%	20.2%	47.0%	18.6%
销售费用	50.5	76.5	78.6	152.5	189.3	净利润增长率	105.9%	-33.0%	17.8%	45.7%	19.3%
管理费用	164.4	181.6	173.2	358.0	444.4	EBITDA 增长率	112.3%	-34.2%	31.7%	63.1%	50.4%
财务费用	30.1	-19.8	13.4	151.2	302.8	EBIT 增长率	114.9%	-38.3%	28.3%	69.5%	31.1%
资产减值损失	2.0	5.3	9.6	10.6	5.7	NOPLAT 增长率	104.5%	-39.0%	26.4%	67.7%	31.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	270.4%	-13.1%	28.7%	107.6%	23.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	371.0%	7.6%	4.9%	14.8%	15.4%
营业利润	710.7	476.8	572.9	842.3	999.2	利润率					
加:营业外净收支	5.1	14.6	12.0	10.0	18.0	毛利率	29.9%	23.3%	25.9%	23.2%	24.0%
利润总额	715.8	491.4	584.9	852.3	1,017.2	营业利润率	21.9%	15.1%	17.2%	12.7%	12.1%
减:所得税	86.1	69.2	87.7	127.8	152.6	净利润率	19.4%	13.4%	14.9%	10.9%	10.5%
净利润	629.7	422.2	497.1	724.5	864.6	EBITDA/营业收入	24.5%	16.6%	20.7%	17.0%	20.5%
						EBIT/营业收入	22.8%	14.5%	17.6%	15.0%	15.8%
						运营效率					
资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	42	61	64	40	78
货币资金	1,995.1	787.4	466.4	861.9	1,069.8	流动营业资本周转天数	192	260	179	125	137
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	217	302	228	161	183
应收帐款	126.8	158.4	247.0	448.7	556.9	应收帐款周转天数	13	16	21	18	20
应收票据	818.3	782.9	912.4	1,453.2	1,803.6	存货周转天数	27	31	40	36	41
预付帐款	47.6	16.0	85.1	85.1	178.9	总资产周转天数	291	443	452	383	464
存货	315.1	236.2	507.3	836.5	1,028.2	投资资本周转天数	259	392	395	344	417
其他流动资产	3.8	11.7	11.7	11.7	11.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	20.8%	13.0%	14.5%	18.4%	19.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	15.5%	11.3%	10.7%	7.7%	7.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	66.4%	10.9%	15.9%	20.7%	13.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	539.4	523.5	668.8	822.0	2,763.0	销售费用率	1.6%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%
在建工程	29.3	742.0	1,213.6	4,515.8	3,985.1	管理费用率	5.1%	5.7%	5.2%	5.4%	5.4%
无形资产	80.2	301.8	351.8	328.3	306.4	财务费用率	0.9%	-0.6%	0.4%	2.3%	3.7%
其他非流动资产	99.2	161.9	181.7	104.4	57.1	三费/营业收入	7.5%	7.5%	8.0%	10.0%	11.4%
资产总额	4,054.7	3,721.7	4,645.8	9,467.6	11,760.7	偿债能力					
短期债务	366.0	-	1,305.9	2,330.3	2,751.2	资产负债率	25.2%	12.4%	26.4%	58.5%	61.5%
应付帐款	203.5	385.7	208.3	432.2	616.9	负债权益比	33.8%	14.2%	35.8%	141.1%	159.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.76	4.32	1.43	1.29	1.31
其他流动负债	73.2	76.0	78.2	129.9	217.7	速动比率	4.31	3.80	1.11	1.00	1.02
长期借款	329.5	-	-329.5	2,670.5	3,670.5	利息保障倍数	24.57	-23.02	43.89	6.57	4.30
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,023.6	461.7	1,225.9	5,540.6	7,228.4	DPS(元)	0.38	-	0.71	0.54	0.65
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	23.8%	0.0%	57.0%	30.0%	30.0%
股本	200.0	400.0	400.0	400.0	400.0	股息收益率	2.2%	0.0%	4.2%	3.2%	3.8%
留存收益	2,783.9	2,806.1	3,019.9	3,527.0	4,132.3						
股东权益	3,031.1	3,260.0	3,419.9	3,927.0	4,532.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	1.57	1.06	1.24	1.81	2.16
净利润	629.7	422.2	497.1	724.5	864.6	BVPS(元)	7.58	8.15	8.55	9.82	11.33
加:折旧和摊销	84.0	103.3	103.1	130.7	388.8	PE(X)	10.8	16.1	13.7	9.4	7.9
资产减值准备	2.0	5.3	9.6	10.6	5.7	PB(X)	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-4.0	42.3	12.2	18.7	22.0
财务费用	13.9	27.1	-4.9	13.4	151.2	P/S	2.1	2.2	2.0	1.0	0.8
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	5.1	12.9	10.9	10.2	7.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	4.8%	27.0%	46.2%	-100.0%	-100.0%
营运资金的变动	-844.8	163.2	-764.8	-776.5	-447.3	PEG	2.3	0.6	0.3	-0.1	-0.1
经营活动产生现金流量	-91.9	705.4	-141.6	240.5	1,114.6	ROIC/WACC	7.2	1.2	1.7	2.2	1.4
投资活动产生现金流量	-164.1	-963.4	-768.1	-3,560.0	-1,760.0	REP	0.2	1.8	1.1	0.6	0.9
融资活动产生现金流量	2,096.8	-957.9	679.6	3,656.0	858.7						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘军、谭志勇、贾鹏分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

