

分析师： 齐求实
执业证书编号： S0050511070001
Tel: 010-59355977
Email: qiqs@chinans.com.cn
联系人： 黄景文
Tel: 010-59355819
Email: huangjw@chinans.com.cn

卫星石化 (002648. SZ)

12 年业绩下滑，13 年看产业链完善

投资要点

● **公司 12 年业绩下滑。**2012 年公司实现营收 31.62 亿元，同比下降 2.64%；营业利润 4.77 亿元，同比下降 32.91%；归母公司股东净利润 4.22 亿元，同比减少 32.96%；EPS 1.06 元。第四季度，公司营业收入 8.02 亿元，环比减少 10.82%，同比减少 5.90%；归属于母公司股东净利润 1.34 亿元，环比增加 31.84%，同比减少 78.77%；EPS 0.33 元。

● **12 年行业周期向下导致公司产品价格下滑，但第四季度盈利能力得到提升。**12 年受到国内外宏观形势的影响，丙烯酸的售价同比下降程度较大，且降幅大于原料价格降幅，因此公司盈利能力同比下滑。但是第四季度，公司的毛利率回升得较为明显，达到 27.56%，环比提升 7.34 个百分点，回升的原因是日本触媒的火灾和丙烯酸市场的提价。

● **今年 C3 产业链将进一步完善。**今年公司有多个项目投产，2 月友联化工颜料中间体项目，年中的 SAP 和 PDH 项目，年底的丙烯酸、丙烯酸酯项目。如果项目建设进展顺利，今年公司将建立完善的 C3 产业链，预计盈利能力和对于风险的抵抗能力将有所加强。

● **二胎预期落空，但不改变对公司的乐观看法。**3 月 11 日，中央机构编制委员会办公室王峰副主任重申了国家计划生育基本国策不改变，二胎预期有所落空。但是我们仍对公司以及江南高纤等非常乐观，因为人口基数庞大、市场渗透率提升等因素足以为纸尿裤等提供强劲的需求了。

● **给予“增持”评级。**我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 1.31 元、2.29 元、3.31 元，给予“增持”的投资评级。

化工

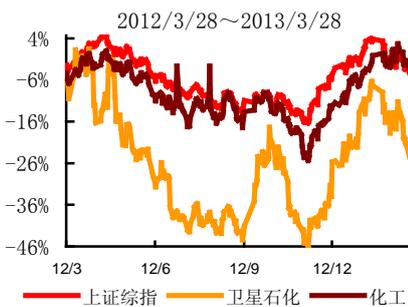
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	21.00

市场数据

市价(元)	17.00
上市的流通 A 股(亿□)	4.00
总股本(亿□)	1.00
52 周股价最高最低(元)	13.42-26.35
上证指数/深证成指	2301.26/9225.13
2012 年股息率	6.11%

52 周相对市场表现



相关研究

《二胎政策预期未兑现，但一次性卫生用品上游行业投资机会仍然存在》

2013-3-11

《日本触媒火灾点评：对 SAP 行业构成成本冲击，短期对丙烯酸行业影响有限，中期可能自下而上推动丙烯酸价格》

2012-10-6

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3162.03	4059.48	5187.32	6027.61
增长率(%)	-2.64	28.38	27.78	16.20
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	422.18	523.64	915.18	1322.30
增长率(%)	-32.96	24.03	74.77	44.48
毛利率(%)	23.25	23.32	29.40	34.65
净资产收益率(%)	12.95	13.84	19.48	21.96
EPS(元)	1.06	1.31	2.29	3.31
P/E(倍)	16.12	12.99	7.43	5.15
P/B(倍)	2.09	1.80	1.45	1.13

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1992.50	2176.32	2816.62	4001.17	营业收入	3162.03	4059.48	5187.32	6027.61
现金	787.39	674.36	928.81	1839.09	营业成本	2426.80	3112.99	3662.45	3939.12
应收账款	935.98	1167.79	1492.24	1733.97	营业税金及附加	14.89	1.62	2.07	2.41
其他应收款	15.95	24.48	28.81	30.98	销售费用	76.55	97.43	124.50	144.66
预付账款	5.30	7.79	9.95	11.56	管理费用	181.57	243.57	311.24	361.66
存货	236.19	285.65	336.07	361.46	财务费用	-19.85	-8.12	15.56	30.14
其他	11.69	16.24	20.75	24.11	资产减值损失	5.27	8.12	10.37	12.06
非流动资产	1729.15	2208.22	2600.44	2804.74	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	1620.88	2062.34	2426.36	2609.65	营业利润	476.80	603.87	1061.13	1537.57
其他	108.27	145.88	174.08	195.09	利润总额	491.41	616.05	1076.69	1555.65
资产总计	3721.65	4384.54	5417.06	6805.91	所得税	69.23	92.41	161.50	233.35
流动负债	461.66	600.91	718.24	784.78	净利润	422.18	523.64	915.18	1322.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	406.16	534.18	632.97	685.70	归属母公司净利润	422.18	523.64	915.18	1322.30
其他	55.50	66.73	85.27	99.08	EBITDA	560.22	729.80	1234.40	1737.33
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.055	1.309	2.288	3.306
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	461.66	600.91	718.24	784.78	成长能力				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	-2.64%	28.38%	27.78%	16.20%
归属母公司股东权益	3260.00	3783.64	4698.82	6021.12	营业利润	-32.91%	26.65%	75.72%	44.90%
负债和股东权益	3721.65	4384.54	5417.06	6805.91	归属母公司净利润	-32.96%	24.03%	74.77%	44.48%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	23.25%	23.32%	29.40%	34.65%
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	13.35%	12.90%	17.64%	21.94%
经营活动现金流	794.81	474.47	814.29	1,310.15	ROE	12.95%	13.84%	19.48%	21.96%
净利润	422.18	523.64	915.18	1,322.30	ROIC	15.35%	15.82%	23.54%	30.85%
资产减值损失	5.27	8.12	10.37	12.06	偿债能力				
折旧摊销	103.27	134.05	157.71	169.63	资产负债率	12.40%	13.71%	13.26%	11.53%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-24.15%	-17.82%	-19.77%	-30.54%
财务费用	-19.85	-8.12	15.56	30.14	流动比率	431.60%	362.17%	392.16%	509.84%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.80	3.15	3.45	4.64
营运资本变化	284.78	-165.71	-278.91	-219.78	营运能力				
递延税款变化	-0.84	-17.51	-5.64	-4.20	总资产周转率	0.85	0.93	0.96	0.89
投资活动现金流	-1,083.53	-595.62	-544.28	-369.73	应收帐款周转率	3.38	3.48	3.48	3.48
资本支出	-1,083.53	-595.62	-544.28	-369.73	应付帐款周转率	6.20	6.08	6.08	6.08
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-918.95	8.12	-15.56	-30.14	每股收益	1.055	1.309	2.288	3.306
短期借款	-745.49	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.76	1.19	2.04	3.28
新发股份	6.69	-0.00	0.00	-0.00	每股净资产	8.15	9.46	11.75	15.05
分红	-200.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
少数股东融资	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	16.12	12.99	7.43	5.15
财务费用	19.85	8.12	-15.56	-30.14	P/B	2.09	1.80	1.45	1.13
现金净增加额	-1,207.66	-113.03	254.44	910.28	EV/EBITDA	10.89	8.53	4.86	2.94
经营活动现金流	794.81	474.47	814.29	1310.15					
净利润	422.18	523.64	915.18	1322.30					
折旧摊销	103.27	134.05	157.71	169.63					
财务费用	-19.85	-8.12	15.56	30.14					
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00					
营运资金变动	284.78	-165.71	-278.91	-219.78					
其他	4.43	-9.39	4.74	7.85					
投资活动现金流	-1083.53	-595.62	-544.28	-369.73					
资本支出	-1083.53	-595.62	-544.28	-369.73					
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00					
筹资活动现金流	-918.95	8.12	-15.56	-30.14					
短期借款	-745.49	0.00	0.00	0.00					
新发股份	6.69	0.00	0.00	0.00					
其他	-180.15	8.12	-15.56	-30.14					
现金净增加额	-1207.66	-113.03	254.44	910.28					

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，2012年加入民族证券研究发展中心，从事化工、纺织行业研究工作，覆盖化纤、纯碱、氯碱、纺织行业。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，在不同时期，本公司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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。