

石油化工

卫星石化 (002648.SZ) / 17.01 元

丙烯酸产业链整合目标明确

事项

2013年3月28日，卫星石化公布2012年报，报告期内，公司实现营业收入31.6亿元，同比下降2.64%；实现归属于上市公司净利润4.22亿元，同比下降32.96%。每股收益1.06元，同比下降49.52%。分配预案为10派3。

主要观点

1. 报告期内丙烯酸及酯保持稳定盈利。

公司的主要产品丙烯酸及酯，报告期内，公司实现营业收入316,203.26万元，实现利润总额49,141.25万元。丙烯酸三期产能增加，产量同比增长11.69%，销量同比增长12.88%，但销售价格同比下降较大，且下降幅度大于原料价格下降幅度，导致本期营业利润下降。

2. 在建项目进展顺利。

公司在平湖基地规划“45万吨丙烷脱氢制丙烯项目”和“32万吨丙烯酸及30万吨丙烯酸酯项目”工程，以及颜料中间体与SAP等募投项目建设。目前丙烷脱氢项目正在紧张建设中，预计2013年底能实现机械竣工。平湖石化32万吨丙烯酸与30万吨丙烯酸酯项目与丙烯项目配套，项目竣工后公司的产业链格局整合初步成型。

3. 产业链整合值得期待。

公司目前有丙烯酸装置产能规模16万吨/年，是国内第三大生产商。丙烯酸酯高分子乳液产销量稳居国内首位，实现丙烯酸酯的配套消化。2013年底，卫星能源与平湖石化的投产，使公司丙烯酸总产能达到48万吨/年，需要丙烯酸约35万吨/年。公司的丙烷脱氢项目将有有力的保证丙烯的供给和成本优势，在同行中将占据明显的优势。

4. 盈利预测。

由于公司的丙烷脱氢项目将在2013年底才能实现投产，2014年贡献利润。我们预计公司2013至2014年摊薄后EPS分别为1.28元、2.19元，公司对应2012年和2013年PE为13倍和8倍，维持：“推荐”评级。

风险提示

1. 公司在建项目无法按期顺利投产。
2. 公司所处的丙烯酸及酯行业低迷。

证券分析师：高利
 执业编号：S0360209120018

联系人：张胜勇
 Tel: 02150111903
 Email: zhangshengyong@hczq.com

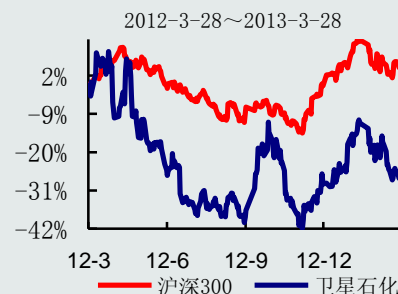
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	40000
流通A股/B股(万股)	10000/0
资产负债率(%)	12.3
每股净资产(元)	9.30
市盈率(倍)	0.00
市净率(倍)	0.00
12个月内最高/最低价	53.8/13.42

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

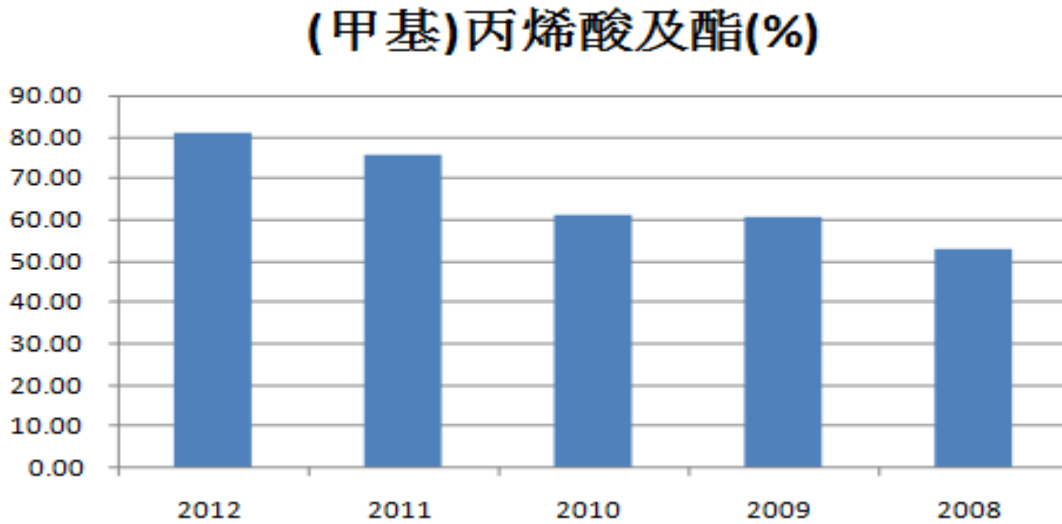
相关研究报告

《丙烯酸行业进入上升通道》	2012-10-26
《静待丙烯及下游一体化实现》	2012-08-13

公司介绍

公司的主要经营业务包括：(甲基)丙烯酸及酯业务、高分子乳液、颜料中间体和运输业务。生产型企业，员工总数为 1338 人。

图表 1 (甲基)丙烯酸及酯占比情况



资料来源：华创证券

一、在建项目进展情况

图表 2 在建项目列表

序号	项目名称	位置	时间
1	3 万吨 SAP 项目	嘉兴	2013 年中期投产
2	45 万吨丙烯项目	平湖独山港	2013 年底建成
3	年产 32 万吨丙烯酸及 30 万吨丙烯酸酯项目	平湖独山港	2013 年底建成

资料来源：华创证券

- 1、年产 3 万吨 SAP 项目已经完成主体设备、公用工程及罐区的安装，进入装置内管道、电气与仪表安装阶段，符合建设目标进度。
- 2、(1) 罐区建设。目前，球罐已组装完成，3 台 60000 立方米双层冷冻罐正在抓紧组装；(2) 公用工程。土建基本完成，将进入管道铺设；(3) 生产装置正在土建施工；(4) 长周期设备全部采购完成，其他采购事项根据项目进度要求有序推进；(5) 人员情况。技术人员与操作人员基本到位，操作人员全面进入培训阶段。
- 3、平湖石化年产 32 万吨丙烯酸与 30 万吨丙烯酸酯项目正在有序实施。预计，上述项目 2013 年底建成，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。

二、公司看点

- 1) 公司规划项目达产后，可实现丙烯自产到下游高分子材料的全产业链格局，公司的成本将得到有效控制，在丙烯酸行业的竞争地位将进一步提升。
- 2) 短期看业绩，过去的一年，丙烯酸及酯行业产能没有大幅扩张，下游需求转好，预计 2013 年丙烯酸行业价格回暖的可能性大。
- 3) 股价催化剂看公司项目进度，公司在建的 3 个项目都集中在 13 年竣工，其中 SAP 在 2013 年中，在建项目的提前或按计划实现达产将有利于公司 2013 的业绩。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1993	2521	3200	3868
现金	787	1528	2030	2746
应收账款	153	125	133	137
其它应收款	5	7	6	6
预付账款	16	40	35	30
存货	236	241	264	247
其他	795	580	732	702
非流动资产	1729	1722	1776	1857
长期投资	0	0	0	0
固定资产	524	462	400	338
无形资产	302	392	497	635
其他	904	868	878	883
资产总计	3722	4242	4976	5725
流动负债	462	531	585	560
短期借款	0	185	184	123
应付账款	375	230	267	291
其他	87	116	135	146
非流动负债	0	-8	-65	-197
长期借款	0	-8	-65	-197
其他	0	-0	0	0
负债合计	462	522	520	363
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	400	400	400
资本公积金	1854	1854	1854	1854
留存收益	952	1466	2202	3108
归属母公司股东权益	3206	3720	4456	5362
负债和股东权益	3722	4242	4976	5725

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	705	598	798	1196
净利润	422	514	875	1077
折旧摊销	103	89	93	94
财务费用	-20	-28	-42	-67
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	173	87	-108	123
其它	26	-63	-20	-30
投资活动现金流	-963	-87	-141	-176
资本支出	829	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-134	-87	-141	-176
筹资活动现金流	-958	230	-155	-305
短期借款	-366	185	-1	-61
长期借款	-330	-8	-57	-132
普通股增加	200	0	0	0
资本公积增加	-200	0	0	0
其他	-262	53	-96	-112
现金净增加额	-1208	741	502	716

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3162	3355	6205	8705
营业成本	2427	2604	5034	7334
营业税金及附加	15	11	13	13
营业费用	77	49	59	62
管理费用	182	154	167	167
财务费用	-20	-28	-42	-67
资产减值损失	5	3	3	4
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	477	572	991	1223
营业外收入	19	13	14	15
营业外支出	5	4	5	5
利润总额	491	580	1000	1233
所得税	69	66	125	156
净利润	422	514	875	1077
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	422	514	875	1077
EBITDA	560	633	1042	1249
EPS (元)	1.06	1.28	2.19	2.69

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-2.6%	6.1%	84.9%	40.3%
营业利润	-32.9%	19.9%	73.3%	23.4%
归属母公司净利润	-33.0%	21.7%	70.3%	23.1%
获利能力				
毛利率	23.3%	22.4%	18.9%	15.7%
净利率	13.4%	15.3%	14.1%	12.4%
ROE	13.2%	13.8%	19.6%	20.1%
ROIC	15.5%	19.9%	32.3%	40.4%
偿债能力				
资产负债率	12.4%	12.3%	10.4%	6.3%
净负债比率	0.00%	38.56%	27.54%	-15.90%
流动比率	4.32	4.75	5.47	6.91
速动比率	3.80	4.30	5.02	6.47
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.84	1.35	1.63
应收帐款周转率	23	24	48	65
应付帐款周转率	8.51	8.61	20.25	26.31
每股指标(元)				
每股收益	1.06	1.28	2.19	2.69
每股经营现金	1.76	1.50	1.99	2.99
每股净资产	8.02	9.30	11.14	13.41
估值比率				
P/E	16.05	13.29	7.77	6.32
P/B	2.12	1.83	1.53	1.27
EV/EBITDA	-1	-1	-1	-1

张胜勇

化工行业分析师

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hcq.com
	刘玄	机构销售经理	010-66500807	liuxuan@hcq.com
	石墨飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hcq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcq.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hcq.com
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hcq.com
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hcq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcq.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiyi@hcq.com
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	diaojiannan@hcq.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hcq.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hcq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50583558	xiongjun@hcq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcq.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcq.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hcq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558