

SAP项目投产，产业链进一步拓展

——卫星石化（002648）事件点评

2013年07月03日

推荐/维持

卫星石化 | 事件点评

事件：

公司7月2日发布公告，募投项目年产30000吨高吸水性树脂(SAP)技改项目已取得嘉兴市及南湖区相关部门出具的该项目试生产备案与意见，同意进入投料试生产阶段。目前公司已完成设备单机运转调试，单台设备运转顺利，将按计划进入装置投料调试。

主要观点：

1. 国内SAP消费快速增长，项目投产将成为公司重要的利润增长点。

SAP为丙烯酸的主要下游产品，因吸水率高、保水性强而被应用于婴儿尿布等领域，我国2000-2010年SAP产量与表观消费量年均复合增长率高达40.14%、26.08%，预计随着人口老龄化加剧、婴儿潮、人民生活水平提高SAP需求将持续快速增长；目前国内产能主要来自日触化工、三大雅、台塑等外资企业，国内企业产能分散、质量偏低；公司之前年产600吨中试装置产品经恒安等下游客户试用，表明其质量达到日本产品同等水平，且比国内同类企业有明显技术与成本优势。按SAP价格16000元/吨、20%净利率测算，该项目可贡献营业收入4.8亿、净利润0.96亿，占12年净利润的23%，可增厚EPS0.24元。公司项目投产后将替代进口，并规划待3万吨装置运转成熟后，持续扩充产能，未来SAP将成为公司重要的利润增长点。

2. 华谊丙烯酸酯装置爆炸导致丙烯酸价格大涨，公司提价利好业绩

6月23日上海华谊丙烯酸厂发生爆炸，导致丙烯酸产业链短期供需偏紧，产品价格大涨，华东丙烯酸价格涨20.37%至13000元/吨，丙烯酸丁酯涨8.65%至14450元/吨，由于华谊爆炸的11万吨级生产线复工还需时日，短期丙烯酸酯仍将有提价空间。公司目前产能为16万吨丙烯酸、15万吨丙烯酸酯，在建产能32万吨丙烯酸、30万吨丙烯酸酯将于13年底前投产，由于丙烯酸酯行业目前产能集中度已较高，新产能投产后公司定价权将进一步增强，业绩弹性也将明显增加。

3. 公司在建的丙烷脱氢项目将于14年初投产。届时将形成丙烷-

杨伟

010-66554034

yang_wei@dxzq.net.cn

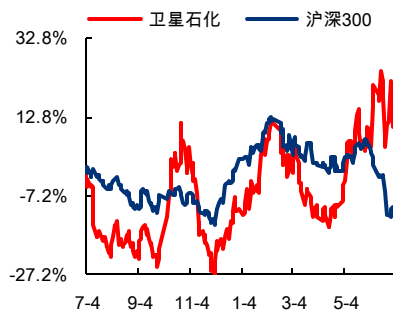
执业证书编号：

S1480512110002

交易数据

52周股价区间(元)	22.47-17.73
总市值(亿元)	89.88
流通市值(亿元)	22.47
总股本/流通A股(万股)	40000/10000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.52

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《卫星石化(002648)：卫星石化(002648)2012中报点评：业绩同比下滑47% 产业链延伸是未来主要看点》2012-08-20
- 2、《卫星石化(002648)：卫星石化(002648)调研快报：丙烯酸及酯重要生产商 产业链上下游延伸迅速》2012-05-03

丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯与 SAP 的完全产业链,可平抑周期品的价格大幅波动, 并提高整体盈利能力。

结论:

SAP 项目投产将成为公司重要的利润增长点,其持续快速增长的市场空间利于市场看高公司估值,14 年初丙烷-丙烯-丙烯酸酯与 SAP 全产业链的完成将使公司具备一体化与规模化优势, 盈利能力大幅提高。预计公司 13、14 年 EPS 分别为 1.04 元、1.76 元, 对应 PE 分别为 21 倍、13 倍, 维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	3307	1993	2371	5062	6485	营业收入	3248	3162	3381	7586	9720
货币资金	1995	787	1056	1896	2430	营业成本	2275	2427	2623	6129	7895
应收账款	120	153	139	416	533	营业税金及附加	15	15	15	34	44
其他应收款	7	5	6	13	16	营业费用	51	77	71	152	146
预付款项	48	16	16	16	16	管理费用	164	182	203	417	486
存货	315	236	309	840	1081	财务费用	30	-20	-9	34	90
其他流动资产	4	12	12	12	12	资产减值损失	2.01	5.27	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	748	1729	2997	4281	4830	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	539.37	523.51	1533.65	2702.76	3569.74	营业利润	711	477	474	814	1054
无形资产	80	302	272	241	211	营业外收入	11.33	19.19	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	6.23	4.58	6.00	6.00	6.00
资产总计	4055	3722	5369	9343	11315	利润总额	716	491	488	828	1068
流动负债合计	694	462	498	2660	3396	所得税	86	69	73	124	160
短期借款	366	0	0	1633	2103	净利润	630	422	415	704	908
应付账款	195	375	395	924	1190	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	31	31	31	31	31	归属母公司净利润	630	422	415	704	908
一年内到期的非	50	0	0	0	0	EBITDA	797	527	516	885	1196
非流动负债合计	330	0	0	0	0	BPS (元)	4.20	1.06	1.04	1.76	2.27
长期借款	330	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	1024	462	498	2660	3396	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	98.9%	-2.6%	6.9%	124.3%	28.1%
实收资本(或股	200	400	400	400	400	营业利润增长	116.8%	-32.9%	-0.6%	71.7%	29.6%
资本公积	2054	1854	1854	1854	1854	归属于母公司净利	105.9%	-33.0%	-1.8%	69.7%	29.1%
未分配利润	640	823	989	1271	1634	获利能力					
归属母公司股东	3031	3260	3496	3989	4625	毛利率(%)	30%	23%	22%	19%	19%
负债和所有者权	4055	3722	3995	6649	8021	净利率(%)	19%	13%	12%	9%	9%
现金流量表						总资产净利润(%)	16%	11%	8%	8%	8%
						ROE(%)	21%	13%	12%	18%	20%
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	630	422	415	704	908	资产负债率(%)	25%	12%	12%	40%	42%
折旧摊销	56.12	69.94	51.01	36.56	50.95	流动比率	4.76	4.32	4.76	1.90	1.91
财务费用	30	-20	-9	34	90	速动比率	4.31	3.80	4.14	1.59	1.59
应付帐款的变化	0	0	20	528	266	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.24	0.81	0.88	1.43	1.33
投资活动现金流	-164	-963	-5	-5	-5	应收账款周转率	29	23	23	27	21
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.57	11.09	8.78	11.50	9.20
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	4.20	1.06	1.04	1.76	2.27
筹资活动现金流	2097	-958	-115	1388	107	每股净现金流(最新	9.20	-3.04	0.67	2.10	1.33
短期借款	366	0	0	1633	2103	每股净资产(最新摊	15.16	8.15	8.74	9.97	11.56
长期借款	330	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	50	200	0	0	0	P/E	5.28	20.93	21.40	12.61	9.77
资本公积增加	1851	-200	0	0	0	P/B	1.46	2.72	2.54	2.23	1.92
现金净增加额	1841	-1216	269	840	534	EV/EBITDA	4.00	15.35	15.16	9.74	7.15

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。