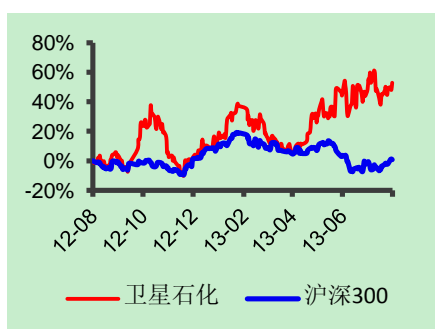


2013年8月15日

研究员：高高
 执业证书编号：S0910513070002
 电话：021-62448089
 Email：gaogao@casstock.com

当前价格：21.56
 目标价格：-
 目标期限：6个月

股价表现：



相关报告：

《卫星石化 (002648) 年报点评：在深耕丙烯酸产业链的路上阔步前进》2013/4/1

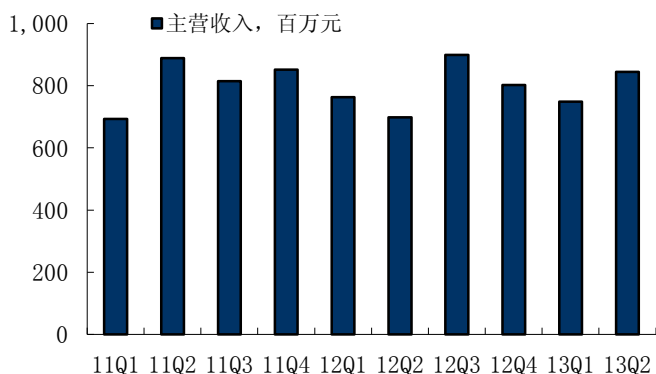
卫星石化 (002648) 中报点评：净利下滑

6.37%符合预期，纵横扩张为增长蓄力

评级：增持

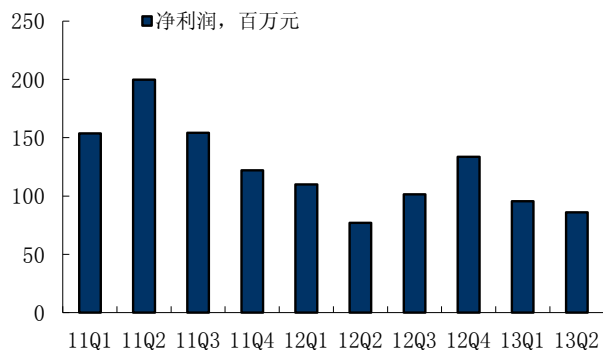
- ◆ 2013年上半年归属于母公司净利润同比下降6.37%，低于市场预期，符合我们的预期。2013年上半年，公司实现营业收入15.92亿元，同比增长8.94%；利润总额2.17亿元，同比增长-2.12%；归属于上市公司股东的净利润1.71亿元，同比增长-6.37%。上半年实现每股收益0.45元/股，低于市场预期，符合我们中报前瞻所做的0.44元/股的盈利预期。
- ◆ 丙烯酸及酯收入实现13.24亿元，毛利率为18.28%，公司经营好于行业平均水平。根据我们的观测，2013年上半年丙烯酸的平均价格为10980元/吨，而去年同期为12425元/吨，下滑幅度在12%左右。在行业价格下滑的情况下，销量增长保证了收入的增长。我们看到公司存货同比下降38.90%，这在一定程度上佐证了销量的增长。丙烯酸及酯的毛利率同比仅下滑1.81个百分点，在价格大下滑的背景下，这样的成绩得益于公司优秀的成本管理能力和公司领先地位，在工艺流程优势产品一体化生产，废料全部回收再利用，废水利用生物法处理，节约了成本；另一方面，公司贴近长三角下游市场，且自有运输公司，运输成本低于同行业。
- ◆ 丙烯酸下游主要是涂料、胶黏剂和SAP(高吸水性树脂)，前两者主要用于建筑装修领域，受房地产影响较大，而后者用于一次性卫生用品，属需求刚性波动较小。今年以来，地产新开工同比转正、回升明显，这将带动涂料、胶黏剂等丙烯酸下游需求进一步回暖，9-10月份是丙烯酸及酯的传统旺季，价格有望上扬。全年来看，国外丙烯酸的供给秩序较好，国内丙烯酸及酯今年的新增产能有限，在没有突发事件的假设下，预计下半年价格预计持稳或温和增长。
- ◆ 高分子乳液和原料中间体业务较为平稳。公司的高分子乳液产品主要用于化纤企业，现有11万吨的产能，上半年收入实现2.03亿元，毛利率34.32%，虽略有下滑，但整体属于平稳。颜料中间体新装置在2013年2月投产，替换旧装置后产能由原来的1.03万吨增加至2.1万吨，公司的颜料中间体主要用于生产油墨、汽车油漆、塑料制品等中的红色颜料，这个相对较小的市场较为平稳，新产能将逐步投放。
- ◆ 在建项目为公司未来增长蓄力。公司平湖基地的32万吨丙烯酸及30万吨丙烯酸酯项目将在今年年底至明年年初投产，这相当于在目前的产能基础上增加2倍。同时，公司在建的45万吨丙烷脱氢制丙烯项目预计在2014年1季度投产，上游的拓展将进一步增强公司在丙烯酸及酯成本上的优势。此外，公司募投项目年产3万吨SAP项目作为公司试水个人卫生用品领域的高吸水树脂的尝试，已于2013年7月进行设备单机运转调试。
- ◆ 投资建议：我们将2013-2014年公司的每股收益微调至0.95、1.85元，对应的动态PE为22.6倍、11.86倍，2013年估值基本合理，2014年有极大的提升空间，给予增持评级。中报后股价调整将提供买入时机。
- ◆ 风险提示：改扩建项目投产慢于预期，产品价格大幅波动，宏观需求恶化。

图表 1: 卫星石化收入季度变化情况



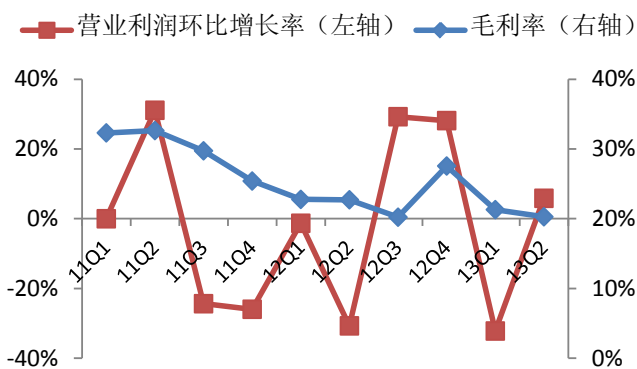
资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 2: 卫星石化净利润季度变化情况



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 3: 卫星石化利润率季度变化情况



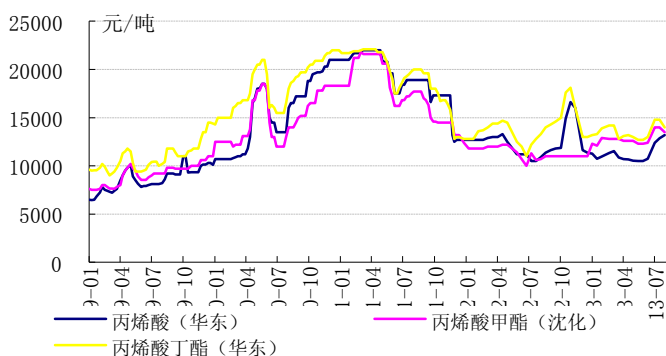
资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 4: 卫星石化PE-Band



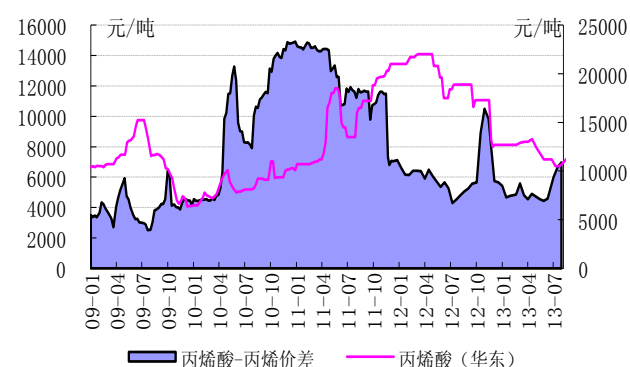
资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 5: 丙烯酸及酯价格走势



资料来源: 百川资讯, 航天证券研发部

图表 6: 丙烯酸价格与价差走势



资料来源: 百川资讯, 航天证券研发部

图表 7: 卫星石化 经营预测表

	项目	收入(亿元)	毛利率	项目	毛利(亿元)	费用及利润(亿元)	
2011 年	丙烯酸及酯	24.60	26.70%	丙烯酸及酯	6.57	三费(估计, 亿元)	2.5984
	高分子乳液	6.70	43.19%	高分子乳液	2.89	利润总额(估计, 亿元)	7.1261
	颜料中间体	1.08	21.28%	颜料中间体	0.23	所得税(估计, 亿元)	0.8566
	运输	0.05	22.37%	运输	0.01	净利润(估计, 亿元)	6.2696
	其他	0.05	43.15%	其他	0.02	净利润(实际, 亿元)	6.3
	收入合计	32.48	29.94%	毛利合计	9.72	EPS(实际, 元/股)	1.57
2012 年	丙烯酸及酯	25.51	20.74%	丙烯酸及酯	5.29	三费(估计, 亿元)	2.5328
	高分子乳液	4.56	37.88%	高分子乳液	1.73	利润总额(估计, 亿元)	4.8189
	颜料中间体	1.16	26.13%	颜料中间体	0.30	所得税(估计, 亿元)	0.6790
	运输	0.05	23.07%	运输	0.01	净利润(估计, 亿元)	4.1399
	其他	0.34	5.56%	其他	0.02	净利润(实际, 亿元)	4.22
	收入合计	31.62	23.25%	毛利合计	7.35	EPS(实际, 元/股)	1.06
2013 年 (估计)	丙烯酸及酯	25.71	18.38%	丙烯酸及酯	4.73	三费(估计, 亿元)	2.7370
	高分子乳液	4.92	35.00%	高分子乳液	1.72	利润总额(估计, 亿元)	4.4412
	颜料中间体	1.52	27.00%	颜料中间体	0.41	所得税(估计, 亿元)	0.6258
	运输	0.05	21%	运输	0.01		
	其他(SAP)	1.96	15.66%	其他(SAP)	0.31	净利润(估计, 亿元)	3.8155
	收入合计	34.17	21.01%	毛利合计	7.18	EPS(估计, 元/股)	0.95
2014 年 (估计)	丙烯酸及酯	48.86	21.46%	丙烯酸及酯	10.48	三费(估计, 亿元)	4.4548
	高分子乳液	4.83	33.00%	高分子乳液	1.59	利润总额(估计, 亿元)	8.6163
	颜料中间体	1.88	27.00%	颜料中间体	0.51	所得税(估计, 亿元)	1.2140
	运输	0.05	21%	运输	0.01		
	其他(SAP)	3.04	15.66%	其他(SAP)	0.48	净利润(估计, 亿元)	7.4023
	收入合计	55.62	23.50%	毛利合计	13.07	EPS(估计, 元/股)	1.85

资料来源: 公司公告, 航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，我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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com