

# 丙烯酸及酯毛利率下滑，业绩拐点将现

——卫星石化（002648）点评

2013年08月18日

推荐/维持

卫星石化

财报点评

杨伟

分析师

执业证书编号：S1480512110002

yang\_wei@dxzq.net.cn 010-66554034

## 事件：

公司2013年上半年实现营业收入15.92亿元，同比增长8.94%，归属于上市公司股东的净利润1.81亿元，同比下降3.04%，基本每股收益0.45元。公司预计2013年1-9月归属于上市公司股东的净利润为2.60-3.17亿元，同比变动幅度为-10%-10%。

公司将以自有资金人民币3亿元对全资子公司平湖石化有限责任公司进行增资。增资完成后平湖石化注册资本由3亿元增加至6亿元。

## 公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	851.81	763.37	698.33	898.77	801.57	748.13	844.32
增长率（%）	92.24%	10.15%	-21.43%	10.39%	-5.90%	-2.00%	20.91%
毛利率（%）	25.41%	22.78%	22.72%	20.22%	27.56%	21.31%	20.28%
期间费用率（%）	9.69%	5.83%	9.42%	6.62%	8.55%	8.00%	7.11%
营业利润率（%）	15.18%	16.72%	12.66%	12.72%	18.27%	13.28%	12.45%
净利润（百万元）	122.14	110.03	77.10	101.39	133.67	95.53	85.90
增长率（%）	12.41%	-28.43%	-61.38%	-34.27%	09.44%	-13.18%	11.42%
每股盈利（季度，元）	0.61	0.55	0.19	0.25	0.33	0.24	0.21
资产负债率（%）	25.24%	9.96%	9.39%	11.80%	12.40%	11.18%	12.95%
净资产收益率（%）	4.03%	3.50%	2.55%	3.24%	4.10%	2.84%	2.58%
总资产收益率（%）	3.01%	3.15%	2.31%	2.86%	3.59%	2.53%	2.25%

## 观点：

- 公司目前产能包括16万吨丙烯酸、15万吨丙烯酸酯、高分子乳液11万吨、颜料中间体2.1万吨，是国内丙烯酸及酯第三大生产商。受下游涂料、胶黏剂、纺织行业景气下滑所影响，丙烯酸及酯价格下滑，毛利率降低，公司丙烯酸13年挂牌价平均11125元/吨，相比去年同期12620元/吨下跌12%，丙烯酸及酯毛利率为18.28%，同比下降1.81个百分点，高分子乳液毛利率同比下降2.1个百分点，但通过优化丙烯酸及下游高分子材料产业链产出结构，公司盈利水平维持稳定；平湖石化在建产能32万吨丙烯酸、30万吨丙烯酸酯将于13年底前投产，此次对平湖石化增资有助于快速推进项目建设，建成后业绩弹性明显增强。

- 管理费用上升、财务费用下降。公司上半年销售费用率 7.53%, 与去年同期基本持平, 财务费用率-1.02%, 主要因汇兑收益增加, 管理费用率 6.41%, 同比增加 1.19 个百分点, 主要因 SAP 研发支出增加、子公司卫星能源与平湖石化新增产能较多所致。
- 3 万吨 SAP 项目已于 13 年 7 月初进入试生产, 目前联动调试顺利推进。SAP 为丙烯酸的主要下游产品, 广泛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%, 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外资企业, 进口替代空间极大; 按 SAP 不含税价格 16000 元/吨、20%净利率测算, 该项目可贡献收入 4.8 亿、净利润 0.96 亿, 占 12 年净利润的 23%, 增厚 EPS0.24 元。公司规划待 3 万吨装置运转成熟后, 将继续扩充产能, 未来 SAP 将成为公司重要的利润增长点, 并提升估值。
- 在建的45万吨丙烷脱氢项目将于14年初投产。届时公司将形成丙烷-丙烯-丙烯酸-(丙烯酸酯、SAP、高分子乳液)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:

公司13年底平湖石化丙烯酸及酯产能将开始释放, 业绩弹性大幅增加, 产品议价权增强, 丙烯酸及酯盈利能力将明显提升; 45万吨丙烷脱氢项目将于14年初投产; 13年下半年是业绩拐点, 14年业绩将实现高增长。预计公司13-14年EPS分别为1.04元、1.76元, 对应PE22、13倍, 维持“推荐”评级。

### 风险提示:

原油价格大幅波动的风险; 生产安全风险; SAP与PDH等项目投产延期的风险

**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
<b>流动资产合计</b>	3307	1993	2157	4303	5512	<b>营业收入</b>	3248	3162	3381	7585	9718
货币资金	1995	787	845	1138	1458	<b>营业成本</b>	2275	2427	2597	6129	7893
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	379	437
存货	315	236	306	840	1081	财务费用	30	-20	15	75	133
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
<b>非流动资产合计</b>	748	1729	4310	5310	6925	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	1735.7	4106.9	4852.1	<b>营业利润</b>	711	477	476	811	1060
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
<b>资产总计</b>	4055	3722	6468	9614	12437	<b>利润总额</b>	716	491	490	825	1074
<b>流动负债合计</b>	694	462	668	2518	3495	所得税	86	69	74	116	151
短期借款	366	0	174	1491	2203	<b>净利润</b>	630	422	417	709	923
应付账款	195	375	391	923	1189	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	417	709	923
一年内到期的非流	50	0	0	0	0	EBITDA	797	527	517	1086	1378
<b>非流动负债合计</b>	330	0	500	500	500	<b>BPS (元)</b>	4.20	1.06	1.04	1.77	2.31
长期借款	330	0	500	500	500	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>负债合计</b>	1024	462	1168	3018	3995	<b>成长能力</b>					
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(或股本)	200	400	400	400	400	营业利润增长	116.8%	-32.9%	-0.1%	70.3%	30.8%
资本公积	2054	1854	1854	1854	1854	归属于母公司净利润	105.9%	-33.0%	-1.3%	70.1%	30.2%
未分配利润	640	823	990	1273	1643	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3031	3260	3498	3994	4640	毛利率(%)	30%	23%	23%	19%	19%
<b>负债和所有者权</b>	4055	3722	4666	7012	8635	净利率(%)	19%	13%	12%	9%	9%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
<b>经营活动现金流</b>	-92	705	389	-333	623	<b>偿债能力</b>					
净利润	630	422	417	709	923	资产负债率(%)	25%	12%	25%	43%	46%
折旧摊销	56.12	69.94	25.91	200.01	185.01	流动比率	4.76	4.32	3.23	1.71	1.58
财务费用	30	-20	15	75	133	速动比率	4.31	3.80	2.77	1.38	1.27
应付帐款的变化	0	0	16	532	266	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.24	0.81	0.81	1.30	1.24
<b>投资活动现金流</b>	-164	-963	-865	-405	-605	应收账款周转率	29	23	23	27	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.57	11.09	8.83	11.54	9.20
长期投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	4.20	1.06	1.04	1.77	2.31
<b>筹资活动现金流</b>	2097	-958	534	1030	302	每股净现金流(最新)	9.20	-3.04	0.14	0.73	0.80
短期借款	366	0	174	1491	2203	每股净资产(最新摊)	15.16	8.15	8.74	9.98	11.60
长期借款	330	0	500	500	500	<b>估值比率</b>					
普通股增加	50	200	0	0	0	P/E	4.84	19.19	19.52	11.48	8.81
资本公积增加	1851	-200	0	0	0	P/B	1.34	2.50	2.33	2.04	1.75
<b>现金净增加额</b>	1841	-1216	58	292	320	EV/EBITDA	3.54	13.95	15.41	8.28	6.81

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。

## 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。