

石化

卫星石化 (002648)

首次

报告原因：半年报

产能扩张迅猛，未来成长可期

增持

2013年8月22日

市场数据：2013年8月22日

收盘价(元)	20.34
一年内最高/最低(元)	24.14/13.18
市净率	2.4
市盈率	22.6
流通A股市值(百万元)	2142

基础数据：2013年6月30日

每股净资产(元)	8.31
资产负债率%	12.95
总股本/流通A股(百万)	400/100
流通B股/H股(百万)	

相关研究

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email:sumiao@sxzq.com

021-38529770

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email:peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	3,162.03	2,426.80	422.18	1.06	20.29
2013E	3,569.33	2,832.90	379.17	0.95	22.60
2014E	4,360.55	3,223.01	663.18	1.66	12.92
2015E	5,311.12	3,878.85	853.51	2.13	10.04

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布2013年半年报，2013年1~6月营业总收入为15.92亿元，同比增加8.94%，归属于上市公司股东的净利润为1.81亿，同比减少3.04%，2013年上半年的每股收益为0.45元，公司预计2013年1~9月归属上市公司股东的净利润为25966.15~31736.4万元，同比增长-10%~10%。

●丙烯酸及酯量升价跌，收入同比增长13.9%。公司的主要业务是丙烯酸及酯，丙烯酸是合成丙烯酸酯的重要原材料，丙烯酸丁酯是丙烯酸酯中用量最大的品种。2013年1~6月份，丙烯酸的含税价格为10300~12200元/吨，2012年同期价格区间为11200~13300元/吨，2013年1~6月份，丙烯酸丁酯的含税价格为12600~14000元/吨，2012年同期价格区间为13000~14000元/吨左右，丙烯酸及丙烯酸丁酯的价格都是同比下滑的。从收入来看，丙烯酸及酯的收入为13.24亿，同比增长了13.9%，丙烯酸及酯收入实现增长的主要原因是产量出现了明显提升，而产量提升的主要因素是开工率大幅提升，在调研的过程中得知2013年上半年丙烯酸及酯的开工率同比出现了一定程度的提升。

●下半年丙烯酸丁酯价格预计上涨幅度不会很大。丙烯酸酯的下游主要是涂料和胶黏剂，涂料的比重为45%左右，2013年1~7月份，涂料（油漆）的产量同比增长3.4%，下游需求没有出现明显的改善。从出口数据来看，1~6月丙烯酸丁酯出口量为1.81万吨，与去年基本持平。在下游需求没有明显好转的情况下，即使丙烯酸丁酯的出厂价格小幅走高，我们预计丙烯酸丁酯的价格应该很难大幅提升。

●3万吨SAP产能释放是下半年业绩增长的主要来源，45万吨丙烷脱氢制丙烯项目、32万吨丙烯酸及30万吨丙烯酸酯项目是公司未来2年业绩增长的主要来源。3万吨SAP产能7月份进行了单机运转，目前正在试生产，预计第4季度可以贡献实际业绩，SAP的不含税价格大约为1.5万元/吨左右，毛利率大约为40%，我们预计全年生产6000~8000吨左右。公司目前在平湖建设基地开工建设丙烷脱氢制丙烯及丙烯酸酯生产装置，预计2013年年底建成，2014年第一季度试生产，这两个项目将是驱动公司业绩增长的主要来源。



● 假设：

- 1、公司主要产品包括丙烯酸丁酯,新增产能是 SAP, 丙烯酸酯及 SAP 的销量、价格和毛利率如下所示,

图表 1: 主要产品的毛利率及销量假设

		2013E	2014E	2015E
丙烯酸丁酯	销量(万吨)	12.10	13.31	14.64
	不含税价格(元/吨)	11794.87	11794.87	11794.87
	毛利率(%)	14.26%	19.79%	19.79%
SAP	销量(万吨)	0.8	1.5	3
	不含税价格(元/吨)	15000	15000	15000
	毛利率(%)	43.82%	43.82%	43.82%

数据来源：山西证券研究所

- 2、实际所得税率为 15%;

- 3、2013 年管理费用、销售费用分别为 0.84 亿、2.11 亿。

- **业绩和估值。**预计 2013~2015 年公司每股收益为 0.95、1.66、2.13 元，考虑到下半年 3 万吨 SAP 的产能释放和公司平湖项目的建成投产，公司的收入规模和竞争实力将明显提升，首次给予“增持”的投资评级。
- **风险提示。**

- 1、SAP 的产能释放进度低于预期



图表 2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2013/8/22)

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,247.87	3,162.03	3,569.33	4,360.55	5,311.12	现金	1,995.06	787.39	991.90	1,369.76	1,943.14
YOY(%)	98.9%	-2.6%	12.9%	22.2%	21.8%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	2,275.31	2,426.80	2,832.90	3,223.01	3,878.85	应收款项净额	945.11	941.28	1,062.53	1,298.06	1,581.03
营业税金及附加	14.84	14.89	16.81	20.53	25.01	存货	315.11	236.19	275.76	312.05	376.92
销售费用	50.50	76.55	84.27	99.93	118.69	其他流动资产	51.37	27.64	31.20	38.12	46.43
占营业收入比(%)	1.6%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	流动资产总额	3,306.65	1,992.50	2,361.38	3,017.98	3,947.51
管理费用	162.72	178.06	211.45	254.23	306.57	固定资产净值	541.38	528.81	1,299.51	1,382.34	1,360.30
占营业收入比(%)	5.0%	5.6%	5.9%	5.8%	5.8%	减: 资产减值准备	(2.01)	(5.30)	(13.02)	(13.85)	(13.63)
EBIT	742.84	462.22	411.84	750.78	969.93	固定资产净额	539.37	523.51	1,286.49	1,368.48	1,346.66
财务费用	30.15	(19.85)	(12.25)	(7.44)	(12.19)	工程物资	3.67	53.61	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.9%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	在建工程	29.28	741.96	145.37	54.12	10.80
资产减值损失	(2.01)	(5.27)	(3.00)	(3.00)	(3.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	572.32	1,319.08	1,431.86	1,422.60	1,357.46
营业利润	710.67	476.80	421.08	755.21	979.13	无形资产	80.17	301.80	289.73	277.66	265.58
营业外净收入	5.10	14.61	25.00	25.00	25.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	715.78	491.41	446.08	780.21	1,004.13	其他长期资产	95.56	108.27	108.27	108.27	108.27
所得税	86.05	69.23	66.91	117.03	150.62	资产总额	4,054.70	3,721.65	4,191.24	4,826.51	5,678.82
所得税率(%)	12.0%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	365.99	0.00	20.00	20.00	20.00
净利润	629.73	422.18	379.17	663.18	853.51	应付款项	195.42	374.94	437.76	495.36	598.34
占营业收入比(%)	19.4%	13.4%	10.6%	15.2%	16.1%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	132.67	86.72	101.20	115.16	139.01
归属母公司净利润	629.72	422.18	379.17	663.18	853.51	流动负债	694.08	461.66	558.95	630.52	757.35
YOY(%)	105.9%	-33.0%	-10.2%	74.9%	28.7%	长期借款	329.50	0.00	50.00	50.00	50.00
EPS (元)	1.57	1.06	0.95	1.66	2.13	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						负债总额	1,023.58	461.66	608.95	680.52	807.35
						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						股东权益	3,031.12	3,260.00	3,582.30	4,146.00	4,871.48
						负债和股东权益	4,054.70	3,721.66	4,191.25	4,826.52	5,678.83
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力						税后利润	629.72	422.18	379.17	663.18	853.51
营业收入	98.9%	-2.6%	12.9%	22.2%	21.8%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	116.8%	-32.9%	-11.7%	79.4%	29.6%	公允价值变动	2.01	5.27	3.00	3.00	3.00
净利润	105.9%	-33.0%	-10.2%	74.9%	28.7%	折旧和摊销	56.12	69.94	88.57	117.50	125.43
获利能力						营运资金的变动	-785.04	230.63	-79.36	-206.34	-229.53
毛利率(%)	29.9%	23.3%	20.6%	26.1%	27.0%	经营活动现金流	-97.19	728.02	391.38	577.34	752.41
净利率(%)	19.4%	13.4%	10.6%	15.2%	16.1%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	20.8%	13.0%	10.6%	16.0%	17.5%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	15.5%	11.3%	9.0%	13.7%	15.0%	固定资产投资	-146.51	-811.21	-200.00	-100.00	-51.00
偿债能力						投资活动现金流	-146.51	-811.21	-200.00	-100.00	-51.00
流动比率	4.76	4.32	4.22	4.79	5.21	股权融资	1,911.20	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	4.31	3.80	3.73	4.29	4.71	长期贷款的增加/	166.50	-329.50	50.00	0.00	0.00
资产负债率%	25.2%	12.4%	14.5%	14.1%	14.2%	公司债券发行/(1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	-180.88	-204.96	-56.88	-99.48	-128.03
总资产周转率	80.1%	85.0%	85.2%	90.3%	93.5%	计入循环贷款前融	1,896.82	-534.46	-6.88	-99.48	-128.03
应收账款周转天数	106.21	108.65	108.65	108.65	108.65	循环贷款的增加G	204.88	-55.56	20.00	0.00	0.00
存货周转天数	51.45	36.29	36.29	36.29	36.29	融资活动现金流	2,087.32	-1,124.48	13.12	-99.48	-128.03
每股指标 (元)						现金净变动额	1,843.62	-1,207.67	204.51	377.86	573.38
每股收益	1.57	1.06	0.95	1.66	2.13						
每股净资产	7.58	8.15	8.96	10.36	12.18						
估值比率											
P/E	13.6	20.3	22.6	12.9	10.0						
P/B	2.8	2.6	2.4	2.1	1.8						

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。