

丙烯酸及酯Q3毛利率提升明显，上调盈利预测

——卫星石化（002648）三季度财报点评

2013年10月23日

强烈推荐/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：

公司前三季度营业收入24.31亿元，同比增长3%，归属于上市公司股东的净利润3.16亿元，同比增长9.51%，基本每股收益0.79元。Q3营业收入与净利润同比变动幅度分别为-6.67%、32.69%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入（百万元）	763.37	698.33	898.77	801.57	748.13	844.32	838.81
增长率（%）	10.15%	-21.43%	10.39%	-5.90%	-2.00%	20.91%	-6.67%
毛利率（%）	22.78%	22.72%	20.22%	27.56%	21.31%	20.28%	29.32%
期间费用率（%）	5.83%	9.42%	6.62%	8.55%	8.00%	7.11%	10.04%
营业利润率（%）	16.72%	12.66%	12.72%	18.27%	13.28%	12.45%	18.59%
净利润（百万元）	110.03	77.10	101.39	133.67	95.53	85.90	134.53
增长率（%）	-28.43%	-61.38%	-34.27%	09.44%	-13.18%	11.42%	32.69%
每股盈利（季度，元）	0.55	0.19	0.25	0.33	0.24	0.21	0.336
资产负债率（%）	9.96%	9.39%	11.80%	12.40%	11.18%	12.95%	27.47%
净资产收益率（%）	3.50%	2.55%	3.24%	4.10%	2.84%	2.58%	3.89%
总资产收益率（%）	3.15%	2.31%	2.86%	3.59%	2.53%	2.25%	2.82%

观点：

- Q3 业绩增长较快的主要原因是丙烯酸及酯价格上涨，毛利率增加。以华东市场为例，丙烯酸、丙烯酸丁酯含税均价分别为12275、14809元/吨，较去年同期分别上涨14%、11.6%，同时下游市场需求维持高景气，且原料正丁醇价格较去年同期下降10%左右，导致公司Q3毛利率为29.32%，同比提升9.1个百分点，净利率16.04%，提升4.76个百分点，净利润随之增加。前三季度收入则由于公司丙烯酸及酯无新增产能，因此增幅较小。
- 公司是我国二胎政策预期的受益者。目前公司3万吨高吸水性树脂（SAP）装置单批产品各项指标达到日企水平，并且通过聚合反应段和表面处理段的调试积累了新装置的运行数据，预计短期内量产的可能性较大。以目前SAP中端产品市场价含税16000元/吨测算，3万吨SAP达产将增厚业绩20%以上；公司将受益未来二胎政策带来的SAP需求量快速增长，提升公司估值。

- 丙烷脱氢项目进展较快。公司 45 万吨丙烷脱氢制丙烯 (PDH) 项目预计 2014 年 1 月底完工, 参考国内第一套 PDH 装置天津渤化项目的调试进度, 公司 PDH 项目最晚 14 年 3 月就可达产并贡献业绩。天津渤化 60 万吨 PDH7 月投料试车以来, 目前生产负荷已至较高水平。对于公司 PDH 项目的盈利水平, 如保守以丙烷丙烯差价 400 美元/吨、吨完全成本 200 美元测算, 至少可贡献 2 亿元净利润, 相比 2013 年增厚业绩 50%以上。
- 公司预计 2013 年全年归属于上市公司股东的净利润为 4.22-4.64 亿元, 同比增长 0-10%, 则 Q4 净利润区间为 1.06-1.48 亿, 同比变动幅度-20.7%-10.7%, 主要原因是去年 9 月底日本触媒工厂爆炸导致丙烯酸及酯价格突发性持续上扬, 同比基数较高。

图 1 丙烯酸丁酯价格走势



资料来源: 东兴证券研究所

图 2 丙烯酸价格走势



资料来源: 东兴证券研究所

- 2014 年是业绩爆发之年, 一体化优势将逐渐开始显现。传统业务丙烯酸及酯毛利率仍可维持, SAP 项目则将带来业绩与估值的双提升, 45 万吨 PDH 项目有望在国内上市公司中率先投产, 预计明年业绩同比至少增长一倍, 长期看好公司发展。

结论:

公司 Q3 盈利水平超预期, 因此我们上调业绩预测。Q4 业绩不佳将短期影响股价走势, 但未来成长确定, 明年业绩是爆发期。预计公司 2013 年-2015 年的营业收入分别为 33.81 亿元、94.01 亿元和 106.15 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 4.3 亿元、8.94 亿元和 9.99 亿元, 每股收益分别为 1.08 元 (+0.05)、2.24 元 (+0.11) 和 2.50 元 (+0.01), 对应 PE 分别为 23、11、10 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

新项目达产延期的风险; 化工安全事故的风险

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
流动资产合计	3307	1993	2156	5323	6016	营业收入	3248	3162	3381	9401	10615
货币资金	1995	787	845	1410	1592	营业成本	2275	2427	2588	7564	8607
应收账款	120	153	139	515	582	营业税金及附加	15	15	15	42	48
其他应收款	7	5	6	16	18	营业费用	51	77	71	188	159
预付款项	48	16	16	16	16	管理费用	164	182	193	470	478
存货	315	236	305	1036	1179	财务费用	30	-20	14	93	157
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	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	营业利润	711	477	495	1038	1162
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	6467	10633	12941	利润总额	716	491	509	1052	1176
流动负债合计	694	462	656	3396	3805	所得税	86	69	76	158	176
短期借款	366	0	162	2153	2404	净利润	630	422	433	894	999
应付账款	195	375	390	1140	1297	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	433	894	999
一年内到期的非流	50	0	0	0	0	EBITDA	797	527	535	1331	1503
非流动负债合计	330	0	500	500	500	BPS (元)	4.20	1.06	1.08	2.24	2.50
长期借款	330	0	500	500	500	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	1156	3896	4305	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%	178.0%	12.9%
实收资本(或股本)	200	400	400	400	400	营业利润增长	116.8%	-32.9%	3.9%	109.7%	11.9%
资本公积	2054	1854	1854	1854	1854	归属于母公司净利润	105.9%	-33.0%	2.5%	106.6%	11.7%
未分配利润	640	823	996	1354	1754	获利能力					
归属母公司股东权	3031	3260	3509	4135	4835	毛利率(%)	30%	23%	23%	20%	19%
负债和所有者权益	4055	3722	4665	8031	9139	净利率(%)	19%	13%	13%	10%	9%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						16%	11%	7%	8%	8%	
						ROE(%)					
						21%	13%	12%	22%	21%	
经营活动现金流	-92	705	405	-659	992	偿债能力					
净利润	630	422	433	894	999	资产负债率(%)	25%	12%	25%	49%	47%
折旧摊销	56.12	69.94	25.91	200.01	185.01	流动比率	4.76	4.32	3.29	1.57	1.58
财务费用	30	-20	14	93	157	速动比率	4.31	3.80	2.82	1.26	1.27
应付帐款的变化	0	0	15	750	157	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	0.81	1.48	1.24
投资活动现金流	-164	-963	-865	-405	-605	应收账款周转率	29	23	23	29	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.57	11.09	8.84	12.29	8.71
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(最新摊薄)	4.20	1.06	1.08	2.24	2.50
筹资活动现金流	2097	-958	518	1629	-205	每股净现金流(最新)	9.20	-3.04	0.14	1.41	0.46
短期借款	366	0	162	2153	2404	每股净资产(最新摊)	15.16	8.15	8.77	10.34	12.09
长期借款	330	0	500	500	500	估值比率					
普通股增加	50	200	0	0	0	P/E	6.00	23.77	23.29	11.27	10.09
资本公积增加	1851	-200	0	0	0	P/B	1.66	3.09	2.87	2.44	2.08
现金净增加额	1841	-1216	58	565	182	EV/EBITDA	4.76	17.64	18.49	8.50	7.58

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。