

石化

卫星石化 (002648)

维持

报告原因：公布三季报

受益于丙烯酸丁酯价格上涨，  
全年业绩略超预期

增持

2013年10月29日

市场数据：2013年10月29日

收盘价(元)	26.16
一年内最高/最低(元)	32/13.18
市净率	2.9
市盈率	23.4
流通A股市值(百万元)	2616

基础数据：2013年9月30日

每股净资产(元)	8.65
资产负债率%	27.47
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	24.79
2013E	3,607.85	2,790.76	447.75	1.12	23.37
2014E	4,473.79	3,223.01	759.61	1.90	13.78
2015E	5,451.68	3,878.85	973.71	2.43	10.75

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布2013年三季报，2013年1~9月营业总收入为24.31亿元，同比增加3%，归属于上市公司股东的净利润为3.15亿，同比增加9.51%，2013年1~9月每股收益为0.79元，公司预计2013年归属上市公司股东的净利润为42218.23~46440.05万元，同比增长0%~10%。

●受益于3季度丙烯酸丁酯的价格上涨，全年业绩略超预期。公司的主要业务是丙烯酸及酯，其中丙烯酸丁酯是丙烯酸酯中用量最大的品种，受益于丙烯酸丁酯价格的小幅上涨，公司业绩略超我们的预期。2013年1~9月份，丙烯酸丁酯的含税价格为12600~15800元/吨，2012年同期价格区间为12000~18000元/吨左右，同比来看，丙烯酸丁酯的价格是基本持平，环比来看，丙烯酸丁酯的价格是大幅上涨，而且一直呈现持续上涨的态势。由于第3季度丙烯酸丁酯的价格上涨幅度略超预期，因此导致全年业绩略超我们此前的预期。

●对于第4季度丙烯酸丁酯的价格，我们认为继续上涨的概率非常大。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1~9月份，涂料(油漆)的产量同比增长6.88%，相对于2013年上半年，丙烯酸丁酯的需求正在逐步回暖。从进出口数据来看，1~9月丙烯酸丁酯出口量为2.97万吨，同比增长9%左右，1~9月丙烯酸丁酯进口量为1.56万吨，同比减少32.7%，在出口量大幅增加，进口量大幅减少的情况下，我们认为丙烯酸丁酯的价格具有继续上涨的动力，因此我们判断丙烯酸丁酯的价格会继续上涨。

●SAP项目目前处于调试阶段，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。公司SAP项目现有产能为3万吨，目前处于调试阶段，预计2014年开始贡献业绩，公司在平湖建设基地开工建设的生产装置预计2013年年底建成，2014年第一季度开始试生产，这两个项目将是未来驱动公司业绩增长的主要来源，丙烷脱氢制丙烯将会明显降低公司丙烯酸酯的生产成本，同时增强公司的综合竞争力，我们看好该项目未来的盈利能力，预计从2014年上半年开始贡献实质的业绩。

● 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)	12393.16	12393.16	12393.16
	毛利率(%)	18.40%	23.66%	23.66%
SAP	销量(万吨)	0.3	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。**由于丙烯酸丁酯的价格小幅上涨,我们上调了公司盈利预测,预计 2013~2015 年公司每股收益为 1.12、1.9、2.43 元,我们看好公司新增丙烯酸酯项目的盈利能力,同时公司 SAP 项目即将开始销售,维持“增持”的投资评级。

● **风险提示。**

- 1、SAP 的产能释放进度低于预期



## 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。