国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

高送转，高成长，高信心

化工行业

2014 年 1 月 20 日

卫星石化（002648.SZ）公告点评

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐（维持）

最近 52 周走势:

相关研究报告:

《卫星石化(002648)三季度业绩点评:盈利改善、产能释放、业绩可期》2013/12/22

报告作者:

分析师：赵心

执业证书编号：S0590510120009

联系人：徐留明

电话： 0510-8283-2053

Email: xulm@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：近日公司预披露2013年利润分配方案，2013年度以现金形式分配的股利不少于当年度实现的可供分配利润的30%，同时以截至2013年12月31日公司总股本400,000,000股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股。

点评:

- **高送转回馈股东凸显公司对于未来发展的强烈信心。**高送转的实施彰显了公司对于未来发展的强烈信心。2012年下半年以来国内外丙烯酸生产线事故频发，尤其是今年六月份上海华谊丙烯酸生产线的爆炸，导致国内市场丙烯酸价格迅速上涨了30-40%，且一直高位维持至今，有力推动了公司今年业绩的增长。随着新建产能的逐步释放，卫星今年有望实现业绩的爆发式增长，高送转的实施有助于公司保持良好的市场形象，加速公司市值规模扩张。
- **受益于单独二胎政策的调整，公司SAP项目前景明朗。**公司自主开发的3万吨SAP生产线在去年6月建成7月调试后已经于12月底按期实现了规模化稳定生产，有望于今年初正式转固。国内SAP市场空间极大，预计2015年SAP的需求量超过40万吨，目前依赖于进口，利润较高。卫星SAP产品生产线自设计之初即定位高端，技术及质量过硬，目前正在接受下游客户的测试，反馈良好，投产后有望迅速打开市场，最终实现进口替代。同时公司还预留了大块土地用于未来新的SAP生产线的建设。
- **打通C3产业链，全产业链意义重大，降本增效，显著提振公司业绩。**公司在建的丙烷脱氢PDH项目预计将于今年一季度底建成投产，国内已有的PDH生产线天津渤化生产经营稳定，效益较好。公司丙烷脱氢项目的建成将有效解决原材料丙烯的供给问题，且能够藉此获得廉价丙烯的供给，显著降低生产成本，且公司仍在规划二期丙烷脱氢生产线的建设。同时公司位于平湖的32万吨丙烯酸及30万吨丙烯酸酯生产线将于今年初竣工投产，届时公司将建成完善的

C3产业链一体化生产线，打通“丙烷-丙烯-丙烯酸及酯-SAP”产业链，这是公司今后业绩腾飞的最大推动力。

- **维持“推荐”评级。**我们预计受益于 SAP 生产线的投产及平湖石化丙烯酸及酯生产线产能的释放，卫星今年业绩将大幅提升。**市场上目前对于今年丙烯酸及酯价格的走势比较悲观，但我们认为短期来看丙烯酸及酯的供给关系并未改变，当前市场淡季依然维持在高位，今年中期之前丙烯酸及酯价格大幅下降的可能性不大。而今年下半年随着新增产能的释放即使丙烯酸及酯价格略有下降但卫星全年业绩大幅增长依然是大概率事件。考虑到今年上半年丙烯酸及酯价格的平稳，基本不会下降，好于我们三季报时的预期，在假设今年公司能够实现 SAP 的稳定销售及平湖石化丙烯酸及酯生产线按期建成投产并稳定销售的基础上，上调 2013 至 2015 年年每股收益分别为 1.09 元、2.09 元和 2.52 元（原预测为 1.09,177,2.52），维持“推荐”评级。**
- **风险因素：**（1）SAP 销售低于预期;（2）PDH 生产线的建设延期;（3）丙烯酸及酯价格大幅下降导致公司盈利能力下降。

财务报表预测与财务指标　　单位：百万　　更新日期：14/01/20

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**3,247.87**	**3,162.03**	**3,046.96**	**5,640.80**	**7,522.98**
YOY(%)	*98.9%*	*-2.6%*	*-3.6%*	*85.1%*	*33.4%*
营业成本	2,275.31	2,426.80	2,170.71	3,985.51	5,457.90
营业税金及附加	14.84	14.89	14.35	26.56	35.43
销售费用	50.50	76.55	73.13	135.38	180.55
占营业收入比(%)	*1.6%*	*2.4%*	*2.4%*	*2.4%*	*2.4%*
管理费用	162.72	144.73	195.01	349.73	451.38
占营业收入比(%)	*5.0%*	*4.6%*	*6.4%*	*6.2%*	*6.0%*
EBIT	**742.84**	**462.22**	**543.48**	**1,093.32**	**1,347.42**
财务费用	30.15	(19.85)	32.62	108.22	160.72
占营业收入比(%)	*0.9%*	*-0.6%*	*1.1%*	*1.9%*	*2.1%*
资产减值损失	(2.01)	(5.27)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**710.67**	**476.80**	**510.86**	**985.10**	**1,186.70**
营业外净收入	5.10	14.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	**715.78**	**491.41**	**510.86**	**985.10**	**1,186.70**
所得税	86.05	69.23	76.63	147.77	178.01
所得税率(%)	*12.0%*	*14.1%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	**629.73**	**422.18**	**434.23**	**837.34**	**1,008.70**
占营业收入比(%)	*19.4%*	*13.4%*	*14.3%*	*14.8%*	*13.4%*
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**629.72**	**422.18**	**434.23**	**837.34**	**1,008.70**
YOY(%)	*105.9%*	*-33.0%*	*2.9%*	*92.8%*	*20.5%*
EPS（元）	**3.15**	**1.06**	**1.09**	**2.09**	**2.52**

主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					
营业收入	98.9%	-2.6%	-3.6%	85.1%	33.4%
营业利润	116.8%	-32.9%	7.1%	92.8%	20.5%
净利润	105.9%	-33.0%	2.9%	92.8%	20.5%
获利能力					
毛利率(%)	29.9%	23.3%	28.8%	29.3%	27.5%
净利率(%)	19.4%	13.4%	14.3%	14.8%	13.4%
ROE(%)	20.8%	13.0%	12.5%	21.4%	22.8%
ROA(%)	15.5%	11.3%	8.3%	11.3%	11.7%
偿债能力					
流动比率	4.76	4.32	1.32	1.16	1.33
速动比率	4.31	3.80	1.13	0.97	1.14
资产负债率%	25.2%	12.4%	33.0%	47.4%	48.7%
营运能力					
总资产周转率	80.1%	85.0%	58.6%	75.8%	87.1%
应收账款周转天数	106.21	108.65	108.65	108.65	108.65
存货周转天数	51.45	36.29	50.00	50.00	40.00
每股指标（元）					
每股收益	3.15	1.06	1.09	2.09	2.52
每股净资产	15.16	8.15	8.71	9.79	11.08
估值比率					
P/E	**9.5**	**28.3**	**27.5**	**14.3**	**11.8**
P/B	2.0	3.7	3.4	3.1	2.7

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金	1,995.06	787.39	787.39	1,012.39	1,112.39
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	945.11	941.28	907.03	1,679.17	2,239.46
存货	315.11	236.19	286.74	527.35	578.24
其他流动资产	51.37	27.64	26.63	49.31	65.76
流动资产总额	**3,306.65**	**1,992.50**	**2,007.79**	**3,268.22**	**3,995.85**
固定资产净值	541.38	528.81	1,997.09	3,094.77	3,797.37
减:资产减值准备	(2.01)	(5.30)	(20.02)	(31.02)	(38.06)
固定资产净额	539.37	523.51	1,977.07	3,063.75	3,759.32
工程物资	3.67	53.61	0.00	0.00	0.00
在建工程	29.28	741.96	657.31	497.24	327.75
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**572.32**	**1,319.08**	**2,634.38**	**3,560.99**	**4,087.07**
无形资产	80.17	301.80	451.50	501.20	450.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	95.56	108.27	108.27	108.27	108.27
资产总额	**4,054.70**	**3,721.65**	**5,201.94**	**7,438.67**	**8,642.08**
循环贷款	415.99	0.00	1,109.25	2,071.98	1,978.62
应付款项	195.42	374.94	330.41	607.68	832.90
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	82.67	86.72	78.86	144.77	197.33
流动负债	**694.08**	**461.66**	**1,518.53**	**2,824.44**	**3,008.85**
长期借款	329.50	0.00	200.00	700.00	1,200.00
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**	**1,718.53**	**3,524.44**	**4,208.85**
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	3,483.42	3,914.25	4,433.24
负债和股东权益	**4,054.70**	**3,721.66**	**5,201.95**	**7,438.68**	**8,642.09**

现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	629.72	422.18	434.23	837.34	1,008.70
加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	2.01	5.27	0.00	0.00	0.00
折旧和摊销	56.12	103.27	142.19	212.69	267.18
营运资金的变动	-810.04	280.63	-52.96	-681.25	-342.81
经营活动现金流	**-122.19**	**811.35**	**523.46**	**368.78**	**933.06**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-811.21	-1,621.90	-1,200.00	-750.00
投资活动现金流	**0.00**	**-811.21**	**-1,621.90**	**-1,200.00**	**-750.00**
股权融资	2.84	0.00	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/	166.50	-329.50	200.00	500.00	500.00
公司债券发行/（	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-180.88	-204.96	-210.81	-406.51	-489.70
计入循环贷款前融	-11.54	-534.46	-10.81	93.49	10.30
循环贷款的增加（	1,991.73	-138.89	1,109.25	962.73	-93.36
融资活动现金流	**1,965.81**	**-1,207.81**	**1,098.44**	**1,056.22**	**-83.06**
现金净变动额	**1,843.62**	**-1,207.67**	**0.00**	**225.00**	**100.00**

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话：010-68790997

传真：010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话：0755-82556064

传真：0755-82556064

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。