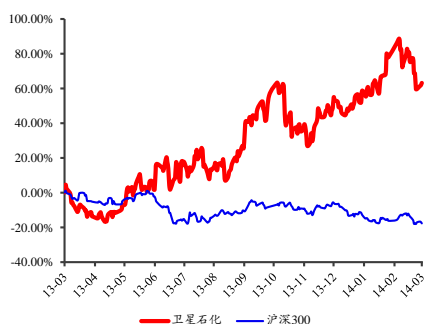


2014年3月5日

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）业绩预告点评：业绩超预期增长，看好未来成长》

2014/2/17

《卫星石化（002648）点评：高送转、高成长、高信心》2014/1/21

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。

卫星石化（002648.SZ）项目公告点评

事件：卫星石化发布公告，其全资子公司平湖石化于近期完成年产32万吨丙烯酸及30万吨丙烯酸酯项目一期工程16万吨丙烯酸及15万吨丙烯酸酯装置试生产方案的备案，目前公司正在积极组织试生产工作，生产装置准备投料试运行。

点评：

- **一期工程建成投产突破产能瓶颈，助力业绩增长。**卫星石化一直致力于做大做强丙烯酸产业链，做精做优下游高分子材料，平湖石化丙烯酸及酯生产线一期工程的建成是公司推进C3产业链一体化建设的重要环节。一期工程的完工可以有效增加16万吨丙烯酸及15万吨丙烯酸酯产能，新增产能与公司当前产能相当，突破当前产能瓶颈，将大幅提升公司业绩，增强盈利能力。
- **丙烯酸及酯价格短期的回调并不改变今年公司业绩高增长的预期。**近期丙烯酸及酯市场交投不够活跃，需求低迷，丙烯酸及酯的价格也出现了一轮回调，我们认为这是丙烯酸及酯行业常规的季节性淡季回调。国外很多丙烯酸生产装置建成投产时间较长，频繁检修而新增产能非常有限，海外需求对丙烯酸的拉动作用较为明显。作为行业龙头，且地处平湖，具备良好的港口配套资源，我们看好卫星在海外市场的拓展。卫星这套16万吨的丙烯酸装置是上半年唯一投产的丙烯酸及酯项目，相对于全球超过500万吨丙烯酸市场冲击有限，对于今年丙烯酸及酯的价格我们依然持谨慎乐观。
- **维持“推荐”评级。**我们预计卫星PDH项目将在下个季度建成投产，届时公司将能够打通“丙烷-丙烯-丙烯酸及酯-SAP”的碳三产业链，同时我们认为今年丙烯酸及酯价格大幅下降的可能行不大，且作为行业龙头卫星一直维持着超过同行的盈利能力，我们预计公司2014至2015年年每股收益分别为2.09元和2.53元，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						更新日期: 14/03/05					
单位: 百万											
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	3,316.76	5,640.80	7,522.98	现金	1,995.06	787.39	787.39	1,012.39	1,112.39
YOY(%)	98.9%	-2.6%	4.9%	70.1%	33.4%	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	2,332.19	3,985.51	5,457.90	应收款项净额	945.11	941.28	987.34	1,679.17	2,239.46
营业税金及附加	14.84	14.89	15.62	26.56	35.43	存货	315.11	236.19	309.03	527.35	578.24
销售费用	50.50	76.55	79.60	135.38	180.55	其他流动资产	51.37	27.64	28.99	49.31	65.76
占营业收入比(%)	1.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	流动资产总额	3,306.65	1,992.50	2,112.75	3,268.22	3,995.85
管理费用	162.72	144.73	212.27	349.73	451.38	固定资产净值	541.38	528.81	1,997.09	3,094.77	3,797.37
占营业收入比(%)	5.0%	4.6%	6.4%	6.2%	6.0%	减: 资产减值准备	(2.01)	(5.30)	(20.02)	(31.02)	(38.06)
EBIT	742.84	462.22	626.77	1,093.32	1,347.42	固定资产净额	539.37	523.51	1,977.07	3,063.75	3,759.32
财务费用	30.15	(19.85)	33.60	108.25	158.79	工程物资	3.67	53.61	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.9%	-0.6%	1.0%	1.9%	2.1%	在建工程	29.28	741.96	657.31	497.24	327.75
资产减值损失	(2.01)	(5.27)	0.00	0.00	0.00	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	2,634.38	3,560.99	4,087.07
营业利润	710.67	476.80	593.17	985.07	1,188.63	无形资产	80.17	301.80	451.50	501.20	450.90
营业外净收入	5.10	14.61	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	715.78	491.41	593.17	985.07	1,188.63	其他长期资产	95.56	108.27	108.27	108.27	108.27
所得税	86.05	69.23	88.98	147.76	178.30	资产总额	4,054.70	3,721.65	5,306.90	7,438.67	8,642.08
所得税率(%)	12.0%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	415.99	0.00	1,146.30	2,036.00	1,941.79
净利润	629.73	422.18	504.20	837.31	1,010.34	应付款项	195.42	374.94	356.10	607.68	832.90
占营业收入比(%)	19.4%	13.4%	15.2%	14.8%	13.4%	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	82.67	86.72	85.09	144.77	197.33
归属母公司净利润	629.72	422.18	504.20	837.31	1,010.34	流动负债	694.08	461.66	1,587.49	2,788.45	2,972.02
YOY(%)	105.9%	-33.0%	19.4%	66.1%	20.7%	长期借款	329.50	0.00	200.00	700.00	1,200.00
EPS (元)	3.15	1.06	1.26	2.09	2.53	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
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	1,023.58	461.66	1,787.49	3,488.45	4,172.02
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	98.9%	-2.6%	4.9%	70.1%	33.4%	股东权益	3,031.12	3,260.00	3,519.42	3,950.23	4,470.07
营业利润	116.8%	-32.9%	24.4%	66.1%	20.7%	负债和股东权益	4,054.70	3,721.66	5,306.91	7,438.68	8,642.09
净利润	105.9%	-33.0%	19.4%	66.1%	20.7%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	29.9%	23.3%	29.7%	29.3%	27.5%	税后利润	629.72	422.18	504.20	837.31	1,010.34
净利率(%)	19.4%	13.4%	15.2%	14.8%	13.4%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	20.8%	13.0%	14.3%	21.2%	22.6%	公允价值变动	2.01	5.27	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	15.5%	11.3%	9.5%	11.3%	11.7%	折旧和摊销	56.12	103.27	142.19	212.69	267.18
偿债能力						营运资金的变动	-810.04	280.63	-126.00	-608.20	-342.81
流动比率	4.76	4.32	1.33	1.17	1.34	经营活动现金流	-122.19	811.35	520.38	441.80	934.70
速动比率	4.31	3.80	1.14	0.98	1.15	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	25.2%	12.4%	33.7%	46.9%	48.3%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-811.21	-1,621.90	-1,200.00	-750.00
总资产周转率	80.1%	85.0%	62.5%	75.8%	87.1%	投资活动现金流	0.00	-811.21	-1,621.90	-1,200.00	-750.00
应收账款周转天数	106.21	108.65	108.65	108.65	108.65	股权融资	2.84	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	51.45	36.29	50.00	50.00	40.00	长期贷款的增加/	166.50	-329.50	200.00	500.00	500.00
每股指标 (元)						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	3.15	1.06	1.26	2.09	2.53	股利分配	-180.88	-204.96	-244.78	-406.50	-490.50
每股净资产	15.16	8.15	8.80	9.88	11.18	计入循环贷款前	-11.54	-534.46	-44.78	93.50	9.50
估值比率						循环贷款的增加	1,991.73	-138.89	1,146.30	889.70	-94.21
P/E	9.9	29.4	24.6	14.8	12.3	融资活动现金流	1,965.81	-1,207.81	1,101.52	983.20	-84.70
P/B	2.0	3.8	3.5	3.1	2.8	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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	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

免责声明:

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。