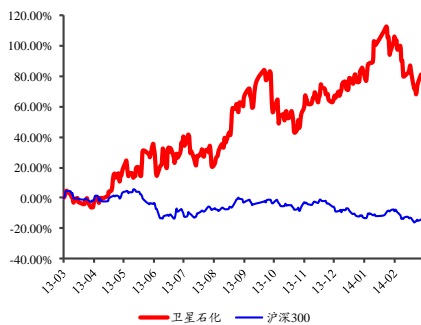


2014年3月17日

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）点评：高送转、高成长、高信心》2014/1/21

《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。

卫星石化（002648.SZ）年报点评

事件：公司发布2013年年报，报告期内卫星实现营业总收入33.2亿元，较上年同期增长4.9%，归属上市公司股东的净利润5.0亿，同比增长18.46%，基本每股收益1.25元，公司业绩符合我们之前预期。董事会审议通过年度利润分配方案预案：每10股分红3.5元，每10股转增10股。

点评：

- **业绩符合预期，高企的丙烯酸及酯价格助推公司业绩快速增长。**由于丙烯酸酯生产线的特殊性，2012年下半年后国内外丙烯酸生产线事故频发，先是12年9月份日本触媒46万吨丙烯酸生产线受爆炸引发大火影响被迫停工，然后13年6月份上海华谊丙烯酸生产线的爆炸，频繁的事故严重影响了国内外丙烯酸及酯的供给，助推国内丙烯酸及酯价格迅速上涨30-40%，并维持至14年初。持续高企的丙烯酸及酯价格是公司业绩快速增长的关键，13Q3、Q4卫星石化实现归属于上市公司股东的净利润达1.34、1.84亿元，环比分别上涨56.6%、36.9%。
- **期间费用基本保持稳定。**在净利润快速增长的同时公司期间费用率保持了基本稳定，2013年公司销售费用7537万元，销售费用率2.27%，去年同期为2.42%，稳中有降，销售费用率的下降主要是由于产品需求旺盛所致，管理费用2.18亿元，管理费用率6.56%，去年同期为5.74%，增长较为明显，管理费用的增长主要原因是新项目的建设，员工人数增加以及薪酬水平提高造成的。公司在手现金充足，财务费用与去年同期相比变化不大。由于今年卫星在建工程即将投产，同时增加了新产品SAP及丙烯的销售，我们预计销售费用及管理费用将稳步增长，期间费用率也将保持缓慢上升。
- **以SAP为下游发展核心，成长空间广阔。**卫星自主研发的3万吨SAP生产线已经于13年12月底实现了规模化稳定生产，SAP的品质稳定性得到有效解决，目前新工艺专利已经由国家知识产权局授权。此外卫星以SAP为下游发展核心的策略得到有效推进，目前

SAP的市场销售工作已经开始，与欧美日发达国家相比，当前国内婴儿纸尿裤及成人失禁品等卫生用品使用量仍处于低位，单独二胎政策的放开将有力推动对婴儿纸尿裤的需求，而老龄化社会的到来有望带动养老相关产业的爆发式增长。卫星SAP项目从立项起即定位高端，下游客户的测试反馈结果都比较好，也已经获得了部分订单。公司以SAP为下游发展核心，有望实现SAP的进口替代，成长空间广阔，同时公司还预留了SAP新生产线的建设场地，想象空间巨大。

- **C3产业链一体化可有效降低成本，PDH、丙烯酸及酯生产线建设按期推进，2014年业绩将爆发式增长。**丙烷脱氢生产线核心设备由于供货厂商的拖延导致施工建设进度略有延迟，目前进口设备正在抓紧施工。卫星作为国内PDH项目首批投产的企业，具备较强的盈利能力。丙烷脱氢是公司打造C3产业链的关键一环，可以有效解决原材料丙烯的供给问题，显著降低丙烯酸及酯的生产成本。此外公司位于平湖的32万吨丙烯酸及30万吨丙烯酸酯的第一期生产线已经于近期竣工，已经顺利投料试运行。今年上半年公司将能够建成C3一体化生产线，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，一二季度是传统市场淡季，价格略低。而今年下半年丙烯酸及酯价格的变化仍需观察新增产能的投放进度，扬巴及台塑均存在延期的可能。因此我们对于下半年消费旺季丙烯酸及酯的价格保持乐观，我们预计公司2014-2016每股收益分别为2.09、2.53、2.70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 单位: 百万

更新日期: 14/03/17

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,162.03	3,316.01	6,830.31	8,393.68	8,816.42	现金	787.39	741.64	593.94	1,406.71	2,499.21
YOY(%)	-2.6%	4.9%	106.0%	22.9%	5.0%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	2,426.80	2,454.16	5,190.74	6,347.94	6,671.59	应收款项净额	941.28	453.73	934.59	1,148.51	1,206.35
营业税金及附加	14.89	13.51	27.83	34.20	35.92	存货	236.19	425.09	901.05	1,090.43	1,144.86
销售费用	76.55	75.37	163.93	201.45	211.59	其他流动资产	27.64	380.79	784.35	963.88	1,012.42
占营业收入比(%)	2.4%	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%	流动资产总额	1,992.50	2,001.25	3,213.93	4,609.53	5,862.85
管理费用	178.06	211.44	455.39	551.23	570.18	固定资产净值	528.81	584.06	3,425.25	3,671.04	3,596.94
占营业收入比(%)	5.6%	6.4%	5.9%	5.8%	5.8%	减: 资产减值准备	(5.30)	(3.58)	(21.00)	(22.50)	(22.05)
EBIT	462.22	555.30	980.61	1,247.05	1,315.32	固定资产净额	523.51	580.48	3,404.25	3,648.53	3,574.90
财务费用	(19.85)	(20.19)	20.57	77.71	68.19	工程物资	53.61	627.58	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.6%	-0.6%	0.3%	0.9%	0.8%	在建工程	741.96	2,679.65	521.70	135.13	0.77
资产减值损失	(5.27)	(3.58)	(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	1,319.08	3,887.71	3,925.96	3,783.67	3,575.67
营业利润	476.80	571.92	957.04	1,166.33	1,244.13	无形资产	301.80	295.48	283.66	271.84	260.02
营业外净收入	14.61	18.05	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	491.41	589.98	982.04	1,191.33	1,269.13	其他长期资产	108.27	88.08	88.08	88.08	88.08
所得税	69.23	89.84	147.31	178.70	190.37	资产总额	3,721.65	6,272.52	7,511.63	8,753.12	9,786.62
所得税率(%)	14.1%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	0.00	481.08	20.00	20.00	20.00
净利润	422.18	500.14	834.74	1,012.63	1,078.76	应付款项	374.94	693.97	1,470.99	1,780.16	1,869.02
占营业收入比(%)	13.4%	15.1%	12.2%	12.1%	12.2%	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	86.72	136.13	289.13	350.06	367.10
归属母公司净利润	422.18	500.14	834.74	1,012.63	1,078.76	流动负债	461.66	1,311.18	1,780.12	2,150.22	2,256.12
YOY(%)	-33.0%	18.5%	66.9%	21.3%	6.5%	长期借款	0.00	1,302.30	1,352.30	1,352.30	1,352.30
EPS (元)	1.06	1.25	2.09	2.53	2.70	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	10.65	21.30	31.95	42.60
						负债总额	461.66	2,624.13	3,153.72	3,534.47	3,651.02
						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						股东权益	3,260.00	3,648.39	4,357.92	5,218.65	6,135.60
						负债和股东权益	3,721.66	6,272.52	7,511.63	8,753.12	9,786.62
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力						税后利润	422.18	500.14	834.74	1,012.63	1,078.76
营业收入	-2.6%	4.9%	106.0%	22.9%	5.0%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-32.9%	19.9%	67.3%	21.9%	6.7%	公允价值变动	5.27	3.58	3.00	3.00	3.00
净利润	-33.0%	18.5%	66.9%	21.3%	6.5%	折旧和摊销	69.94	78.61	153.16	249.60	268.27
						营运资金的变动	230.63	343.06	-402.30	-200.57	-44.72
获利能力						经营活动现金流	728.02	925.39	588.59	1,064.67	1,305.31
毛利率(%)	23.3%	26.0%	24.0%	24.4%	24.3%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率(%)	13.4%	15.1%	12.2%	12.1%	12.2%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	13.0%	13.7%	19.2%	19.4%	17.6%	固定资产投资	-811.21	-2,635.71	-200.00	-100.00	-51.00
ROA(%)	11.3%	8.0%	11.1%	11.6%	11.0%	投资活动现金流	-811.21	-2,635.71	-200.00	-100.00	-51.00
偿债能力						股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.32	1.53	1.81	2.14	2.60	长期贷款的增加/	-329.50	1,302.30	50.00	0.00	0.00
速动比率	3.80	1.20	1.30	1.64	2.09	公司债券发行/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	12.4%	41.8%	42.0%	40.4%	37.3%	股利分配	-204.96	-141.77	-125.21	-151.90	-161.81
营运能力						计入循环贷款前融	-534.46	1,160.53	-75.21	-151.90	-161.81
总资产周转率	85.0%	52.9%	90.9%	95.9%	90.1%	循环贷款的增加/	-55.56	-656.49	-461.08	0.00	0.00
应收账款周转天数	108.65	49.94	49.94	49.94	49.94	融资活动现金流	-1,124.48	1,664.57	-536.29	-151.90	-161.81
存货周转天数	36.29	64.78	64.78	64.78	64.78	现金净变动额	-1,207.67	-45.75	-147.70	812.77	1,092.50
每股指标 (元)											
每股收益	1.06	1.25	2.09	2.53	2.70						
每股净资产	8.15	9.12	10.89	13.05	15.34						
估值比率											
P/E	29.0	24.5	14.7	12.1	11.3						
P/B	3.8	3.4	2.8	2.3	2.0						

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。