

## 新项目进入集中投产期，SAP将做大做强

——卫星石化（002648）调研快报

2014年03月30日

强烈推荐/维持

卫星石化

调研快报

关注 1：平湖丙烯酸酯一阶段产能已试生产，成本将进一步降低

平湖基地 32 万吨丙烯酸及 30 万吨丙烯酸酯项目一阶段产能已开始试生产，新项目在设备与工艺上进行了优化改进，在之前已明显低于同行业单耗的基础上继续降低生产成本。2014 年国外丙烯酸及酯新增产能较小，国内低效产能则逐步被边缘化，同时下游需求保持稳定增长，行业景气度有望维持；公司利用独特区位优势，大力开拓海外及国内其它消费市场。年初以来丙烯酸及酯库存消化完成后，市场供应仍偏紧，近一个月丙烯酸与丙烯酸丁酯价格涨幅约 1000 元/吨。

关注 2：SAP 项目逐步量产，未来将做大做强

公司 3 万吨 SAP 项目已开始逐步扩大销售，将替代目前占据国内高端 SAP 市场的日本等国外品牌。国内纸尿裤市场覆盖率仅有 30% 左右，距国外的 90% 仍有较大差距，预计随着城镇化率逐渐提高及各省单独二胎政策的实施，SAP 消费量将持续快速增长。公司 SAP 项目优势在于技术为自主开发，且上游配套高纯丙烯酸，较同行具有成本优势，公司将在销售上以点带面，同时拓宽产品种类，做大做强 SAP 产业。

关注 3：45 万吨 PDH 项目投产将奠定公司一体化优势

公司 45 万吨 PDH 项目计划 4 月底完工，其后将开始进行投料试生产。作为 UOP 在国内的首套 PDH 装置，该项目投产后公司将具备碳三产业链一体化优势，既保障原料供给，又可降低原料价格大幅波动的风险。公司已与原料供应商签订协议，从目前丙烷与丙烯差价来看，PDH 项目盈利情况可观。

结论：

公司平湖基地丙烯酸及酯、PDH 项目陆续进入投产期，将受益 2014 年行业景气度维持；SAP 项目开始放量销售，将做大做强；公司碳三产业链一体化优势将逐步显现。公司具备成长为化工明星企业的基因，将继续基于已有优势进行横纵向拓展，我们看好公司的长期投资价值。预计公司 2014 年-2015 年每股收益分别为 2.01 元和 2.54 元，目前股价对应 PE 分别为 14 倍、11 倍，维持“强烈推荐”评级。

杨伟

010-66554034

yang\_wei@dxzq.net.cn

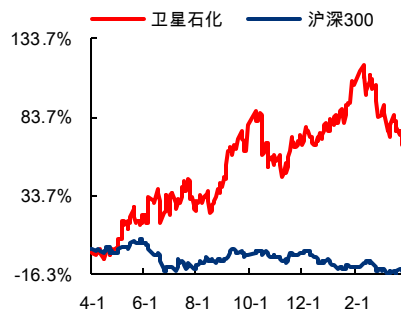
执业证书编号：

S1480512110002

交易数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 52 周股价区间 (元)    | 27.6-16.35  |
| 总市值 (亿元)        | 110.4       |
| 流通市值 (亿元)       | 27.6        |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 40000/10000 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | /           |
| 52 周日均换手率       | 4.69        |

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《卫星石化（002648）三季度财报点评：丙烯酸及酯 Q3 毛利率提升明显，上调盈利预测》2013-10-24
- 2、《卫星石化（002648）：PDH 有望率先投产，业绩明年爆发》2013-10-17
- 3、《卫星石化（002648）2013 年中报点评：丙烯酸及酯毛利率下滑，业绩拐点将现》2013-08-19
- 4、《卫星石化（002648）事件点评：SAP 项目投产，产业链进一步拓展》2013-07-04

## 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 |       |        |       |       |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|----------------|--------|-------|--------|-------|-------|
|                | 2012A  | 2013A | 2014E  | 2015E  | 2016E  |                | 2012A  | 2013A | 2014E  | 2015E | 2016E |
| <b>流动资产合计</b>  | 1993   | 2001  | 4502   | 5908   | 6538   | <b>营业收入</b>    | 3162   | 3316  | 8115   | 10560 | 11761 |
| 货币资金           | 787    | 742   | 1623   | 2112   | 2352   | <b>营业成本</b>    | 2427   | 2454  | 6387   | 8343  | 9299  |
| 应收账款           | 153    | 178   | 400    | 521    | 580    | 营业税金及附加        | 15     | 14    | 32     | 42    | 47    |
| 其他应收款          | 5      | 5     | 12     | 16     | 17     | 营业费用           | 77     | 75    | 170    | 211   | 176   |
| 预付款项           | 16     | 35    | 35     | 35     | 35     | 管理费用           | 182    | 218   | 406    | 496   | 529   |
| 存货             | 236    | 425   | 752    | 1143   | 1274   | 财务费用           | -20    | -20   | 191    | 294   | 318   |
| 其他流动资产         | 12     | 346   | 346    | 346    | 346    | 资产减值损失         | 5.27   | 3.58  | 3.00   | 3.00  | 3.00  |
| <b>非流动资产合计</b> | 1729   | 4271  | 5733   | 6076   | 6751   | 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           | 524    | 580   | 2517   | 3597   | 4456   | <b>营业利润</b>    | 477    | 572   | 925    | 1170  | 1389  |
| 无形资产           | 302    | 295   | 266    | 236    | 207    | 营业外收入          | 19.19  | 22.70 | 25.00  | 30.00 | 30.00 |
| 其他非流动资产        | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 营业外支出          | 4.58   | 4.65  | 6.00   | 6.00  | 6.00  |
| <b>资产总计</b>    | 3722   | 6273  | 10235  | 11984  | 13289  | <b>利润总额</b>    | 491    | 590   | 944    | 1194  | 1413  |
| <b>流动负债合计</b>  | 462    | 1311  | 4212   | 5250   | 5715   | 所得税            | 69     | 90    | 142    | 179   | 212   |
| 短期借款           | 0      | 344   | 2792   | 3428   | 3697   | <b>净利润</b>     | 422    | 500   | 803    | 1015  | 1201  |
| 应付账款           | 375    | 694   | 1312   | 1714   | 1911   | 少数股东损益         | 0      | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 预收款项           | 31     | 36    | 36     | 36     | 36     | 归属母公司净利润       | 422    | 500   | 803    | 1015  | 1201  |
| 一年内到期的非        | 0      | 137   | 0      | 0      | 0      | EBITDA         | 527    | 630   | 1422   | 1921  | 2231  |
| <b>非流动负债合计</b> | 0      | 1313  | 1813   | 1813   | 1813   | <b>EPS (元)</b> | 1.06   | 1.25  | 2.01   | 2.54  | 3.00  |
| 长期借款           | 0      | 1302  | 1802   | 1802   | 1802   | <b>主要财务比率</b>  |        |       |        |       |       |
| 应付债券           | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |                | 2012A  | 2013A | 2014E  | 2015E | 2016E |
| <b>负债合计</b>    | 462    | 2624  | 6025   | 7063   | 7528   | <b>成长能力</b>    |        |       |        |       |       |
| 少数股东权益         | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 营业收入增长         | -2.6%  | 4.9%  | 144.7% | 30.1% | 11.4% |
| 实收资本(或股        | 400    | 400   | 400    | 400    | 400    | 营业利润增长         | -32.9% | 19.9% | 61.8%  | 26.4% | 18.7% |
| 资本公积           | 1854   | 1854  | 1854   | 1854   | 1854   | 归属于母公司净利润      | -33.0% | 18.5% | 60.5%  | 26.4% | 18.3% |
| 未分配利润          | 823    | 1155  | 1476   | 1882   | 2362   | <b>获利能力</b>    |        |       |        |       |       |
| 归属母公司股东        | 3260   | 3648  | 4148   | 4858   | 5699   | 毛利率(%)         | 23%    | 26%   | 21%    | 21%   | 21%   |
| <b>负债和所有者权</b> | 3722   | 6273  | 10173  | 11922  | 13227  | 净利率(%)         | 13%    | 15%   | 10%    | 10%   | 10%   |
| <b>现金流量表</b>   |        |       |        |        |        | 总资产净利润(%)      | 11%    | 8%    | 8%     | 8%    | 9%    |
|                |        |       |        |        |        | ROE(%)         | 13%    | 14%   | 19%    | 21%   | 21%   |
| <b>经营活动现金流</b> | 705    | 124   | 258    | 1254   | 1853   | <b>偿债能力</b>    |        |       |        |       |       |
| 净利润            | 422    | 500   | 803    | 1015   | 1201   | 资产负债率(%)       | 12%    | 42%   | 59%    | 59%   | 57%   |
| 折旧摊销           | 69.94  | 78.61 | 306.08 | 456.77 | 524.44 | 流动比率           | 4.32   | 1.53  | 1.07   | 1.13  | 1.14  |
| 财务费用           | -20    | -20   | 191    | 294    | 318    | 速动比率           | 3.80   | 1.20  | 0.89   | 0.91  | 0.92  |
| 应付帐款的变化        | 0      | 0     | 618    | 402    | 196    | <b>营运能力</b>    |        |       |        |       |       |
| 预收帐款的变化        | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 总资产周转率         | 0.81   | 0.66  | 0.99   | 0.96  | 0.94  |
| <b>投资活动现金流</b> | -963   | -1765 | -1751  | -803   | -1203  | 应收账款周转率        | 23     | 20    | 28     | 23    | 21    |
| 公允价值变动收        | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率        | 11.09  | 6.20  | 8.09   | 6.98  | 6.49  |
| 长期投资           | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | <b>每股指标(元)</b> |        |       |        |       |       |
| 投资收益           | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 每股收益(最新摊薄)     | 1.06   | 1.25  | 2.01   | 2.54  | 3.00  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -958   | 1575  | 2374   | 38     | -409   | 每股净现金流(最新      | -3.04  | -0.17 | 2.20   | 1.22  | 0.60  |
| 短期借款           | 0      | 344   | 2792   | 3428   | 3697   | 每股净资产(最新摊      | 8.15   | 9.12  | 10.37  | 12.15 | 14.25 |
| 长期借款           | 0      | 1302  | 1802   | 1802   | 1802   | <b>估值比率</b>    |        |       |        |       |       |
| 普通股增加          | 200    | 0     | 0      | 0      | 0      | P/E            | 26.18  | 22.20 | 13.83  | 10.94 | 9.24  |
| 资本公积增加         | -200   | 0     | 0      | 0      | 0      | P/B            | 3.40   | 3.04  | 2.68   | 2.28  | 1.95  |
| <b>现金净增加额</b>  | -1216  | -67   | 881    | 489    | 240    | EV/EBITDA      | 19.57  | 19.26 | 9.89   | 7.40  | 6.39  |

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。