

# PDH将于7月底前投料,碳三产业链逐渐完备

## ——卫星石化（002648）事件点评

2014年07月24日

强烈推荐/维持

卫星石化 | 事件点评

### 事件:

公司7月24日发布丙烯及下游一体化项目进展公告,45万吨PDH项目已取得试生产方案备案,分馏系统已试运行,反应系统将于7月底前投料,平湖石化32万吨丙烯酸及30万吨丙烯酸酯项目二阶段取得试生产方案备案,同时一阶段目前停产检修。

### 主要观点:

#### 1. PDH 盈利可观,将极大增厚业绩

公司丙烷脱氢制丙烯(PDH)项目原料丙烷国际供应充足、国内丙烯进口依存度30%以上,上下游市场供求格局良好,同时PDH建设受制于地理条件等因素,产能不会无序增加。如以近五年(丙烯-1.2\*丙烷)平均差价331美元/吨测算,项目净利润仍可达800元/吨,达产可贡献净利润3.6亿元,占2015年预测净利润的34%,如果考虑到低温储罐淡季备货与大宗贸易议价,盈利将更为乐观。

#### 2. 碳三产业链逐渐完备,一体化优势增强

PDH项目与平湖石化丙烯酸及酯项目同用公用工程,丙烯产品中36万吨自用、外卖9万吨,同时副产氢气可供丙烯酸及酯装置,可进一步降低酸酯生产成本。PDH达产后公司将形成丙烷-丙烯-丙烯酸-SAP与丙烯酸酯的全产业链,一体化优势明显。

#### 3. 丙烯酸及酯产能将增加两倍,提高行业地位与业绩弹性

平湖石化丙烯酸及酯二阶段投产后,公司产能将增至48万吨丙烯酸、45万吨丙烯酸酯,行业地位跃居第二名,仅次于裕廊化工,有利于提升公司的规模优势与定价权。我们判断2014年国内丙烯酸及酯产能投放有序,供需基本平衡,当前丙烯酸及酯价格接近近五年低位,预计随着需求端转暖与低成本产能退出市场,丙烯酸及酯价格有望下半年出现反弹。

#### 4. SAP 销售有望实现突破,提升公司估值

公司3万吨SAP受益单独二胎政策放宽与人民生活水平不断提高,国内消费量保持20%以上的增速。公司目前SAP月销售量200-400吨,且正在推进与国内外大型纸尿裤企业的合作;公司SAP定位中高档市场,毛利率预计将高达30%以上,一旦下游大客户实现突破,可以点及面全面打开市场,提升公司估值。

### 杨伟

010-66554034

yang\_wei@dxzq.net.cn

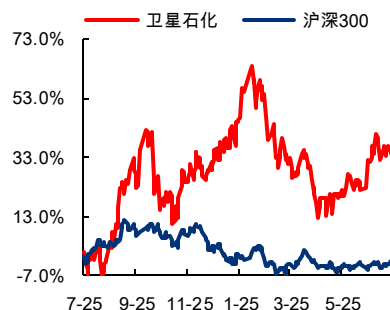
执业证书编号:

S1480512110002

### 交易数据

52周股价区间(元)	13.7-23.64
总市值(亿元)	109.6
流通市值(亿元)	27.4
总股本/流通A股(万股)	80000/20000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.35

### 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): 做大做强碳三产业链, 业绩迎来高增长》2014-07-01
- 2、《卫星石化(002648) 调研快报: 新项目进入集中投产期, SAP 将做大做强》2014-03-31
- 3、《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
- 4、《卫星石化(002648): PDH有望率先投产, 业绩明年爆发》2013-10-17

**结论：**

看好 PDH 项目为公司贡献可观业绩，同时突出公司产业链一体化优势，行业地位得到进一步提升、规模效应将越来越明显。新产能逐步释放，将带动 Q3 开始业绩将持续环比增长。预计公司 14-15 年 EPS 分别为 1.0 元、1.33 元，对应 PE14 倍、11 倍，未来 6 个月目标价 18.4 元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**

产能投放及销售进展低于预期的风险；生产安全事故的风险

**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	5900	6529	<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	8286	9235
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	1135	1265	财务费用	-20	-20	191	293	315
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	523.51	580.48	2517.78	3597.47	4456.04	<b>营业利润</b>	477	572	925	1228	1456
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	11976	13280	<b>利润总额</b>	491	590	944	1252	1480
<b>流动负债合计</b>	462	1311	4212	5208	5632	所得税	69	90	142	188	222
短期借款	0	344	2792	3398	3626	<b>净利润</b>	422	500	803	1064	1258
应付账款	375	694	1312	1703	1898	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	1064	1258
一年内到期的非	0	137	0	0	0	EBITDA	527	630	1422	1978	2295
<b>非流动负债合计</b>	0	1313	1813	1813	1813	<b>BPS (元)</b>	1.06	1.25	1.00	1.33	1.57
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	7021	7445	<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	800	800	800	营业利润增长	-32.9%	19.9%	61.8%	32.7%	18.6%
资本公积	1854	1854	1454	1454	1454	归属于母公司净利	-33.0%	18.5%	60.5%	32.6%	18.2%
未分配利润	823	1155	1476	1901	2405	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3260	3648	4148	4893	5773	毛利率 (%)	23%	26%	21%	22%	21%
<b>负债和所有者权</b>	3722	6273	10173	11914	13218	净利率 (%)	13%	15%	10%	10%	11%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
单位: 百万元						ROE (%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
<b>经营活动现金流</b>	705	124	258	1298	1906	<b>偿债能力</b>					
净利润	422	500	803	1064	1258	资产负债率 (%)	12%	42%	59%	59%	56%
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	1.16
财务费用	-20	-20	191	293	315	速动比率	3.80	1.20	0.89	0.91	0.93
应付帐款的变化	0	0	618	390	195	<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	7.00	6.53
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	1.06	1.25	1.00	1.33	1.57
<b>筹资活动现金流</b>	-958	1575	2374	-6	-463	每股净现金流 (最新	-3.04	-0.17	1.10	0.61	0.30
短期借款	0	344	2792	3398	3626	每股净资产 (最新摊	8.15	9.12	5.19	6.12	7.22
长期借款	0	1302	1802	1802	1802	<b>估值比率</b>					
普通股增加	200	0	400	0	0	P/E	12.92	10.96	13.65	10.30	8.71
资本公积增加	-200	0	-400	0	0	P/B	1.68	1.50	2.64	2.24	1.90
<b>现金净增加额</b>	-1216	-67	881	489	240	EV/EBITDA	8.91	10.35	9.79	7.10	6.12

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（石油化工/煤化工/化肥/民爆/精细化工等）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。