

费用增加影响净利润，业绩逐季提速

2014年08月19日

强烈推荐/维持

卫星石化

财报点评

——卫星石化（002648）中报点评

杨伟

分析师

执业证书编号：S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn 010-66554034

事件：

公司发布 2014 年中报，实现营业收入 19.26 亿元，同比增长 20.94%，归属于上市公司股东的净利润 1.83 亿元，同比增长 1.0%，扣非净利润 1.77 亿元，同比增长 4.26%，每股收益 0.23 元。公司预计 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比变动幅度为-15%至 15%。

公司同时公告，由于国际营销网络逐步扩大，产品出口业务量不断增加，且基本为自营出口，主要原材料及部分设备的采购则以进口为主，拟与银行开展远期结售汇套期保值业务，减少汇兑损益。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	801.57	748.13	844.32	838.81	884.75	745.43	1180.42
增长率（%）	-5.90%	-2.00%	20.91%	-6.67%	10.38%	-0.36%	39.81%
毛利率（%）	27.56%	21.31%	20.28%	29.32%	32.24%	22.04%	19.22%
期间费用率（%）	8.55%	8.00%	7.11%	10.04%	7.76%	7.72%	9.42%
营业利润率（%）	18.27%	13.28%	12.45%	18.59%	23.90%	13.88%	9.35%
净利润（百万元）	133.67	95.53	85.90	134.53	184.18	90.80	92.46
增长率（%）	9.44%	-13.18%	11.42%	32.69%	37.78%	-4.95%	7.63%
每股盈利（季度，元）	0.33	0.24	0.21	0.34	0.46	0.23	0.12
资产负债率（%）	12.40%	11.18%	12.95%	27.47%	41.84%	44.48%	51.63%
净资产收益率（%）	4.10%	2.84%	2.58%	3.89%	5.05%	2.43%	2.50%
总资产收益率（%）	3.59%	2.53%	2.25%	2.82%	2.94%	1.35%	1.21%

观点：

- 新产能投放拉升收入增长，费用增加影响净利润。公司上半年收入增长的主要原因为丙烯酸及酯与 SAP 销量同比增加，平湖基地 32 万吨丙烯酸、30 万吨丙烯酸酯项目 4 月开始分阶段逐步投产，SAP 销售实现突破，自 3 月之后月销量 200-400 吨；尽管上半年主要产品丙烯酸及酯毛利率维持 18%左右的较高水平，但销售费用率由 7.53%增至 8.76%，导致净利率由去年同期的 11.39%降至 9.52%，扣非净利润增速 4.26%显著低于收入增速 20.94%。
- 供需反转使丙烯酸及酯近期价格持续反弹，与 PDH 项目协同提升业绩。我们判断国内丙烯酸及酯中小企业完全生产成本为每吨 10500 元（酸酯平均），与 6-7 月市场价格相当，上半年丙烯酸及酯价格低迷、

龙头企业新产能挤压等因素导致部分落后产能关停，近期伴随需求回暖，公司近两周丙烯酸分别连续提价 800 元/吨、400 元/吨，我们预计涨价行情将持续，公司 14 年产能增长两倍将带来可观业绩弹性。45 万吨 PDH 已于 7 月开始投料试车，如以近五年（丙烯-1.2*丙烷）平均差价 331 美元/吨测算，单吨净利润可达 800 元/吨，测算该项目达产可贡献净利润 3.6 亿元，占 2015 年预测净利润的 35%。此外，PDH 达产可进一步降低丙烯酸及酯的生产成本，国内落后产能压力将加大。

- 碳三产业链逐渐完备，一体化优势增强。PDH 项目与 32 万吨丙烯酸、30 万吨丙烯酸酯项目同用公用工程，丙烯产品中 36 万吨自用、外卖 9 万吨，同时副产氢气可供给丙烯酸及酯。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，降低单一产品价格变动风险、提高行业内竞争优势。
- 业绩逐季提速。分季度来看，Q2 收入与净利润分别同比增长 39.81%、7.63%，显著快于 Q1，随着丙烯酸及酯平湖二阶段产能开始投放、PDH 预计 9 月达产、SAP 不断开拓新客户，公司业绩将逐季提速。我们判断如果放眼未来 2-3 年，公司上半年业绩是绝对谷底。

结论：

公司的核心优势在于技术领先与产业链一体化，丙烯酸及酯近两周持续提价，PDH 也即将达产，预计公司业绩将逐季大幅上涨。公司具备做大做强的基因，丙烯酸及酯规模已步入世界前五，实干的企业精神与未来可能继续横纵向拓展的预期将引领公司成长壮大。基于 PDH 与 SAP 项目实际进度，我们下调对公司明年的业绩预期，但不影响对公司投资价值的判断。预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.87(-0.13)元、1.28(-0.05)元，对应 PE17 倍、12 倍，未来 3-6 个月目标价 18.4 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

PDH项目达产延期的风险；SAP市场开拓进度低于预期的风险

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
流动资产合计	1993	2001	3790	5791	6499	营业收入	3162	3316	6726	10344	11701
货币资金	787	742	1345	2069	2340	营业成本	2427	2454	5232	8146	9196
应收账款	153	178	332	510	577	营业税金及附加	15	14	27	41	47
其他应收款	5	5	10	15	17	营业费用	77	75	141	207	176
预付款项	16	35	35	35	35	管理费用	182	218	336	486	527
存货	236	425	616	1116	1260	财务费用	-20	-20	180	283	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
非流动资产合计	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	2517.7	3597.4	4456.0	营业利润	477	572	806	1177	1435
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	8.00	6.00	6.00
资产总计	3722	6273	9522	11867	13250	利润总额	491	590	823	1201	1459
流动负债合计	462	1311	3571	5201	5716	所得税	69	90	123	180	219
短期借款	0	344	2388	3420	3719	净利润	422	500	699	1021	1240
应付账款	375	694	1075	1674	1890	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	699	1021	1240
一年内到期的非流	0	137	0	0	0	EBITDA	527	630	1292	1917	2278
非流动负债合计	0	1313	1813	1813	1813	BPS (元)	1.06	1.25	0.87	1.28	1.55
长期借款	0	1302	1802	1802	1802	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	462	2624	5384	7014	7529	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-2.6%	4.9%	102.8%	53.8%	13.1%
实收资本(或股本)	400	400	800	800	800	营业利润增长	-32.9%	19.9%	40.9%	46.1%	21.9%
资本公积	1854	1854	1454	1454	1454	归属于母公司净利润	-33.0%	18.5%	39.8%	46.0%	21.4%
未分配利润	823	1155	1434	1843	2339	获利能力					
归属母公司股东权	3260	3648	4076	4791	5659	毛利率(%)	23%	26%	22%	21%	21%
负债和所有者权益	3722	6273	9460	11805	13188	净利率(%)	13%	15%	10%	10%	11%
现金流量表						单位:百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产净利润(%)	11%	8%	7%	9%	9%
经营活动现金流	705	124	342	1085	1866	ROE(%)	13%	14%	17%	21%	22%
净利润	422	500	699	1021	1240	偿债能力					
折旧摊销	69.94	78.61	306.08	456.77	524.44	资产负债率(%)	12%	42%	57%	59%	57%
财务费用	-20	-20	180	283	318	流动比率	4.32	1.53	1.06	1.11	1.14
应付帐款的变化	0	0	381	599	216	速动比率	3.80	1.20	0.89	0.90	0.92
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-963	-1765	-1751	-803	-1203	总资产周转率	0.81	0.66	0.86	0.97	0.94
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	23	20	26	25	22
长期投资	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.09	6.20	7.60	7.53	6.57
投资收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-958	1575	2013	442	-391	每股收益(最新摊薄)	1.06	1.25	0.87	1.28	1.55
短期借款	0	344	2388	3420	3719	每股净现金流(最新)	-3.04	-0.17	0.75	0.90	0.34
长期借款	0	1302	1802	1802	1802	每股净资产(最新摊)	8.15	9.12	5.09	5.99	7.07
普通股增加	200	0	400	0	0	估值比率					
资本公积增加	-200	0	-400	0	0	P/E	14.16	12.01	17.17	11.76	9.68
现金净增加额	-1216	-67	604	724	271	P/B	1.84	1.65	2.95	2.51	2.12
						EV/EBITDA	9.90	11.18	11.50	7.91	6.67

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法律责任。

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。