



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2016-10-27

公司点评报告

买入/首次

卫星石化(002648)

目标价: 13.60

昨收盘: 10.81

化工 化学原料

丙烯酸及酯业务景气回升，营销策略制胜

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	800/800
总市值/流通(百万元)	8,840/8,840
12个月最高/最低(元)	11.47/6.97

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

研究助理: 陈振华

电话: 010-88321630

E-MAIL: chenzh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080035

研究助理: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080040

研究助理: 段一帆

电话: 010-88321949

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080056

事件: 公司近期发布三季报, 前三季度公司实现营业收入 34.6 亿, 同比增长 7.1%, 三季度收入 12.7 亿, 同比增长 21.8%。归属于母公司所有者的净利润为 9938.69 万元, 上年同期亏损 2.25 亿元。

丙烯酸及酯业务占公司收入主要部分, 受巴斯夫爆炸影响景气回升, 后续有望持续向好。丙烯酸及酯产品为公司主要业务, 上半年占收入的比重达到 76.6%。受油价走稳回升以及巴斯夫事故影响, 丙烯酸及酯价格正走出价格历史低点并保持持续回升的态势。上半年公司丙烯酸及酯销售均价为 5524 元/吨, 三季度则达到了 5615 元/吨。进入 10 月份以后价格上涨速度加快, 近期丙烯酸税后市场价达到了 6400 元以上, 丁酯税后市场价已经达到了 7400 元以上。长期看, 未来没有新增产能投放, 行业供需格局不断好转。

“此消彼长”营销策略属“险招”, 目前来看收益明显, 长期有望制胜。 在行业整体亏损, 开工率五成不到的情况下, 公司上半年开始大胆逆势而行, 提升开工率增加产量抢占市场, 收效显著。我们认为这一策略虽属险招, 但在行业趋势性拐点渐近时, 这一策略后期有望制胜。从前期甚至当下的市场看, 由于产能过剩行业低迷, 大量企业亏损。但从需求面看, 我们看到丙烯酸酯市场并非是一个收缩中的市场, 而是在不断稳定增长。其两大主要下游涂料和胶黏剂市场均保持良好的增速, 上半年涂料产品增长 6.4%, 而胶黏剂受快递行业的飞速发展推动, 2010 年以来年均复合增长率达到 55%。我们认同公司这一策略的逻辑, 并且认为情况正往更好的方向发展。

业务持续拓深, 定增投资丙烯聚丙烯和 SAP 将在未来三年内逐渐释放业绩。 丙烯受工艺技术路线转变, PDH 未来盈利持续性有望延续。今年三季度公司丙烯平均售价相比上半年上涨了 1000 元/吨, 景气较高。丙烯销售收入下降主要由于下游配套开工提升导致自用丙烯增加。而聚丙烯作为五大塑料之一, 拥有广阔的市场, 需求增长稳定。SAP 尚未盈利, 上半年销量下滑主要在于客户整顿, 公司主动清除了部分风险高的小客户主打中大客户市场。在 SAP 整体市场前景和需求比较清晰的情况下, 公司瞄准未来婴童和成人纸尿裤市场, 布局明确。

投资评级。 公司产业链配套完整, 上下游协同完善。随着丙烯酸

及酯走出行业低点，公司业绩有望改善。同时未来新产能的投放也为增长提供了支撑。不考虑非公开发行，我们预计 16-18 年公司归属于母公司净利润为 1.68 亿元, 3.12 亿元和 4.60 亿元, EPS 分别为 0.21, 0.39 和 0.58 元, 对应市盈率分别为 52 倍, 28 倍和 19 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价 13.6 元。

风险提示：化工装置爆炸风险，项目投产不达预期

■ 主要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4305.77	4187.34	4780.08	7049.79
净利润(百万元)	32.56	-436.01	167.91	311.50
摊薄每股收益(元)	0.041	-0.545	0.210	0.389

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	255.45	520.59	478.01	2579.03	1765.39	营业收入	4305.77	4187.34	4780.08	7049.79	7580.37
应收和预付款项	1038.65	861.66	1097.95	1793.35	1314.58	营业成本	3722.33	3830.57	3900.70	5805.30	6200.00
存货	687.00	485.33	647.96	1038.68	762.63	营业税金及附加	14.20	6.79	7.75	11.44	12.30
其他流动资产	519.30	394.80	394.80	394.80	394.80	销售费用	111.09	167.21	185.95	267.19	279.72
流动资产合计	2,500.40	2,262.38	2,618.72	2,805.85	4,237.40	管理费用	227.44	378.82	401.05	563.98	568.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	83.07	209.95	87.02	35.27	-21.79
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	103.33	31.95	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,151.63	3,779.74	3,397.13	2,922.88	2,448.63	投资收益	0.00	6.79	0.00	0.00	0.00
在建工程	60.21	91.63	92.00	230.00	505.00	公允价值变动	-0.05	-5.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	333.76	328.29	297.09	265.90	234.70	营业利润	44.27	-436.15	197.62	366.62	541.62
长期待摊费用	493.21	382.86	191.43	0.00	0.00	其他非经营损益	13.82	16.83	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	493.21	536.67	345.24	153.81	153.81	利润总额	58.09	-419.32	197.62	366.62	541.62
资产总计	7539.21	6998.71	6750.18	7378.44	7579.55	所得税	25.53	16.86	29.64	54.99	81.24
短期借款	1337.91	1326.70	1975.64	0.00	0.00	净利润	32.56	-436.18	167.97	311.62	460.38
应付和预收款项	1006.20	1400.32	598.34	2362.07	799.28	少数股东损益	0.00	-0.17	0.06	0.12	0.18
长期借款	1165.70	569.00	569.00	569.00	569.00	归母股东净利润	32.56	-436.01	167.91	311.50	460.20
其他负债	480.37	577.46	568.11	568.11	568.11						
负债合计	3990.18	3873.47	3711.09	3499.18	1936.39						
股本	805.09	800.00	800.00	1177.36	1177.36						
资本公积	1453.27	1485.78	1485.78	4108.42	4108.42						
留存收益	1290.67	843.03	756.82	596.88	360.59						
归母公司股东权益	3549.03	3128.81	3042.60	5882.66	5646.37						
少数股东权益	0.00	2.83	2.90	3.02	3.19						
股东权益合计	3549.03	3131.65	3045.50	5885.68	5649.57						
负债和股东权益	7539.21	7005.12	6756.59	7384.85	7585.96						
现金流量表(百万元)						预测指标					
						毛利率	13.55%	8.52%	18.40%	17.65%	18.21%
经营性现金流	-946.02	1311.23	-249.04	1721.37	136.06	销售净利率	0.76%	-10.42%	3.51%	4.42%	6.07%
投资性现金流	-554.23	-263.96	-101.35	-138.00	-275.00	销售收入增长率	29.85%	-2.75%	14.16%	47.48%	7.53%
融资性现金流	960.47	-763.94	307.80	517.65	-674.70	EBIT 增长率	-75.86%	-291.30%	206.26%	41.19%	29.35%
现金增加额	-535.35	262.95	-42.58	2101.02	-813.63	净利润增长率	-93.49%	-1439.81%	138.51%	85.52%	47.74%
						ROE	0.92%	-13.94%	5.52%	5.30%	8.15%
						ROA	1.86%	-3.83%	4.22%	4.29%	6.86%
						ROIC	1.82%	-5.23%	5.01%	6.23%	9.88%
						EPS (X)	0.041	-0.545	0.210	0.389	0.575
						PE (X)	265.64	-19.83	51.50	27.76	18.79
						PB (X)	2.44	2.76	2.84	1.47	1.53
						PS (X)	2.01	2.07	1.81	1.23	1.14
						EV/EBITDA (X)	26.61	40.16	11.30	10.30	11.88

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。