

卫星石化 (002648.SZ) 石油化工行业

评级：增持

公司点评

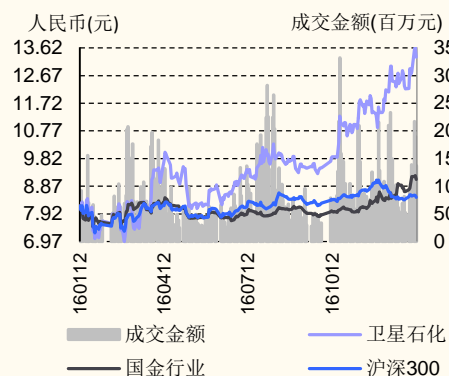
市场价格(人民币)：13.30元

受益丙烯酸高景气，公司大幅上调业绩预告

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	800.00
总市值(百万元)	10,686.82
年内股价最高最低(元)	13.64/6.97
沪深300指数	3334.50
深证成指	10215.48



相关报告

- 《卫星石化：收购下游纸尿裤企业，SAP有望加速爆发-卫星石化公...》，2016.9.11
- 《卫星石化：PDH处于高景气周期，股权激励方案凸显业绩信心-卫...》，2016.9.6

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.040	-0.545	0.272	0.722	0.977
每股净资产(元)	4.37	3.94	5.39	6.11	7.09
每股经营性现金流(元)	-1.18	1.57	0.37	1.08	1.58
市盈率(倍)	299.23	-19.83	41.96	15.79	11.67
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-93.49%	0.00%	33.80%	165.81%	35.29%
净资产收益率(%)	0.93%	-13.84%	5.04%	11.82%	13.79%
总股本(百万股)	805.09	800.00	1,177.36	1,177.36	1,177.36

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 卫星石化上调 2016 年度业绩预告：此前公司预计 2016 年归母净利润 1.5-2.0 亿元，修正后归母净利润 2.5-3.5 亿元，同比增长 157.34% - 180.27%。

经营分析

- 四季度丙烯酸及酯景气度拉升是业绩上调主因：2016 年四季度巴斯夫路港爆炸叠加供需改善带动丙烯酸及酯行业连续涨价。去年 10 月至今，丙烯酸丁酯价格从 8100 元/吨涨至 13250 元/吨，丙烯酸价格从 7000 元/吨升至 11800 元/吨，涨幅分别为 64%和 69%，同期丙烯酸-丙烯价差从 1960 元/吨飙涨至目前的 6100 元/吨。在去年 11 月 16 万吨丙烯酸装置停车半月的情况下仍有大幅业绩增长，显示公司生产经营稳定并充分受益各类产品价格上涨和销量增加。我们判断丙烯酸在春节前后进入需求淡季，价差或略有回调，但行业经过长年亏损已经走出最坏的时期。宏观经济企稳利好下游需求，在供需格局改善的背景下，预计 2017 年盈利中枢有所上移。
- 45 万吨 PDH 延续高景气周期，30 万吨 PP 投产增厚业绩。2016 年丙烷脱氢行业景气度逐步提升并维持高位，1-4 季度丙烷-丙烯价差均价分别为 2921 元、3499 元、4127、4116 元。预计 2017 年油价回升对丙烯价格形成支撑；丙烷供给宽松，价格上涨幅度有限；丙烷脱氢高景气周期未完待续。公司筹建 PDH 二期项目，达产后总产能 90 万吨，极大增强公司业绩弹性。与此同时，公司 30 万吨 PP 产能于去年 9 月投产，有利于完善公司丙烯配套，成为公司增长新来源。
- SAP 是公司未来重要增长极：公司 SAP 技术国内领先，去年扩产后 9 万吨产能领跑全国。SAP 下游纸尿裤行业高增长，2020 年 SAP 需求或是目前 3-5 倍。公司进军下游并购康程，奠定了未来高增长的基础。

投资建议

- C3 全产业链航母成型，受益于丙烯酸及酯与丙烷脱氢行业高景气度；PP 投产增厚业绩；SAP 潜力巨大奠定增长基础；外延战略持续发力，股价倒挂凸显安全边际。我们上调公司 2016-2018 年归母净利润为 3.2、8.5、11.5 亿元，摊薄后 EPS 为 0.27 元、0.72 元、0.98 元，对应 PE 为 42、16、12 倍。给予公司“增持”评级。

风险提示：丙烯酸价格大幅下滑，SAP 开工不及预期

郭一凡 联系人
(8621)60230247
guoyf@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

洪吉然 联系人
hongjiran@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,316	4,306	4,187	3,488	5,971	9,534	货币资金	742	318	613	2,350	700	900
增长率		29.8%	-2.8%	-16.7%	71.2%	59.7%	应收款项	454	986	813	654	984	1,449
主营业务成本	-2,454	-3,722	-3,831	-2,497	-4,108	-7,123	存货	425	687	485	397	619	976
%销售收入	74.0%	86.4%	91.5%	71.6%	68.8%	74.7%	其他流动资产	381	572	443	446	461	447
毛利	862	583	357	991	1,864	2,411	流动资产	2,001	2,562	2,355	3,847	2,764	3,772
%销售收入	26.0%	13.6%	8.5%	28.4%	31.2%	25.3%	%总资产	31.9%	33.7%	33.2%	38.3%	25.6%	31.1%
营业税金及附加	-14	-14	-7	-6	-10	-16	长期投资	0	0	98	199	198	198
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	3,888	4,212	3,871	5,300	7,134	7,435
营业费用	-75	-111	-167	-140	-239	-381	%总资产	62.0%	55.3%	54.6%	52.8%	66.1%	61.4%
%销售收入	2.3%	2.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	379	827	711	695	702	709
管理费用	-218	-227	-379	-384	-555	-629	非流动资产	4,271	5,052	4,737	6,197	8,037	8,344
%销售收入	6.6%	5.3%	9.0%	11.0%	9.3%	6.6%	%总资产	68.1%	66.3%	66.8%	61.7%	74.4%	68.9%
息税前利润 (EBIT)	555	231	-196	462	1,059	1,384	资产总计	6,273	7,614	7,092	10,043	10,800	12,116
%销售收入	16.7%	5.4%	n.a	13.2%	17.7%	14.5%	短期借款	481	1,780	1,890	2,460	1,839	1,039
财务费用	20	-83	-210	-88	-79	-52	应付款项	748	1,006	1,400	892	1,400	2,334
%销售收入	-0.6%	1.9%	5.0%	2.5%	1.3%	0.5%	其他流动负债	82	45	76	38	57	88
资产减值损失	-4	-103	-32	-2	-1	-1	流动负债	1,311	2,831	3,366	3,389	3,296	3,461
公允价值变动收益	0	0	-5	0	0	0	%总资产	20.9%	37.2%	47.5%	30.9%	29.9%	28.6%
投资收益	0	0	7	-12	5	6	长期贷款	1,302	1,166	569	309	309	310
%税前利润	0.0%	0.0%	-1.6%	n.a	0.5%	0.4%	其他长期负债	11	38	5	0	0	0
营业利润	572	44	-436	360	984	1,337	负债	2,624	4,036	3,940	3,698	3,605	3,771
营业利润率	17.2%	1.0%	n.a	10.3%	16.5%	14.0%	普通股股东权益	3,586	3,517	3,149	6,342	7,192	8,342
营业外收支	18	14	17	16	16	16	少数股东权益	62	62	3	3	3	3
%税前利润	5.4%	6.0%	4.1%	4.6%	4.6%	4.6%	负债股东权益合计	6,273	7,614	7,092	10,043	10,800	12,116
所得税	-90	-26	-17	-56	-150	-203	比率分析						
所得税率	15.2%	44.0%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	500	33	-436	320	850	1,150	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.250	0.040	-0.545	0.272	0.722	0.977
归属于母公司的净利润	500	33	-436	320	850	1,150	每股净资产	8.966	4.369	3.937	5.387	6.109	7.086
净利率	15.1%	0.8%	0.0%	9.2%	14.2%	12.1%	每股经营现金净流	0.309	-1.176	1.566	0.371	1.078	1.576
							每股股利	0.350	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	净资产收益率	13.95%	0.93%	-13.84%	5.04%	11.82%	13.79%
净利润	500	33	-436	320	850	1,150	总资产收益率	7.97%	0.43%	-6.15%	3.18%	7.87%	9.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	8.67%	1.98%	-3.63%	4.31%	9.64%	12.14%
非现金支出	107	384	557	294	370	503	增长率						
非经营收益	-10	62	199	115	90	46	主营业务收入增长率	4.87%	29.85%	-2.75%	-16.69%	71.18%	59.66%
营运资金变动	-474	-1,426	932	-292	-41	156	EBIT 增长率	20.14%	-58.45%	-184.97%	-335.65%	129.33%	30.65%
经营活动现金净流	124	-947	1,253	436	1,269	1,856	净利润增长率	18.46%	-93.49%	0.00%	33.80%	165.81%	35.29%
资本开支	-1,777	-578	-171	-1,635	-2,193	-794	总资产增长率	71.02%	21.39%	-6.86%	41.62%	7.54%	12.19%
投资	0	0	-95	-107	0	0	资产管理能力						
其他	12	24	2	-12	5	6	应收账款周转天数	18.2	15.6	17.1	17.0	16.0	15.0
投资活动现金净流	-1,765	-554	-264	-1,754	-2,188	-788	存货周转天数	49.2	54.5	55.9	58.0	55.0	50.0
股权募资	0	0	0	2,948	0	0	应付账款周转天数	79.5	65.9	69.1	75.0	75.0	75.0
债权募资	1,783	1,162	-522	301	-620	-800	固定资产周转天数	63.9	351.9	329.5	438.5	325.5	272.8
其他	-197	-197	-262	-193	-111	-68	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,586	965	-784	3,055	-731	-868	净负债/股东权益	28.55%	73.43%	58.28%	6.37%	19.92%	5.20%
现金净流量	-55	-536	204	1,737	-1,650	200	EBIT 利息保障倍数	-27.5	2.8	-0.9	5.2	13.4	26.8
							资产负债率	41.84%	53.00%	55.55%	36.82%	33.38%	31.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-06	买入	9.34	12.50~13.50
2	2016-09-11	买入	9.54	13.00~13.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD