



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-01-15

公司调研报告

买入/维持

卫星石化(002648)

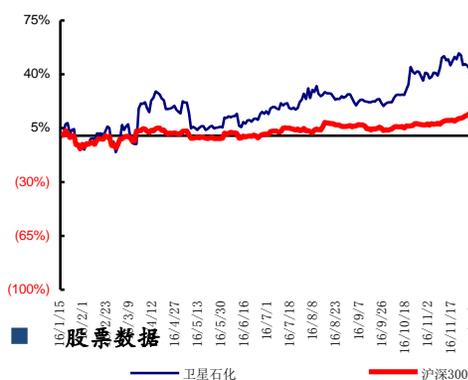
目标价: 15.25

昨收盘: 12.15

化工 化学原料

业绩大幅回升显示行业一轮洗牌结束，产业链完善尽显优势

■ 走势比较



总股本/流通(百万股)	804/800
总市值/流通(百万元)	9,763/9,720
12个月最高/最低(元)	13.64/6.97

相关研究报告:

《丙烯酸及酯业务景气回升,营销策略制胜》--2016/10/27

证券分析师: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516100002

研究助理: 陈振华

电话: 010-88321630

研究助理: 段一帆

电话: 010-88321827

研究助理: 王亮

电话: 010-88321566

事件: 公司近期发布 2016 年全年业绩上修预告, 预计归属于上市公司股东净利润达到 2.5-3.5 亿元, 同比增长 157%-180%, 去年同期亏损 4.4 亿元。

丙烯酸酯去年全年涨幅明显, 下半年呈加速跳涨模式。 去年三月份随着春季开工有一波小幅反弹, 涨幅大概是 1000 元/吨, 八月份随着旺季到来继续有 1000 元/吨左右的上涨。可以看到在前期 2-3 年的亏损下行业内部也有涨价的需求。到了九月, 先是由于华谊装置搬迁, 随后巴斯夫路德维希港的爆炸正式催化这一波行情, 加上后期国内两家龙头的装置事故, 一周单吨价格跳涨 2000 元的现象出现。全年价格从 6000 元/吨涨至最高 13000 元/吨左右, 涨幅明显。目前已至淡季, 价格仍处高位, 由于前期亏损导致的部分退出产能很难再度进入市场, 行业集中度有效提升, 预计今年均价仍将高于去年, 支撑公司业绩。

丙烯酸及酯仍将提供主要利润来源, 产业链完善是最大优势。 公司目前产品逐渐多元化, 定增项目除了扩张原料装置以外还开辟了新的下游, 但中短期内丙烯酸及酯仍将贡献主要利润。从价值链上看产业增值部分更多是来自于丙烯-丙烯酸这一步, 因此自供原料的企业未来将具备更强的竞争力。公司自有 PDH 装置供给足够的原料丙烯, 且从各种丙烯生产工艺看, PDH 仍将继续保持最优的经济性。随着丙烯酸行业走出前期低迷, 完善的产业链配套给予公司在行业竞争中极大的优势。

维持“买入”投资评级。 公司去年管理层前瞻充分, 在行业整体亏损, 开工率五成不到的情况下, 年初就开始大胆逆势而行, 提升开工率增加产量抢占市场, 收效显著。我们认为丙烯酸行业过剩情况已经有很好的改善, 行业新的格局已经形成, 公司龙头无疑。上调前次公司 2016-2018 年预测归属于母公司股东净利润到 3.02 亿, 7.20 亿和 8.81 亿, EPS 分别为 0.38 元/0.26 元(考虑增发摊薄, 下同), 0.90 元/0.61 元和 1.09 元/0.75 元。对应 PE 分别为 32/47 倍、14/20 倍和 11/16 倍。维持“买入”评级, 目标价上调至 15.25 元。

■ 主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4187.34	4932.15	7142.28	8360.84
净利润(百万元)	-436.01	302.39	717.84	880.51
摊薄每股收益(元)	-0.543	0.376	0.893	1.096

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	255.45	520.59	493.22	2216.52	1185.09	营业收入	4305.77	4187.34	4932.15	7142.28	8360.84
应收和预付款项	1038.65	861.66	1155.40	1760.32	1653.50	营业成本	3722.33	3830.57	3813.56	5298.29	6230.14
存货	687.00	485.33	622.64	916.69	893.37	营业税金及附加	14.20	6.79	8.00	11.59	13.56
其他流动资产	519.30	394.80	394.80	394.80	394.80	销售费用	111.09	167.21	196.95	285.20	333.86
流动资产合计	2,500.40	2,262.38	2,666.05	5,288.33	4,126.77	管理费用	227.44	378.82	443.89	642.81	752.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	83.07	209.95	113.86	59.56	-5.49
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	2,556.63	投资收益	0.00	6.79	0.00	0.00	0.00
在建工程	60.21	91.63	120.00	270.00	250.00	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	355.88	844.84	1036.29
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	355.88	844.84	1036.29
资产总计	7539.21	6998.71	6825.52	8900.92	7321.92	所得税	25.53	16.86	53.38	126.73	155.44
短期借款	1337.91	1326.70	2157.03	0.00	0.00	净利润	32.56	-436.18	302.50	718.11	880.85
应付和预收款项	1006.20	1400.32	561.29	2162.01	1034.77	少数股东损益	0.00	-0.17	0.12	0.27	0.34
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	302.39	717.84	880.51
其他负债	480.37	577.46	568.11	568.11	568.11						
负债合计	3990.18	3873.47	3855.42	3299.12	2171.88						
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	687.77	319.21	-132.89						
归母公司股东权益	3549.03	3128.81	2973.56	5604.99	5152.89						
少数股东权益	0.00	2.83	2.95	3.22	3.56						
股东权益合计	3549.03	3131.65	2976.51	5608.21	5156.45						
负债和股东权益	7539.21	6998.71	6825.52	8900.92	7321.92						
现金流量表(百万)						预测指标					
经营性现金流	-946.02	1311.23	-156.85	2176.29	395.69	毛利率	13.55%	8.52%	22.68%	25.82%	25.48%
投资性现金流	-554.23	-263.96	-129.35	-150.00	-100.00	销售净利率	0.76%	-10.42%	6.13%	10.05%	10.54%
融资性现金流	960.47	-763.94	258.82	-302.99	-1327.11	销售收入增长率	29.85%	-2.75%	17.79%	44.81%	17.06%
现金增加额	-535.35	262.95	-27.38	1723.30	-1031.42	EBIT 增长率	-75.86%	-291.30%	275.37%	92.53%	13.98%
						净利润增长率	-93.49%	-1439.81%	169.35%	137.39%	22.66%
						ROE	0.92%	-13.94%	10.17%	12.81%	17.09%
						ROA	1.86%	-3.83%	6.88%	10.16%	14.08%
						ROIC	1.82%	-5.23%	8.27%	13.74%	19.18%
						EPS (X)	0.041	-0.543	0.376	0.893	1.096
						PE (X)	299.88	-22.39	32.29	13.60	11.09
						PB (X)	2.75	3.12	3.28	1.74	1.89
						PS (X)	2.27	2.33	1.98	1.37	1.17
						EV/EBITDA (X)	29.17	44.32	10.58	8.29	9.31

资料来源: WIND, 太平洋证券

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。