

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

丙烯酸景气提升业绩大幅增长，期待SAP树脂突破

——卫星石化（002648）2016年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2017年3月24日

报告关键要素：

2016年以来，丙烯酸及丙烯酸酯价格大幅上涨，产品价差及盈利能力大幅提升，行业景气好转，推动了公司业绩的大幅增长。2016年公司实现营业收入53.55亿元，同比增长27.88%，实现净利润3.12亿元，同比增长171.83%。未来丙烯酸及酯行业供需有望继续改善，行业景气不断提升，保障公司丙烯酸业务盈利。PDH目前处于盈利高点，公司聚丙烯和PDH项目二期投产后，产业链得以进一步完善，有助于丙烯产能的消化。公司SAP树脂业务处于调整中，将发展重心放在高端领域上。目前各项技术指标达到一线水平，随着新产能投放后，公司有望打破产能瓶颈，实现市场突破，带来新的利润增长点。预计公司2017、2018年EPS分别为0.81元和0.92元，以3月23日收盘价13.14元计算，对应PE分别为16.04倍和14.11倍，维持“增持”的投资评级。

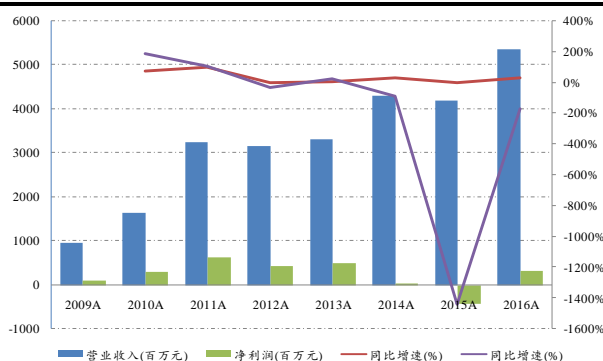
事件：

- **卫星石化（002648）公布2016年年报。**公司实现营业收入53.55亿元，同比增长27.88%，归属于上市公司股东的净利润3.12亿元，同比增长171.83%，基本每股收益0.39元。其中四季度实现收入18.96亿元，同比增长109.84%，实现净利润2.12亿元，同比增长1204.34%。公司预计2017年一季度净利润2.3-3.3亿元。

点评：

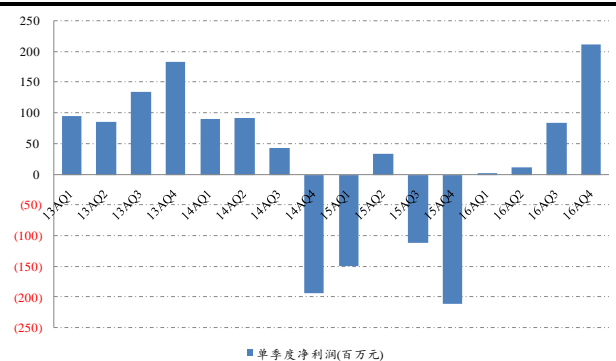
- **丙烯酸及酯价格上涨，四季度盈利大幅提升。**公司主要产品为丙烯酸及丙烯酸酯，2016年中以来，受供需好转以及G20限产等因素影响，丙烯酸及丙烯酸酯价格开始上涨，进入四季度后，受巴斯夫、三木等公司装置事故影响，丙烯酸及酯价格加速上涨。截止2016年年底，丙烯酸价格同比上涨110.71%，丙烯酸甲酯、丁酯价格同比分别上涨88.46%和100.76%，产品价差亦大幅提升。在产品价格及盈利大幅提升的推动下，公司四季度业绩表现靓丽，带动全年业绩的大幅增长。公司全年实现营业收入53.55亿元，同比增长37.32%，实现净利润3.12亿元，同比增长171.83%。其中四季度实现净利润2.12亿元，占全年净利润的67.95%。

图1：公司历年业绩增长



资料来源：中原证券、wind

图2：公司单季度净利润

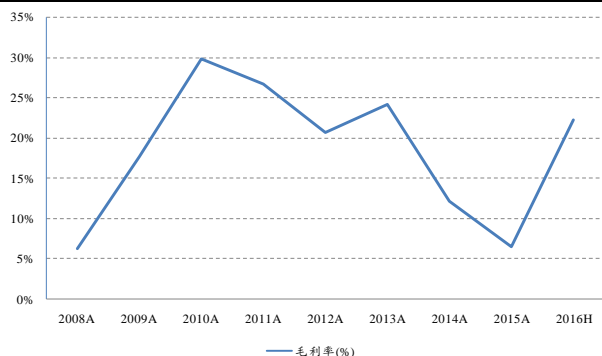


资料来源：中原证券、wind

- **盈利能力大幅提升。**公司全年综合毛利率22.28%，同比大幅提升13.76个百分点。分产品看，丙烯

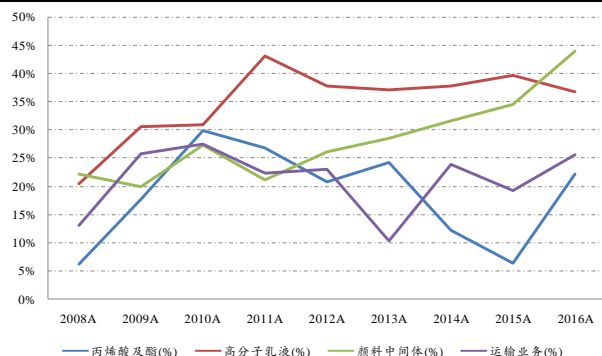
酸及酯业务毛利率22.07%，同比大幅提升15.61个百分点。丙烯产品毛利率17.41%，同比提升14.17个百分点。2016年以来，丙烯酸及丙烯酸酯价格平均涨幅在100%以上，丙烯价格全年上涨64.21%，丙烷价格则小幅下跌。因此丙烯酸、丙烯酸酯及PDH制丙烯业务价差均大幅扩大，带来了毛利率的大幅提升。

图3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券、wind

图4：公司分业务毛利率

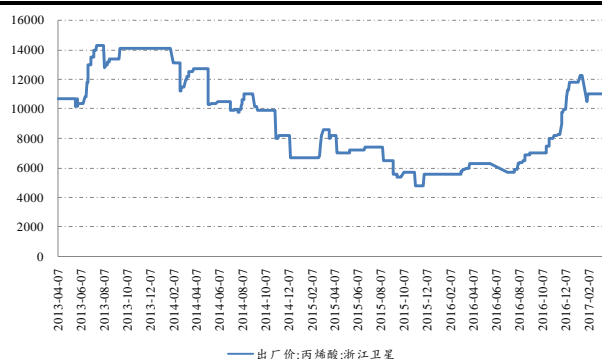


资料来源：中原证券、wind

- **丙烯酸行业供需好转，景气有望提升。**经历了长期的行业低迷后，丙烯酸行业的部分落后产能已逐步退出市场，如裕廊响水、山东宏信、吉林石化等装置。此外上海华谊、江苏三木等装置由于搬迁、事故等长期停车。目前行业名义产能300万吨，而有效产能仅220万吨，开工率80%左右，行业供需逐步从过剩转向平衡。未来行业新增产能明显放缓，随着需求的稳步增长，行业景气有望不断向上。

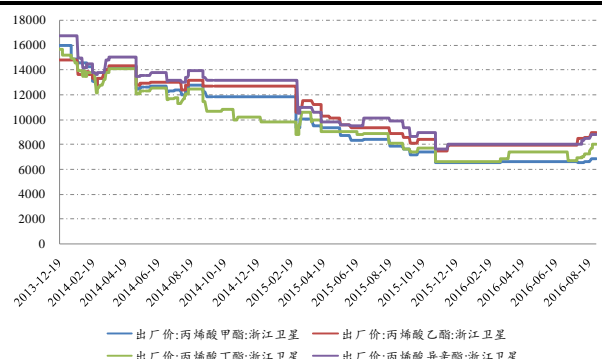
与业内其他企业相比，公司在成本、产品质量等方面具有优势。一方面丙烯酸酯市场集中在华东、华南地区，公司运输成本较低。另一方面公司自备PDH装置配套原材料丙烯，实现产业链一体化，蒸汽自给自足，具有成本优势，因此公司盈利能力高于行业水平。未来丙烯酸及酯价格有望保持在较高水平，保障公司丙烯酸业务的盈利。

图3：丙烯酸价格走势



资料来源：中原证券、百川资讯

图4：丙烯酸酯价格走势



资料来源：中原证券、百川资讯

- **PDH盈利处于较好阶段。**2016年以来，受部分装置检修及聚丙烯价格上涨的推动，丙烯价格上涨趋势较好。而丙烷价格持续走弱，丙烷脱氢制丙烯的价差不断扩大。2016年子公司卫星能源实现收入19.1亿元，实现净利润1.6亿元，其中下半年实现净利润1.5亿元。目前公司非公开项目中的30万吨聚丙烯项目已建设完成，45万吨PDH项目则将于年底动工，预计两年后投产。届时公司PDH产能将达90万吨，业绩弹性较大。聚丙烯产品则有助于公司消化丙烯产能，提升PDH项目盈利能力。2016年以来聚丙烯价格涨幅较大，目前聚丙烯盈利较好，公司聚丙烯产品有望于2017年开始贡献业绩。
- **新产能投产在即，有望推动SAP树脂突破。**2015年下半年公司调整了SAP业务的战略，主动退出了

低端领域的竞争，将重心放在高端产品上。公司加大了研发投入，并对现有的3万吨生产线进行了技改调试以满足高端领域的需求。受开工率下滑影响，2016公司SAP业务仍处于亏损状态，但亏损幅度开始缩小。目前公司高端产品已取得较大突破，各项技术指标达到日本触媒、三大雅等一线厂商水平。2016年下半年公司SAP树脂收入4151万元，同比增长76%。

高端SAP产品在认证方面更为严格，除各项性能指标之外，对稳定的配套产能亦有较高要求，公司目前3万吨产能尚无法满足一线客户的需求。公司扩建的12万吨项目中的首批6万吨生产线于2016年11月份建成开车。随着新生产线的投产，公司产能有望满足客户的配套需求，推动产品实现市场突破。由于新生产线与现有生产线共用公用工程，未来SAP树脂盈利能力有望上升，成为公司新的利润增长点。

- **盈利预测和投资建议：**预计公司2017、2018年EPS分别为0.81元和0.92元，以3月23日收盘价13.14元计算，对应PE分别为16.04倍和14.11倍，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**新产品进度不及预期，产品价格大幅下跌。

#### 盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5354.64	7490.00	9590.00	10690.00
增长比率（%）	27.88	39.88%	28.04%	11.47%
净利润（百万元）	311.56	651.40	740.55	882.31
增长比率（%）	171.83	109.07%	13.69%	19.14%
每股收益（元）	0.39	0.81	0.92	1.10
市盈率（倍）	33.33	16.04	14.11	11.84

资料来源：中原证券

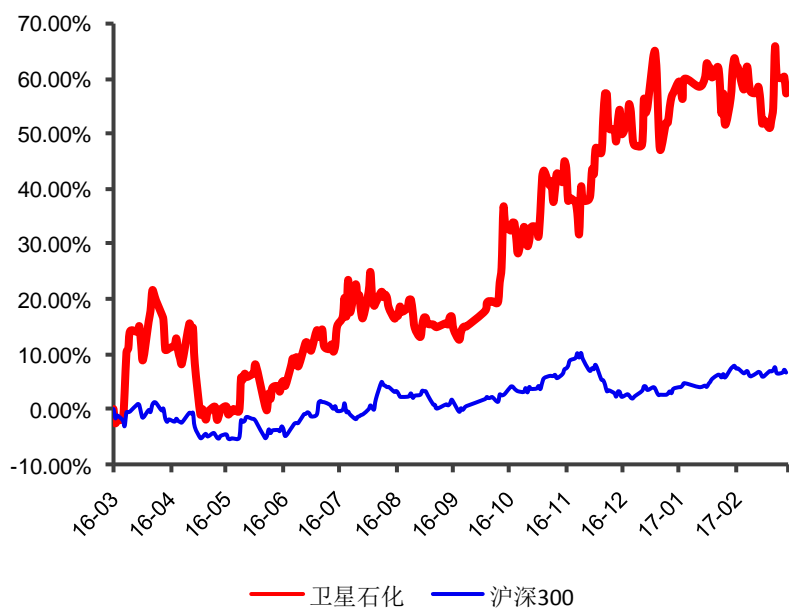
#### 市场数据（2017年3月23日）

收盘价（元）	13.14 元
一年内最高/最低（元）	14.06/7.86
沪深300指数	3461.98
市净率（倍）	3.13
流通市值（亿元）	105.12

#### 基础数据（2016年12月31日）

每股净资产（元）	4.20
每股经营现金流（元）	0.92
毛利率（%）	22.28
净资产收益率（%）	9.23
资产负债率（%）	54.56
总股本/流通股（万股）	80352/80000
B股/H股（万股）	/

### 个股相对沪深300走势



附表：财务报表预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元					单位：百万元				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5354.64	7490.00	9590.00	10690.00	流动资产	2767.32	3505.06	4432.14	4902.84
营业成本	4161.79	5765.40	7541.40	8347.40	现金	739.12	1123.50	1438.50	1603.50
营业税金及附加	12.33	17.23	22.06	24.59	交易性金融资产	13.88	0.00	0.00	0.00
销售费用	202.61	284.62	354.83	395.53	应收票据	946.14	1048.60	1342.60	1496.60
管理费用	438.74	614.18	767.20	855.20	应收款项	343.14	374.35	479.31	534.29
财务费用	159.70	34.58	23.49	15.30	存货	458.27	691.85	904.97	1001.69
资产减值损失	82.41	7.64	9.78	10.90	其他	266.76	266.76	266.76	266.76
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	4686.58	4186.20	3875.80	3563.73
投资收益	-2.89	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	96.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	307.76	766.35	871.24	1041.07	固定资产	3476.46	3342.59	3126.94	2870.41
营业外收入	6.23	6.00	6.00	6.00	无形资产	377.94	359.05	341.10	324.04
营业外支出	8.87	6.00	6.00	6.00	其他	735.98	484.57	407.76	369.27
利润总额	305.13	766.35	871.24	1041.07	资产总计	7453.90	7691.26	8307.94	8466.56
所得税	-1.89	114.95	130.69	158.76	流动负债	3902.63	3725.44	3823.74	4199.48
净利润	307.02	651.40	740.55	882.31	短期借款	1724.92	1783.24	1347.43	1478.57
少数股东权益	-4.54	0.00	0.00	0.00	应付款项	702.33	1037.77	1357.45	1502.53
归属母公司净利	311.56	651.40	740.55	882.31	预收账款	208.63	219.30	229.80	235.30
摊薄每股收益(元)	0.39	0.81	0.92	1.10	其他	1266.74	685.13	889.06	983.07
					长期负债	0.00	163.92	162.13	162.13
					长期借款	0.00	113.21	113.21	113.21
					其他	50.71	48.92	48.92	48.92
					负债合计	4066.55	3887.57	3985.86	4361.61
					股本	803.52	803.52	803.52	803.52
					资本公积	1433.19	1433.19	1433.19	1433.19
					未分配利润	886.65	1277.49	1721.82	2251.21
					少数股东权益	10.36	10.36	10.36	10.36
					母公司所有者权益	3337.35	3793.33	4311.72	4929.33
					负债及股东权益	7453.90	7691.26	8307.94	9301.30

现金流量表				
单位：百万元				
	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	742.13	992.14	996.47	1146.96
资产减值准备	82.41	7.64	9.78	10.90
折旧摊销	593.69	306.18	310.40	312.08
财务费用	159.70	34.58	23.49	15.30
投资活动现金流	-394.75	205.76	0.00	0.00
筹资活动现金流	-218.89	-769.70	-681.47	-981.96
现金净流量	128.48	428.20	315.00	165.00

资料来源：中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。