



**买入**

**44%↑**

目标价格：人民币 18.72

002648.CH

价格：人民币 13.00

目标价格基础：18倍17年市盈率

板块评级：中立

# 卫星石化

## 丙烯酸行业格局逐步改善，PDH 进入高盈利时期

国内丙烯酸行业格局正逐步改善，公司是国内首家拥有 C3 产业链一体化上市公司，也是国内最大的丙烯酸生产企业。是丙烯酸行业盈利改善最大的受益者。另一方面近年来 PDH 迎来高盈利时期。目标价 18.72 元，建议买入。

### 支撑评级的要点

- **丙烯酸产业链完善，受益行业供需格局向好。**国内丙烯酸行业格局正逐步改善，2016 年没有新增产能。2017 年除上海华谊搬迁装置重启外，预计也没有新增产能。公司是国内首家拥有 C3 产业链一体化上市公司，也是国内最大的丙烯酸生产企业。目前拥有丙烯酸产能 48 万吨/年、丙烯酸酯产能 48 万吨/年，是此轮丙烯酸行业盈利改善最大的受益者。
- **PDH 迎来高盈利时期。**国内目前丙烯产能约 2,700 万吨，2015 年产量 2010 万吨，进口 277 万吨，供应存在一定的缺口。丙烷脱氢 (PDH) 当国际油价位于 40-60 美元/桶区间时，PDH 装置的盈利能力最佳。而据我们预测，随着 OPEC 冻产协议的达成，近年油价将维持在该区间，PDH 项目盈利可观。公司目前拥有一套年产 45 万吨丙烯装置，并于 2014 年 8 月一次性投产成功，成为运用美国 UOP 技术在国内首套丙烯装置，经过一年多调试生产，目前运行情况良好，生产负荷较高。按照当前的原料与丙烯价格，丙烷单耗 1.2 吨简单测算，公司单吨净利超过 1,500 元。二期 45 万吨 PDH 制丙烯装置预计 2018 年建成投产。投产后业绩弹性将进一步提升。
- **SAP 放量在即。**高吸水性树脂 (SAP) 因其优良的保水性能在日用品、工农业领域具有很大的市场空间。截至 2014 年全球市场超过 300 万吨，绝大部分 (尤其是中高端产品应用) 掌握在几大跨国公司手中。公司具有 SAP 产能 3 万吨，另有 6 万吨于 2016 年年底建成。经过多年的推广，公司在下游知名企业恒安等认证即将通过，加上湖南康程，公司 SAP 产销有望放量贡献业绩，并进一步完善 C3 产业链。

### 评级面临的主要风险

- 丙烯酸市场回暖不达预期；PDH 项目及 SAP 项目推广进度不达预期。

### 估值

- 我们预计 2017-2019 年每股收益分别 1.04 元、1.24 元和 1.42 元，同比增速 168%、20% 和 15%。目前股价相当于 13 倍 2017 年市盈率，具有投资价值，建议买入，基于 18 倍 2017 年市盈率，目标价 18.72 元。

### 投资摘要

| 年结日：12月31日      | 2015      | 2016    | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-----------|---------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 4,187     | 5,355   | 7,453 | 8,524 | 9,727 |
| 变动(%)           | (3)       | 28      | 39    | 14    | 14    |
| 净利润(人民币 百万)     | (436)     | 312     | 834   | 998   | 1,143 |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | (0.545)   | 0.388   | 1.037 | 1.243 | 1.422 |
| 变动(%)           | (1,447.8) | (171.1) | 167.6 | 19.8  | 14.5  |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | (23.9)    | 33.5    | 12.5  | 10.5  | 9.1   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 8.3       | 14.1    | 6.1   | 7.3   | 5.1   |
| 每股现金流量(人民币)     | 1.57      | 0.92    | 2.12  | 1.78  | 2.54  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 66.5      | 13.5    | 7.7   | 6.5   | 5.5   |
| 每股股息(人民币)       | 0.000     | 0.116   | 0.311 | 0.373 | 0.427 |
| 股息率(%)          | n.a.      | 0.9     | 2.4   | 2.9   | 3.3   |

资料来源：公司数据及中银证券预测

### 股价表现



| (%)    | 今年至今 | 1个月 | 3个月   | 12个月 |
|--------|------|-----|-------|------|
| 绝对     | 7.3  | 2.4 | 0.1   | 44.8 |
| 相对深证成指 | 8.0  | 4.7 | (1.7) | 47.3 |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 804    |
| 流通股(%)           | 100    |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 10,400 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 98     |
| 净负债比率(%) (2017E) | 7      |
| 主要股东(%)          |        |
| 浙江卫星控股股份有限公司     | 50     |

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以 2017 年 5 月 4 日收市价为标准

### 相关研究报告

《化工行业周报》2017.5.1

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工

王军\*

(8621)20328310

jun.wang\_sh@bocichina.com

投资咨询资格编号:S1300511070001

\*余嫫嫫、王海涛为本报告重要贡献者

**损益表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日  | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 4,187   | 5,355   | 7,453   | 8,524   | 9,727   |
| 销售成本         | (3,837) | (4,174) | (5,568) | (6,391) | (7,320) |
| 经营费用         | (174)   | (323)   | (486)   | (559)   | (653)   |
| 息税折旧前利润      | 176     | 857     | 1,399   | 1,574   | 1,754   |
| 折旧及摊销        | (404)   | (401)   | (444)   | (477)   | (525)   |
| 经营利润 (息税前利润) | (228)   | 457     | 955     | 1,097   | 1,230   |
| 净利息收入/(费用)   | (210)   | (160)   | (109)   | (82)    | (66)    |
| 其他收益/(损失)    | 19      | 8       | 13      | 14      | 14      |
| 税前利润         | (419)   | 305     | 859     | 1,029   | 1,178   |
| 所得税          | (17)    | 2       | (17)    | (21)    | (24)    |
| 少数股东权益       | (0)     | (5)     | 8       | 10      | 12      |
| 净利润          | (436)   | 312     | 834     | 998     | 1,143   |
| 核心净利润        | (436)   | 302     | 851     | 1,019   | 1,166   |
| 每股收益 (人民币)   | (0.545) | 0.388   | 1.037   | 1.243   | 1.422   |
| 核心每股收益 (人民币) | (0.545) | 0.376   | 1.059   | 1.268   | 1.451   |
| 每股股息 (人民币)   | 0.000   | 0.116   | 0.311   | 0.373   | 0.427   |
| 收入增长(%)      | (3)     | 28      | 39      | 14      | 14      |
| 息税前利润增长(%)   | (279)   | (300)   | 109     | 15      | 12      |
| 息税折旧前利润增长(%) | (46)    | 386     | 63      | 12      | 11      |
| 每股收益增长(%)    | (1,448) | (171)   | 168     | 20      | 14      |
| 核心每股收益增长(%)  | (1,237) | (169)   | 181     | 20      | 14      |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日 | 2015  | 2016  | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 税前利润        | (419) | 305   | 859     | 1,029   | 1,178   |
| 折旧与摊销       | 404   | 401   | 444     | 477     | 525     |
| 净利息费用       | 210   | 160   | 109     | 82      | 66      |
| 运营资本变动      | 732   | (301) | 503     | (377)   | 629     |
| 税金          | (17)  | (3)   | (17)    | (21)    | (24)    |
| 其他经营现金流     | 343   | 180   | (191)   | 241     | (333)   |
| 经营活动产生的现金流  | 1,253 | 742   | 1,707   | 1,431   | 2,041   |
| 购买固定资产净值    | (5)   | 94    | 410     | 510     | 710     |
| 投资减少/增加     | 7     | (99)  | 2       | 2       | 2       |
| 其他投资现金流     | (265) | (390) | (812)   | (1,020) | (1,420) |
| 投资活动产生的现金流  | (264) | (395) | (400)   | (508)   | (708)   |
| 净增权益        | 0     | (93)  | (250)   | (300)   | (343)   |
| 净增债务        | (487) | (23)  | (901)   | (435)   | (800)   |
| 支付股息        | 0     | 93    | 250     | 300     | 343     |
| 其他融资现金流     | (277) | (196) | (399)   | (381)   | (409)   |
| 融资活动产生的现金流  | (764) | (219) | (1,300) | (816)   | (1,208) |
| 现金变动        | 225   | 128   | 6       | 107     | 125     |
| 期初现金        | 318   | 613   | 739     | 745     | 852     |
| 公司自由现金流     | 989   | 347   | 1,306   | 923     | 1,333   |
| 权益自由现金流     | 712   | 485   | 514     | 570     | 599     |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日     | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 613   | 739   | 745   | 852    | 977    |
| 应收帐款            | 813   | 1,289 | 1,609 | 1,706  | 1,969  |
| 库存              | 485   | 458   | 776   | 641    | 982    |
| 其他流动资产          | 49    | 77    | 77    | 100    | 103    |
| 流动资产总计          | 1,960 | 2,564 | 3,207 | 3,298  | 4,031  |
| 固定资产            | 3,871 | 3,804 | 3,769 | 3,802  | 3,987  |
| 无形资产            | 284   | 378   | 379   | 379    | 379    |
| 其他长期资产          | 57    | 111   | 113   | 113    | 113    |
| 长期资产总计          | 4,212 | 4,293 | 4,261 | 4,294  | 4,480  |
| 总资产             | 7,098 | 7,454 | 7,915 | 7,931  | 8,839  |
| 应付帐款            | 1,279 | 1,283 | 2,111 | 1,784  | 2,677  |
| 短期债务            | 1,327 | 1,725 | 935   | 600    | 0      |
| 其他流动负债          | 760   | 895   | 790   | 759    | 562    |
| 流动负债总计          | 3,366 | 3,903 | 3,836 | 3,143  | 3,239  |
| 长期借款            | 569   | 113   | 100   | 100    | 100    |
| 其他长期负债          | 32    | 51    | 40    | 40     | 40     |
| 股本              | 800   | 804   | 804   | 804    | 804    |
| 储备              | 2,275 | 2,534 | 3,117 | 3,816  | 4,616  |
| 股东权益            | 3,075 | 3,337 | 3,921 | 4,620  | 5,420  |
| 少数股东权益          | 3     | 10    | 19    | 29     | 40     |
| 总负债及权益          | 7,098 | 7,454 | 7,915 | 7,931  | 8,839  |
| 每股帐面价值 (人民币)    | 3.84  | 4.15  | 4.88  | 5.75   | 6.74   |
| 每股有形资产 (人民币)    | 3.49  | 3.68  | 4.41  | 5.28   | 6.27   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 1.60  | 1.37  | 0.36  | (0.19) | (1.09) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率**

| 年结日: 12月31日 | 2015   | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b> |        |      |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%) | 4.2    | 16.0 | 18.8  | 18.5  | 18.0  |
| 息税前利润率(%)   | (5.4)  | 8.5  | 12.8  | 12.9  | 12.6  |
| 税前利润率(%)    | (10.0) | 5.7  | 11.5  | 12.1  | 12.1  |
| 净利率(%)      | (10.4) | 5.8  | 11.2  | 11.7  | 11.7  |
| <b>流动性</b>  |        |      |       |       |       |
| 流动比率(倍)     | 0.6    | 0.7  | 0.8   | 1.0   | 1.2   |
| 利息覆盖率(倍)    | (1.1)  | 2.9  | 8.8   | 13.4  | 18.7  |
| 净权益负债率(%)   | 41.7   | 32.8 | 7.3   | 净现金   | 净现金   |
| 速动比率(倍)     | 0.4    | 0.5  | 0.6   | 0.8   | 0.9   |
| <b>估值</b>   |        |      |       |       |       |
| 市盈率(倍)      | (23.9) | 33.5 | 12.5  | 10.5  | 9.1   |
| 核心业务市盈率(倍)  | (23.8) | 34.5 | 12.3  | 10.3  | 9.0   |
| 目标价对应核心业务市  |        |      |       |       |       |
| 盈率(倍)       | (0.0)  | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 市净率(倍)      | 3.4    | 3.1  | 2.7   | 2.3   | 1.9   |
| 价格/现金流(倍)   | 8.3    | 14.1 | 6.1   | 7.3   | 5.1   |
| 企业价值/息税折旧前利 |        |      |       |       |       |
| 润(倍)        | 66.5   | 13.5 | 7.7   | 6.5   | 5.5   |
| <b>周转率</b>  |        |      |       |       |       |
| 存货周转天数      | 55.8   | 41.3 | 40.4  | 40.4  | 40.4  |
| 应收帐款周转天数    | 78.4   | 71.7 | 71.0  | 71.0  | 68.9  |
| 应付帐款周转天数    | 95.8   | 87.3 | 83.1  | 83.4  | 83.7  |
| <b>回报率</b>  |        |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)    | n.a.   | 29.9 | 30.0  | 30.0  | 30.0  |
| 净资产收益率(%)   | (13.2) | 9.7  | 23.0  | 23.4  | 22.8  |
| 资产收益率(%)    | (3.1)  | 6.3  | 12.2  | 13.6  | 14.4  |
| 已运用资本收益率(%) | (2.0)  | 1.5  | 4.1   | 4.8   | 5.2   |

资料来源: 公司数据及中银证券预测