

卫星石化 (002648)

丙烯酸及酯的全产业链规模化生产商之一

建议询价区间

39 ~ 55 RMB

预计上市定价

41 ~ 58 RMB

主要数据

行业	基础化工
公司网址	http://www.satlpec.com
大股东/持股	卫星控股/49.9%
实际控制人/持股	杨卫东/48.7%
总股本(百万股)	200
流通 A 股(百万股)	50
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	49.05

相关研究报告

证券分析师

伍颖	投资咨询资格编号 S1060511010017 电话 010-66299575 邮箱 wuying467@pingan.com.cn
鄢祝兵	投资咨询资格编号 S1060511110001 电话 0755-22621410 邮箱 Yanzhubing290@pingan.com.cn
陈建文	投资咨询资格编号 S1060210050001 电话 0755-22625476 邮箱 Chenjianwen@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 丙烯酸及酯的全产业链规模化生产商之一

公司专业从事丙烯酸、丙烯酸酯、甲基丙烯酸、颜料中间体、丙烯酸酯高分子乳液、高吸水性树脂(SAP)及其他丙烯酸酯下游产品的研发、生产和销售。公司丙烯酸及酯产能跻身全球前十大生产商行列，居国内第五位；高分子乳液、颜料中间体和甲基丙烯酸均居各自行业前列。

■ 丙烯酸及酯产业快速发展

我国丙烯酸及酯产量快速发展，1998~2010年均复合增长率分别高达23.28%和21.47%，预计未来五年产量仍将保持年均14%和13%以上的增长速度。我国丙烯酸及酯需求持续旺盛，1998~2010年期间，表观消费量年均复合增长率分别为21.44%和14.61%，与产量增速相比更为平稳。我国丙烯酸及酯行业目前处于快速成长期，预计未来五年行业需求仍将保持年均15%和12%以上的增速。

■ 公司竞争优势和劣势

竞争优势：技术优势和节能降耗优势，产业链优势，地域优势，装备优势。竞争劣势：生产规模偏小、产能持续紧张。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计，公司2011、2012、2013年EPS分别为2.90、3.89、4.47元，参照可比公司，我们认为，给予2011年略高于大宗化学品行业平均的估值，即14~20倍PE比较合理，预计合理估值区间为41~58元。

■ 风险提示

主要原材料和产品价格波动风险，家族企业公司治理风险，主要原材料供应商集中的风险，毛利率大幅变动的风险，税收优惠取消的风险。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	953	1,633	3,029	3,859	4,563
YoY(%)	0.4	71.3	85.5	27.4	18.3
净利润(百万元)	108	306	580	777	894
YoY(%)	99.2	184.4	89.6	34.1	15.0
毛利率(%)	21.2	29.7	28.9	28.8	27.9
净利率(%)	11.3	18.7	19.1	20.1	19.6
ROE(%)	38.6	47.5	17.4	18.9	17.8
EPS(摊薄/元)	0.54	1.53	2.90	3.89	4.47

正文目录

一、公司简介和发行概况	3
1、公司简介	3
2、发行概况	3
二、丙烯酸及酯产业快速发展	4
1、丙烯酸及酯简介	4
2、我国丙烯酸及酯产能和产量快速发展	4
3、我国丙烯酸及酯需求持续旺盛	6
三、公司竞争优势和劣势	7
1、竞争优势	7
2、竞争劣势	7
四、募集资金投向	7
五、盈利预测和估值	8
六、主要风险	8

图表目录

图表 1 公司主要产品形成的丙烯酸及酯产品价值链	3
图表 2 发行前后公司股本结构变化（万股）	3
图表 3 公司直接股东持股及其相互间关联关系	4
图表 4 2009 年我国丙烯酸消费以丙烯酸酯为主	4
图表 5 2009 年我国丙烯酸酯消费以涂料和粘合剂为主	4
图表 6 我国丙烯酸及酯产能快速发展（万吨）	5
图表 7 预计到 2012 年底我国丙烯酸及酯的新增产能分别为 44 和 4 万吨（万吨/年）	5
图表 8 我国丙烯酸及酯产量增长迅速（万吨）	5
图表 9 全球丙烯酸及酯行业产能近年保持平稳增长（万吨）	6
图表 10 我国丙烯酸及酯的表观消费量快速增长（万吨）	6
图表 11 募集资金净额拟投入以下项目	7
图表 12 可比公司估值情况	8

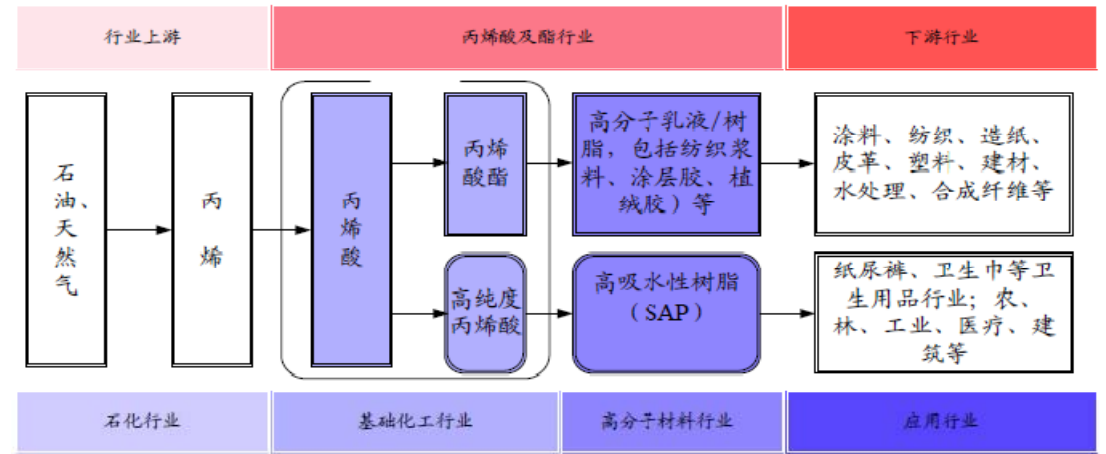
一、公司简介和发行概况

1、公司简介

公司专业从事丙烯酸、丙烯酸酯、甲基丙烯酸、颜料中间体、丙烯酸酯高分子乳液、高吸水性树脂（SAP）及其他丙烯酸酯下游产品的研发、生产和销售。公司已经建立了以丙烯为原料生产丙烯酸及酯、下游高分子乳液和高吸水性树脂材料，以及甲基丙烯酸、颜料中间体的主营业务架构，成为国内少数具备全产业链的丙烯酸及酯和功能性高分子材料的规模化生产商之一。

目前公司及全资子公司友联化工已形成年产丙烯酸 10 万吨、丙烯酸酯 15 万吨、丙烯酸酯高分子乳液 11 万吨、甲基丙烯酸 1.80 万吨、有机颜料中间体 1.03 万吨的设计生产能力。公司丙烯酸及酯产能跻身全球前十大生产商行列，居国内第五位；高分子乳液、颜料中间体和甲基丙烯酸均居各自行业前列。

图表1 公司主要产品形成的丙烯酸及酯产品价值链



注1：图中蓝色方框标示的为公司募集资金投资项目实施前的产品，包括丙烯酸、丙烯酸酯和高分子乳液。注2：图中蓝色圆角框标示的为公司募集资金投资项目实施后推出的新产品，包括高纯度丙烯酸和SAP；新产品还包括丙烯酸酯项下的丙烯酸异辛酯。注3：颜料中间体不属于丙烯酸及酯产业链，未在图中列示。

资料来源：招股说明书

2、发行概况

公司发行前总股本为 15,000 万股，本次拟发行社会公众股 5,000 万股，占发行后总股本的比例为 25.00%。除杨亚珍为自然人，其余股东均为社会法人。

图表2 发行前后公司股本结构变化（万股）

股东名称	股权性质	本次发行前		本次发行后		限售期
		数量	比例	数量	比例	
发起人股	卫星控股 社会法人股	9,975	66.50%	9,975	49.875%	自上市之日起36个月
	茂源投资 社会法人股	1,275	8.50%	1,275	6.375%	同上
	杨亚珍 外资自然人股	3,750	25.00%	3,750	18.750%	同上
社会公众股				5,000	25.000%	
合计		15,000	100.00%	20,000	100.000%	

资料来源：招股说明书

图表3 公司直接股东持股及其相互间关联关系

股东名称	关联关系	持有公司股份比例		
		直接	间接	小计
卫星控股	卫星控股持有茂源投资 76.50%的股权	66.50%	6.5025%	73.0025%
茂源投资		8.50%		
杨亚珍	杨卫东之妻(杨卫东持有卫星控股 50%股权)	25.00%		25.00%

资料来源：招股说明书

二、丙烯酸及酯产业快速发展

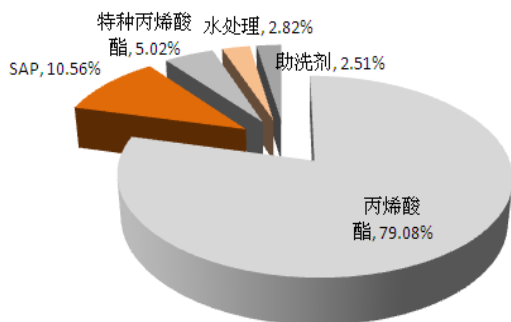
1、丙烯酸及酯简介

丙烯酸是一种重要的基础有机原料，主要用于生产丙烯酸酯，以及高吸水性树脂（SAP）、特种丙烯酸酯、水处理剂、助洗剂等产品。

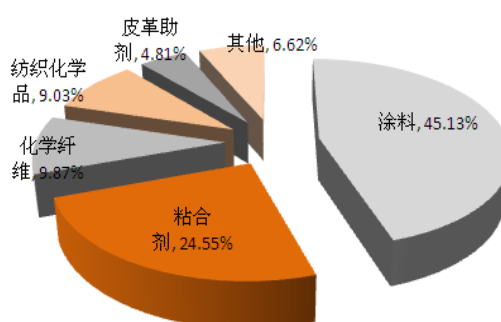
丙烯酸酯通常由丙烯酸与相应的醇酯化制得。丙烯酸酯是重要的聚合单体，以其为主体聚合或与其他单体共聚制备的聚合物、共聚物被广泛应用于涂料、纺织、化纤、胶粘剂、皮革、洗涤、造纸、塑料、橡胶、医疗、油田化学等众多行业，渗透到国民经济的日常生活和高、新材料等各个领域。

全球丙烯酸最大的消费领域为丙烯酸酯，占 50%以上，另有超过 30%的比例用于生产 SAP。与发达国家相比，我国丙烯酸的消费领域比较单一，80%以上直接用于生产丙烯酸酯，包括 SAP 在内的其他下游行业占比较少。

图表4 2009年我国丙烯酸消费以丙烯酸酯为主



图表5 2009年我国丙烯酸酯消费以涂料和粘合剂为主

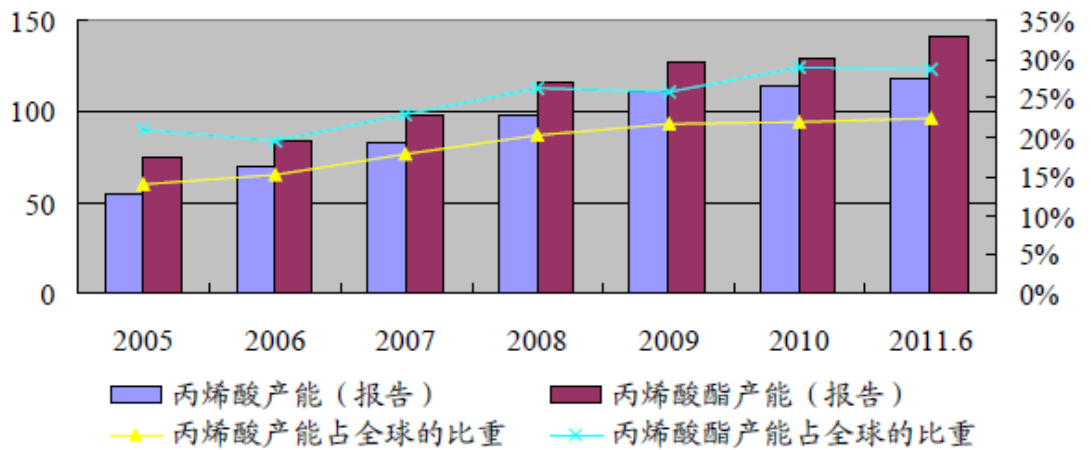


资料来源：招股说明书

2、我国丙烯酸及酯产能和产量快速发展

2005~2008年，我国丙烯酸及酯产能快速发展，年均增长率分别达到 21.43%和 15.68%，2009年以后开始放缓。至 2011年6月底年产能分别达 118 和 140.50 万吨。预计到 2012年底，我国丙烯酸及酯的新增产能分别为 44 和 4 万吨。

图表6 我国丙烯酸及酯产能快速发展 (万吨)



资料来源: 招股说明书

图表7 预计到2012年底我国丙烯酸及酯的新增产能分别为44和4万吨 (万吨/年)

企业名称	新增丙烯酸产能	新增丙烯酸酯产能	预计时间
1 卫星石化	6	0	2011年底
2 江苏裕廊	32	0	2011年底、2012年
3 江苏三木	6	4	2011年底
合计	44	4	

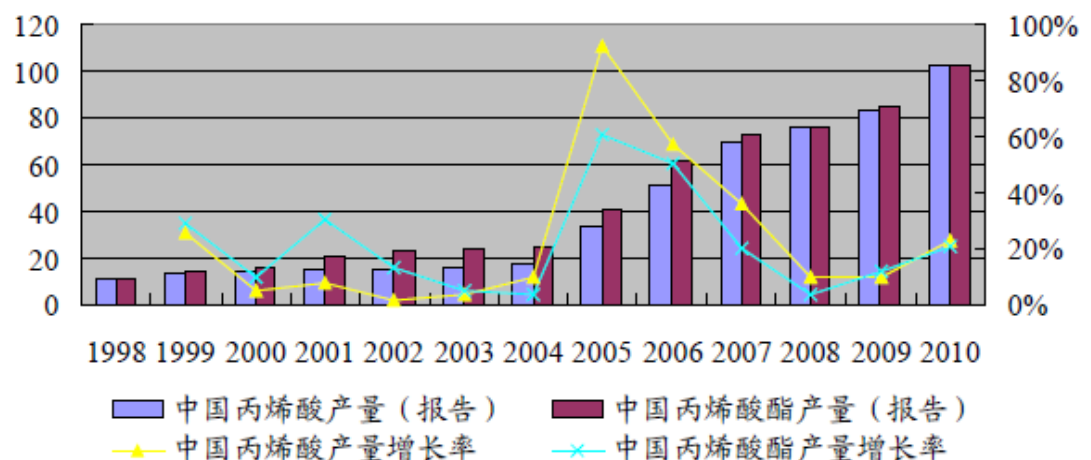
注: 江苏三木新建装置规模为12万吨丙烯酸和4万吨丙烯酸酯, 其中丙烯酸一期项目预计2011年底建成投产。国内除上述企业外, 中海油惠州公司、山东开泰、宁波台塑、扬子巴斯夫和烟台万华集团也宣布了装置新建计划。

2012年之前, 国外主要生产商中韩国LG化学预计有一套新增丙烯酸装置, 主要自用于生产高吸水性树脂 (SAP), 德国巴斯夫、法国阿科玛、沙特达曼7公司、沙特丙烯酸单体公司也宣布了新增产能的投资计划, 但距离投产则至少在2013年之后。

资料来源: 招股说明书

20世纪90年代以来, 我国丙烯酸及酯产量增长迅速。2010年我国丙烯酸及酯的产量分别达到了102.86万吨和102.33万吨, 1998~2010年均复合增长率分别高达23.28%和21.47%。预计未来五年我国丙烯酸及酯行业产量仍将保持年均14%和13%以上的增长速度。

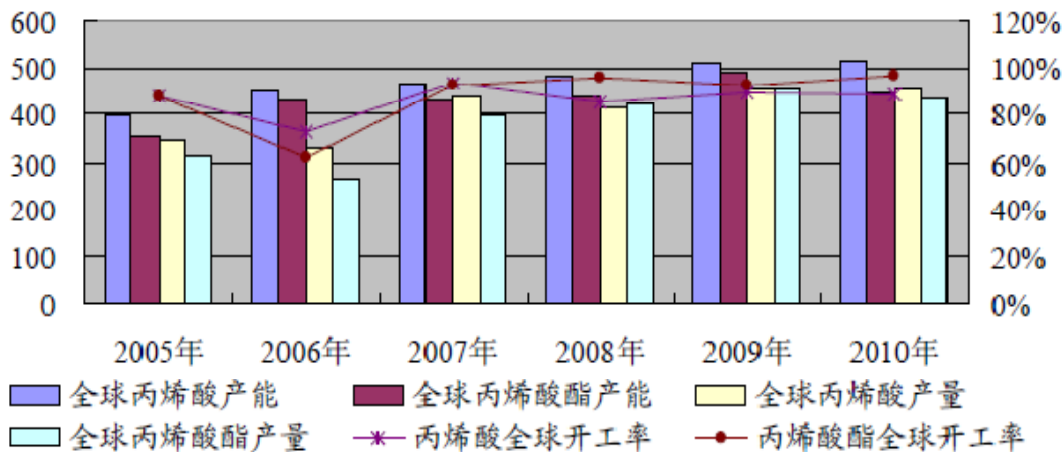
图表8 我国丙烯酸及酯产量增长迅速 (万吨)



资料来源: 招股说明书

全球丙烯酸及酯行业产能近年保持平稳增长。2008 年产量下降主要是受金融危机的影响，随着全球经济回暖，2009 年产量开始恢复性增长。2009~2010 年期间，法国阿科玛、陶氏化学等国际主要生产厂商发生装置停产事故，使得 2010 年丙烯酸酯的产能和产量下降。但受行业产能制约，2010 年全球丙烯酸及酯市场产品仍供不应求，产品价格持续保持高位。

图表9 全球丙烯酸及酯行业产能近年保持平稳增长（万吨）



资料来源：招股说明书

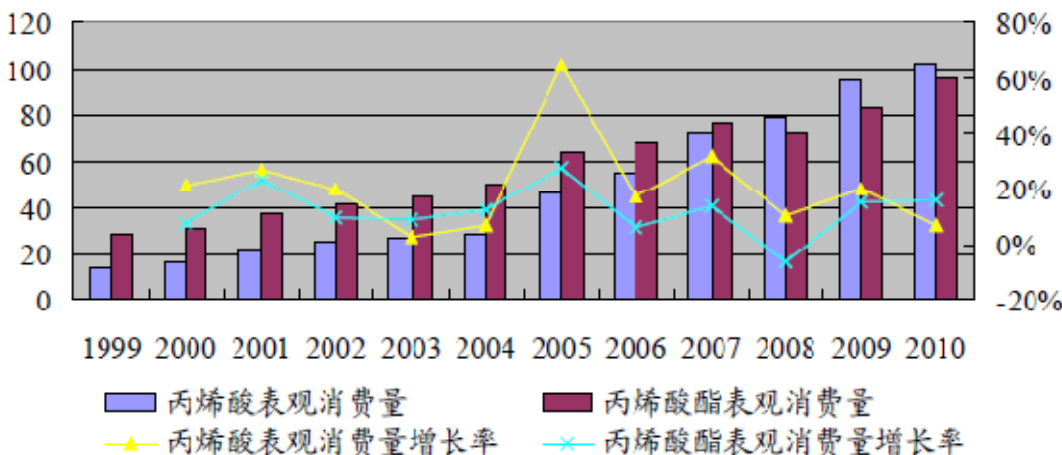
3、我国丙烯酸及酯需求持续旺盛

我国丙烯酸及酯的消费可以分为三个阶段。2000 年之前，国内消费、进口量很少，属于自给自足阶段；2001~2004 年期间，消费量开始上升，但受国内产能和产量的限制，新增需求主要依赖进口；2005 年以后，产量和消费量均大幅提高，2010 年表观消费量分别达到 102.38 万吨和 96.29 万吨。

1998~2010 年期间，我国丙烯酸及酯的表观消费量年均复合增长率分别为 21.44% 和 14.61%，与产量增速相比更为平稳。

我国丙烯酸及酯行业目前处于快速成长期，预计未来五年我国丙烯酸及酯行业需求仍将保持年均 15% 和 12% 以上的增速，2015 年的表观消费量可达到 168.20 万吨和 135.80 万吨。

图表10 我国丙烯酸及酯的表观消费量快速增长（万吨）



资料来源：招股说明书

三、公司竞争优势和劣势

1、竞争优势

(1) 技术优势和节能降耗优势

公司持续进行装置与技术的自主升级、优化，有效缩短了生产流程、提高了生产效率、降低了物耗、能耗和生产成本。目前，公司能耗控制水平、产品收率、产品单耗均处于国内行业领先水平。

(2) 产业链优势

国际丙烯酸及酯领先企业同时也是下游行业产品开发和生产的先行者。公司是国内少数具备全产业链的丙烯酸及酯和功能性高分子材料的规模化生产商之一。

(3) 地域优势

公司地处长三角地区，纺织服装、建筑涂料、胶带（压敏胶）等丙烯酸及酯下游产业发达。华东地区丙烯酸酯产能占全国的 72.05%，表观消费量占全国近 40%。公司所在的嘉兴市本身有深水良港乍浦港，正处于上述专业市场的中心，交通便利，地理位置优越。

(4) 装备优势

行业企业普遍根据市场需求对丙烯酸甲酯和乙酯实行共线生产。公司丙烯酸及酯二期项目投产后，公司丙烯酸酯各类产品均有对应的生产装置，避免了共线生产导致的切换成本，提高了装置的生产效率。同时，生产过程全部采用 DCS 集散控制的大石化操作系统，自动化程度居国内领先水平。

2、竞争劣势

公司的竞争劣势主要表现在生产规模偏小、产能持续紧张。2011 年 6 月底，全球排名前三位的丙烯酸及酯生产商是巴斯夫、陶氏化学和阿科玛，年产能分别是 114 万吨和 109.60 万吨、109.40 万吨和 77.20 万吨、64.60 万吨和 44 万吨；国内最大的生产商是江苏裕廊和上海华谊，丙烯酸及酯产能分别是 21 万吨和 24 万吨、21 万吨和 21 万吨。公司目前丙烯酸及酯产能为 10 万吨和 15 万吨，与国内外行业领军企业相比差距巨大。

四、募集资金投向

募集资金项目包括 6 万吨丙烯酸及酯项目（包括 4 万吨高纯丙烯酸）、3 万吨 SAP 项目、颜料中间体 2.1 万吨。募投项目建成后，公司将拥有 16 万吨丙烯酸（含 4 万吨高纯丙烯酸）、丙烯酸酯 15 万吨、丙烯酸酯高分子乳液 11 万吨、甲基丙烯酸 1.80 万吨、有机颜料中间体 2.1 万吨的水平。

图表 11 募集资金净额拟投入以下项目

	项目名称	总投资（万元）	建设期	年均销售收入	年均税后利润
1	丙烯酸及酯三期技项目	32,951.67	1年	68,164.44	11,294.92
2	3万吨高吸水性树脂项目	31,853.00		45,230.77	9,645.08
3	颜料中间体项目	11,450.00	1年	28,863.93	3,700.94
	合计	76,254.67			

资料来源：招股说明书

五、盈利预测和估值

我们预计，公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 2.90、3.89、4.47 元，参照可比公司，我们认为，由于公司的丙烯酸及酯和甲基丙烯酸属于有机化学原料制造业，高分子乳液和 SAP 属于其他高分子合成材料制造业，有机颜料中间体属于染料制造业，给予 2011 年略高于大宗化学品行业平均的估值，即 14~20 倍 PE 比较合理，预计合理估值区间为 41~58 元。

图表 12 可比公司估值情况

		EPS				PE				复合增长率
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
000698.SZ	沈阳化工	0.33	0.48	0.57	0.70	18.3	12.4	10.5	8.5	29.2%
601678.SH	滨化股份	0.51	1.01	1.14	1.27	24.7	12.5	11.1	10.0	35.3%
002408.SZ	齐翔腾达	0.90	1.08	1.87	2.65	20.6	17.1	9.9	7.0	43.4%
	平均					21.2	14.0	10.5	8.5	
002648.SZ	卫星石化	1.53	2.90	3.89	4.47					43.0%

资料来源：wind，平安证券研究所

六、主要风险

1、主要原材料和产品价格波动风险

公司主要产品均为有机化工产品，丙烯、正丁醇和乙醇是公司主要的生产原料，主要原材料的价格理论上与石油价格存在较高的关联度。

2、家族企业公司治理风险

发行前公司实际控制人杨卫东和杨亚珍夫妇及其亲属直接和间接持有公司 98.00% 的股份，发行后降至 73.51%，持股比例高度集中。从治理结构看，实际控制人杨卫东担任公司董事长，马国林、杨玉英除担任董事外，还分别出任公司总经理和副总经理职务。

3、主要原材料供应商集中的风险

2011 年 1-6 月、2010、2009 和 2008，公司向前 5 大供应商采购金额占当期公司对外原料采购总额的比重分别为 53.53%、54.15%、53.33% 和 42.41%，采购渠道相对集中。

4、毛利率大幅变动的风险

公司所生产丙烯酸及酯、高分子乳液等产品受下游建筑涂料、纺织等行业以及上游丙烯、正丁醇等原料行业的影响较大，受原油相关产品价格波动的联动影响，产品销售价格波动较为频繁且幅度较大，造成毛利率大幅变动。

5、税收优惠取消的风险

公司和子公司友联化工均为高新技术企业，自 2009 年起可享受 15% 的优惠税率，有效期三年。公司目前正享受外商投资企业“两免三减半”税收优惠政策，2011 年度为第 3 个减半征收年度，实际执行税率为 12.50%。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	612	3331	3888	4620	
现金	151	2464	2787	3311	
应收账款	101	212	270	319	
其他应收款	8	15	19	23	
预付账款	58	86	110	132	
存货	170	323	412	493	
其他流动资产	124	231	289	342	
非流动资产	577	946	1184	1353	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	225	691	981	1174	
无形资产	71	71	71	71	
其他非流动资产	281	183	132	107	
资产总计	1189	4277	5071	5973	
流动负债	382	575	692	801	
短期借款	188	220	250	280	
应付账款	120	237	302	362	
其他流动负债	73	119	140	159	
非流动负债	163	363	263	163	
长期借款	163	363	263	163	
其他非流动负债	0	0	0	0	
负债合计	545	938	955	964	
少数股东 权益	0	0	0	0	
股本	150	200	200	200	
资本公积	203	2268	2268	2268	
留存收益	250	830	1607	2501	
归属母公司股东权益	644	3338	4116	5009	
负债和股东权益	1189	4277	5071	5973	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	165	350	628	755	
净利润	306	580	777	894	
折旧摊销	0	32	60	81	
财务费用	17	-16	-65	-88	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	0	-245	-147	-131	
其他经营现金流	-157	-1	2	0	
投资活动现金流	-174	-400	-300	-250	
资本支出	159	400	300	250	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-15	0	0	0	
筹资活动现金流	108	2363	-4	19	
短期借款	-31	32	30	30	
长期借款	138	200	-100	-100	
普通股增加	75	50	0	0	
资本公积增加	198	2065	0	0	
其他筹资现金流	-271	16	66	89	
现金净增加额	97	2312	323	524	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	1633	3029	3859	4563	
营业成本	1147	2152	2746	3288	
营业税金及附加	2	5	6	7	
营业费用	21	36	46	55	
管理费用	116	182	232	274	
财务费用	17	-16	-65	-88	
资产减值损失	2	3	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	328	667	893	1027	
营业外收入	7	2	0	0	
营业外支出	2	3	0	0	
利润总额	333	666	893	1027	
所得税	27	87	116	134	
净利润	306	580	777	894	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	306	580	777	894	
EBITDA	345	683	889	1020	
EPS (元)	2.04	2.90	3.89	4.47	

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入(%)	71.3%	85.5%	27.4%	18.3%
营业利润(%)	190.9%	103.5%	33.9%	15.0%
归属于母公司净利润(%)	184.4%	89.6%	34.1%	15.0%
获利能力				
毛利率(%)	29.7%	28.9%	28.8%	27.9%
净利率(%)	18.7%	19.1%	20.1%	19.6%
ROE(%)	47.5%	17.4%	18.9%	17.8%
ROIC(%)	35.5%	37.6%	38.1%	37.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.9%	21.9%	18.8%	16.1%
净负债比率(%)	69.0%	64.8%	56.3%	48.6%
流动比率	1.60	5.79	5.61	5.77
速动比率	1.16	5.23	5.02	5.15
营运能力				
总资产周转率	1.77	1.11	0.83	0.83
应收账款周转率	19.28	19.34	16.01	15.48
应付账款周转率	13.10	12.05	10.19	9.91
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.53	2.90	3.89	4.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.75	3.14	3.78
每股净资产(最新摊薄)	3.22	16.69	20.58	25.05
估值比率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257