

宋颖

执业证书编号: S0270511060002

联系人: 谢裕青

xieyuq@wlzq.com.cn

联系人: 夏雅琴

发布日期: 2011年12月13日

抢占市场先机，完善产业布局

——卫星石化（002648）新股定价报告

研究报告-新股定价报告

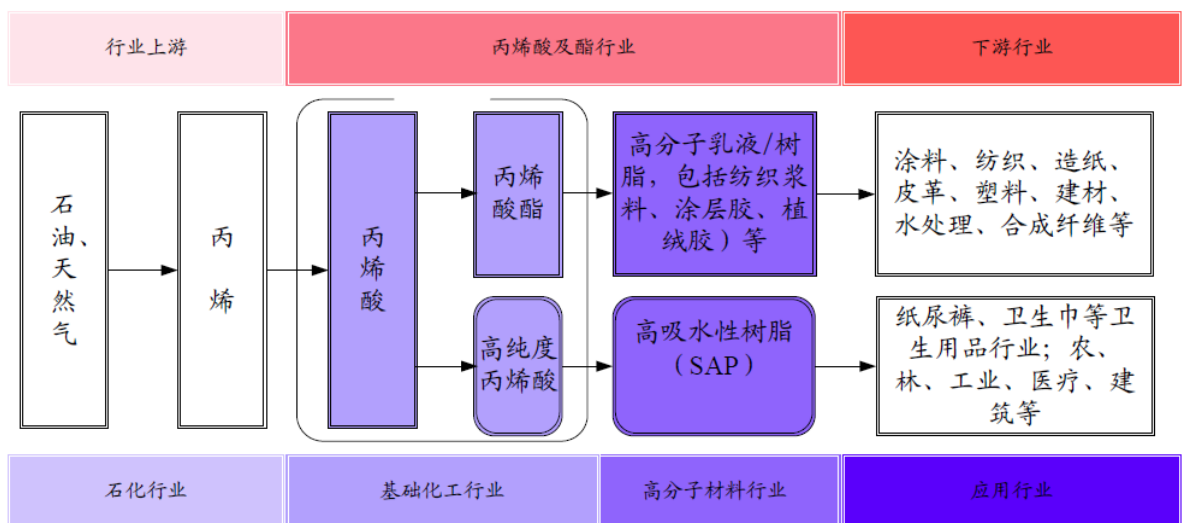
事件:

浙江卫星石化股份有限公司首次公开发行不超过5,000万股人民币普通股，发行后总股本为20000万股，本次发行量占发行后总股本25%。募集资金主要用于三个方面：丙烯酸及丙烯酸酯类三期技术改造项目，年产3万吨高吸水性树脂SAP项目，颜料中间体生产技术改造项目。

点评:

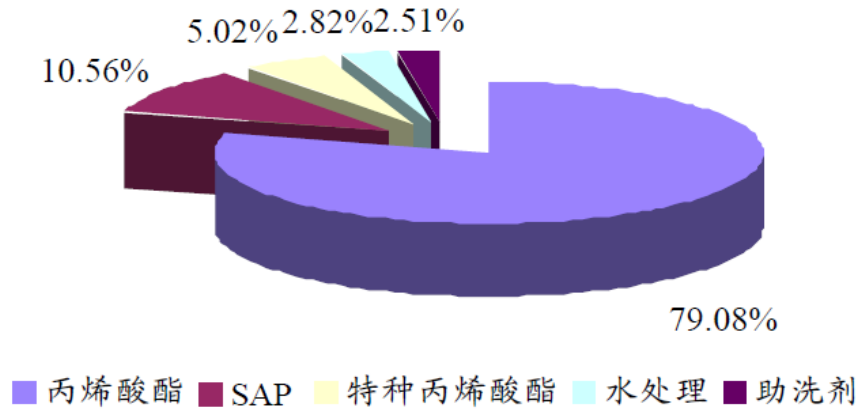
- **公司是国内丙烯酸产业链较为完整的企业:**浙江卫星石化股份有限公司专业从事丙烯酸、丙烯酸酯、甲基丙烯酸、颜料中间体、丙烯酸酯高分子乳液、高吸水性树脂（SAP）及其他丙烯酸酯下游产品的研发、生产和销售。公司的特点在于其产业链较为完整，主要产品包括从丙烯制备丙烯酸，进而制备丙烯酸酯，生产高分子乳液。公司目前拥有丙烯酸产能10万吨，丙烯酸酯产能15万吨，丙烯酸酯高分子乳液产能11万吨，另外有甲基丙烯酸1.8万吨和有机颜料中间体1.03万吨的设计能力。公司丙烯酸及酯产能跻身全球前十大生产商行列，居国内第五位；高分子乳液、颜料中间体和甲基丙烯酸均居行业前列。公司的募投项目主要是为了生产SAP这一具备广阔市场前景的产品，进一步完善产业链，把握行业增长机遇。

图1 丙烯酸产业链简介



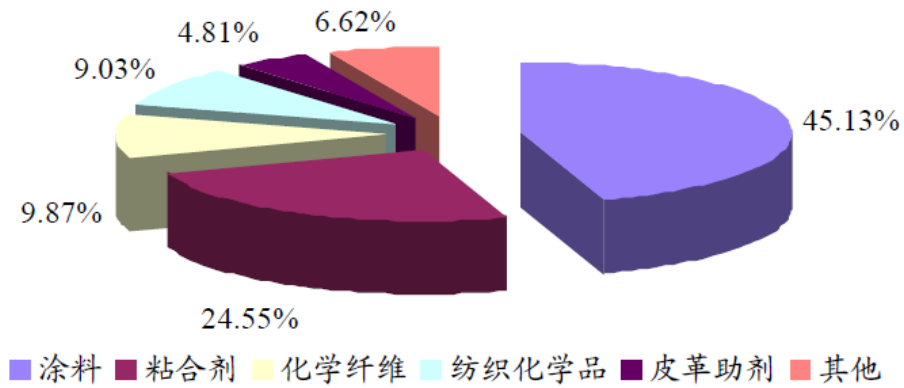
数据来源: 万联证券研究所, 公司公告

图2 中国丙烯酸应用分布



数据来源:万联证券研究所,公司公告

图3 中国丙烯酸酯应用分布

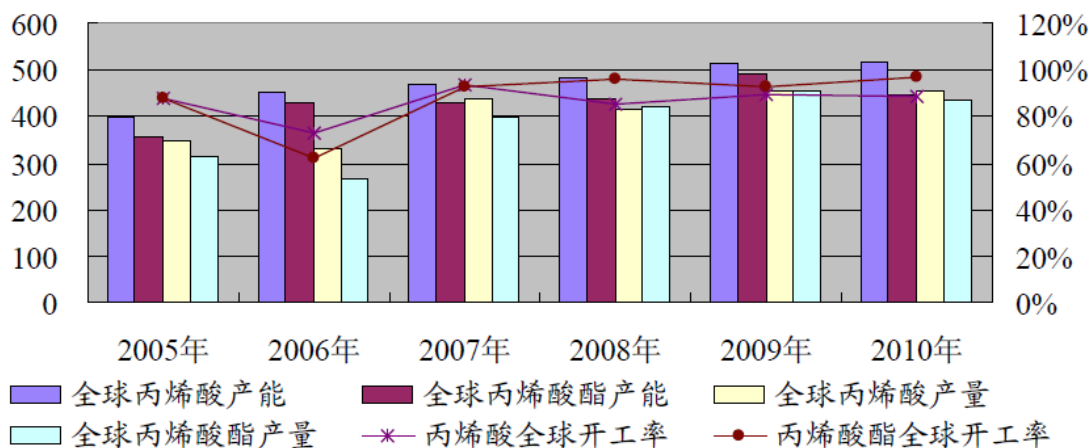


数据来源:万联证券研究所,公司公告

- **近年来行业景气程度上升**：近年来，由于国内旺盛的下游需求，伴随着从经济危机中的逐步恢复，国内丙烯酸表观消费量年均增幅超过25%，令市场供应出现紧张态势，产品价格也逐步上涨，公司毛利率显著提升，从2008年的6.22%提升至2010年29.86%，显示了前期丙烯酸产品的良好需求。2012年前，国内丙烯酸产品的新增产能较为有限，因此公司预计目前新增的丙烯酸产能有望顺利被市场消化。长期来看，公司高管预计在2015年，中国丙烯酸需求将达300万吨，公司计划继续开拓市场，提升产能以应对市场机遇。
- **全球丙烯酸及酯行业产能近年保持平稳增长**：近年来全球丙烯酸及酯行业保持稳步增长，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。2010年由于重要生产企业连续出现停产问题，丙烯酸需求缺口显现，产品价格上涨进一步提升毛利率。

图4 全球丙烯酸及酯生产状况

单位/万吨

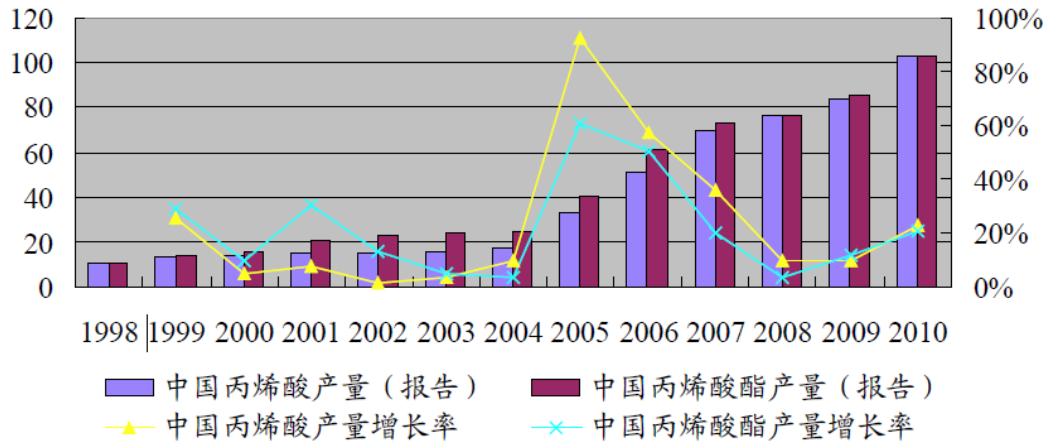


数据来源: 万联证券研究所, 公司公告

- **国内丙烯酸需求以及产能快速增长**：2005年至2010年期间，国内丙烯酸及酯表观消费量复合增长率分别达到25.32%和10.96%。由于下游需求的迅猛增长以及国内在金融危机期间产能设计与投放较为有限的情况下，行业整体出现供求紧张、价格不断攀升的局面，再加上2009年和2010年国外发生多起装置停产事故，国际市场需求向国内转移，因此2011年开始国内将陆续有新建装置上马。这些装置预计将于2012年中建成投产，令中国丙烯酸产量在全世界的比例上升。

图5 中国丙烯酸及酯生产状况

单位/万吨



数据来源: 万联证券研究所, 公司公告

- **短期成长看丙烯酸产能投放, 未来发展看SAP应用:** 公司在2011年年底预计将会进一步投放6万吨丙烯酸产能, 由此带来的收入将会在短期提升公司业绩。我们预计, 在2012年, 公司的丙烯酸及酯类产品销量将会增加30%左右, 对业绩形成贡献。SAP作为中国目前的新兴产品, 在日用卫生产品方面的需求潜力非常巨大, 在欧美国家, 丙烯酸的30-40%用在SAP产品上, 而在我国仅有10%。这是由于国内婴儿, 成人纸尿裤, 老年人护理产品尚未完全普及的原因, 因此市场空间非常巨大。SAP产品的毛利率也比较高, 并且目前在生产过程中存在着一定的技术壁垒。公司的3万吨SAP产品投产之后, 将进一步打破国外的垄断, 如果能够顺利开车成功, 将为后续扩产奠定基础。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2011, 2012, 2013年利润分别为5.62, 7.48, 8.60亿元, 以发行后2亿股计算, EPS分别为2.81, 3.74, 4.30元。按20-22倍市盈率, 建议申购区间为56.2-61.8元。
- **风险因素:** 下游产品需求和价格波动风险, 募投项目开工或市场不达预期风险

表1：盈利预测

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	9.53	16.33	34.06	46.83
增长率 (%)	0.4%	71.3%	108.5%	37.5%
净利润 (亿元)	1.08	3.06	5.62	7.48
增长率 (%)	99.2%	183.3%	83.7%	33.1%
每股收益 (元)	1.44	2.04	2.81	3.74
市盈率 (倍)	-	-	-	-

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。

免责声明

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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。