

动态报告

基础化工行业

保荐人: 国信证券

卫星石化 (申购代码 002648)

合理估值: 33.55~42.70 元

(首次评级)

股票数据

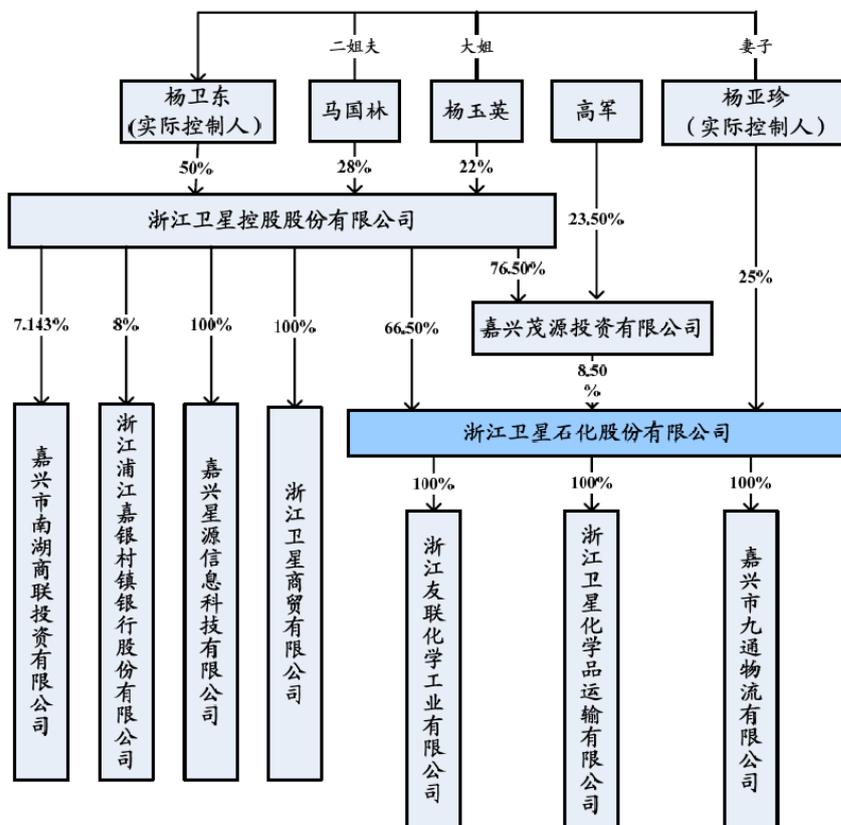
发行价 (元)	40.0
发行后总股本 (万股)	20000
发行股数 (万股)	5000
前每股净资产 (元)	5.69

公司简介

卫星石化主营丙烯酸及酯类产品、高分子乳液和颜料中间体。公司是全球第十、国内第五大丙烯酸及酯类产品生产商，是浙江省高新技术企业，产品主要供涂料、胶粘剂、纺织化学品等行业使用。

公司控股股东、实际控制人为自然人杨卫东与其夫人杨亚珍，他们合计持有61.50%的股权；总经理马国林、副总经理杨玉英、副总经理高军分别持有发行前20.44%、16.06%和2.00%的股权。本次公开发行5000万股，发行后公司股本为20000 万股。

公司股权结构图:



分析师: 廖国能

电话: 020-38855109

E-mail: [57219@quosen.com.cn](mailto:57219@quosen.com.cn)

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

资料来源: 招股说明书

主营业务经营情况

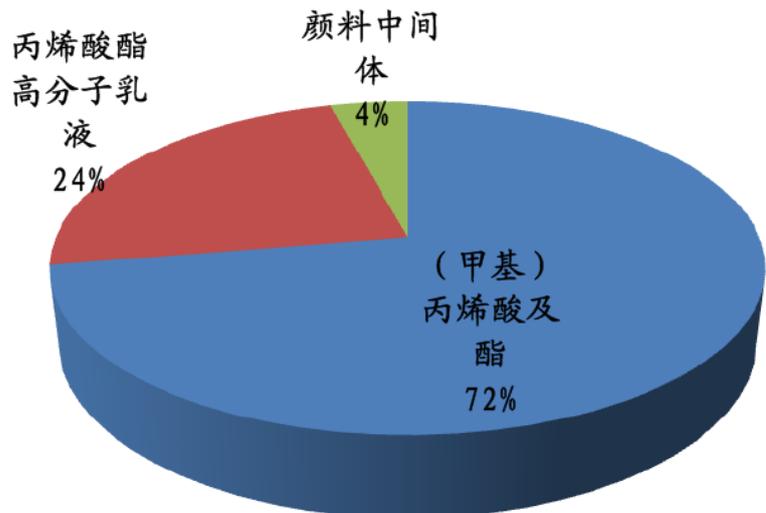
公司是国内丙烯酸及酯行业的主要生产商之一, 现有丙烯酸及酯年产能分别为10 万吨和15 万吨, 居行业第五位。同时, 还拥有丙烯酸酯高分子乳液11 万吨、甲基丙烯酸1.80 万吨、有机颜料中间体1.03 万吨的设计生产能力。虽然公司规模优势在行业内并不突出, 但公司凭借国内领先的生产技术和产业链优势, 充分发挥管理优势和地域优势, 做到单位产品物耗和能耗最低, 综合盈利能力位居行业前列。

公司市场占有率逐年提高

产品类别	2011 年 1-6 月		2010		2009		2008	
	产量	市场份额	产量	市场份额	产量	市场份额	产量	市场份额
丙烯酸	4.72	-	3.95	3.84%	3.67	4.39%	2.79	3.65%
丙烯酸酯	6.83	-	6.81	6.65%	6.42	7.56%	4.56	6.01%
丙烯酸酯高分子乳液	7	-	12.07	12.83%	6.62	7.75%	7.23	10.24%
甲基丙烯酸	0.37	-	0.81	2.70%	0.56	2.55%	0.36	2.00%
2B 酸、4B 酸	0.28	-	0.53	1.54%	0.45	1.30%	0.34	0.98%

数据来源: 招股说明书

2011上半年公司产品营业收入结构



数据来源: 招股说明书

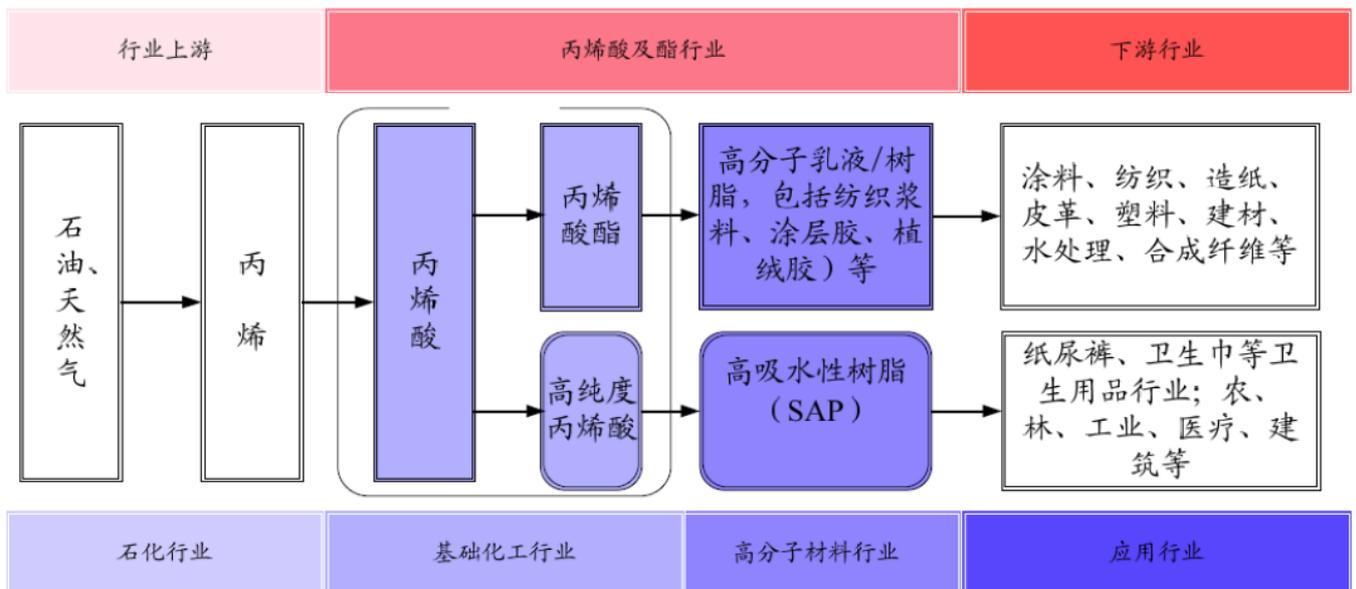
公司的产业布局特色鲜明, 形成了横跨基础化工和高分子材料两个行业的丙烯酸及酯产品的价值链。其中, 公司生产的丙烯酸主要用于进一步加工丙烯酸酯, 其余部分对外销售; 丙烯酸酯是公司主要的外销产品, 部分用作下游纺织浆料、涂层胶和植绒胶的生产原料。而友联化工生产的2B 油主要用于自产2B 酸(钠盐), 其余部分以产品形式直接出售。

公司2008 年, 2009 年, 2010 年, 2011 年上半年营业收入分别为9.49 亿元, 9.53 亿元, 16.33 亿元和15.82 亿元。净利润分别为0.54 亿元, 1.08 亿元, 3.06 亿元, 3.53 亿元, 复合增长率为138%。

### 行业分析

丙烯酸属于基本有机化工原料，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，具有广阔的市场空间。由于聚丙烯酸及酯的可降解性和其对皮肤、对环境的无害性，它被作为政策鼓励的环保产品，随着人们生活品质的不断提高，其刚性需求也将逐步增大。

### 丙烯酸及酯产品价值链



数据来源：招股说明书

### 募集资金投向

本次募集资金将用于浙江卫星丙烯酸制造有限公司丙烯酸及丙烯酸酯类三期技改建设项目、浙江卫星石化股份有限公司年产30,000吨高吸水性树脂技改项目、浙江友联化学工业有限公司颜料中间体生产技术优化技改项目等三个项目。其中丙烯酸三期项目已经基本完成建设，预计2011年年底可以全面投产。SAP项目和颜料中间体项目也已经完成选址、环评等准备工作，预计2012年年底可以投产。

IPO 募投项目表			单位：万元
项目名称	项目投资总额	设计产能/吨	建设期（年）
丙烯酸三期项目	32,951.67	80,000	1
SAP 项目	31,853.00	30,000	1
颜料中间体项目	11,450.00	21,000	1
	76,254.67	-	-

资料来源：公司招股说明书

预计募投项目建设完成后，公司将拥有12万吨普通丙烯酸、4万吨高纯度丙烯酸、15万吨丙烯酸酯、3万吨SAP、11万吨丙烯酸酯高分子乳液、1.80万吨甲基丙烯酸和2.1万吨有机颜料中间体的产能。丙烯酸及酯项目依然是公司盈利的主要来源，丙烯酸酯高分子乳液也对公司盈利具有较大贡献，而新建的SAP项目将成为公司新的利润增长点。此外，公司正在进行丙烷脱氢技术的研发工作。倘若在该方面有较大突破，可能将对公司业绩产生较大贡献。

### 估值和定价

我们预计卫星石化2011~2013年EPS分别为3.05、3.46、4.05元，根据行业可比上市公司估值分析并综合考虑公司在行业的竞争优势，我们给予公司合理价值区间33.55~42.70元，对应2011年11~14倍PE。

### 风险提示：

#### 原材料价格波动风险

丙烯、正丁醇和乙醇是公司主要的生产原料，其中正丁醇工业制法的主要原料是丙烯，乙醇也可由乙烯水合法制得。丙烯和乙烯均来源于石油炼化或裂解行业，因此，公司主要原材料的价格理论上与石油价格存在较高的关联度。

#### 行业周期性风险

行业周期性主要受外部经济环境、行业供需状况及自身发展阶段等多方面因素的影响。尽管行业短期内仍可能保持增长态势，但也不排除出现周期性调整的可能性，届时行业可能出现产品价格下降、开工率不足、经济效益下滑等现象，从而给公司带来行业性的经营风险。

#### 产能扩张风险

公司是目前国内大型丙烯酸及酯生产企业之一。公司已形成10万吨丙烯酸和15万吨丙烯酸酯的年生产能力，居国内行业第五位。本次发行募集资金投资项目建成投产后，公司将形成16万吨丙烯酸和15万吨丙烯酸酯的年生产能力。在行业景气度下降时期，扩张产能若不能被市场完全消化，则将对公司业绩产生不利影响。

### 参考资料

卫星石化：招股说明书

海通证券：《卫星石化-具备丙烯酸及酯全产业链的优势企业》

安信证券：《卫星石化-分享丙烯酸产业链盛宴》

国泰君安：《卫星石化(002648)力争上游的丙烯酸行业竞争者》

### 免责声明及风险提示

上述内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本产品全部参与人员与本产品所评价或推荐的投资品种无任何利害关系。本产品版权归国信证券所有，未经书面许可机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

郑重提醒：股市有风险，投资需谨慎！

国信证券广州分公司 财富管理中心

地址：广州市天河北路 28 号时代广场东座 701

电话：95536（交易委托、7×12 小时业务咨询热线）、020-38908540（质量监控）

国信证券鑫网：[www.guosen.com.cn](http://www.guosen.com.cn)

金太阳手机网址：[wap.guosen.cn](http://wap.guosen.cn)