

丙烯酸及酯重要生产商 产业链上下游延伸迅速

2012年5月2日

推荐/首次

卫星石化

调研快报

——卫星石化（002648）调研快报

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014 Email: yangm@dxzq.net.cn
联系人: 郝力芳	010-66554036	Email: haolf@dxzq.net.cn

事件:

近日我们实地调研了卫星石化, 与公司就行业发展情况、募投项目进展情况、收购聚龙石化等情况进行了深入交流与探讨。

主要观点如下:

1、公司是国内丙烯酸及酯重要生产商, 拥有完善的产业链, 产品包括丙烯酸及酯、丙烯酸酯高分子乳液、甲基丙烯酸, 以及向下游延伸的 SAP。

公司是国内丙烯酸及酯重要生产商, 拥有完善的产业链, 产品包括丙烯酸及酯以及下游功能高分子材料。公司已有产能: 丙烯酸 16 万吨 (包含已投产的募投项目中 6 万吨, 其中有 4 万吨的高纯丙烯酸), 丙烯酸酯 15 万吨, 高分子乳液 11 万吨, 甲基丙烯酸 1.8 万吨, 有机颜料中间体 1.03 万吨。公司丙烯酸及酯产能国内排名第五, 全球排名前十以内。

表 1: 国内丙烯酸及酯前五大厂商产能及市场占有率 (万吨; 截止 2011 年 6 月)

序号	公司名称	丙烯酸产能	国内占比 (%)	丙烯酸及酯产能	国内占比 (%)
1	江苏裕廊	21	17.8%	24	17.1%
2	上海华谊	21	17.8%	21	15.0%
3	宁波台塑	16	13.6%	20	14.2%
4	扬子-巴斯夫	16	13.6%	15.5	11.0%
5	卫星石化	10	8.5%	15	10.7%
总计		84	71.3%	95.5	68.0%

资料来源: 公司招股, 东兴证券

注: 目前卫星石化丙烯酸及酯产能已扩大到 16 万吨/年。

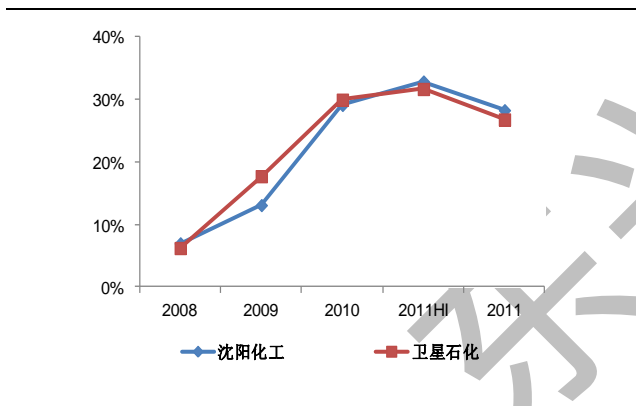
2、09 年开始丙烯酸及酯景气度逐步上升, 行业毛利率提升, 11 年下半年开始有一定下滑。

从近几年的丙烯酸及酯产能发展情况看, 2005-2008 年国内产能大规模扩张, 而 2009-2010 年扩张停滞,

加之同期国外发生多起装置停产事故，行业逐步建立起了上升态势，行业毛利率逐步提升，景气度逐步体现。

11年下半年，受上游原料丙烯价格的高位运行（原油价格高位支撑），以及国际经济放缓预期下的下游需求整体并不强劲影响，公司丙烯酸及酯盈利受到一定挤压，表现在毛利率方面出现了一定的下滑。

图 1：2008-2011 年丙烯酸及酯毛利率走势图（%）



资料来源：Wind，东兴证券

图 2：丙烯价格走势图（美元/吨）



资料来源：中华商务网，东兴证券

3、我们认为公司的主要看点在于仍进一步完善产业链，上下游延伸动作迅速。

公司主导产品是丙烯酸及酯，丙烯是其主要且重要的生产原料之一，公司产品的盈利能力受到丙烯价格的影响，2011年下半年以及2012年一季度公司毛利率的下滑便是受到高价丙烯价格的影响，所以，公司若能一定程度上向上游原料延伸，公司毛利率将得到提升。

公司使用超募资金 1.37 亿元收购了聚龙石化 100% 股权，建设年产 45 万吨的丙烯项目，是公司进军上游原料的重要事件。聚龙石化具备丙烷脱氢制备丙烯的资质，公司收购后将开始正式生产。聚龙石化丙烷将从中东进口，独山港码头能驶入 5 万吨大船只，运输条件无障碍。聚龙石化生产的丙烯是公司的最重要原料，公司产业链将得到进一步完善。

4、公司下游深加工高吸水性树脂 SAP，实现外资产品替代。

公司下游将利用高纯丙烯酸生产高吸水性树脂 SAP，目前国内中高端产品基本依靠还掌握在外资企业的手中。由于 SAP 产品对生产技术要求比较高，产能比较集中，其中德国赛（含陶氏化学）、巴斯夫、日本触媒、三大雅聚物四大厂商控制了全球 75% 以上的 SAP 产能。国内目前投产的 SAP 生产企业仅有十家，除去日本触媒、三大雅聚物和宁波台塑在国内投资的企业外，我国 SAP 产能仅为 7.50 万吨/年，而且单体产能低、未形成规模化连续生产，技术相对落后。公司实现了该领域的突破，经一定程度上替代外资产品。

该产品下游的个性化要求较高，目前主要应用于婴儿纸尿裤、妇女卫生巾和成人纸尿裤等领域，将来最大的应用，领域可能在工业和农用领域。由于 SAP 可以改善土壤结构，可作为土壤的保水剂和改良剂，世界许多国家已经开始将 SAP 应用于沙漠绿化领域。SAP 还可用于电缆包裹保护，吸收渗入的水份，避免电缆受潮。

公司产品目前主要定位为婴幼儿用的尿不湿。公司去年中试 500 吨，中试线主要根据客户反馈来进行进一步的调整。公司生产设备全部进口，11 年底订货，12 年底到货安装，3 万吨 SAP 募投项目计划于 13 年中期投产。预计全年贡献收入和净利润分别为 4.5 亿元以及 9645 万元。

表 2: 2010 年底国内卫生用 SAP 主要生产商产能情况

序号	公司名称	产能 (万吨)	占比
1	日本三大雅 (南通)	5.5	29%
2	日本日触化工 (张家港)	3.0	16%
3	台塑吸水树脂 (宁波)	3.0	16%
4	泉州邦丽达	2.0	11%
5	浙江威龙高分子	1.5	8%
总计		15.0	79%

资料来源: 公司招股, 东兴证券

结论:

公司是国内丙烯酸及酯产业链完善的大型石化企业，国内国际排名靠前。公司积极完善产业链，收购聚龙石化实现了上游重要原料丙烯的自给，下游积极进军高端领域高吸水性树脂 SAP，产业链延伸动作迅速。公司具有石化行业的强周期性，同时公司积极向上下游延伸也使得具备较大的成长性。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 3.3、4.3、5.4 元，最新股价 43.22 元，对应 PE 分别为 13、10 及 8 倍，给予公司“推荐”投资评级。

表 3: 公司盈利预测表

利润表 (百万元)	2010A	2011 A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,633.07	3,247.87	3,970.00	4,900.00	6,500.00
营业成本	1,147.34	2,275.31	2,898.10	3,528.00	4,745.00
营业费用	20.61	50.50	99.25	122.50	162.50
管理费用	116.39	164.38	198.50	245.00	325.00
财务费用	16.83	30.15	14.51	2.26	(0.61)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	327.85	710.67	752.09	993.38	1,257.01
利润总额	332.86	715.78	761.09	1,002.38	1,266.01
所得税	27.08	86.05	98.94	150.36	189.90
净利润	305.78	629.72	662.15	852.02	1,076.11
归属母公司所有者的					
净利润	305.78	629.72	662.15	852.02	1,076.11
NOPLAT	316.64	651.76	666.94	846.29	1,067.94
基本每股收益 (元)	2.27	4.20	3.31	4.26	5.38
资产负债表 (百万元)	2010A	2011 A	2012E	2013E	2014E

货币资金	151.44	1,995.06	1,912.86	2,248.50	2,487.49
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	101.14	119.89	543.84	671.23	890.41
预付款项	57.58	47.56	105.52	176.08	270.98
存货	170.23	315.11	1,032.20	1,256.55	1,690.00
流动资产合计	611.89	3,306.65	3,813.30	4,621.63	5,694.82
非流动资产	576.67	748.05	683.98	726.25	762.02
资产总计	1,188.56	4,054.70	4,497.28	5,347.88	6,456.85
短期借款	188.14	365.99	0.00	0.00	0.00
应付帐款	120.32	195.42	397.00	483.29	650.00
预收款项	31.66	31.27	19.36	4.66	(14.84)
流动负债合计	381.96	694.08	576.64	668.93	820.16
非流动负债	163.00	329.50	329.50	329.50	329.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	643.60	3,031.12	3,573.23	4,331.53	5,289.27
净营运资本	229.93	2,612.57	3,236.66	3,952.70	4,874.67
投入资本 IC	868.30	1,781.55	2,009.87	2,432.53	3,151.29
现金流量表 (百万元)	2010A	2011 A	2012E	2013E	2014E
净利润	305.78	629.72	662.15	852.02	1,076.11
折旧摊销	30.76	56.12	0.00	57.73	64.23
净营运资金增加	215.87	2,382.64	624.09	716.03	921.97
经营活动产生现金流	165.41	(91.91)	514.49	533.62	458.74
投资活动产生现金流	(174.08)	(164.10)	(112.00)	(102.00)	(102.00)
融资活动产生现金流	108.32	2,096.79	(484.68)	(95.98)	(117.76)
现金净增 (减)	99.65	1,840.78	(82.20)	335.64	238.99

资料来源：东兴证券

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会从业经历，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券