

卫星石化 (002648.SZ)

石油化工行业

评级: 买入 首次评级

公司研究简报

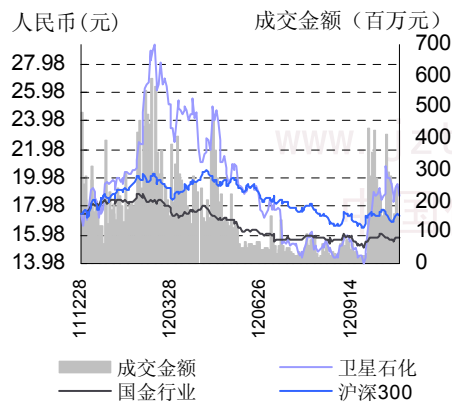
市价(人民币): 18.72元

目标(人民币): 25.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	100.00
总市值(百万元)	74.88
年内股价最高最低(元)	29.34/13.98
沪深300指数	2301.88
中小板指数	4840.46



供应偏紧, 丙烯酸价格高位助推业绩环比增长

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.039	3.149	1.059	1.216	1.899
每股净资产(元)	4.29	15.16	9.14	10.35	12.25
每股经营性现金流(元)	1.10	-0.46	2.10	1.55	1.95
市盈率(倍)	N/A	11.47	17.34	15.09	9.67
行业优化市盈率(倍)	11.33	10.36	10.57	10.57	10.57
净利润增长率(%)	184.41%	105.94%	-32.73%	14.87%	56.11%
净资产收益率(%)	47.51%	20.78%	11.59%	11.75%	15.50%
总股本(百万股)	150.00	200.00	400.00	400.00	400.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **日本触媒停产效应仍在延续, 国内丙烯酸有望维持相对高位:** 9月底日本触媒46万吨高纯丙烯酸装置爆炸, 因其下游32万吨SAP占全球总产能的18%、必须开工以满足需求, 不得不从周边国家高价采购丙烯酸原料, 引发国内丙烯酸价格暴涨40%、出口订单大幅增加。由于触媒复产至少要6个月, 而国内未来一年新增产能有限(仅油14万吨、江苏裕廊16万吨, 13年暂无报道), 近期仍不排除提价可能(参照2010年国外装置爆炸后的类似情形, 仍有1000-2000元的空间)。
- **公司产品量价齐升, 四季度业绩预计明显好转:** 公司年产16万吨丙烯酸和15万吨丙烯酸酯, 丙烯酸价格每上涨1000元增厚EPS 0.34元。触媒事件以来公司丙烯酸及酯已提价4000元左右, 产销两旺, 基本无库存。尽管市场对下游建材、纺织等行业需求存在担忧, 但目前是传统旺季, 且国内丙烯酸及酯行业集中度高、属于卖方市场, 公司执行“锁量不锁价”的策略将充分受益于这次涨价。而另一担忧的装置安全问题, 近两年公司加大投入(关键部位实时监控、人员定期巡警等), 实现满负荷生产无事故, 安全管理能力属业内领先。
- **募投SAP定位高端进口替代, 丙烷脱氢制丙烯存在盈利空间:** 高吸水性树脂(SAP)是纸尿裤的核心原料, 国内消费量每年两位数地增长, 目前26万吨SAP产能中, 除去外企的仅7.5万吨, 多用于低端纸尿裤生产。公司自主研发的SAP旨在进入外企垄断的高端市场, 性价比更高, 目前中试线40-50吨/月, 正和恒安等一线纸尿裤生产商进行意向交流。而45万吨丙烷脱氢项目, 在当前进口丙烷和丙烯450美元/吨的价差下, 理论上每吨丙烯能获利200多美元, 若明年底顺利投产, 既能实现原料丙烯自给, 配套32万吨丙烯酸和30万吨丙烯酸酯又能贡献新的收益。

投资建议与估值

- 预计2012-2014年EPS 1.06、1.22、1.90元/股。考虑到后续丙烯酸及酯提价可能对股价带来催化作用, 给予3个月目标价25元, 建议买入。

风险

- 下游建材、纺织行业需求持续低迷; 原料丙烯价格波动; 3万吨SAP、45万吨丙烷脱氢制丙烯项目进展低于预期。

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

张苏予 联系人
(8621)61038274
zhangsy@gjzq.com.cn

内容目录

日本触媒停产效应仍在延续，国内丙烯酸有望继续大热	4
公司产品量价齐升，四季度业绩预计明显好转	7
募投 SAP 定位高端产品的进口替代，正接受下游一线客户认证.....	10
进口丙烷和丙烯存在一定空间价差，保证公司 PDH 项目盈利.....	12
盈利预测与估值.....	14
风险提示	15
三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1: 全球丙烯酸及酯下游消费结构 (2011)	4
图表 2: 我国丙烯酸及酯下游消费结构 (2011)	4
图表 3: 全球丙烯酸产能	4
图表 4: 全球丙烯酸酯产能.....	4
图表 5: 全球丙烯酸及酯主要生产企业产能 (万吨, 2011 年底).....	5
图表 6: 国内丙烯酸及酯价格 (元/吨)	6
图表 7: 丙烯价格 (韩国 FOB)	6
图表 8: 我国丙烯酸历年进出口情况	6
图表 9: 我国丙烯酸酯历年进出口情况.....	6
图表 10: 我国丙烯酸及酯新增产能统计.....	6
图表 11: 全球丙烯酸及酯历次大检修和意外停工情况	7
图表 12: 公司主营收入情况.....	8
图表 13: 公司主营产品毛利率	8
图表 14: 我国丙烯酸供需情况	8
图表 15: 我国丙烯酸酯供需情况	8
图表 16: 我国丙烯酸及酯生产企业产能情况 (2012 年 10 月, 万吨)	8
图表 17: 上市公司丙烯酸及酯业务毛利率情况.....	9
图表 18: 2012 年 9 月底以来公司丙烯酸及酯调价情况 (元/吨)	9
图表 19: 公司安全生产费用专项储备	10
图表 20: 全球 SAP 供需情况 (万吨)	10
图表 21: 我国 SAP 供需情况 (万吨)	10
图表 22: 全球 SAP 产能 (2010 年, 万吨)	11
图表 23: 国内卫生用 SAP 主要生产商 (截至 2012 年 10 月)	12
图表 24: 国内卫生用 SAP 扩产计划	12
图表 25: 全球丙烷丁烷产能分布	13
图表 26: 我国进口丙烷和丙烯价差.....	13

图表 27: 我国进口丙烷来源国 (2012 年 1-9 月, 万吨)	13
图表 28: 国内拟在建丙烷脱氢项目布局	14
图表 29: 公司主营业务盈利预测情况	15
图表 30: 可比公司相对估值	15

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用的研究报告服务商

WWW.JZTZW.NET

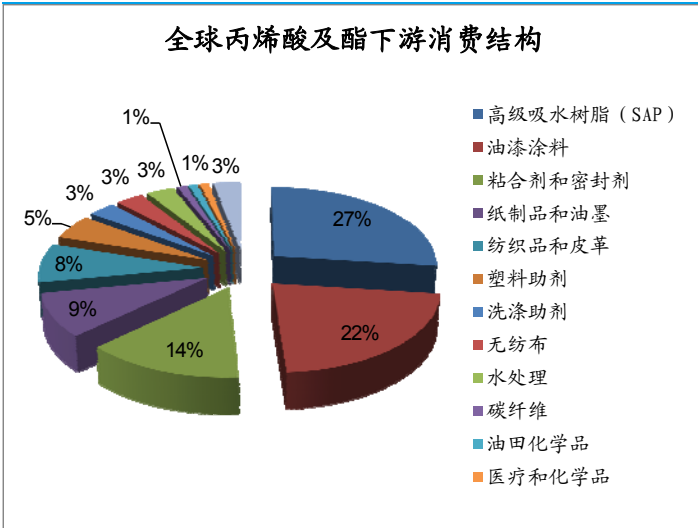
中国价值投资网 最多、最好用的研究报告服务商

www.jztzw.net

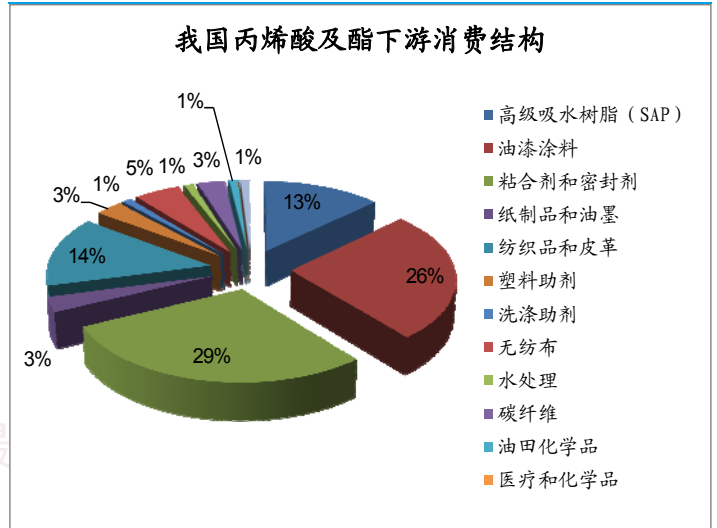
日本触媒停产效应仍在延续，国内丙烯酸有望维持相对高位

■ 丙烯酸是一种重要的石化原料，由丙烯转化而来，用于生产丙烯酸酯和高纯度丙烯酸，下游涵盖涂料、造纸、皮革等周期品和纺织服装、纸尿裤等消费品。2011 年全球丙烯酸、丙烯酸酯产能分别为 537.9、478.2 万吨，开工率一般在 9 成以上，集中在美国、中国、西欧。受原材料、技术、资金、管理等因素的影响，全球丙烯酸及酯行业集中度高，2011 年底全球前 13 大生产企业占总产能的比重超过 70%。

图表1: 全球丙烯酸及酯下游消费结构 (2011)



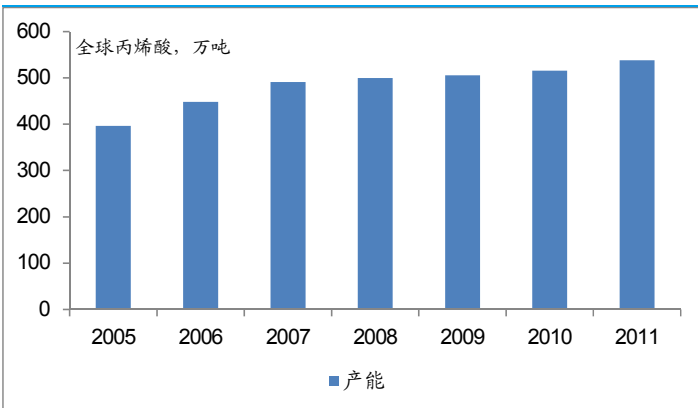
图表2: 我国丙烯酸及酯下游消费结构 (2011)



来源: 《化工工业》、国金证券研究所

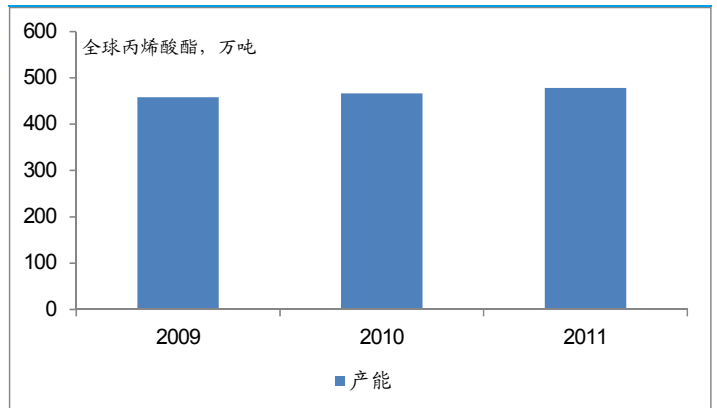
来源: 《化工工业》、国金证券研究所

图表3: 全球丙烯酸产能



来源: 卓创资讯、慧聪化工网、国金证券研究所

图表4: 全球丙烯酸酯产能



来源: 卓创资讯、慧聪化工网、国金证券研究所

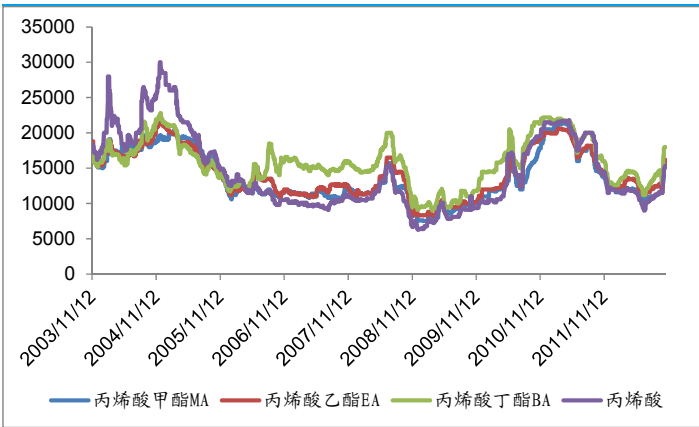
图表5: 全球丙烯酸及酯主要生产企业产能(万吨, 2011年底)

排名	生产企业	粗丙烯酸	丙烯酸酯
1	巴斯夫	117.5	107.5
2	陶氏化学	60	55
3	阿科玛	59.5	46.5
4	日本触媒	53.5	21
11	美国 StoHaas Monomer	43	6
5	台塑工业	32	40
7	上海华谊	23	26
6	江苏裕廊	20.5	19
8	LG化学	19.3	23
10	卫星石化	16	15
12	美国Acryl	12	6
9	三菱化学	11	11.5
15	沈阳蜡化	8	12
14	日本出光 石化	5	5
13	巴西 Proquigel	3	
合计		483.3	359
全球		537.9	478.2
前十大占 全球比重		89.85%	75.07%

来源: 行业资料、国金证券研究所

- 一般情况下, 各国家和地区丙烯酸及酯供需基本平衡, 国际贸易量较少。但由于安全管理不当(原料丙烯易燃, 储存和运输中容易爆炸)和设备老化等原因, 一些装置经常发生意外停工, 容易引发价格暴涨和贸易量的增加。如 2009 年底至 2010 年, 国外大型厂商阿科玛、陶氏、巴斯夫的丙烯酸及酯装置接连遭遇不可抗力, 全球丙烯酸价格严重偏离丙烯, 一度攀升至 21650 元/吨的历史峰值, 与此同时也拉动了我国丙烯酸及酯的出口量(2010 年同比翻了几倍)。
- 今年 9 月底历史再度重演, 日本触媒 46 万吨高纯丙烯酸爆炸(占全球丙烯酸产能的 8.5%), 因其下游 32 万吨高吸水性树脂 SAP 必须开工以满足下游纸尿裤的生产需求(占全球 SAP 产能的 18%), 不得不从包括中国在内的周边国家高价采购原料丙烯酸。受此影响, 国内丙烯酸迎来量价齐升的行情, 一个月以来价格暴涨 40%、出口订单明显增加。由于日本触媒完全复产至少需要 6 个月时间, 而国内近期确定投产的丙烯酸产能只有江苏裕廊 16 万吨和 石油 14 万吨、明年暂无新增产能报道, 无法完全填补 46 万吨的缺口, 因此我们认为此轮牛市至少将持续 3-4 个月, 不排除进一步提价的可能性(参照 2010 年的类似情况, 仍有 1000-2000 元/吨的空间)。

图表6: 国内丙烯酸及酯价格(元/吨)



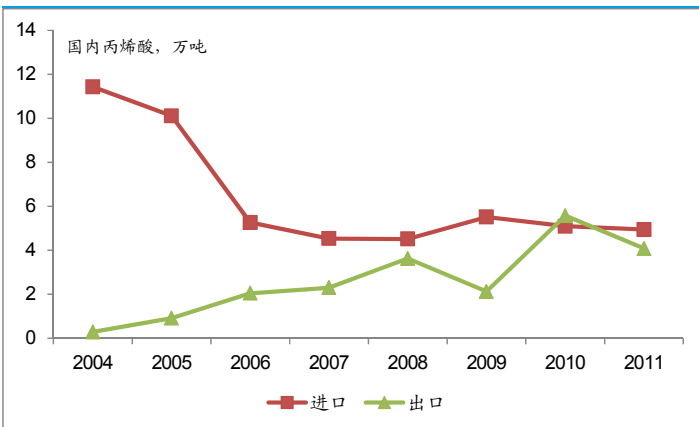
来源: 化工在线、国金证券研究所

图表7: 丙烯价格(韩国 FOB)



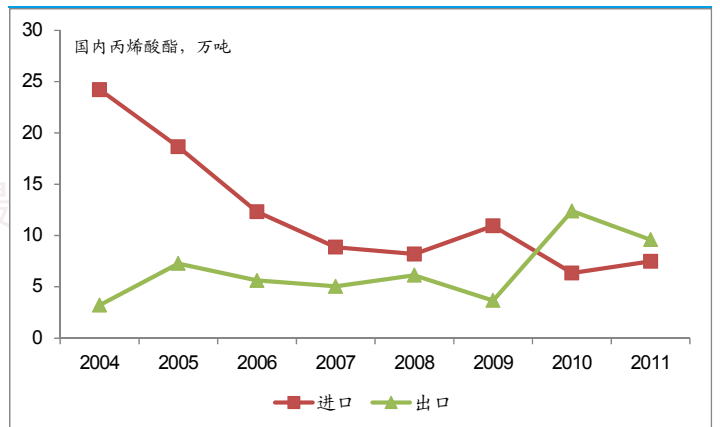
来源: 化工在线、国金证券研究所

图表8: 我国丙烯酸历年进出口情况



来源: 海关总署、国金证券研究所

图表9: 我国丙烯酸酯历年进出口情况



来源: 海关总署、国金证券研究所

图表10: 我国丙烯酸及酯新增产能统计

生产企业	丙烯酸	丙烯酸酯	计划投产时间
江苏句容化工	16		2012年9月, 但未见报道
叶氏化工集团		8	2012年9月, 但未见报道
油	14	16	2012年10月
江苏裕廊	16		2012年下半年
卫星石化	32	30	2013年底
中石油四川石化	16	22	2014年
台塑集团	16	20	2014年初
扬子巴斯夫	19		2014年初
烟台万华	16	20	2014年
神华陶氏	16	20	2015年
扬子巴斯夫		10	拟建
台湾炎洲集团	8	8	拟建
山东开泰集团	8		拟建
合计	177	154	

来源: 行业资料、国金证券研究所

图表11: 全球丙烯酸及酯历次大检修和意外停工情况

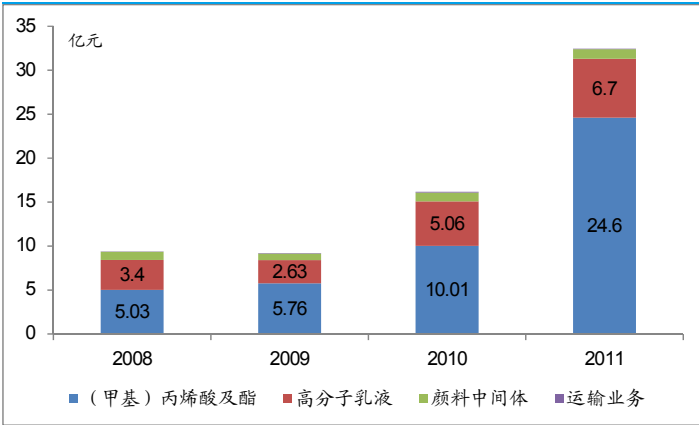
时间	厂商	事故性质
2009/12/9	阿科玛	位于德克萨斯州的丙烯酸生产装置爆炸。
2009/12/17	陶氏化学	位于德克萨斯州的丙烯酸装置因故障停车。
2010年3月初	南非萨索尔	由于意外原因, 将其丙烯酸丁酯的市场销售量减到了70%。
2010/3/10	陶氏化学	由于机械故障, 不能供应德克萨斯州迪尔帕克装置生产的高纯丙烯酸。
2010年6月	巴斯夫	因要更换催化剂并进行维修, 位于德克萨斯州福利波特的高纯丙烯酸装置停3周。
2010/4/14	阿科玛	由于突发的技术问题, 不能如数供应法国卡兰装置生产的丙烯酸和丙烯酸酯, 至9月22日才复工。
2010/5/13	阿科玛	克利尔莱克丙烯酸装置将在6月或7月初停下反应器, 更换催化剂。
2010/8/10	阿科玛	因装置的废物处理出了问题, 不能提供丙烯酸酯, 持续了20多天。
2010/8/11	巴斯夫	宣布遭遇技术问题, 不能供应丙烯酸酯, 9月2日解除不可抗力才一天, 由于技术问题又宣布停工, 至9月23日才复工。
2011年1月	阿科玛	位于法国卡兰的丙烯酸酯及盐装置因罢工停产。
2012年5月	阿科玛	因原料供应商Oxichimi意外停工, 位于德国卡兰的丙烯酸酯装置遭遇不可抗力。
2012/9/27	台塑	位于高雄的3万吨粗丙烯酸计划检修和更换催化剂, 关闭40天左右。
2012/9/29	日本触媒	位于神户的SAP厂的丙烯酸储罐发生爆炸。

来源: 化工在线、国金证券研究所

公司产品量价齐升, 四季度业绩预计明显好转

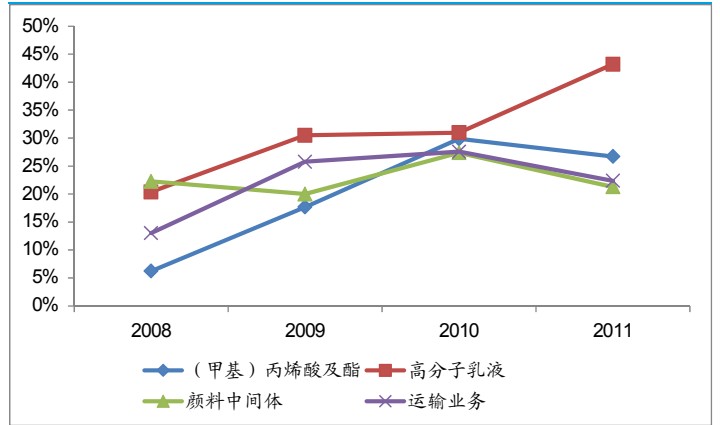
- 公司拥有 16 万吨丙烯酸和 15 万吨丙烯酸酯年产能, 国内市场份额 11.2%、10.6%, 全球份额 3.0%、3.1%, 是国内丙烯酸及酯规模最大的民营企业, 另有 11 万吨高分子乳液、1.8 万吨甲基丙烯酸、有机颜料中间体 1.03 万吨的年生产能力。从行业来看, 国内丙烯酸及酯的供需和竞争格局与其他国家类似, 2011 年我国丙烯酸产量和表观消费量分别为 116.46、117.32 万吨, 丙烯酸酯产量和表观消费量分别为 116.32、114.21 万吨, 供需基本平衡。其中, 前 11 大生产厂商占据 80%以上的份额, 主要是中石化下属炼化企业、外资企业及其他国有和民营企业。由于中石化在大化工的配套项目中倾向于规模更大的聚丙烯项目、对丙烯酸的关注度有所下降, 因此江苏裕廊、上海华谊、台塑、卫星石化等企业成为市场上最为活跃的参与者。
- 目前上市公司涉及丙烯酸及酯业务的有卫星石化、沈阳化工和昇立化工, 其中昇立化工是江苏裕廊的控股股东, 在新加坡上市, 暂不作为我们的推荐标的。而沈阳化工隶属蓝星集团, 控股沈阳蜡化, 年产 8 万吨丙烯酸、12 万吨丙烯酸酯, 仅占主营业务的 16%, 且近年来已经逐步转向重油裂解的炼化项目。据测算, 丙烯酸价格每上涨 1000 元, 分别增厚卫星石化、沈阳化工 EPS 0.34、0.10 元, 显然卫星石化对丙烯酸涨价的业绩弹性最大, 因此被选作我们推荐的受益标的。

图表12: 公司主营收入情况



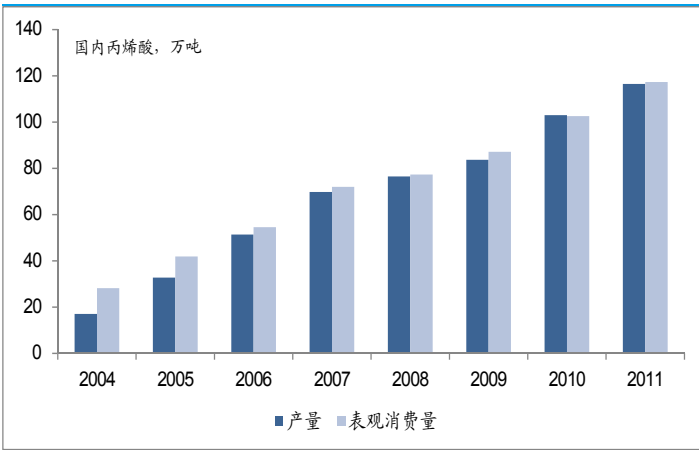
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表13: 公司主营产品毛利率



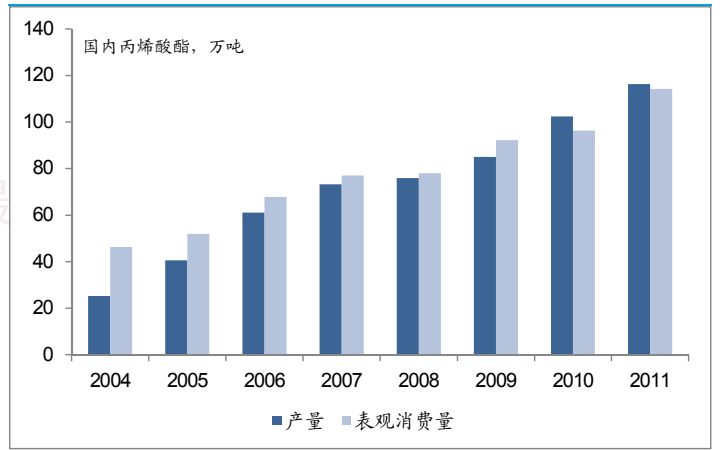
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表14: 我国丙烯酸供需情况



来源: 卓创资讯、海关总署、国金证券研究所

图表15: 我国丙烯酸酯供需情况



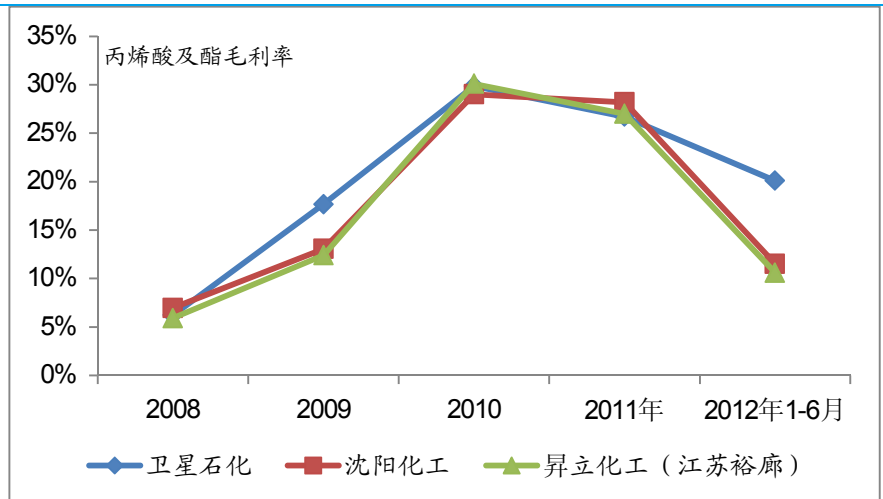
来源: 卓创资讯、海关总署、国金证券研究所

图表16: 我国丙烯酸及酯生产企业产能情况 (2012年10月, 万吨)

生产企业	丙烯酸	丙烯酸酯	控股股东	实际控制人
江苏裕廊	32.5	28	新加坡上市公司	-
上海华谊	20	19.5	上海华谊集团上海市国资委	-
扬州巴斯夫	16	15.5	中国石化	中国石化
宁波台塑	16	20	台塑集团	-
卫星石化	16	15	民营企业	-
兰州石化	8	10	中国石油	中国石油
北京东方	7.5	8	燕山石化	中国石化
沈阳蜡化	8	12	沈阳化工	中国蓝星集团
山东正和	4	6	中国化工油气开发中心	中国化工
江苏三木	12	4	民营企业	-
吉林石化	3	3	中国石油	中国石油
合计	143	141	-	-

来源: 行业资料、国金证券研究所

图表17: 上市公司丙烯酸及酯业务毛利率情况



来源: 各公司年报、国金证券研究所

- 自 9 月底日本触媒事件以来, 公司已数次上调丙烯酸及酯的价格, 累计幅度有 4000 元左右, 产销两旺, 基本无库存。尽管市场对下游建材、纺织等行业需求存在担忧, 但目前是传统旺季、存在刚性需求, 且国内丙烯酸及酯行业集中度高、属于卖方市场, 历次提价都由生产商主导, 因此公司依托现行的“锁量不锁价”策略将充分受益于这次涨价。而另一担忧的丙烯酸及酯装置事故频发问题, 从国外历次事故来看, 主要还是安全管理方面的原因, 公司近两年加大安全投入, 实行 DCS 全自动化控制, 关键部位实时监控, 人员定时巡警, 与嘉兴市安监局联网, 且有多套应急预案, 使得产品满负荷生产无事故, 安全管理能力已属业内领先。

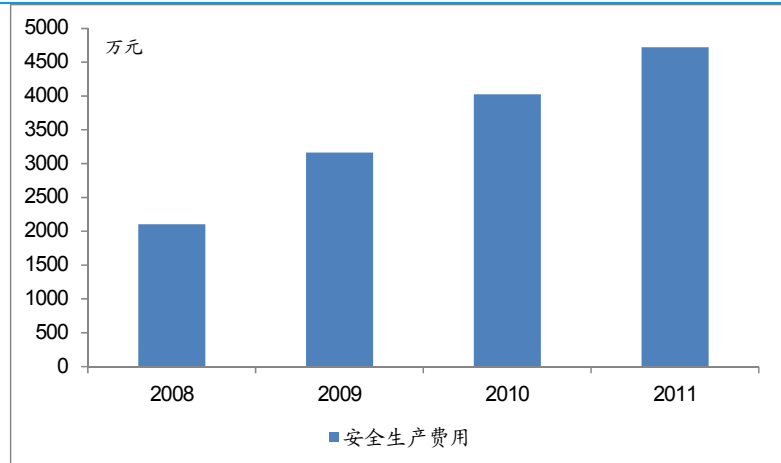
图表18: 2012年9月底以来公司丙烯酸及酯调价情况 (元/吨)

日期	丙烯酸	丙烯酸丁酯	丙烯酸甲酯	丙烯酸乙酯	丙烯酸异辛酯
2012年9月29日价格	12500	15700	13300	14300	17300
2012/10/8	+1000	+500	+500	+500	+500
2012/10/12		+500	+500	+500	+500
2012/10/15	+500	+500	+500	+300	+300
2012/10/17	+500	+500	+500	+300	+300
2012/10/18	+500	+500	+500	+300	+300
2012/10/22	+1000	+300	+1000	+300	+300
2012/10/26	+500	+500	+500	+500	+500
2012/11/1	+500	+500	+500	+500	+500

来源: 百川资讯、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用的研究报告服务商
www.jztzw.net

图表19: 公司安全生产费用专项储备

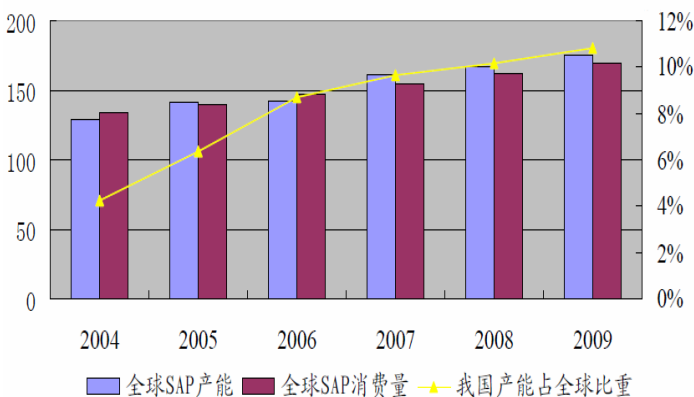


来源: 公司年报、国金证券研究所

募投 SAP 定位高端产品的进口替代, 正接受下游一线客户认证

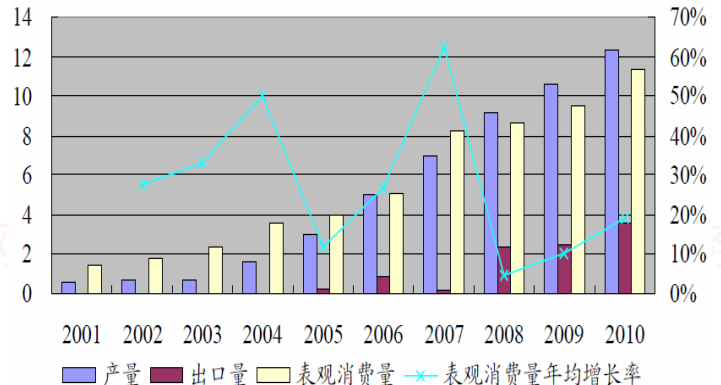
- 高吸水性树脂 (简称 SAP) 能吸收相当于自身重量几百倍甚至几千倍的水分, 是婴儿纸尿裤、妇女卫生巾和成人纸尿裤的核心原料, 其中交联的聚丙烯酸 (盐) 类 SAP 因其优良的综合性能, 产量占世界 SAP 总产量的 80% 以上。2010 年全球 SAP 产能达 177.6 万吨, 和消费量基本平衡, 其中美国、西欧和日本占全球总产能的 80%, 这些地区的 SAP 需求每年保持 4%-5% 的稳定增长。而在中国, 随着人们生活水平的提高, 2001-2010 年 SAP 表观消费量年均复合增长率达 27.27%, 目前每年有 11-12 万吨。随着婴儿纸尿裤等卫生用品在农村地区渗透率的提高, 以及城市地区人口老龄化带来的成人纸尿裤等护理用品需求量的增加, 我国 SAP 市场需求仍将维持高增长态势。资料显示, 我国婴儿尿布的市场渗透率 2005 年才达到 9%, 成人失禁用品则更低, 若婴儿全部采用纸尿裤护理 (按 2005 年 4040 万人计算), 则需消耗 SAP 84 万吨/年, 若 12% 的老年人口需要护理 (按 2005 年 1205 万人计算), 则需消耗 12.3 万吨/年, 市场空间十分巨大。

图表20: 全球 SAP 供需情况 (万吨)



来源: HS International Consulting、国金证券研究所

图表21: 我国 SAP 供需情况 (万吨)



来源: 海关总署、全球 SAP 行业市场研究报告、国金证券研究所

图表22: 全球SAP产能(2010年,万吨)

公司	地区	生产能力(万吨)
日本触媒	日本	32
	美国	6
	欧洲	6
	中国	3
	合计	47
赢创德国赛	美国	21.5
	欧洲	18.6
	合计	40.1
巴斯夫	美国	18
	欧洲	14
	泰国	2
	合计	34
三大雅	日本	12.5
	中国	6
	合计	18.5
住友精化	日本	9.5
	法国	1.5
	新加坡	5.5
	合计	16.5
台塑	台湾	4
	中国	3
	合计	7
LG化学	韩国	7
其他	中国	7.5

来源: 行业资料、国金证券研究所

- 由于SAP具有生产流程复杂、技术难度高等特点,国内SAP供应大部分被外资企业占据。目前我国SAP产能共计26万吨,除去外资企业的产能合计仅7.5万吨,单线产能低、未形成规模化连续生产、技术相对落后,生产出来的产品仅能提供给低端纸尿裤厂商,并且所需的丙烯酸原料得不到稳定供应,开工率较低。公司SAP项目是运用自主研发技术开发的达到国外先进水平的连续化生产装置,产品旨在进入由日本、欧美垄断的中高端SAP市场,且性价比更高,已建成中试线40-50吨/月,正和恒安等一线纸尿裤厂商进行意向交流,若半年后通过认证、明年中期3万吨顺利投产,则将为公司带来丰厚盈利,预计完全达产可增厚EPS 0.33元。

图表23: 国内卫生用 SAP 主要生产商 (截至 2012 年 10 月)

生产商	产能 (万吨)
三大雅精细化学品 (南通) 有限公司	12.5
日触化工 (张家港) 有限公司	3
台塑吸水树脂 (宁波) 有限公司	3
泉州邦丽达科技实业有限公司	2
浙江威龙高分子材料有限公司	1.5
济南昊月吸水材料有限公司	1.5
唐山博亚树脂有限公司	1.5
安徽华晶新材料有限公司	0.5
泰安市众乐高分子有限公司	0.3
珠海得米化工有限公司	0.2
合计	26

来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表24: 国内卫生用 SAP 扩产计划

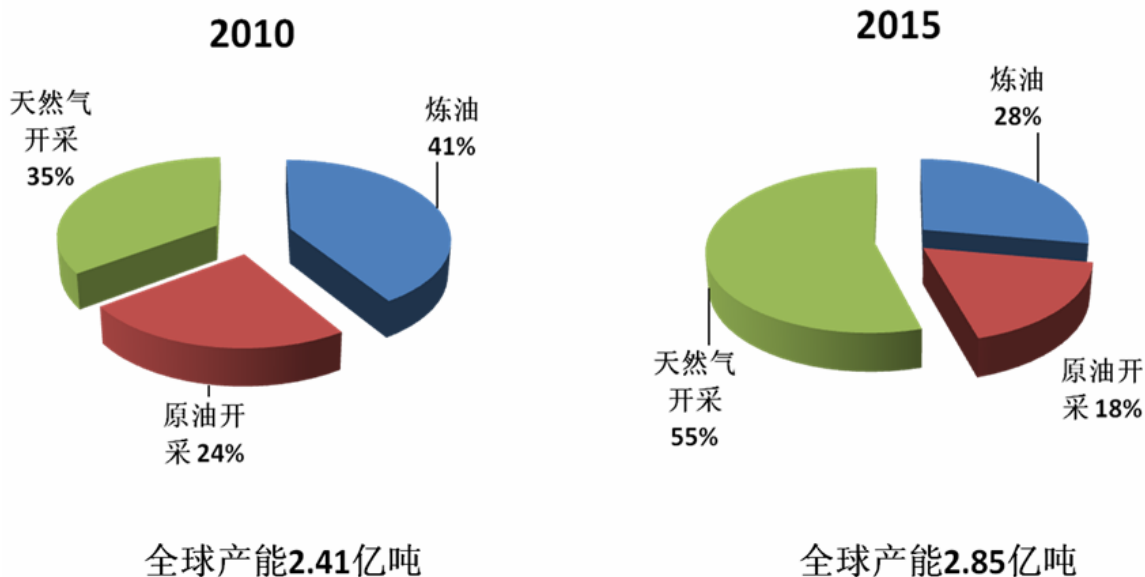
生产商	产能 (万吨)	预计投产时间
上海华谊丙烯酸有限公司	2	原计划 2012 年 6-7 月, 截至目前未报道投产
卫星石化	3	2013 年中期

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

进口丙烷和丙烯存在一定空间价差, 保证公司 PDH 项目盈利

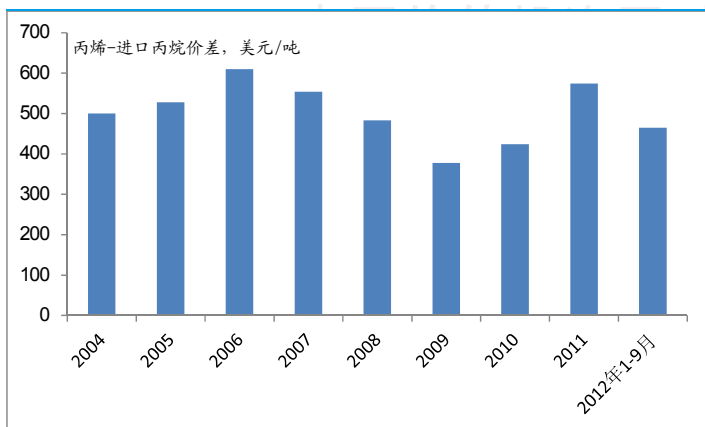
- 公司于 2012 年 1 月收购聚龙石化 100% 股权, 建设 45 万吨丙烷脱氢制丙烯项目, 截至目前已完成核心设备采购, 预计 2013 年底投产, 配套 32 万吨丙烯酸和 30 万吨丙烯酸酯, 同时为原有的 16 万吨丙烯酸、15 万吨丙烯酸酯提供原料。
- 从项目本身的意义来看, 由于丙烯资源日益稀缺, 公司唯有解决原料问题才能保证下游生产并抵御原材料价格波动风险。从技术可行性来看, 目前丙烷脱氢制丙烯 (PDH) 技术是全球唯一实现工业化生产的丙烷增产技术, 全球已投用 16 套, 其中采用美国 UOP 公司工艺的有 11 套, 因此公司选用的 UOP 工艺基本可行, 可以满足 45 万吨级的技术要求。在原料丙烷获取方面, 近年来随着美国页岩气的开发利用, 对中东地区丙烷的需求逐渐减少, 中东有充足的丙烷资源可供出口, 而我国炼油厂丙烷供应量少且分散、硫含量较高, 因此国内 PDH 装置从中东进口丙烷比较适宜; 而在最重要的盈利性上, 由于 PDH 的特点是只用唯一一种原料丙烷生产一种产品丙烯, 该技术的经济性完全取决于丙烷与丙烯的价差, 近几年国内进口丙烷和丙烯的价差维持在 450 美元/吨左右, 其他制造成本及期间费用约 200 美元/吨, 且 2011 年起我国对丙烷、丁烷等资源品实施年度进口暂定税率, 进口关税由 5% 降至当前的 1%, 因此在当前的价差下可以获得不错的收益。

图表25: 全球丙烷丁烷产能分布



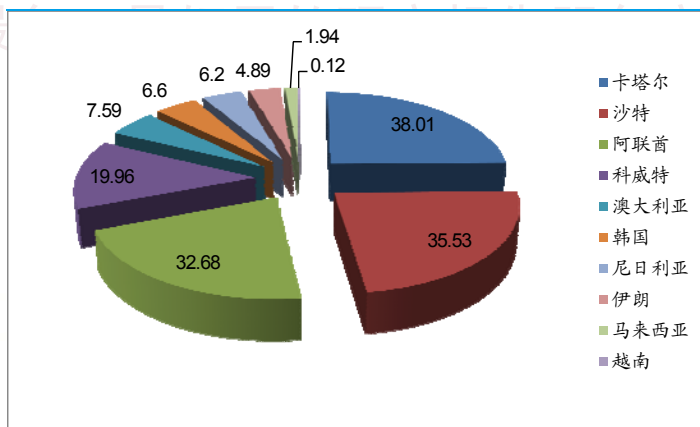
来源: 行业资料、国金证券研究所

图表26: 我国进口丙烷和丙烯价差



来源: 海关总署、化工在线、国金证券研究所

图表27: 我国进口丙烷来源国 (2012年1-9月, 万吨)



来源: 海关总署、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用的研究报告服务商
www.jztzw.net

图表28: 国内拟在建丙烷脱氢项目布局

企业	地点	规模(万吨)	技术来源	投产时间
天津渤化	天津	60	Lummus	2013年
海越股份	宁波	60	Lummus	2013年底
东华能源	张家港	60	UOP	2014年初
东华能源	宁波	132	UOP	拟建
烟台万华	宁波	75	UOP	2013年
三锦石化	绍兴	45	UOP	
卫星石化	平湖	45	UOP	2013年底
美德石化	福建	66	UOP	2014年
长江天然气化工	南通	65	Lummus	
海力化工	大丰	51	UOP	2014年
上海赛科石化	上海		UOP	

来源: 行业资料、国金证券研究所

盈利预测与估值

■ 盈利预测核心假设:

- 丙烯酸及酯销售价格下半年大幅反弹, 而同期原料丙烯价格基本稳定, 因此假设下半年整体毛利率较上半年有所回升; 考虑到 2013 年底丙烷脱氢项目若顺利投产, 原料丙烯可完全自给, 故假设 2014 年整体毛利率有所提高。
- 主要产品的销售量根据项目的最近进展估算而得: 丙烯酸及丙烯酸酯类三期 6 万吨技改项目 2011 年 8 月份投入试生产, 现已正常运行; 3 万吨 SAP 预计明年中期投产; 2.1 万吨颜料中间体预计 2012 年底投入试生产; 45 万吨丙烷脱氢制丙烯预计 2013 年底投入试生产。
- 管理费用占收入比重随着销售规模的扩大逐年下降; 由于公司近几年业务拓展力度加大, 假设营业费用占收入比重有所增加。
- 假设未来保持高新技术企业 15% 的优惠所得税率不变。
- 基于上述假设, 预计 2012-2014 年公司实现收入 29.61、33.40、45.57 亿元, 归属于母公司净利润 4.22、5.28、8.53 亿元, EPS 1.06、1.22、1.90 元/股。
- 估值方面, 我们选取拥有丙烯酸及酯业务的沈阳化工、同样以丙烯为主要原料的滨化股份以及同属石化下游碳四产品的齐翔腾达作为参考公司。剔除沈阳化工异常值, 可比公司 2012 年一致性预测 PE 为 16.49 倍, 按照我们的预测, 本公司 12 年 PE 为 17.66 倍, 高于行业平均。但是考虑到后续丙烯酸提价可能对股价带来催化作用, 给予 3 个月目标价 25 元, 建议买入。

中国价值投资网 最多、最好用的研究报告服务商
www.jztzw.net

图表29: 公司主营业务盈利预测情况

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
(甲基)丙烯酸及酯							
销售收入(百万元)	503.17	576.23	1,001.34	2,459.73	2,388.11	2,459.75	3,382.16
增长率(YOY)		14.52%	73.77%	145.64%	-2.91%	3.00%	37.50%
毛利率	6.22%	17.67%	29.86%	26.70%	22.00%	22.00%	25.00%
高分子乳液							
销售收入(百万元)	340.29	263.34	506.40	670.17	469.12	492.57	517.20
增长率(YOY)		-22.61%	92.30%	32.34%	-30.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.38%	30.49%	30.98%	43.19%	37.00%	36.00%	38.00%
颜料中间体							
销售收入(百万元)	90.74	73.96	100.87	107.67	100.13	204.15	204.15
增长率(YOY)		-18.49%	36.38%	6.75%	-7.00%	103.88%	0.00%
毛利率	22.25%	20.01%	27.38%	21.28%	23.00%	22.00%	24.00%
SAP							
销售收入(百万元)						180.00	450.00
增长率(YOY)							150.00%
毛利率						33.00%	35.00%
运输业务							
销售收入(百万元)	5.41	6.80	8.68	5.14	3.60	3.67	3.74
增长率(YOY)		25.64%	27.66%	-40.77%	-30.00%	2.00%	2.00%
毛利率	13.03%	25.76%	27.56%	22.37%	28.00%	25.00%	25.00%
销售总收入(百万元)	939.60	920.33	1617.28	3242.71	2960.96	3340.15	4557.26
平均毛利率	12.94%	21.59%	30.04%	29.92%	24.42%	24.66%	27.42%

来源: 国金证券研究所

图表30: 可比公司相对估值

股票代码	上市公司	最新收盘价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000698	沈阳化工	4.76	0.32	0.10	0.24	14.88	47.60	19.83
601678	滨化股份	10.42	0.92	0.75	0.85	11.33	13.89	12.26
002408	齐翔腾达	14.32	1.08	0.75	1.15	13.26	19.09	12.45

来源: 同花顺 iFinD 一致性预测、国金证券研究所

风险提示

- 丙烯酸及酯下游建材、纺织等行业需求持续低迷。
- 原料丙烯价格随油价波动, 影响公司产品盈利的稳定性。
- 3万吨 SAP、45万吨丙烷脱氢制丙烯项目进展不达预期。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	1
增持	0	6	8	13	17
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.86	1.88	1.94	1.98

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用的研究报告服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用的研究报告服务商

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用的研究报告服务商

www.jztzw.net