

丙烯酸周期底部待回暖，看好 SAP

卫星石化 (002648.SZ)

推荐 维持评级

分析师: 袁孝锋 ☎: (8621) 20252676 ✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511050001
分析师: 王 强 ☎: (8621) 20252621 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511080002
分析师: 胡 昂 ☎: (8621) 20252671 ✉: huang @chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130512070003

1. 事件

公司发布 2012 年年报, 实现营收 31.62 亿元, 同比下降 2.64%; 实现归属于上市公司股东净利润 4.22 亿元, 同比下降 32.96%, 实现每股收益 1.06 元, 与我们预期一致。

2. 我们的分析与判断

(一)、2012 年丙烯酸及酯产品价格下滑致使公司业绩同比下降

自 2011 年三季度开始, 受大宗产品价格下降, 原油价格波动的影响, 丙烯酸及酯的产品价格开始回落; 特别是 2012 年, 国外由于欧洲债务危机、美国经济复苏乏力, 国内宏观经济增速下台阶, 国内外较为严峻的经济形势造成了下游行业发展不稳定、下游需求未见起色; 2012 年全年除了四季度由于日本触媒爆炸而使丙烯酸有一波较大的行情之外, 丙烯酸及酯产品价格总体较弱, 公司的丙烯酸、丙烯酸甲酯、丙烯酸丁酯等主要产品均价同比 2011 年下滑 30% 左右, 而同时原料丙烯的下滑幅度不到 10%。

另一方面, 2012 年丙烯酸产能投放很大, 江苏裕廊化工、中海油惠州、江苏句容化工、江苏三木集团等新增产能先后投产, 丙烯酸产能增长近 40%, 致使 2012 年丙烯酸及酯跌入周期底部。在此情况下, 尽管由于公司 2011 年投产的丙烯酸及酯二期、三期项目在 2012 年完全达产, 丙烯酸及酯的产销量同比明显增长 (我们估计丙烯酸和酯销量分别约为 5 万吨和 16 万吨), 仍抵不住毛利率的下滑; 2012 年公司丙烯酸链产品的毛利率下降约 6 个百分点至 20.74%。

2013 年年底, 国内丙烯酸新增产能较少, 尽管明后两年新增产能较多; 总体来看, 我们预计 2013 年丙烯酸及酯有望比 2012 年明显回暖。

(二)、公司将建成完善的 C3 一体化产业链

(1) 今年 2 月, 公司完成募投项目友联化工有机颜料中间体项目, 颜料中间体产能从 1.0 万吨增加到 3.1 万吨;

(2) 今年年中, 3 万吨 SAP (超吸水性树脂) 将建成投产, 按照目前中试产品试销的保守估计, 毛利率也在 50% 左右, 项目达产有望提升公司估值水平;

(3) 今年年底, 45 万吨 PDH (丙烷脱氢) 将建成投产, 公司将成为国内第一批建成丙烷脱氢项目的公司之一, 并将打通“丙烷-丙烯-丙烯酸-SAP/丙烯酸酯”的 C3 完整产业链, 成为国内第一家丙烯链功能性高分子材料供应商;

(4) 今年年底, 32 万吨丙烯酸、30 万吨丙烯酸酯项目将建成投产, 公司丙烯酸总产能将达到 48 万吨、成为国内第二大丙烯酸及酯生产商 (仅次于江苏裕廊化工), 同时可消化丙烯约 35 万吨, 建成完善的 C3 一体化产业链。

(三)、看好SAP，将受益二胎政策调整

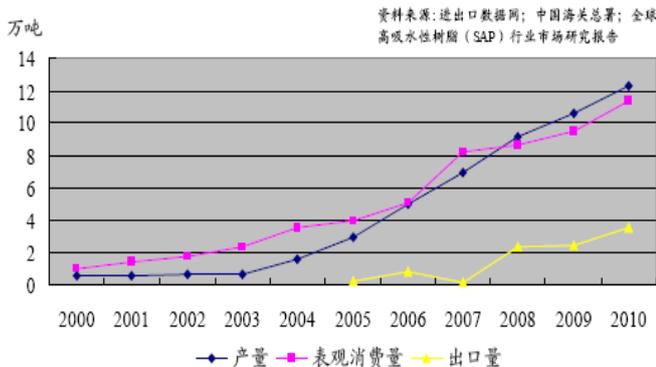
我国实行计划生育独生子女政策已经30多年了，现在的生育水平已大幅度下降，劳动年龄人口开始负增长，因此，独生子女政策的调整也是顺理成章了。原则上计划生育政策是一个国策，应该长期坚持不变，但是计划生育政策并不意味着一定是一胎化政策。人口也要和经济社会发展、和资源环境相适应。所以，二胎制政策应该是调整的一个方向。

我国婴儿纸尿裤需求近年来保持20%以上的较快增长，2010年全国婴儿纸尿裤消费量接近140亿片；据生活用纸行业协会的预测，2岁以下婴儿人均需用纸尿裤按照3片/天的保守计算，到2020年我国婴儿纸尿裤消费量将接近300亿片，将是2010年的一倍以上；若按照6片/天的相对乐观估测，到2020年消费量将有3-4倍的增长。

我国现行制度规定能生“二胎”的情况主要包括：双方均为独生子女，只生育一个子女的；农村夫妻一方是独生子女，只生育一个子女的；农村夫妻只生育一个女孩的；若一方独生子女放开二胎的话，婴儿纸尿裤消费量将获得更大地增长。

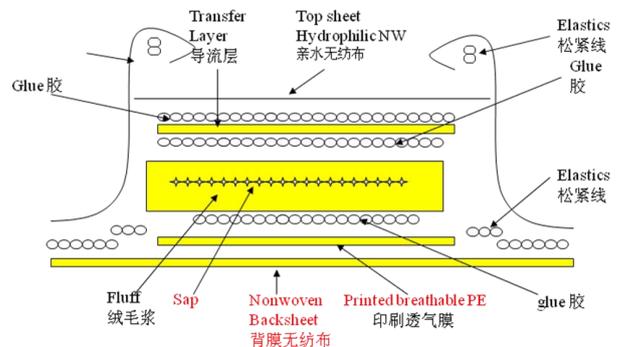
高吸水树脂(SAP)是一种新型功能高分子材料，最基本的性能是它具有能吸收比自身重百倍甚至上千倍的水，吸水后能成为一种胶状体，具有一定的强度和保水性，不溶于水，也不溶于有机物，却有着奇特的吸水性能；由于SAP吸收率高、吸液量大、保液性好、且安全无毒和重量轻等优点，在婴儿纸尿裤、妇女卫生巾及成人失禁垫等方面得到广泛应用，取代了传统的吸液材料。SAP最具规模的应用领域就是卫生行业，用于这方面的产品按其用量大小次序是婴儿纸尿裤、儿童训练裤、成人失禁用品和妇女卫生巾；其中高吸水性树脂用于婴儿纸尿裤等个人卫生用品约占95%；纸尿裤重30-40g/片，含SAP一般为8-12g，按平均10g/片、3万元/吨估算，SAP占纸尿裤的成本高达约0.3元/片。

图 1：我国SAP销量快速增长



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：尿不湿产品结构



资料来源：中国银河证券研究部

成人失禁用品是SAP下游会显著增长的又一领域。我国已步入老龄化社会，参照日本有关资料，65岁以上老人需护理的占12%，则我国的老人护理才刚开始起步；目前我国成人失禁用品的消费总量超过5亿片，若按照人均日用量3片计算，市场渗透率仅为3%左右，未来潜在空间比较大。

3. 投资建议

公司到今年底，有望成为打通“丙烷-丙烯-丙烯酸-SAP/丙烯酸酯”完善的C3一体化产业链的国内第一家丙烯链功能性高分子材料供应商；业绩迎来显著的成长，估值水平也有望得到提升；我们预计公司2013-2014年EPS分别为1.28元和1.83元，维持“推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、王强、胡昂，石化和化工行业证券分析师。3人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn