

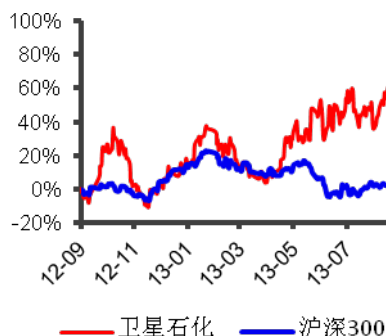
2013年9月16日

研究员: 高高
 执业证书编号: S0910513070002
 电话: 021-62448089
 Email: gaogao@casstock.com

卫星石化(002648): 2014年业绩进入释放期, 近期股价催化因素较多

评级: 增持

股价表现:



相关报告:

《卫星石化(002648)年报点评: 在深耕丙烯酸产业链的路上阔步前进》2013/4/1

《卫星石化(002648)中报点评: 净利下滑6.37%符合预期, 纵横扩张为增长蓄力》2013/8/15

- ◆ 较为集中的股权结构和高效率的公司治理使得卫星石化具备做大做强的基因。公司高层发展战略清晰, 借助于地理位置优势和成本控制优势, 深挖丙烯酸产业链, 在横向上产能快速扩张, 在纵向上分别在丙烷脱氢制取丙烯和SAP(高吸水树脂)两个领域进行上下扩张。对中层采取贡献与报酬相匹配的方式进行有效激励。对于基层培训教育, 注重员工长远发展, 产学研结合效果较好。
- ◆ 卫星石化竞争优势突出。2012年以来卫星石化的毛利率要高出8-9个百分点, 我们采用跟踪的丙烯酸和丙烯酸丁酯的行业均价来进行测算, 卫星石化的吨成本要比部分同行低1000元左右。在大宗化学品行业, 这样的成本差异具有重要的意义, 这意味着在同行处于盈亏平衡状态无法满负荷生产时卫星石化依旧能顺利出货并获得一定的利润空间。我们分析卫星石化的成本优势来源, 除了良好的公司治理对成本进行严格的管控外, 还有很重要的因素就是地理位置和技术工艺。
- ◆ 2014年公司进入业绩释放期。目前在建的32万吨丙烯酸和30万吨丙烯酸酯项目预计会在2013年年底投产, 届时在目前产能基础上将增加两倍; 45万吨丙烷脱氢项目(PDH)预计于2014年1季度投产; 向下扩张建设3万吨SAP项目, 目前SAP已经实现自动控制的连续化生产, 正在进行产品稳定性的调试满足高端客户的需求。丙烯酸及酯的产能扩张将极大的带动公司的业绩, 而丙烷脱氢项目的建成将使得公司丙烯酸的成本优势进一步加大, 这使得竞争对手贴近成本线生产时公司仍能获得不错的盈利空间。
- ◆ 我们预计公司2013年、2014年的每股收益分别为0.96、1.75元, 对应的动态PE水平分别为28.6、15.7倍。基于历史PE-band, 按18-20倍估值, 基于2014年业绩给予6-12个月目标价31.5-35元, 给予增持评级。
- ◆ 近期可能的催化剂有: (1) 金九银十迎来化工下游旺季, 丙烯酸及酯价格处于高位, 卫星石化三季度业绩环比改善超预期。(2) 三中全会前夕对生育政策变革的期待以及对于人口老龄化相关产业的关注。(3) 国内第一套PDH项目-天津渤化石化有限公司60万吨丙烷脱氢项目的投产, 若顺利开工将带动市场对于PDH的信心。
- ◆ 风险提示: 公司项目进度低于预期, 竞争对手加快步伐。

目 录

一、深耕丙烯酸产业链的战略清晰	4
二、成本优势保障丙烯酸大幅扩产下能顺利放量	6
（一）竞争者成本优势比较	6
（二）现有地理优势和技术优势	8
（二）丙烯项目向上游延伸扩大成本优势	9
三、丙烯酸行业再理解	10
（一）全球丙烯酸高集中度，产能逐步向亚洲转移	10
（二）国内丙烯酸集中度较高，新增产能较多，竞争力存差异	12
（三）基于婴儿潮和人口老龄化看好 SAP 在纸尿裤的应用前景	15
四、盈利预测与投资建议	18

图表目录

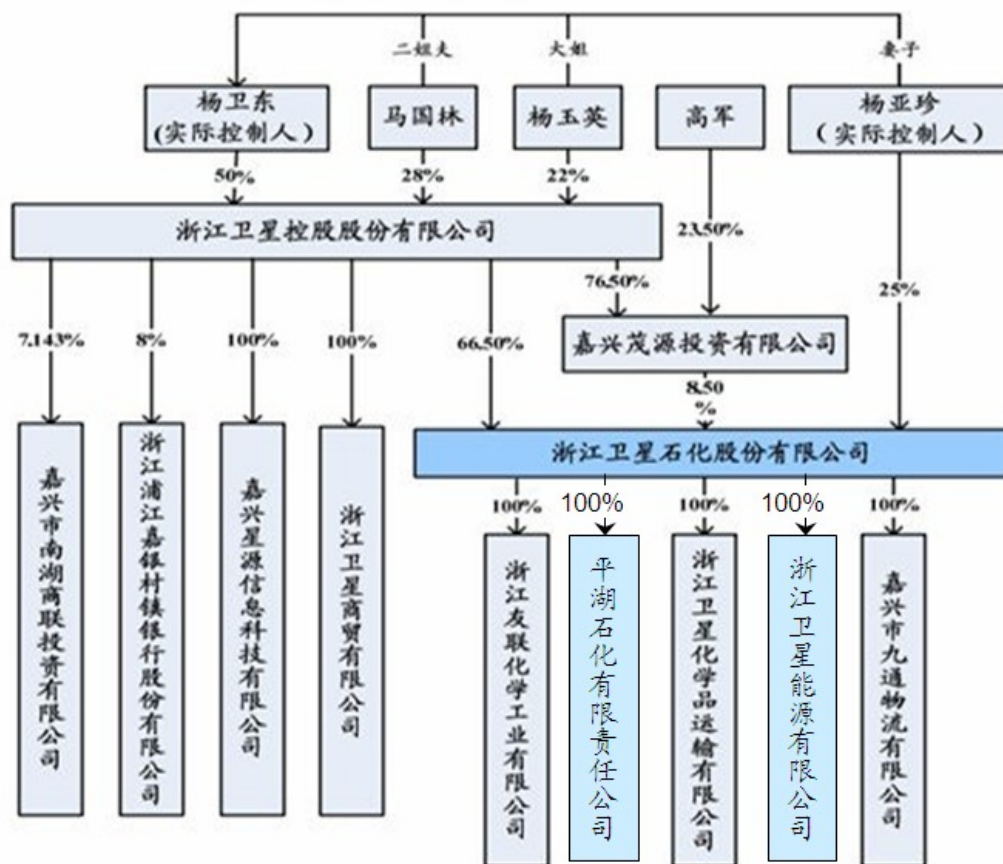
图表 1: 卫星石化股权结构	4
图表 2: 卫星石化产品链介绍	5
图表 3: 卫星石化主要产品应用	6
图表 4: 卫星石化产能变化进展	6
图表 5: 国内各厂商丙烯酸报价	7
图表 6: 国内各厂商丙烯酸丁酯报价	7
图表 8: 嘉兴位于长三角经济圈, 濒临海港	8
图表 9: 海陆运输便捷	8
图表 12: 丙烷脱氢项目毛利测算	9
图表 13: 2012 年全球丙烯酸产能 554 万吨, 前六大公司占比 66.5%	11
图表 14: 2011 年全球丙烯酸及酯产能统计	11
图表 15: 2012 年中国丙烯酸产能达到 174 万吨, 前九大公司占比 86.8%	13
图表 16: 国内外丙烯酸行业扩产情况	14
图表 17: SAP 需求增速 有望保持 20%-30%的水平	15
图表 18: 全球 SAP 产能分布	17
图表 19: 中国 SAP 产能分布	17
图表 20: 盈利预测重要假设	18

一、深耕丙烯酸产业链的战略清晰

较为集中的股权结构和高效率的公司治理使得卫星石化具备做大做强的基因。

公司股权较为集中，董事长杨卫东及其家族成员对公司有绝对控股权，拥有良好的执行力。公司董事长、总经理分别于1968年和1964年出生，均为浙大EMBA结业，拥有高级经济分析师职称和丰富的化工生产经营检验。公司高层发展战略清晰，借助于地理位置优势和成本控制优势，深挖丙烯酸产业链，在横向上产能快速扩张，在纵向上分别在丙烷脱氢制取丙烯和SAP（高吸水树脂）两个领域进行上下扩张。对中层采取贡献与报酬相匹配的方式进行有效激励，核心员工较为稳定。对于基层培训教育，注重员工长远发展，公司和嘉兴学院进行合作，对员工开展学历教育，产学研结合效果较好。

图表 1：卫星石化股权结构



资料来源：隆众石化，航天证券研发部

卫星石化主营丙烯酸及酯业务，并纵横深耕产业链。

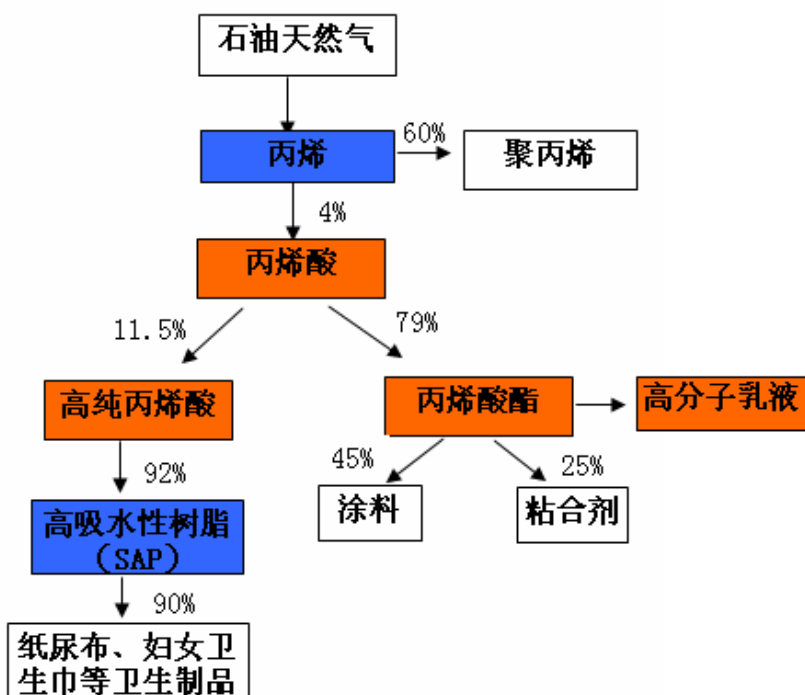
公司的发展愿景是：通过产业链一体化、优化业务流程、细化全面考核和完善信息化管理等措施，构建产品和管理竞争力，向客户提供“品质一流、产品齐全、服务全面、供货及时”的绿色高分子新材料及其制造原料，成为一家“拥有业务领先的丙烯酸及丙烯酸酯特色产业链”的大型股份制企业。

丙烯酸及酯是公司的第一大主营业务，2013年中报显示该业务在公司的总收入和毛利中分别占比83.20%和73.31%。截止2013年中期，公司有20万吨丙烯酸年产能（16万吨粗酸，4万吨精酸产能）、15万吨丙烯酸酯年产能、1.8万吨甲基丙烯酸年产能。未来公司还有进一步扩张的计划，目前在建的32万吨丙烯酸和30万吨丙烯酸酯项目预计会在2013年年底投产。

高分子乳液和颜料业务为公司提供稳定的现金流。目前公司拥有11万吨高分子乳液年产能和2.1万吨的颜料年产能，暂无扩张计划。

公司深挖丙烯酸产业链，目前正分别向上游扩张建设45万吨丙烷脱氢项目（PDH），预计于2014年1季度投产；向下扩张建设3万吨SAP项目，目前SAP已经实现自动控制的连续化生产，正在进行产品稳定性的调试满足高端客户的需求。

图表 2：卫星石化产品链介绍



注：橙色部分为公司目前在生产产品，蓝色部分为公司规划拓展的环节。

资料来源：公司公告，航天证券研发部

图表 3：卫星石化主要产品应用



- **丙烯酸**：主要用于生产丙烯酸酯、高吸水树脂等。
- **丙烯酸酯（甲酯、乙酯、丁酯）**：广泛应用于医药、皮革加工、造纸业、粘合剂、涂料等工业。



- **高吸水树脂（SAP）**：主要用于普通、超薄纸尿裤和卫生巾。



- **高分子乳液**：包括纺织浆料、织物涂层胶及胶片、水性胶、植绒胶、增稠剂等。主要应用于各类涤纶丝及其它疏水纤维的上浆，各种服装面料、里料、箱包布、伞面布的涂饰整理。



- **颜料中间体**：包括2B油、2B酸、2B酸钠盐、4B酸。主要作为中间体用于合成有机颜料，也用于生产涂料、农药及有机中间体，

资料来源：公司官网，航天证券研发部

图表 4：卫星石化产能变化进展

	2011	2012	2013	2014	备注
丙烯酸（万吨）	16	16	16	48	新增 32 万吨产能预计于 2013 年年底建成
丙烯酸酯（万吨）	16.8	16.8	16.8	46.8	新增 30 万吨产能预计于 2013 年年底建成
高分子乳液（万吨）	11	11	11	11	市占率较高，产销都比较平稳
颜料（万吨）	1.03	1.03	2.1	2.1	2013 年上半年旧装置升级为 2.1 万吨，产能逐步释放
SAP（万吨）			3	3	3 万吨产能于 2013 年 7 月开始连续化生产，目前在进行稳定性调试
丙烯（PDH，万吨）				45	2013 年一季度有望投产

资料来源：公司官网，航天证券研发部

二、成本优势保障丙烯酸大幅扩产下能顺利放量

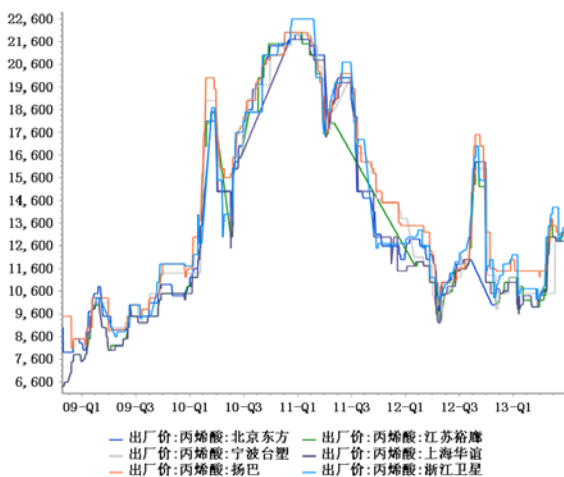
（一）竞争者成本优势比较

丙烯酸及酯属于大宗化学品，价格较为透明，各厂商报价差别不大，但与同

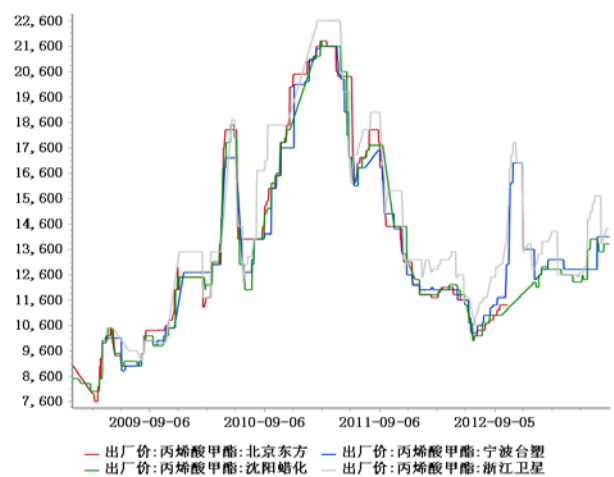
行相比，2012年以来卫星石化的毛利率要高出8-9个百分点，我们采用跟踪的丙烯酸和丙烯酸丁酯的行业均价来进行测算，如图表7所示，卫星石化的吨成本要比沈阳化工低1000元左右。

在大宗化学品行业，这样的成本差异具有重要的意义，这意味着在同行处于盈亏平衡状态无法满负荷生产时卫星石化依旧能顺利出货并获得一定的利润空间。

图表 5: 国内各厂商丙烯酸报价



图表 6: 国内各厂商丙烯酸丁酯报价



资料来源：航天证券研发部整理

资料来源：航天证券研发部整理

图表7: 卫星石化产能历年变化情况

	2012 年上半年	2012 年下半年	2013 年上半年
吨均价 (元)	12895	13460	12068
沈阳蜡化毛利率	9.9%	11.7%	11.5%
吨毛利 (元)	1277	1573	1390
吨生产成本 (元)	11618	11887	10678
浙江卫星石化毛利率	18.28%	20.74%	20.09%
吨毛利 (元)	2357	2792	2424
吨生产成本 (元)	10538	10668	9644

资料来源：航天证券研发部整理

（二）现有地理优势和技术优势

我们分析卫星石化的成本优势来源，除了良好的公司治理对成本进行严格的管控外，还有很重要的因素就是地理位置和技术工艺。

卫星石化所在的嘉兴市本身有深水良港乍浦港，以港区为中心，在300公里半径范围内，包括了上海、杭州、南京、苏州、无锡、宁波等15个大中城市和十个沿海、沿江港口，该半径范围内创造的国内生产总值（GDP）占全国的20%以上，其港口货运吞吐量占全国的60%。商圈内还拥有浙江长兴轻纺城、浙江南方纺织城、义乌小商品城、绍兴中国轻纺城、中国东方丝绸市场等专业市场，交通便利，地理位置优越。公司依托卫星运输这一物流平台，为区域内的中小客户提供快捷、安全的服务，并为自身原材料采购提供配套。与国内北方地区的行业企业相比，公司拥有客户群体集中、运输成本较低的竞争优势。

图表 8: 嘉兴位于长三角经济圈，濒临海港



图表 10: 陆路运输网络健全



图表 9: 海陆运输便捷



图表 11: 形成化工产业集群



资料来源：嘉兴相关政府及企业网站，航天证券研发部整理

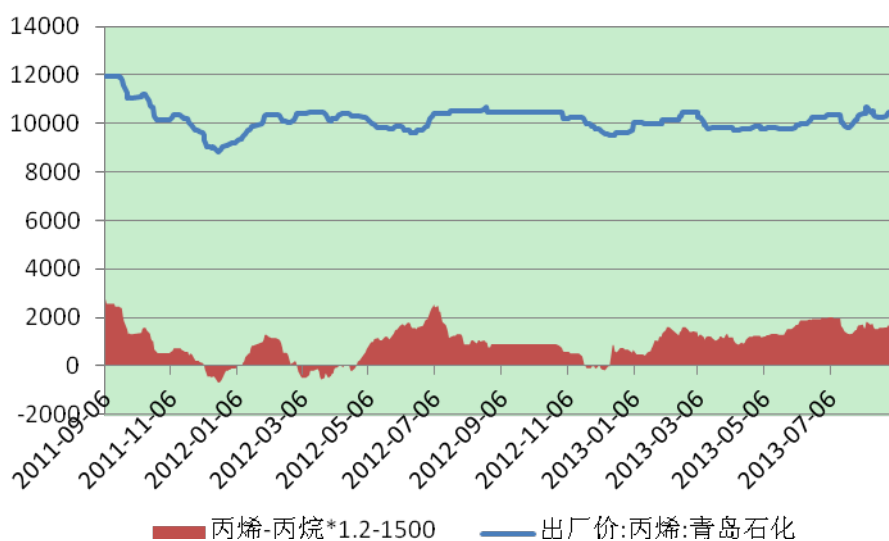
另一个优势来自于工艺技术的优势。公司在招股说明书中称“公司开发的丙烯氧化直接合成丙烯酸新技术，产品收率比行业平均水平高出 3%，能大幅降低原料丙烯的消耗；丙烯酸丁酯酯化技术采用酯化催化剂复配技术和循环反冲洗酯化工艺，使丙烯酸转化率达 98.50%以上，明显高于国内已知的同类酯化反应工艺。”我们测算仅丙烯酸单耗丙烯相对于0.75吨的水平节约0.05吨的话，每吨丙烯酸成本就能节约约500元。

（二）丙烯项目向上游延伸扩大成本优势

45万吨丙烷脱氢项目正全速推进，目前18万方储罐（6x3）已经建设完成，3台60000立方米双层冷冻罐正在抓紧组装，公用工程和配套进程过半，主体设备陆续到货安装，操作人员全面进入培训阶段，我们预计最快年底前完成主要建设，顺利的话明年一季度有望试车。卫星石化有望成为最先建成PDH项目的上市公司之一。

我们对丙烷脱氢项目进行毛利测算，针对UOP公司的Oleflex工艺，按照单耗1.2吨丙烷，1500元（约250美元）的制造费用，以青岛石化的丙烯和丙烷报价作为国内价格标杆进行计算，丙烷脱氢吨毛利呈现一定的波动，近两年的均值为956元/吨，均值上下基本也是吨毛利波动的核心区间。

图表 12: 丙烷脱氢项目毛利测算



资料来源：隆众石化，航天证券研发部

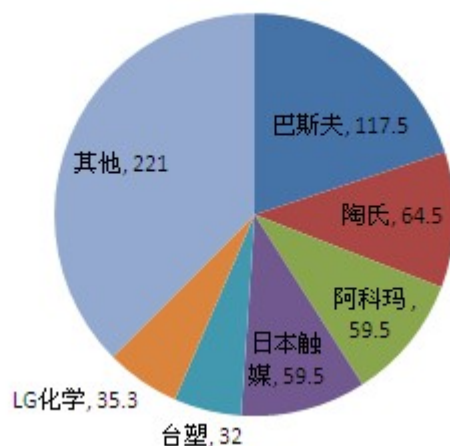
45万吨丙烷脱氢项目在2014年一季度顺利投产的情况下，32万吨丙烯酸和30万吨丙烯酸酯在2013年年底达产后，2014年全年的丙烯基本能自给自足，丙烷脱氢将直接为丙烯酸带来3.22亿元的毛利空间。

三、丙烯酸行业再理解

（一）全球丙烯酸高集中度，产能逐步向亚洲转移

全球丙烯酸及酯行业的集中度较高。截至2012年底全球共有丙烯酸产能554万吨，全球前六大丙烯酸及酯生产企业巴斯夫、陶氏、阿科玛、日本触媒、台塑、LG化学丙烯酸产能合计占到66.5%。目前六大巨头的丙烯酸业务动向如下：

- 巴斯夫2011年开始在巴西巴伊亚州Camacari新建一家世界的生产厂，生产丙烯酸(16万吨)、丙烯酸丁酯和SAP，预计将于2014年第四季度建成投产。巴斯夫还计划于2015年在圣保罗Guaratinguetá现有一体化化工装置区内建成投产一套丙烯酸-2-乙基己酯装置。
- 陶氏化学在前几年已经闲置了旗下30%的丙烯酸产能，计划出售旗下位于得克萨斯州的丙烯酸和酯类业务。
- 日本触媒在日本新建一套8万吨丙烯酸装置，预计在2013年5月完成机械安装，同年8月达到开工条件。日本触媒公司还在印尼芝勒贡的工厂内新建一套相同的丙烯酸装置，预计2013年8月投产。此外，公司正在芝勒贡新建一套9万吨的超吸水聚合物（SAP）装置。
- 韩国LG公司目前正在韩国丽水建设新的丙烯酸及酯一体化生产装置，包括16万吨酯化级丙烯酸装置、12万吨高纯丙烯酸装置、3万吨丙烯酸丁酯装置和7万吨SAP装置。该一体化装置计划2012年下半年建成投产。届时LG公司在韩国丽水的CAA装置总产能将达到36万吨。
- 台塑公司正在宁波建设一套新的丙烯酸及酯类生产装置，预计2014年建成投产。装置包括CAA 16万吨、GAA 6万吨和丙烯酸丁酯(BA) 12万吨。这套装置建成后，台塑公司在宁波的CAA总产能将达到32万吨。

图表 13: 2012 年全球丙烯酸产能 554 万吨，前六大公司占比 66.5%


资料来源：中国化工信息中心，航天证券研发部

图表 14: 2011 年全球丙烯酸及酯产能统计

公司	地址	CAA	CAE
美国			
StoHaas Monomer	美国(得克萨斯州迪尔帕克)	16.50	0
American Acryl	美国(得克萨斯州帕萨迪纳)	12.00	6.00
阿科玛	美国(得克萨斯州克利尔莱克)	32.00	19.50
陶氏化学	美国(得克萨斯州迪尔帕克)	41.00	41.00
陶氏化学	美国(路易斯安娜州塔夫特)	11.00	18.00
巴斯夫	美国(得克萨斯州弗里波特)	23.00	18.00
巴西			
巴斯夫	巴西	0	5.00
Proquigel	巴西	0	3.00
德国			
巴斯夫	德国(路德维希港)	30.50	38.00
StoHaas Monomer	德国(马尔)	26.50	6.00
陶氏化学	德国(伯伦)	8.00	6.00
日本			
出光石化	日本爱知县	5.00	5.00
三菱化学	日本(三重县)	11.00	11.50
日本触媒	日本(姬路)	46.00	13.00
大分化学	日本(大分县)	6.00	0
韩国			
LG 化学	韩国(丽珠)	6.50	0
LG 化学	韩国(丽川)	12.80	23.00
中国			
台塑集团	台湾麦寮	10.00	10.00

	宁波	16.00	20.00
	台湾高雄	6.00	10.00
北京东方	北京	8.00	8.00
吉林石化	吉林	2.72	3.50
上海华谊	上海	23.00	26.00
江苏裕廊	江苏盐城	20.50	19.00
扬子巴斯夫	南京	16.00	15.50
浙江卫星	嘉兴	16.00	21.00
沈阳蜡化	沈阳	8.00	12.00
山东开泰	山东淄博	3.00	0.60
山东正和	山东广饶	3.40	6.00
兰州石化	兰州	8.00	10.00
其他地区			
陶氏化学	墨西哥	4.50	5.50
阿科玛	法国(卡林)	27.50	27.00
巴斯夫	比利时(安特卫普)	32.00	15.00
Hexion	捷克(索科洛夫)	5.50	6.00
西布尔(Sibur)	俄罗斯(捷尔任斯克)	2.50	4.60
Sasol Acrylates	南非(萨索尔堡)	8.00	11.50
日本触媒	新加坡	7.50	8.00
日本触媒	印尼(芝勒贡)	6.00	10.00
BASF Petronas	马来西亚(关丹)	16.00	16.00
合计		537.92	478.2

CAE 为酯化级丙烯酸, CAE 为丙烯酸酯

资料来源: 中国化工信息中心, 航天证券研发部

(二) 国内丙烯酸集中度较高, 新增产能较多, 竞争力存差异

截止2012年国内共有166万吨丙烯酸产能, 其中前九大公司占比达到86.8%。

除卫星石化外, 国内主要公司的丙烯酸业务动向如下:

- 江苏裕廊化工是目前国内最大丙烯酸厂家, 其母公司昇立化工为新加坡上市公司。2013年1季度新增16万吨产能投产后, 裕廊化工丙烯酸的总产能达到52万吨/年, 其中冰晶丙烯酸26万吨/年(泰兴工厂16万吨/年, 响水工厂10万吨/年); 泰兴第三条16万吨/年丙烯酸生产线预计2014年建成, 届时公司丙烯酸年产能将达到68万吨。目前公司响水基地20万吨/年丙烷脱氢项目正在建设中, 预计10月投产, 泰兴基地正在设计80万吨/年丙烷脱氢制丙烯项目, 以确保泰兴基地原料的供应。丙烯酸及酯的产能负荷较低, 2012年丙烯酸及酯的毛利率为11.0%, 2013年中期丙烯

酸及酯的毛利率为14.2%。

- 上海华谊目前拥有年产23万吨丙烯酸、27万吨丙烯酸酯的能力, 是华谊集团与中石化高桥石油化工公司按9:1出资比例共同组建的化工生产企业, 华谊集团是上海市国资委旗下企业, 控股多家化工上市公司。
- 江苏三木集团是专业从事涂料用树脂(溶剂)和树脂原料研发、生产以及配套铜和电缆生产与销售的大型集团企业, 在行业中素有“涂料用树脂王国”之称, 年收入超百亿。其丙烯酸酯项目无丙烯原料配套。
- 烟台万华是国内主要生产MDI的上市公司, 万华正在规划一系列化工项目, 包括30万吨丙烯酸项目和60万吨丙烷脱氢制丙烯项目, 其中丙烯酸项目预计2014年可建成投产。
- 扬子巴斯夫拥有16万吨产能, 属于国内第一方阵企业; 2012年9月宣布19万吨丙烯酸的扩产计划, 预计2014年初建成投产。
- 宁波台塑拥有16万吨产能, 装置开工负荷仅4~6成左右; 其他如沈阳化工、中海油惠州、兰州石化等均隶属于大型石化集团, 丙烯酸及酯在公司整体业务中占比不大, 经营缺乏一定的灵活性。

图表 15: 2012 年中国丙烯酸产能达到 174 万吨, 前九大公司占比 86.8%



资料来源: 中国化工信息中心, 航天证券研发部

全球来看, 2012年需求在450万吨左右, 按照5%的平均增速, 每年能新增20-25万吨的需求, 预计这一增量需求的主体部分将来自于亚太地区。目前国内丙烯酸处于进出口平衡的局面, 2012年国内丙烯酸进口5.3万吨, 出口6.9万吨, 表观需求约为118万吨, 同比增速为8.7%。城镇化进展使得国内丙烯酸需求增速具有良

好的支撑, 按照这一增速水平, 其中国内新增丙烯酸的需求在10-15万吨。

仅从2012年国内外需求产能对比来看, 丙烯酸行业竞争已然激烈, 2012年全球闲置丙烯酸产能约100万吨, 国内闲置40万吨左右。未来三年由于产能增速大于需求增速, 竞争将进一步白热化, 一方面目前能正常生产但竞争力靠后的企业将逐渐面临不能正常开工的压力, 另一方面新增产能中也会因为竞争力较弱而出现项目投产延迟或超低负荷的局面。

图表 16: 国内外丙烯酸行业扩产情况

	新增产能 (万吨)	预计投产时间	项目所在地
巴斯夫	16	2014 年底	巴西
日本触媒	16	2013 年	日本 8 万吨, 印尼 8 万吨
LG 化学	16	2012 年	韩国丽水
东亚合成	8	2013 年 5 月	日本
国外合计	56		
江苏裕廊	32	2012 年、2013 年年初	泰兴
台塑	16	2014 年初	宁波
扬子巴斯夫	19	2014 年	南京
卫星石化	32	2013 年底	嘉兴
江苏三木	8	2012 年底	宜兴
齐鲁石化开泰	8	2013 年	山东
中海油惠州	14	2012 年 9 月	惠州
烟台万华	32	2014 年、2015 年	烟台
万州石化	8	2013 年	南通
中石油四川	16	2013 年	彭州
神华陶氏	16	2015 年	榆林
国内合计	201		

资料来源: 中国化工信息中心, 航天证券研发部

竞争力分析仍是卫星石化丙烯酸项目能否顺利实现盈利增长的关键因素。据化工在线的统计, 2009年底至2010年阿科玛、陶氏、巴斯夫都遭遇了不可抗力, 去年9月日本触媒装置发生了爆炸, 今年6月巴斯夫位于德国的装置又遭遇了不可抗力, 加上华谊装置发生了爆炸, 这些突发事件都引发了丙烯酸市场的供应短缺、价格暴涨。同国际巨头相比, 卫星石化的装置一直运行比较安全, 体现了其精细化管理的优势。同国内企业相比, 除了前面提到的地理优势和技术优势外, 公司强调在生产过程中进行检修, 生产稳定, 这也使得公司装置一直处于较高符合的水平。

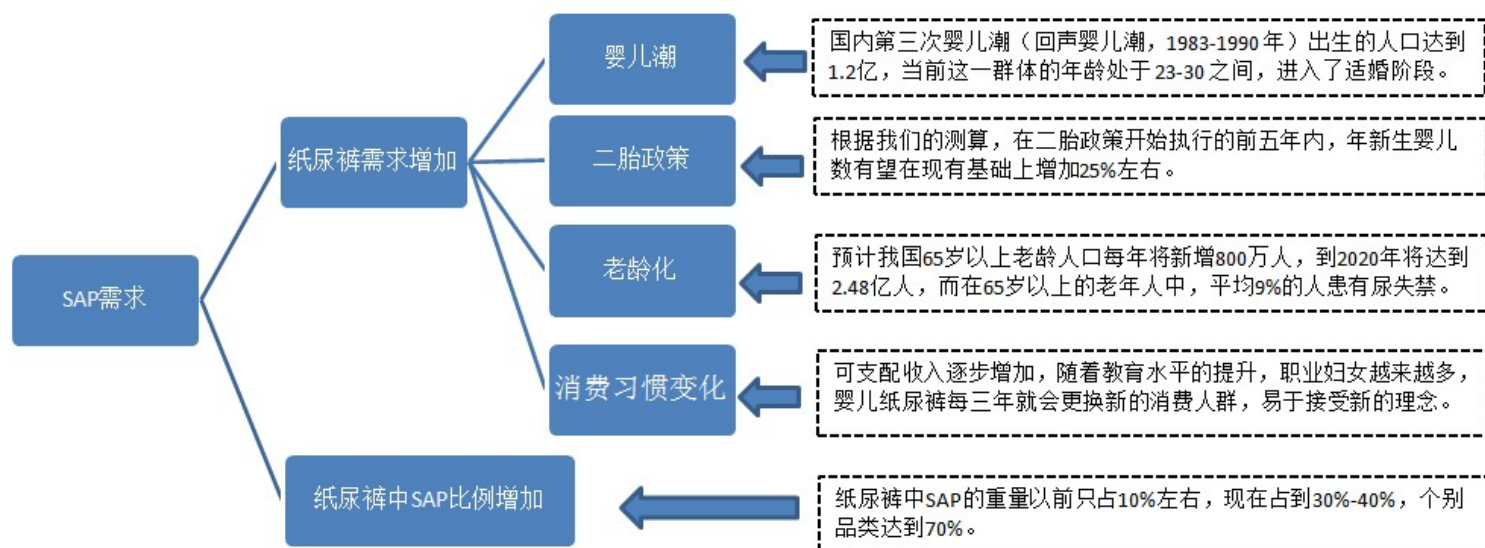
（三）基于婴儿潮和人口老龄化看好 SAP 在纸尿裤的应用前景

卫生用SAP主要用于生产卫生巾和纸尿裤，卫生巾市场趋于成熟，但纸尿裤市场处于快速成长期。根据《中国生活用纸年鉴2012-2013》的统计和预测，2010年女性卫生巾同比增长6.6%，卫生护垫同比增长8%，市场已趋于成熟。2010年我国婴儿纸尿裤（纸尿裤、纸尿片合计）产量达到162.7亿片，同比增长22.7%，未来前景广阔。

我国婴儿纸尿裤的市场渗透率仍然只有不到40%，而北美和日本的相应市场渗透率则达到95%以上。即使以我国妇女卫生用品的2011年市场渗透率86.8%作为参考标准，我国的婴儿纸尿裤市场也远未成熟，仍有非常巨大的发展空间。

我国成人纸尿裤市场才刚刚起步，未来空间巨大。根据中国造纸协会生活用纸委员会的统计，2011年，我国纸尿裤消费量在188亿片左右，其中178亿片为婴儿纸尿裤，仅10亿片为成人纸尿裤，我国成人失禁用品的市场渗透率仅为3%左右，而在日本这一比率则高达80%。截止2011年底我国65岁及以上人口达到1.22亿人，人民网报道，我国人口老龄化经过10年将开始进入快速发展阶段，老龄人口将由每年增长的300万而达到每年增长的800万，到2020年将达到2.48亿。瑞典爱生雅（SCA）集团称在65岁以上的老年人中，平均9%的人患有尿失禁。

图表 17: SAP 需求增速 有望保持 20%-30%的水平



资料来源：航天证券研发部

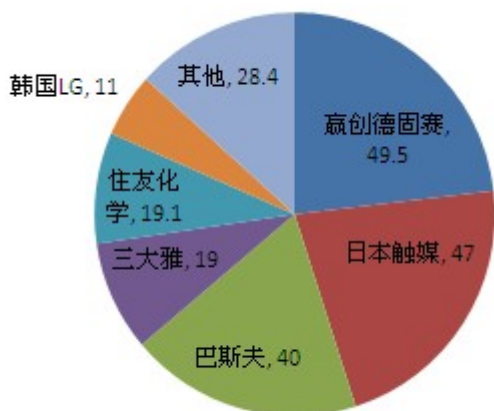
目前全世界纸尿裤市场的销售总额为208亿美元, 其特点是增长幅度很小, 尤其在西欧和北美等发达的、高渗透率的市场更是如此。**巨大的市场空间和较低的渗透率使得国际纸尿裤巨头在华纷纷扩建产能。**

- 日本尤妮佳公司将中国视为最为重要的市场, 在上海青浦、天津西青均有纸尿裤生产线, 并在天津建立了原材料无纺布工厂, 此外还在扬州着手建立新的生产基地, 预计于2014年投产。
- 宝洁公司在天津、黄埔等工厂之外, 在江苏太仓也即将建立新的生产基地。2013年5月, 宝洁宣布对其帮宝适尿布产品进行的近25年以来最大规模的一次升级。
- 花王公司纸尿裤生产线2012年底在安徽合肥开始投入生产, 并且在今年宣布将扩大生产规模。
- 金佰利公司在北京建立生产基地之后, 也在南京江宁建立世界级纸尿裤的生产基地, 以满足不断增长的国内需求。
- 瑞典爱生雅(SCA)集团也将通过收购全日美公司来扩大自己在中国的市场份额。
- 恒安集团拟在晋江建设生活用品智能化生产基地, 总投资63亿元, 主要从事卫生巾、纸尿裤、生活用纸、日化用品生产。

目前全球SAP每年消耗量为185万吨左右, 产能规模约为214万吨, 其中赢创德固赛、日本触媒、巴斯夫、住友精化、三大雅等前五家SAP生产厂商掌握了全球产能的80%以上。

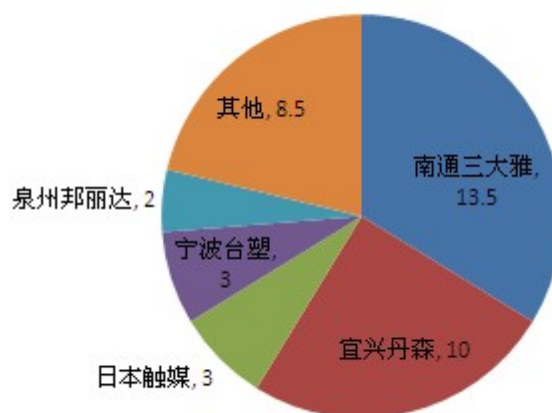
我国高档SAP的生产主要由外资企业垄断, 国内产能规模约为40万吨, 其中三大雅13.5万吨、宜兴丹森10万吨、台塑5万吨、日触化工3万吨, 合计占据国内产能的75%。由于我国在2001-2003年, 我国对进口SAP的生产原料丙烯酸酯实行反倾销制裁, 国内SAP生产企业生存难以为继, 外资企业基本上垄断了国内所有SAP市场。国内生产SAP的企业虽然很多, 但生产规模偏小, 产品档次较低, 并不适用于卫生用品, 同时销售渠道局限, 不能对三大雅等外资企业的行业主导地位形成威胁。恒安、宝洁、尤妮佳、金佰利等大型纸尿裤厂商的SAP几乎均来源于三大雅、日本触媒等外资企业。

图表 18: 全球 SAP 产能分布



资料来源：航天证券研发部整理

图表 19: 中国 SAP 产能分布



资料来源：航天证券研发部整理

假设每片纸尿裤耗用的SAP为10g，按2.5万元/吨的价格测算，SAP在纸尿裤的总生产成本中占比达到20%-30%，国际纸尿裤巨头对中国市场的开拓必然伴随着SAP产能向中国的转移。此外，日本炼化装置规模小，丙烯原料成本高于我国，加之频繁地震对其稳定生产极为不利，而SAP的原料——丙烯酸（精酸）的储存时间较短，难以作库存调节。国内完善的产业链和快速增长的下游市场为SAP的产能转移提供了良好的环境。

未来几年国内SAP的扩产也在紧锣密鼓的进行中。除卫星石化3万吨产能已在2013年6月开始连续化生产外，扬子-巴斯夫6万吨计划于2014年6月投产，宜兴丹森二期32万吨高吸水性树脂计划于2015年投产，泉州邦丽达10万吨和台塑6万吨正在建设，此外烟台万华、触媒、住友等各大厂商均有大规模扩产计划。如果这些产能均能如期投入使用，2014年-2015年我国SAP产能将增加一倍有余，达到百万吨以上。而其他小厂受到技术、工艺限制，产品质量一般，开工率相对不高，或将进一步被挤压。只有高端SAP供应商、掌握稳定客户群体的生产企业才能赢得市场。

SAP具有很强的原料依赖性，生产所消耗的丙烯酸成本约占到产品生产总成本的80%，SAP产能向国内转移将带动丙烯酸（精酸）的需求大幅提升。卫星石化建成涵盖上中下游的一体化产业链，将有助于维持SAP产品成本及质量的稳定。

四、盈利预测与投资建议

基于对丙烯酸及酯业务扩张以及丙烷脱氢对成本的影响的估计, SAP的投产, 高分子乳液业务和颜料中间体业务平稳发展的假设, 并考虑了2014年财务费用可能增加的情况, 我们预计公司2013年、2014年的每股收益分别为0.96、1.75元, 对应的动态PE水平分别为28.6、15.7倍。基于历史PE-band, 按18-20倍估值基于2014年业绩给予6-12个月目标价31.5-35元, 给予增持评级。

近期可能的催化剂有:

(1) 金九银十迎来化工下游旺季, 丙烯酸及酯价格处于高位, 卫星石化三季度业绩环比改善超预期。

(2) 三中全会前夕对生育政策变革的期待以及对于人口老龄化相关产业的关注。

(3) 国内第一套PDH项目-天津渤化石化有限公司60万吨丙烷脱氢项目的投产若顺利开工将带动市场对于PDH的信心。

风险提示:

公司项目进度低于预期, 竞争对手加快步伐。

图表 20: 盈利预测重要假设

		2012 年报	2013 年预测	2014 年预测
甲基丙烯酸及酯	均价-估计 (元/吨)	11,263	10800	10260
	销量-估计 (万吨)	22.65	22.65	45.3
	吨成本-估计 (元/吨)	8,927	8688	7978
	丙烯吨成本 (元/吨)	5,896	5778	5068
	其他吨成本 (元/吨)	3,031	2910	2910
	毛利率	20.74%	19.56%	22.24%
SAP	均价-估计 (元/吨)		18000	18000
	销量-估计 (万吨)		0.9	2
	吨成本-估计 (元/吨)		13500	13500
	毛利率		25%	25%
高分子乳液	收入增速		-2%	2%
	毛利率		37%	37%
颜料中间体	收入增速		31%	32%
	毛利率		29%	29%

资料来源: 航天证券研发部

附注：财务预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3307	1993	2502	4262	5481	营业收入	3248	3162	3147	5168	5684
现金	1995	787	1307	2315	3318	营业成本	2275	2427	2444	3876	4458
交易性投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加	15	15	15	24	27
应收票据	818	783	779	1279	1407	营业费用	51	77	76	125	138
应收款项	120	153	128	210	231	管理费用	164	182	179	295	324
其它应收款	7	5	22	36	40	财务费用	30	-20	-4	40	63
存货	315	236	238	377	434	资产减值损失	2	5	5	9	9
其他	51	28	28	45	50	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
非流动资产	748	1729	1720	1695	1658	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业利润	711	477	431	798	666
固定资产	539	524	603	862	854	营业外收入	11	19	19	19	19
无形资产	80	302	275	251	229	营业外支出	6	5	3	3	3
其他	129	904	842	582	574	利润总额	716	491	447	815	682
资产总计	4055	3722	4221	5957	7138	所得税	86	69	63	115	96
流动负债	694	462	477	713	808	净利润	630	422	384	700	586
短期借款	366	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	195	375	378	599	689	归属于母公司净利润	630	422	384	700	586
预收账款	31	31	24	38	44	EPS (元)	3.15	1.06	0.96	1.75	1.47
其他	101	55	75	75	75	主要财务比率					
长期负债	330	0	100	900	1400		2011	2012	2013E	2014E	2015E
长期借款	330	0	100	900	1400	年成长率					
其他	0	0	0	0	0	营业收入	99%	-3%	0%	64%	10%
负债合计	1024	462	577	1613	2208	营业利润	117%	-33%	-10%	85%	-17%
股本	200	400	400	400	400	净利润	106%	-33%	-9%	82%	-16%
资本公积金	2054	1854	1854	1854	1854	获利能力					
留存收益	730	952	1336	2036	2622	毛利率	30%	23%	22%	25%	22%
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利率	19%	13%	12%	14%	10%
母公司所有者权益	2984	3212	3590	4290	4876	ROE	21%	13%	11%	16%	12%
负债及权益合计	4008	3673	4168	5903	7084	ROIC	18%	12%	10%	14%	10%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	25%	12%	14%	27%	31%
经营活动现金流	-92	705	519	351	670	净负债比率	17%	0%	2%	15%	20%
净利润			384	700	586	流动比率	476%	432%	524%	598%	678%
折旧摊销			113	129	140	速动比率	431%	380%	474%	545%	624%
财务费用			-4	40	63	营运能力					
投资收益			0	0	0	资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.9	0.8
营运资金变动			31	-533	-123	存货周转率	9.4	8.8	10.3	12.6	11.0
其它			-5	16	4	应收帐款周转率	29.4	23.2	22.4	30.6	25.8
投资活动现金流	-164	-963	-104	-104	-104	应付帐款周转率	14.4	8.5	6.5	7.9	6.9
资本支出			-104	-104	-104	每股资料 (元)					
其他投资			0	0	0	每股收益	3.15	1.06	0.96	1.75	1.47
筹资活动现金流	2097	-958	104	760	437	每股经营现金	-0.46	1.76	1.30	0.88	1.67
借款变动			100	800	500	每股净资产	14.9	8.0	9.0	10.7	12.2
普通股增加			0	0	0	每股股利	0	0	0	0	0
资本公积增加			0	0	0	估值比率					
股利分配			0	0	0	PE	8.7	26.0	28.6	15.7	18.7
其他			4	-40	-63	PB	1.8	3.4	3.1	2.6	2.3

现金净增加额	1841	-1216	520	1008	1003	EV/EBITDA	10.1	15.3	14.8	8.3	9.2
--------	------	-------	-----	------	------	-----------	------	------	------	-----	-----

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com