

卫星石化：做大做强碳三产业链，业绩迎来高增长

杨伟 化工行业分析师
2014年6月



www.dxzq.net.cn

卫星石化：围绕碳三产业链做大做强，将持续带来超预期因素

- ◆ 丙烷脱氢制丙烯（PDH）：6月底投产，盈利可观，形成“丙烷-丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯+SAP”全产业链。
- ◆ 高吸收性树脂（SAP）：下半年下游大客户有望实现突破，提升估值。
- ◆ 丙烯酸及酯：7月平湖基地二期建成，产能增加两倍，提高业绩弹性。国内产能投放有序，供给端压力不大；当前丙烯酸及酯价格接近近五年低位，预计下半年反弹。

盈利预测与评级：预计2014年-2016年EPS分别为1.0元、1.33元、1.57元，目前股价对应PE为14.3倍、10.8倍、9.1倍，绝对估值结果17.48-26.19元，目标价18.4元，尚有30%的提升空间，维持“强烈推荐”评级。

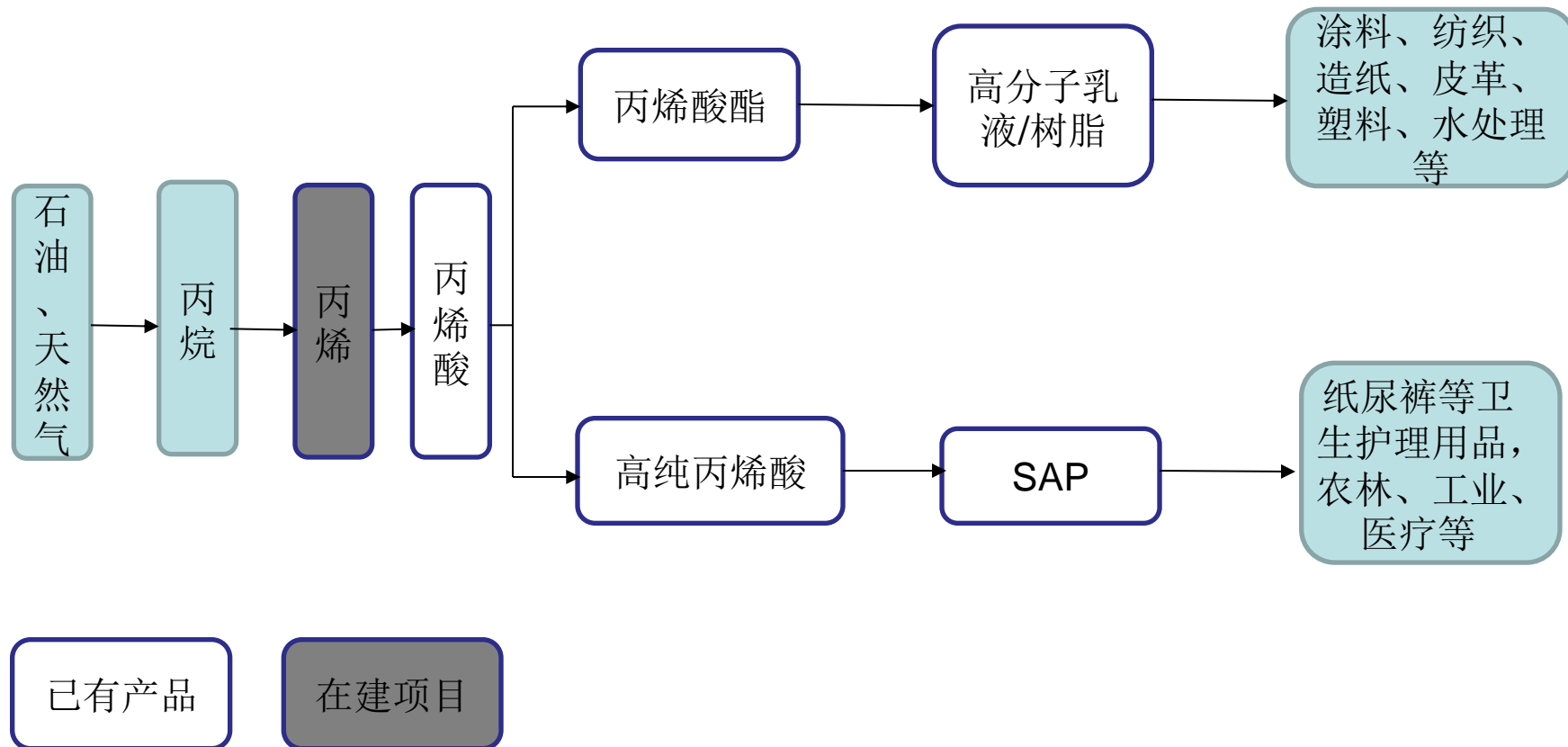
- 丙烯酸及酯产能增长两倍，SAP与PDH放量将带动业绩在Q3开始快速增长

表：公司产能扩张进度（万吨）

产品	13年产能	扩产	14年产能	建成时间	投产时间
丙烯酸	16	32	48	2013年12月	2014年4-5月
丙烯酸酯	15	30	45	2013年12月	2014年4-5月
SAP	-	3	3	2013年6月	2013年12月
PDH	-	45（二期60）	45	2014年4月底	2014年6月底
高分子乳液	11			上市前	上市前
颜料中间体	2.1			2013年3月	2013年3月

公司主要产品产业链

◆ 发展战略：向上游能源行业延伸，打通碳三产业链；向下发展SAP等需求刚性的消费品；原有主营业务丙烯酸及酯定位国内第一



1. 丙烯酸及酯：行业仍处于供需平衡状态

- 平湖基地在建产能32万吨丙烯酸、30万吨丙烯酸酯自2014年4月分两阶段投放，达产后产能将较2013年增长200%。
- 国内丙烯酸及酯行业供需情况：预计供需端分别增长16%、13%。
- 核心优势：公司在国内丙烯酸行业中单耗及成本最低。产品收率高于行业平均水平3%，公用工程消耗较低。丙烯酸酯单耗0.7，行业平均水平0.75。
- 目前丙烯酸及酯价格及与丙烯价差均接近近五年低点，预计下半年反弹。
- 业绩弹性显著增加。丙烯酸及酯行业产能集中，价格波动幅度较大。平湖基地项目完全达产后，丙烯酸及酯价格每提高1000元/吨，在毛利率不变的前提下，公司业绩弹性增厚0.18元，相当于2014年EPS的18%。

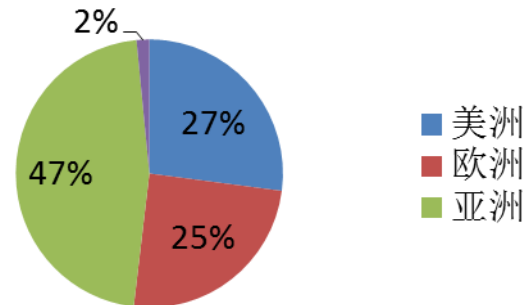
1. 丙烯酸及酯：产能集中度高，亚洲需求强劲

丙烯酸产能近一半集中在亚洲地区，国外产能增长缓慢。

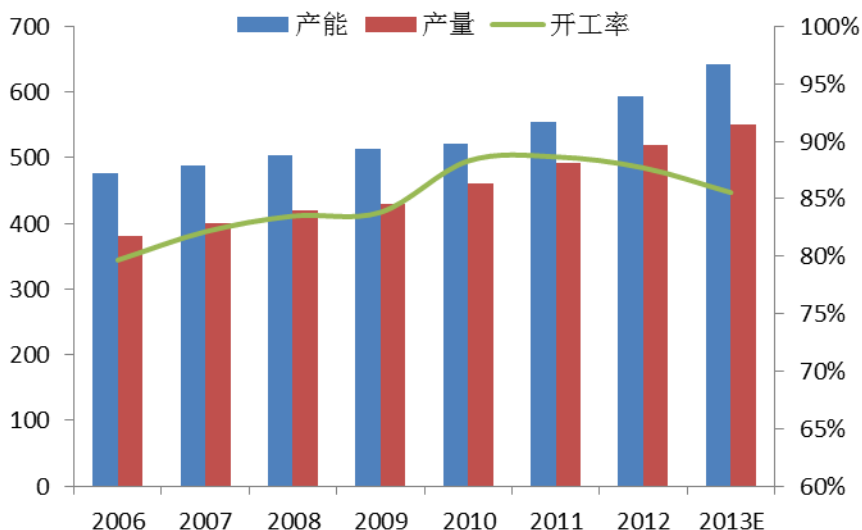
丙烯酸及酯产能集中度高达80%以上。

近五年全球丙烯酸装置开工率维持在85%-90%。

图：各地区丙烯酸及酯产能分布



图：全球CAA装置开工率变化（万吨）



排名	生产企业	粗丙烯酸	丙烯酸酯
1	巴斯夫	114	109.6
2	陶氏化学	109.4	77.2
3	阿科玛	64.6	44
4	日本触媒	58	25.5
5	台塑工业	30	42
6	江苏裕廊	21	24
7	上海华谊	21	21
8	LG化学	19.5	16.85
9	卫星石化	16	15
10	三菱化学	11	11.6
合计		464.5	386.75
全球合计		533	487.65
TOP10占比		87%	79%

1. 丙烯酸及酯：产能集中度高，亚洲需求强劲

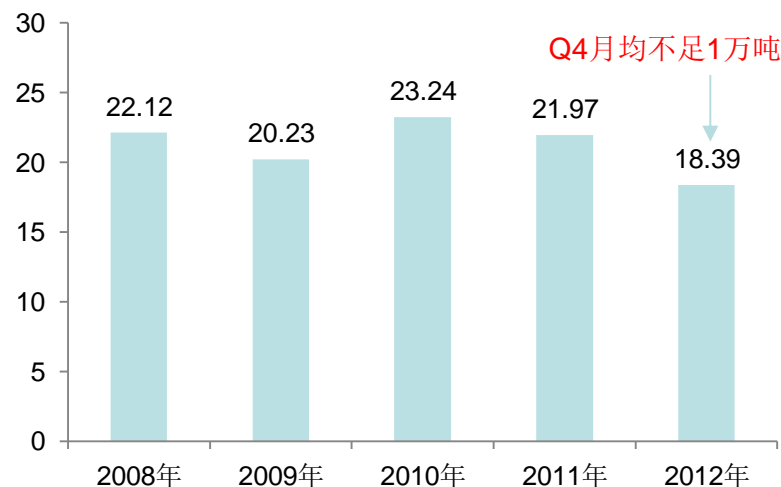
发达国家丙烯酸需求增长缓慢，中国丙烯酸消费量“十一五”增长近一倍。预计未来丙烯酸产能重心将逐步去转移至中国。

欧美日近几年新增产能进度低于预期，日本丙烯酸酯产量出现明显下降。

表：世界主要地区丙烯酸需求表（万吨）

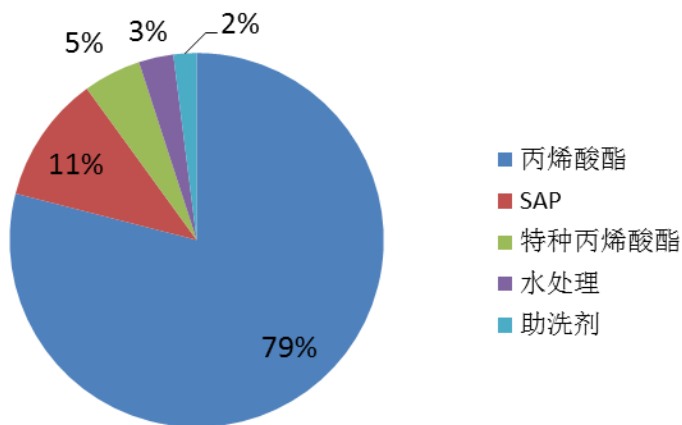
	中国	北美	欧洲
2006	55	110	80
2007	72	110	85
2008	77	115	85
2009	87	120	90
2010	102	125	90

图：日本丙烯酸酯产量下降（万吨）

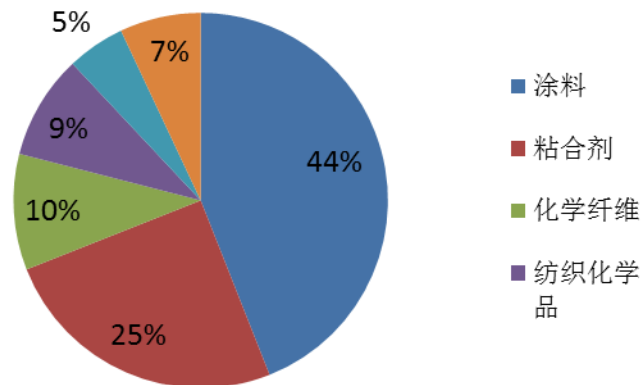


1. 丙烯酸及酯：我国下游需求稳定增长

图：我国丙烯酸下游以丙烯酸酯为主

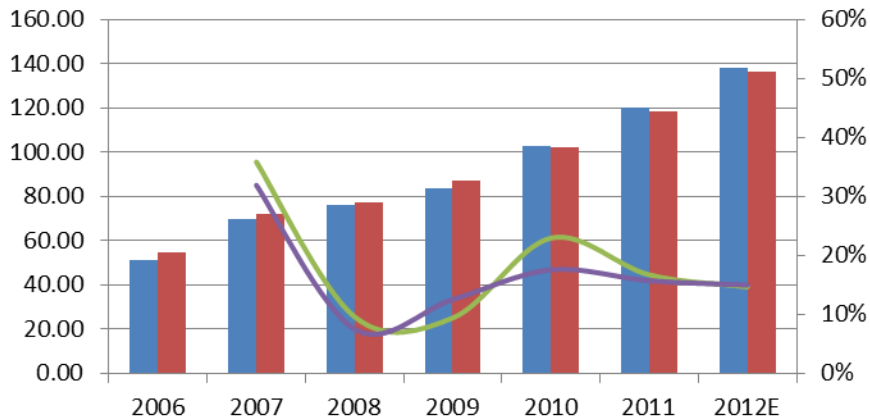


图：丙烯酸酯主要下游为涂料与粘合剂



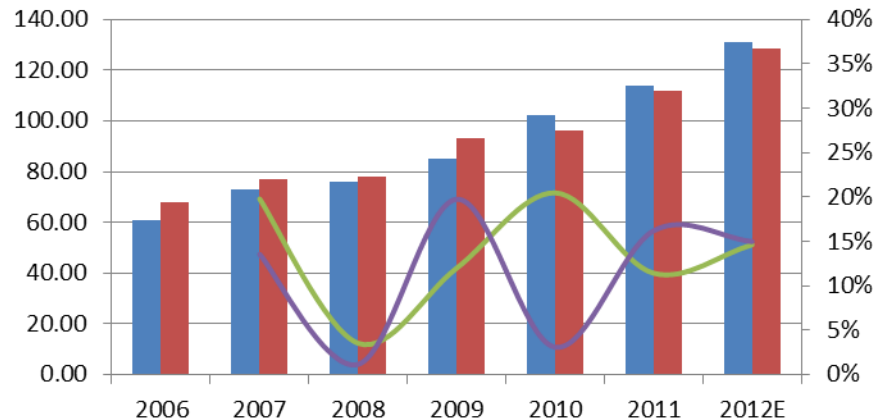
图：我国丙烯酸需求过去五年CAGR15%

■ 产量 ■ 表观消费量 ▲ 产量同比增速 ▲ 消费量同比增速



图：我国丙烯酸酯消费量稳定增长

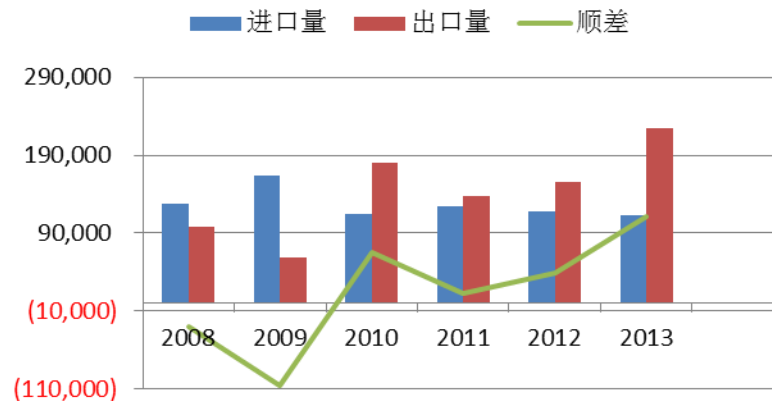
■ 产量 ■ 表观消费量 ▲ 产量增速 ▲ 消费量增速



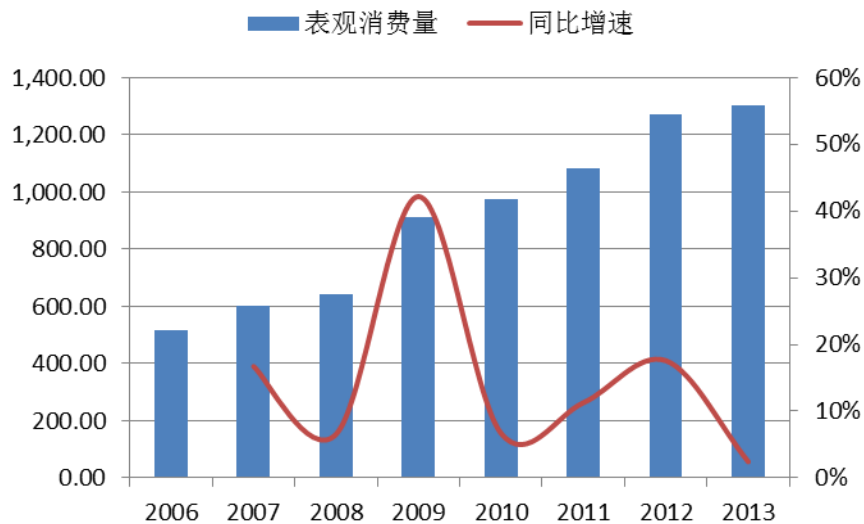
1. 丙烯酸及酯：预计14年消费量增速分别10%、13%

1. 丙烯酸酯下游涂料消费量见底，粘合剂属消费刚性需求，预计14年国内丙烯酸酯消费量增长至少10%。
2. 丙烯酸下游中SAP过去十年消费复合增速28%，预计14年国内丙烯酸消费量增长至少13%。
3. 2007年以后开始丙烯酸酯出口，丙烯酸及酯贸易顺差扩大至11万吨。

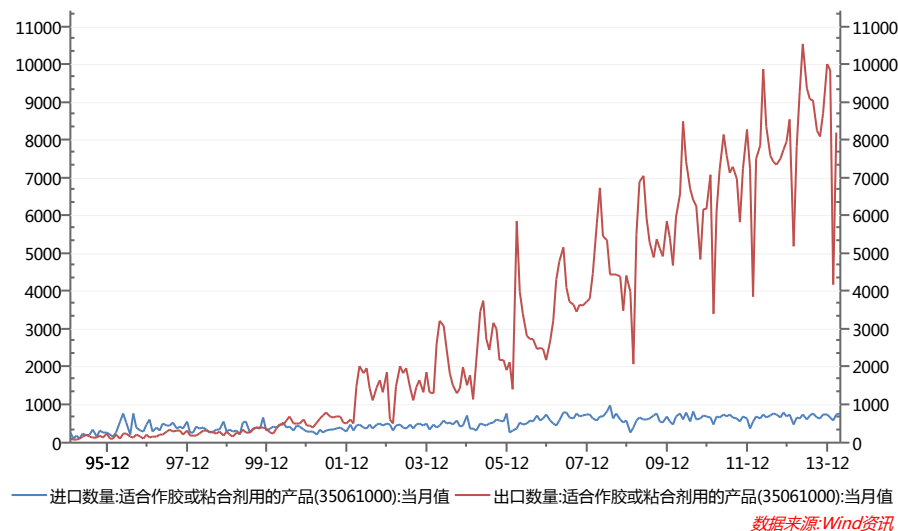
图：丙烯酸及酯贸易顺差不断扩大



图：我国涂料消费量与宏观经济正相关



图：我国粘合剂出口量持续增长



1. 丙烯酸及酯：国内产能集中，供给有序

2014年丙烯酸新增产能：卫星石化4月、7月分别投放16万吨，扬巴与台塑下半年投产。实际有效产能同比增长16%，供给压力不大。行业景气度预计略低于2013年。

表：国内丙烯酸产能投放进度

产能（万吨）	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
江苏裕廊化工	20.5	36.5	52.5	52.5	52.5	52.5
浙江卫星石化	4	16	16	16	48	48
上海华谊	21	21	23	23	23	23
扬子巴斯夫	16	16	16	16	28	28
宁波台塑	16	16	16	16	32	32
中海油惠州			14	14	14	14
沈阳蜡化	8	8	8	8	8	8
兰州石化	8	8	8	8	8	8
北京东方化工	8	8	8	8	8	8
山东正和	6	6	6	6	6	6
齐鲁石化开泰实业	3	3	3	3	11	11
吉林石化	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
江苏三木集团		6	14	14	14	14
烟台万华					10	10
总计	113.8	147.8	187.8	187.8	265.8	265.8
同比增速		30%	27%	0%	42%	0%

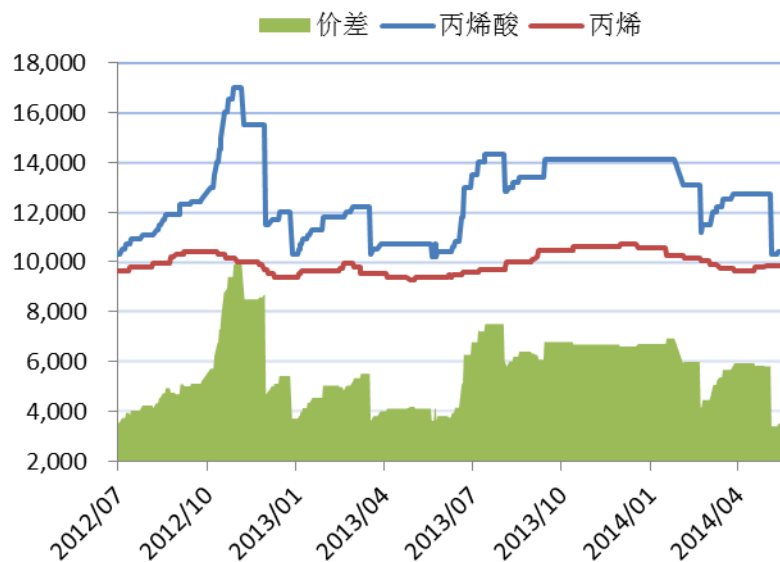
1. 丙烯酸及酯：出厂价及价差均基本见底

- 目前卫星丙烯酸与丙烯酸丁酯出厂价分别为10400、12200元/吨，已接近近五年低点。
- 价差（丙烯酸-0.7丙烯）为近两年来最低。

图：华东地区丙烯酸价格走势



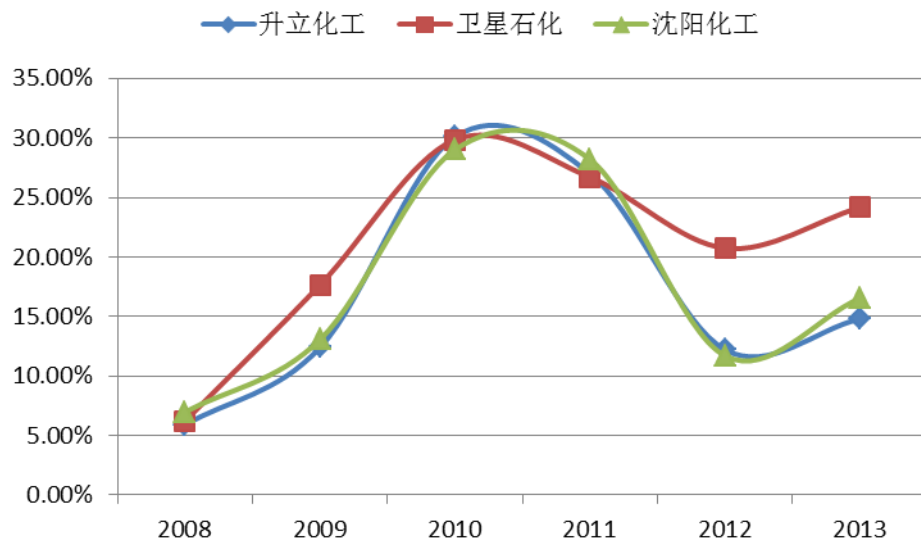
图：丙烯酸与丙烯价差已触底（元/吨）



1. 丙烯酸及酯：公司单耗及成本行业内最低

- 公司在国内丙烯酸行业中成本最低，近两年毛利率高于同行8-10%。
- 自主研发丙烯氧化直接合成丙烯酸新技术，节省技术转让费（山东开泰、中海油惠州等均为外购技术）；产品折旧低（惠州20万吨丙烯酸及酯投资27.5亿-平湖基地30万吨丙烯酸酯投资15-20亿）。
- 公司产品收率比行业平均水平高3%，人工、公用消耗均低于同行。

图：卫星石化丙烯酸及酯生产成本行业内最低

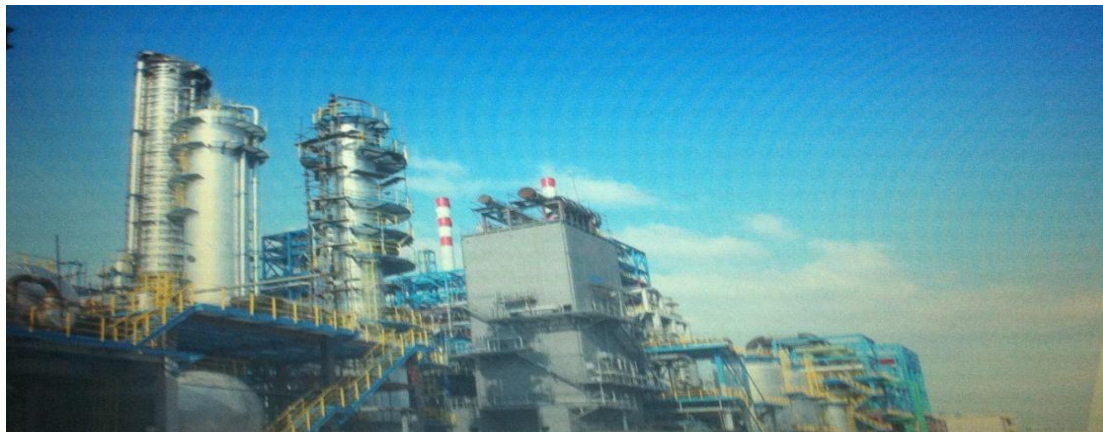


2. 丙烷脱氢（PDH）：完善碳三产业链

- 一期45万吨PDH，国内首套UOP技术工业化装置。
- 2014年具备投料条件，预计6月底投产。丙烷原料14年以中东货源为主，15年下半年开始美国货源将增多。
- 地理位置优越，码头可停4万吨的船舶。
- 与32万吨丙烯酸、30万吨丙烯酸酯项目同用公用工程，36万吨自用，外卖9万吨。
- 目前丙烷与丙烯差价的情况下，单吨净利可达至少800元，项目达产贡献净利润3.6亿元，占2015年预测净利润的34%。

2. 丙烷脱氢（PDH）：上市公司中最早投产

图：已建成的PDH主装置



图：PDH项目丙烷低温储罐



2. 丙烷脱氢（PDH）：产能投放低于市场预期

PDH行业雷声大雨点小，预计2015年产能285万吨

表：国内规划PDH项目一览

企业	地点	产能，万吨	投产时间	工艺
天津渤化集团	天津	60	2013年6月	Lummus国内首套
浙江海越股份	宁波	60	2014年三季度	Lummus
烟台万华	烟台	60	2014年	UOP
卫星石化	嘉兴	45（二期60）	2014年3月建成	UOP国内首套
绍兴三锦石化有限公司	绍兴	45（二期45）	2014年	UOP
浙江长江能源发展有限公司	嘉兴	45（二期75）	2014年	UOP，投资16亿元
长江天然气化工	南通	65	2014年	UOP
扬子江石化	张家港	60（二期60）	2014年	UOP，投资40亿元
福建美德石化	福清	66	2014年	UOP
京博石化	山东	13	2014年	UOP
广东鹏尊能源开发有限公司	湛江	30	2015年	UOP
江苏海力化工	江苏	51	2015年	UOP
东华能源	宁波	150	2016年	UOP
项目规划小计		990		
和运集团	盘锦	60	十二五期间	UOP
石大胜华	垦利	20	环评阶段	Lummus
辽宁东益石化公司	辽宁	95	意向	Lummus
共计		1165		

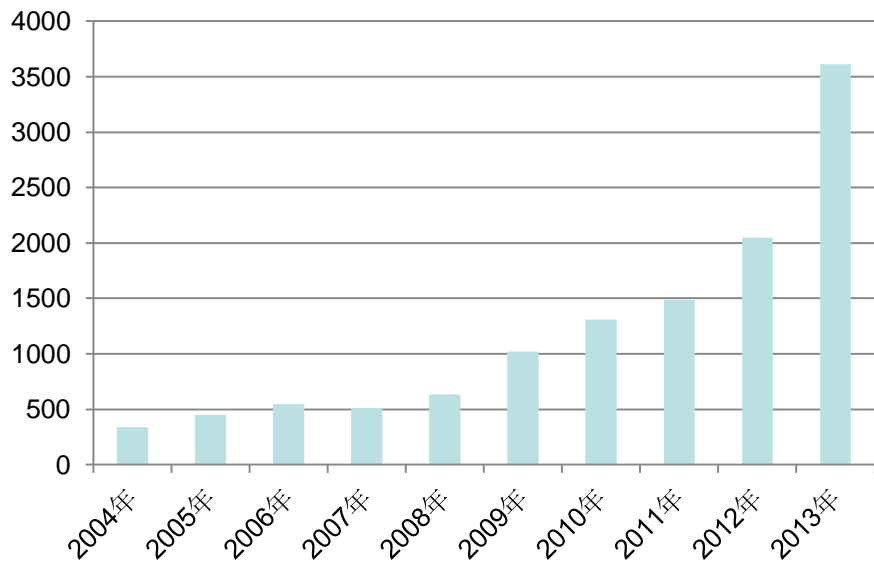
2. 丙烷脱氢（PDH）：上下游供求分析

PDH2015年产能中性预计400万吨，占15年丙烯消费量14%，不会令价格承压。全球丙烷贸易量3500-4000万吨，即使国内规划PDH中50%投产，消耗丙烷700万吨占比18%。此外，美国页岩气带动丙烷供应充足。

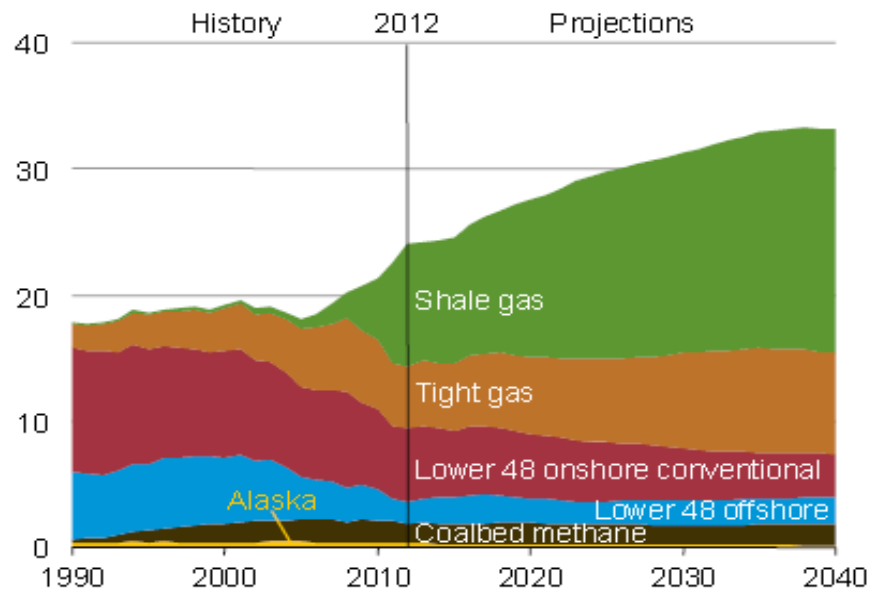
表：我国丙烯需求情况（万吨）

丙烯需求	产能	产量	当量需求量	自给率
2012年	1800	1520	2428	63%
2015年	2400	2160	2800	77%

图：美国碳三出口量激增（TBD）



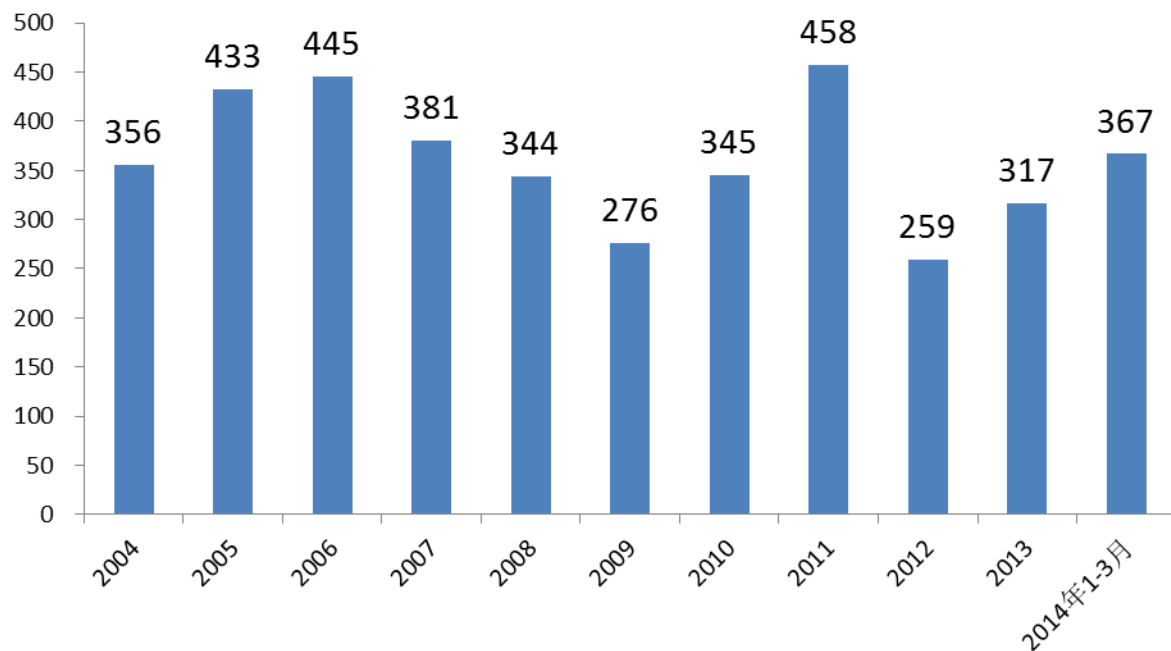
图：美国页岩气产量将持续扩张（TCF）



2. 丙烷脱氢（PDH）：丙烷与丙烯差价可观

- 丙烯与丙烷差价：过去十年平均为362美元/吨，其完全成本约200美元/吨，即使以近五年平均差价331美元/吨测算，单吨净利润仍可达800元/吨。（低温储罐季节性备货+大宗议价可能使盈利超预期）
- 参考北美PDH项目盈利170美元/吨。

图：（丙烯-1.2*丙烷）差价幅度在250-450美元/吨



3. 高吸水性树脂（SAP）：提升估值

- 3万吨SAP装置为募投项目，2013年7月开始试生产，年底达到稳定运行条件。
- 首套可连续化出料的国产化装置，将打破国外垄断，产品定位高端。
- SAP在纸尿裤中成本占比只有5%-10%
- 2014年3月销售开始放量，销售数百吨，以点带面铺开市场，主要大客户：福建雀氏、恒安集团。
- SAP毛利率30%以上，3万吨项目完全达产可增厚利润0.77亿元，约占14年净利润的10%，提升公司估值。
- 公司计划扩产至15-20万吨。

3. 高吸水性树脂（SAP）：产能集中在日欧美

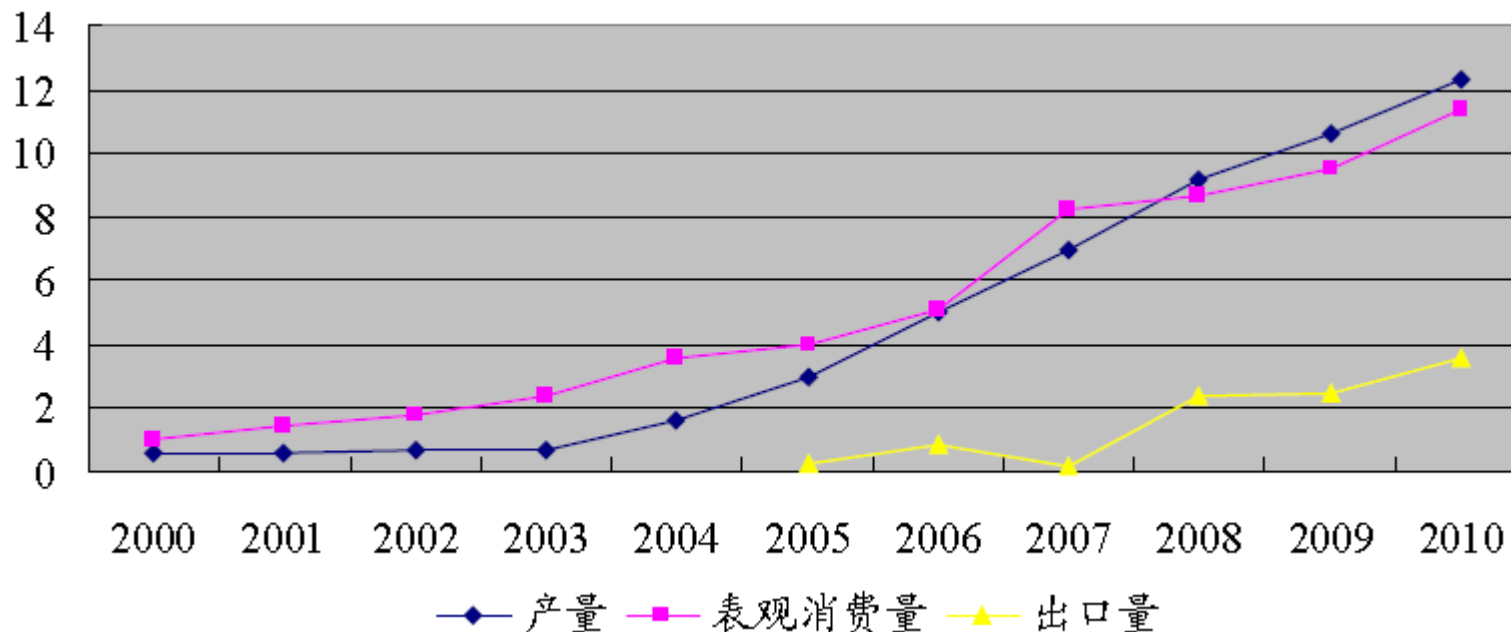
国家/地区	生产公司	产能	国家/地区	生产公司	产能
日本	日本触媒	26	亚洲（不含日本）	台塑	2.4
	三大雅聚合物	12.5		巴斯夫(泰国)	2
	住友精化	8.5		韩国松原	0.5
	花王	1		韩国可隆	7
小计	48	住友精化(新加坡)		5.5	
美国	赢创工业集团	21.5		日触(张家港)	5
	巴斯夫	16		三大雅(南通)	5.5
	NA工业	6		台塑(宁波)丙烯酸酯有限公司	3
小计	43.5	济南昊月吸水材料有限公司		2	
欧洲	赢创工业集团	18.6		泉州邦立达科技实业有限公司	2
	巴斯夫	14		唐山博亚科技工业开发有限公司	1.5
	阿科玛	1		中山市锐迪新材料有限公司	1
	日本触媒(欧洲)	6		安徽华晶新材料有限公司	1
小计	39.6	衢州威龙高分子材料有限公司		0.4	
合计				珠海得米化工有限公司	0.2
				天津三农金科技有限公司	0.2
			小计	39.2	
			170.3		

3. 高吸水性树脂（SAP）：未来需求增速20%以上

我国SAP2014年需求量30万吨左右。2000-2010年消费量复合增长率28%，预计未来仍将保持20%以上的增速。

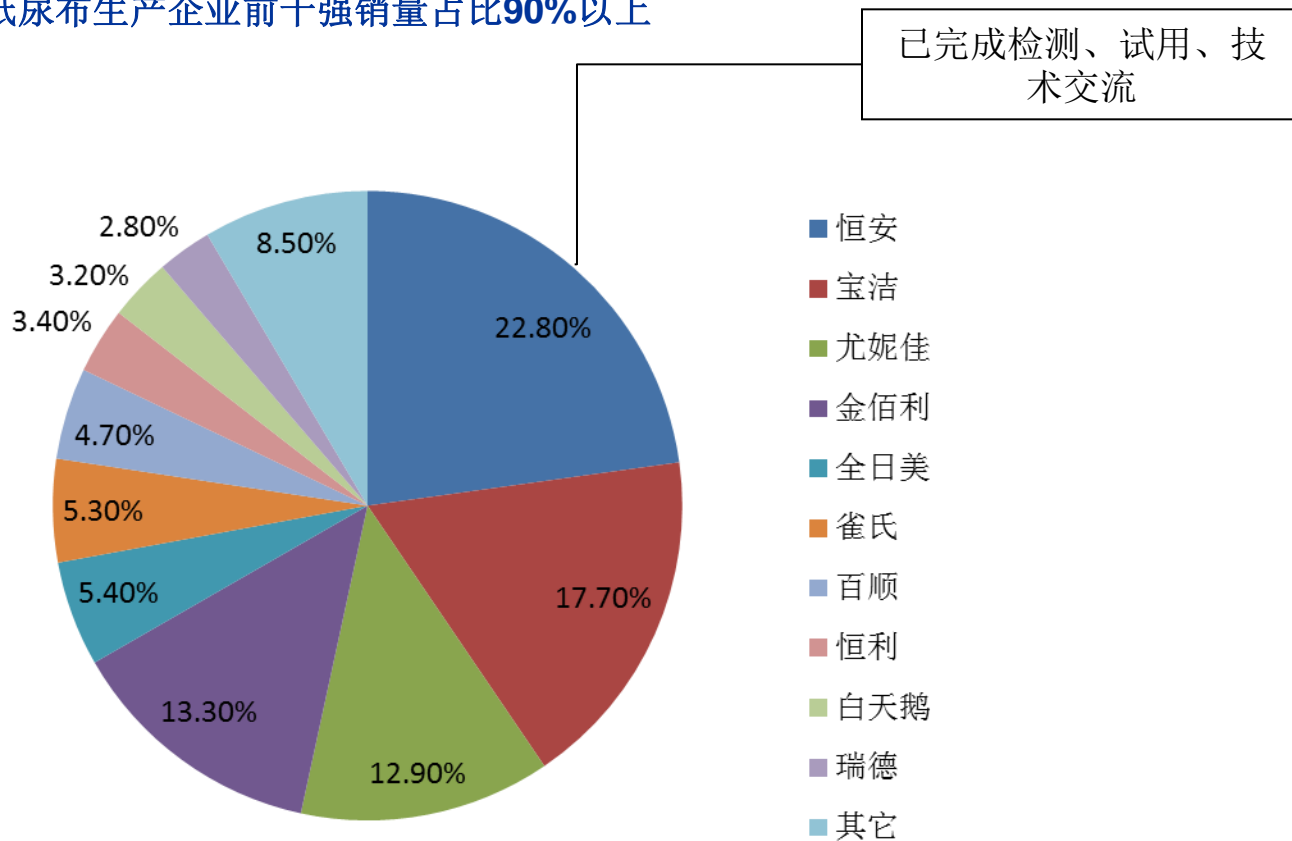
国外纸尿裤市场覆盖率90%，我国只有30%-40%，城镇化与人民生活水平提高带来消费增长。

图：我国SAP消费量保持持续增长（万吨）



3. 高吸水性树脂（SAP）：下游销售以点及面

图：我国纸尿裤生产企业前十强销量占比90%以上



- SAP行业进入壁垒高：配方是工艺难点，聚合、表面处理、从绞碎到烘干都需要有不同配方。
- 公司优势：
 - 1，SAP水溶液聚合工艺与高分子乳液类似，公司有技术基础。
 - 2，2010年开始中试研发，技术开发周期长。
 - 3，市场先发优势。
- 未来规划：
 - 1，规模做大做强，SAP厂区公用工程与空地足够再新增7条3万吨的生产线。替代日本在国内的SAP产能。
 - 2，丰富产品种类。行业中纸尿裤抗菌达到20%就算达到标准，公司能达到90%以上。

4. 盈利预测与评级

产品	项目	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
丙烯酸及酯	产能 (吨)	160000	220000	220000	620000	620000	620000
	销量 (吨)	140000	195300	220000	434000	496000	558000
	开工率	0.88	0.89	1.00	0.70	0.80	0.90
	平均销售价格 (万元/吨)	1.750	1.310	1.255	1.150	1.150	1.150
	销售收入 (百万元)	2450.00	2558.43	2761.00	4991.00	5704.00	6417.00
	毛利率 (%)	26.70	20.74	24.18	22.00	23.00	23.00
	经营成本 (百万元)	1795.85	2027.81	2093.39	3892.98	4392.08	4941.09
高分子乳液	销量 (吨)	132000	110000	110000	121000	133100	146410
	平均销售价格 (万元/吨)	0.51	0.42	0.42	0.45	0.45	0.45
	销售收入 (百万元)	673.20	462.00	462.00	544.50	598.95	658.85
	毛利率 (%)	43.19	37.88	37.08	36.00	36.00	36.00
	经营成本 (百万元)	382.44	286.99	290.69	348.48	383.33	421.66
颜料中间体	销量 (吨)	5200	5620	5700	6555	7538	8669
	平均销售价格 (万元/吨)	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07
	销售收入 (百万元)	107.64	116.33	117.99	135.69	156.04	179.45
	毛利率 (%)	21.28	26.13	28.52	26.00	26.00	26.00
SAP	经营成本 (百万元)	84.73	85.94	84.34	100.41	115.47	132.79
	产能 (吨)				30000	30000	30000
	销量 (吨)				15000	30000	30000
	开工率				0.50	1.00	1.00
	平均销售价格 (万元/吨)				1.40	1.50	1.50
	销售收入 (百万元)				210.00	450.00	450.00
	毛利率 (%)				30.00	35.00	35.00
PDH	经营成本 (百万元)				147.00	292.50	292.50
	产能 (吨)				450000.00	450000.00	450000.00
	销量 (吨)				247500.00	405000.00	450000.00
	开工率				0.55	0.90	1.00
	平均销售价格 (万元/吨)				0.90	0.90	0.90
	销售收入 (百万元)				2227.50	3645.00	4050.00
	毛利率 (%)				15.00	15.00	15.00
	经营成本 (百万元)				1893.38	3098.25	3442.50

4. 盈利预测与评级

预计公司2014-2015年EPS分别为1.0元、1.33元，对应PE分别14.3倍、10.8倍，维持“强烈推荐”评级。

绝对估值结果17.48-26.19元，相对估值：分别按照丙烯酸酯、SAP、PDH项目达产后给予不同估值，未来6个月目标市值147亿，对应目标价18.4元，尚有30%的提升空间。

风险提示：新项目达产延迟的风险；SAP开拓市场进度不达预期的风险

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	3,162.03	3,316.01	8,114.69	10,559.99	11,761.29
增长率（%）	-2.64%	4.87%	144.71%	30.13%	11.38%
净利润（百万元）	422.18	500.14	802.67	1,064.05	1,257.87
增长率（%）	-32.96%	18.46%	60.49%	32.56%	18.22%
净资产收益率（%）	12.95%	13.71%	19.35%	21.75%	21.79%
每股收益(元)	1.06	1.25	1.00	1.33	1.57
PE	12.92	10.95	14.26	10.76	9.10
PB	1.68	1.50	2.76	2.34	1.98

谢谢大家 欢迎交流