

## 乘二胎政策东风，投资纸尿裤生产商， 有望打开 SAP 广阔市场空间

卫星石化 (002648.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

## 1. 事件

9月9日，公司发布公告，旗下全资子公司嘉兴九宏投资有限公司与湖南康程护理用品有限公司签订投资协议，九宏投资以8,000万元的价格受让嘉兴贝玉投资合伙企业持有的康程护理20%的股权；同时，九宏投资出资2,000万元对康程护理增资。交易完成后，九宏投资将持有康程护理23.56%股权。

各方同意，于未来五年内，若目标公司任一年度实现的净利润超过3,500万元且目标公司无自主上市计划的，则在目标公司当年度审计报告出具后，九宏投资有权优先受让目标公司股权比例至51%以上。

## 2. 我们的观点

### (一) 投资康程护理，加强下游开发

康程护理是国内前十大婴儿纸尿裤生产商，引领国产纸尿裤“中国智造”。投资康程护理，加强卫星石化与下游企业的紧密合作，促进SAP的市场开拓。

### (二) 受益二胎放开政策，未来SAP前景广阔

随着经济发展和居民生活水平提高，纸尿裤在育儿过程中成为必备工具，行业发展迅速。2016年全面实施二胎政策，加上人口老龄化趋势，纸尿裤行业增长空间巨大。公司顺应下游需求增长趋势，进一步地向下游产业链延伸，SAP有望快速发展。

### (三) 打造全产业链优势，业绩有望大幅增长

加强上下游合作，强化全产业链优势。募集资金和股票激励，彰显业绩增长信心。卫星石化作为行业龙头，随着30万吨聚丙烯、6万吨SAP项目的陆续建成，SAP将成为公司近年新的利润增长点，业绩有望大幅增长。

### (四) 投资建议：

加强SAP下游开发，受益二胎政策、人口老龄化，我们预计公司2016-2017年归属于母公司净利润分别为1.2亿元和3亿元，对应EPS分别为0.15元、0.38元，维持“推荐”评级。

### (五) 风险提示：

行业产能过度扩张，价格大幅波动；交易标的未能按预期实现业绩承诺，对本次交易造成损失。

### 分析师

袁孝锋

☎：(8621) 20252676

✉：qixiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

赵乃迪

☎：(8610) 66568641

✉：zhaonaidi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516070001

### 市场数据

时间 2016.09.09

A股收盘价(元)	9.54
A股一年内最高价(元)	11.85
A股一年内最低价(元)	6.87
上证指数	3078.86
市净率	2.43
总股本(亿股)	8.00
实际流通A股(亿股)	8.00
流通A股市值(亿元)	76.32

### 相关研究

《石化化工：原油周报：美国非农就业数据低于预期，油价获支撑\_20140903》

《石化化工：原油周报：冻产预期下降，美元走强，油价回吐涨幅\_20160827》

《原油周报：产油国稳定油价预期助力油价大涨6%\_20160813》

《原油：周报：利比亚利空开始实质兑现\_20160807》

## （一）投资康程护理，加强下游开发

康程护理是国内前十大婴儿纸尿裤生产商，引领国产纸尿裤“中国智造”。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会 2016 年 4 月发布的《2015 年度生活用纸行业年度报告》，康程护理排名国内前十大婴儿纸尿裤生产商。康程护理旗下有“信康”、“贝肯熊”两大核心竞争力品牌，十多个系列近百种规格产品，获得“湖南省著名商标”等荣誉。拥有 12 条先进的全自动婴儿纸尿裤生产线，目前产能已超过 10 亿。此外，康程一直专注研发持续创新，拥有二十多项国家专利，也是行业内极少数同时拥有美国 FDA 认证、欧盟 CE 认证、德国 GS 认证、ISO9001-2008 质量管理体系认证的纸尿裤生产企业。近年来，康程护理实现了较好的渠道转型，在电商、OEM/技术输出、直营大客户与传统渠道等四大方面取得有效的布局。随着二胎政策的放开，婴儿纸尿裤将迎来更广阔的增长空间，康程护理也将凭借研发实力与产品品质，保持较大的发展潜力。

图 1：康程护理研发优势



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

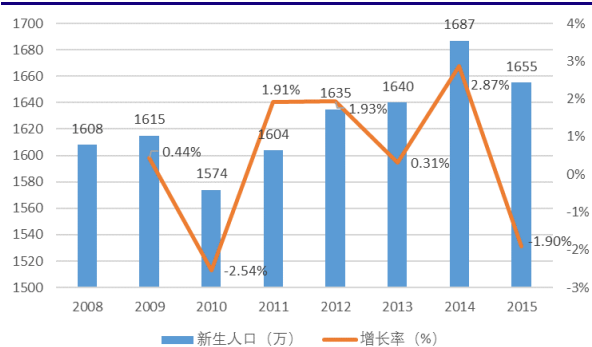
**投资康程护理，加强下游开发。**卫星石化近年来致力于 C3 产业链的发展，尤其是用于卫生用品领域的高吸水性树脂（SAP），在原年产 3 万吨高吸水树脂装置已运行稳定的基础上，新建年产 6 万吨高吸水性树脂装置，并计划于今年末投产。SAP 是生产纸尿裤的主要材料之一。此次投资康程护理，可以加强卫星石化与下游企业的紧密合作，同时形成强有力的协同作用，促进 SAP 的市场开拓，有利于 SAP 针对性的开发，使 SAP 发展更适应市场的需求。

## (二) 受益二胎放开政策，未来 SAP 前景广阔

随着经济发展和居民生活水平提高，纸尿裤在育儿过程中成为必备工具，行业发展迅速。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计，2000 年我国婴儿纸尿裤（含尿片）的市场渗透率仅有 2.1%，2015 年已提升至 59.0%，消费人群规模增加明显。目前，新生代父母主力向八零后和九零后转移，现代育儿观念越来越强，对纸尿裤的需求和质量要求都在不断提高。迅速提升的消费水平和宽松的行业环境，为国内婴儿纸尿裤行业的发展提供了良好的市场基础。未来，随着生活水平的持续提高和健康观念的转变，我国婴儿纸尿裤的使用将进一步从大中型城市向中小型城市以及农村地区普及，婴儿纸尿裤产品也将进一步向提高舒适度、增强防漏保护以及智能化方向逐步升级。

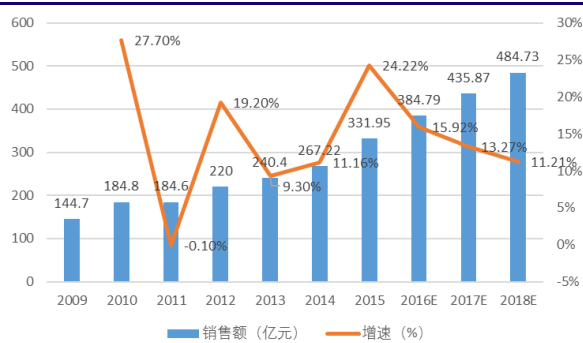
二胎放开迎来生育高峰，纸尿裤行业增长空间巨大。2015 年党的十八大通过了全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，并于 16 年 1 月 1 日起实施。由于计划生育政策，过去几年我国新生儿人口增长率一直保持较低的水平，约为 1.7%。婴儿纸尿裤的消费量主要通过市场渗透率不断提升。据统计，2015 年婴儿纸尿裤渗透率达到 59.0%，同比增长 5.4 个点。预计二胎政策将刺激每年 100 万新增新生儿，同时婴儿纸尿裤渗透率进一步提高，婴儿纸尿裤需求量保持较高市场增长率。此外，由于我国已进入人口老龄化快速发展期，预计今后 10 年，老年人口还将以年均 3.2% 的速度递增。与此同时成人失禁用品的市场渗透率目前只有 3%，未来发展空间巨大。总之，受益于二胎政策和人口老龄化，纸尿裤行业将迎来快速发展期。

图 2：我国人口情况



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究部

图 3：婴儿纸尿裤市场规模及预期



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究部

顺应下游需求增长趋势，SAP 有望快速发展。SAP 主要用于纸尿裤等个人卫生用品，约占应用份额的 90%。公司抓住纸尿裤行业的快速增长机遇，不仅加大 SAP 产能投资，更进一步地向下游产业链延伸，投资纸尿裤生产商康程护理，加强下游市场的开发。随着二胎政策红利的释放，预计 SAP 将成为公司新的业绩增长点。

### （三）打造全产业链优势，业绩有望大幅增长

**加强上下游合作，强化全产业链优势。**目前，公司已形成了“丙烷-丙烯-丙烯酸-SAP/丙烯酸酯”的 C3 产业链，实现了上下游装置集中，一体化装置内能源循环利用，降低生产成本。SAP 装置技术也日趋成熟，随着年产 6 万吨二期装置计划于今年 11 月份投产，将扩大新的销售，拉动丙烯酸的消耗。此外，公司自主研发 SAP 生产工艺，成为国内唯一拥有 SAP 连续化生产专利的企业。未来公司将持续投入，推进 C3 产业链的完美构建。此次投资康程护理实现下游产业链的延伸，也是公司打造全产业链的体现。

**募集资金和股票激励，彰显业绩增长信心。**上周公司发布公告，非公开发行股票募资用于年产 45 万吨丙烯和 30 万吨聚丙烯项目、年产 12 万吨 SAP 扩建项目。并出台限制性股票激励计划，提升员工士气。公司已逐步走出 2015 年的发展低谷，今年上半年实现扭亏。根据公司股权激励业绩承诺，2016 年净利润不低于 1 亿元，2017 年不低于 1.5 亿元，2018 年不低于 2 亿元。

**卫星石化作为行业龙头，未来规模优势、价格优势和全产业链优势都将逐步凸显。**随着 30 万吨聚丙烯、6 万吨 SAP 项目的陆续建成，以及投资康程护理等 SAP 下游开发加强，公司业绩有望大幅增长。

### （四）投资建议

加强 SAP 下游开发，受益二胎政策、人口老龄化，我们预计公司 2016-2017 年归属于母公司净利润分别为 1.2 亿元和 3 亿元，对应 EPS 分别为 0.15 元、0.38 元，维持“推荐”评级。

### （五）风险提示

行业产能过度扩张，价格大幅波动；交易标的未能按预期实现业绩承诺，对本次交易造成损失。

## 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。

**袁孝锋、赵乃迪，石化和化工行业证券分析师。**2 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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
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 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹 璐	0755-83453719	<a href="mailto:zhanlu@chinastock.com.cn">zhanlu@chinastock.com.cn</a>
海外机构：李笑裕	010-83571359	<a href="mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn">lixiaoyu@chinastock.com.cn</a>
北京地区：王 婷	010-66568908	<a href="mailto:wangting@chinastock.com.cn">wangting@chinastock.com.cn</a>
海外机构：刘思瑶	010-83571359	<a href="mailto:liusiyao@chinastock.com.cn">liusiyao@chinastock.com.cn</a>
上海地区：何婷婷	021-20252612	<a href="mailto:hetingting@chinastock.com.cn">hetingting@chinastock.com.cn</a>