

谨慎申购
卫星石化 (002648)
2011 年 12 月 15 日

具备丙烯酸及酯全产业链的优势企业

石化与基础化工行业分析师：邓勇
 SAC 执业证书编号：S0850511010010
 dengyong@htsec.com
 021-23219404

联系人：王晓林
 wxl6666@htsec.com
 021-23219812

发行价格：40.00 元
合理价值区间：33.55~42.70 元

卫星石化拟公开发行 5000 万股普通股，占公司发行后总股本 20000 万股的 25.00%，公司发行价格为 40.00 元，网下申购缴款日、网上发行申购日均为 12 月 16 日。

投资建议：

卫星石化专业从事丙烯酸、丙烯酸酯、甲基丙烯酸、颜料中间体、丙烯酸酯高分子乳液、高吸水性树脂（SAP）及其他丙烯酸酯下游产品的研发、生产和销售，近三年公司营业收入和归属于母公司净利润复合增长率分别为 31.1%、138.0%。

公司丙烯酸及酯产能跻身全球前十大生产商行列，居国内第五位；高分子乳液、颜料中间体和甲基丙烯酸均居各自行业前列。公司已经建立了以丙烯为原料生产丙烯酸及酯、下游高分子乳液和高吸水性树脂材料，以及甲基丙烯酸、颜料中间体的主营业务架构，成为国内少数具备全产业链的丙烯酸及酯和功能性高分子材料的规模化生产商之一。公司凭借国内领先的生产技术和产业链优势，发挥管理优势和地域优势，着力降低单位产品物耗和能耗，盈利能力位居行业前列。

公司及全资子公司现有丙烯酸 16 万吨（含丙烯酸及酯三期项目 6 万吨）、丙烯酸酯 15 万吨、丙烯酸酯高分子乳液 11 万吨、甲基丙烯酸 1.80 万吨、有机颜料中间体 1.03 万吨的设计生产能力。公司本次公开发行募集资金项目包括 6 万吨丙烯酸及酯（含 4 万吨高纯丙烯酸）、3 万吨 SAP、2.1 万吨颜料中间体项目，其中 6 万吨粗丙烯酸已于今年 9 月建成投产；4 万吨高纯丙烯酸预计年底建成投产；3 万吨 SAP 预计 2013 年初投产。

公司拟通过募集资金项目的实施，在现有丙烯酸及酯产业链的基础上，进一步完善丙烯酸酯类产品结构，丰富下游高分子乳液、SAP 等功能性高分子材料品种，强化产业链整体竞争能力，同时相对独立的颜料中间体业务有助于平滑不同行业波动给公司经营业绩造成的影响。

我们预计卫星石化 2011~2013 年 EPS 分别为 3.05、3.46、4.05 元，根据行业可比上市公司估值分析并综合考虑公司在行业的竞争优势，我们给予公司合理价值区间 33.55~42.70 元，对应 2011 年 11~14 倍 PE，公司发行价 40.00 元，我们建议“谨慎申购”。

风险提示：（1）原料和产品价格波动风险；（2）下游行业需求变动风险；（3）行业周期性风险。

表 1 卫星石化主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	95308.51	163307.28	287546.60	344805.06	416567.63
毛利（万元）	20208.18	48572.90	90184.44	100438.07	117699.17
综合毛利率	21.20%	29.74%	31.36%	29.13%	28.25%
净利润（万元）	10751.08	30577.58	61014.21	69284.65	80957.21
全面摊薄每股收益（元）	0.54	1.53	3.05	3.46	4.05

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 2 卫星石化盈利预测基本假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、(甲基)丙烯酸及酯						
销量(万吨)	4.34	6.29	6.66	12.50	17.00	19.00
销售价格(元/吨)	11597	9157	15029	16422	15335	14270
营业收入(万元)	50316.80	57623.16	100133.66	205274.00	260697.98	271125.90
营业成本(万元)	47186.66	47441.45	70236.58	141351.68	185095.57	195210.65
毛利(万元)	3130.14	10181.71	29897.08	63922.32	75602.42	75915.25
毛利率	6.22%	17.67%	29.86%	31.14%	29.00%	28.00%
二、高分子乳液						
销量(万吨)	7.29	6.63	12.10	13.50	14.00	16.00
销售价格(元/吨)	4670	3970	4184	5102	5018	4742
营业收入(万元)	34028.95	26334.10	50640.00	68870.40	70247.81	75867.63
营业成本(万元)	27093.31	18304.03	34951.53	45495.79	48330.49	53866.02
毛利(万元)	6935.64	8030.07	15688.47	23374.61	21917.32	22001.61
毛利率	20.38%	30.49%	30.98%	33.94%	31.20%	29.00%
三、颜料中间体						
销量(万吨)	0.36	0.48	0.51	0.52	0.56	1.50
销售价格(元/吨)	25435	15489	19836	22889	21892	21249
营业收入(万元)	9073.56	7395.80	10086.61	11902.20	12259.27	31874.09
营业成本(万元)	7054.46	5915.69	7324.96	9164.69	9500.93	24861.79
毛利(万元)	2019.10	1480.11	2761.65	2737.51	2758.33	7012.30
毛利率	22.25%	20.01%	27.38%	23.00%	22.50%	22.00%
四、SAP						
销量(万吨)						2.00
销售价格(元/吨)						18000
营业收入(万元)						36000.00
营业成本(万元)						23400.00
毛利(万元)						12600.00
毛利率						35.00%
五、其他业务						
营业收入(万元)	1528.86	3955.45	2447.01	1500.00	1600.00	1700.00
营业成本(万元)	1400.75	3439.16	2221.31	1350.00	1440.00	1530.00
毛利(万元)	128.11	516.29	225.70	150.00	160.00	170.00
毛利率	8.38%	13.05%	9.22%	10.00%	10.00%	10.00%
合计						
营业收入(万元)	94948.17	95308.51	163307.28	287546.60	344805.06	416567.63
营业成本(万元)	82735.18	75100.33	114734.38	197362.16	244366.99	298868.46
毛利(万元)	12212.99	20208.18	48572.90	90184.44	100438.07	117699.17
综合毛利率	12.86%	21.20%	29.74%	31.36%	29.13%	28.25%

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 3 卫星石化利润表预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	94948.17	95308.51	163307.28	287546.60	344805.06	416567.63
营业成本	82735.18	75100.33	114734.38	197362.16	244366.99	298868.46
营业税金及附加	182.38	163.93	235.78	862.64	862.01	1041.42
销售费用	1100.74	1167.09	2061.48	3450.56	4137.66	4998.81
管理费用	2326.72	6121.50	11639.44	12939.60	13792.20	16662.71
财务费用	3005.04	1325.24	1683.39	2300.37	2413.64	2499.41
资产减值损失	-72.50	158.63	168.13	600.00	600.00	600.00
营业利润	5670.61	11271.79	32784.68	70031.28	78632.56	91896.82
加：营业外收入	99.09	137.82	741.42	500.00	300.00	300.00
减：营业外支出	168.89	151.07	240.26	400.00	200.00	200.00
利润总额	5600.81	11258.53	33285.85	70131.28	78732.56	91996.82
减：所得税	203.69	507.45	2708.26	9117.07	9447.91	11039.62
归属于母公司所有者的净利润	5397.12	10751.08	30577.58	61014.21	69284.65	80957.21
全面摊薄每股收益（元）	0.27	0.54	1.53	3.05	3.46	4.05

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

（甲基）丙烯酸及酯系列产品为公司目前收入和利润的主要来源，产品价格和销量受市场影响波动较大。经过我们的测算，当产品平均净利润达到 3000 元/吨，销售量达到 18 万吨时，产品对公司 EPS 的贡献将达到 2.70 元。

表 4 （甲基）丙烯酸及酯产品对公司 EPS 的敏感性分析

		（甲基）丙烯酸及酯销量（万吨）				
		16	17	18	19	20
（甲基）丙 烯酸及酯净 利润（元/ 吨）	1000	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00
	1500	1.20	1.28	1.35	1.43	1.50
	2000	1.60	1.70	1.80	1.90	2.00
	2500	2.00	2.13	2.25	2.38	2.50
	3000	2.40	2.55	2.70	2.85	3.00
	3500	2.80	2.98	3.15	3.33	3.50
	4000	3.20	3.40	3.60	3.80	4.00
	4500	3.60	3.83	4.05	4.28	4.50
	5000	4.00	4.25	4.50	4.75	5.00

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇：石化与基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国石化、中国石油、盐湖钾肥、云天化、华鲁恒升、柳化股份、兴化股份、兴发集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级			
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;			
	股票投资评级	类别	评级	说明
			买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
减持			个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;	
卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。			
2. 投资建议的评级标准		行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
				行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
			中性	
			减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。