

卫星石化 (002648.sz)

国内冉冉兴起的丙烯酸及酯全产业链产品供应商巨头

王剑雨 分析师

电话: 020-87555888-8635

eMail: wjy3@gf.com.cn

执业编号: S0260511080001

曹勇 分析师

电话: 020-87555888-8833

eMail: cy25@gf.com.cn

执业编号: S0260511080003

国内丙烯酸产业受传统与新兴应用共同推动

国内丙烯酸产业可以分为传统的丙烯酸及酯产业链和新兴的丙烯酸、高纯丙烯酸及 SAP 产业链。在传统应用方面,主要下游涂料、化学纤维以及纺织化学品等产业增速平稳,随着未来两年新增产能的逐步投放,行业产能利用率将会逐步下滑;

在新兴应用方面,婴儿纸尿裤在农村区域渗透率的提升、人口老龄化带动的成人纸尿裤需求增加将推动国内 SAP 需求快速增长,目前国内 SAP 产业基本为外资所控制,而且未来两年新增产能仍难以满足快速增长的市场。

公司多重竞争优势足以弥补规模、原料采购以及产业链方面的劣势

公司在规模、原料采购以及产业链方面相比世界跨国企业和国内大型央企具有较为明显的劣势,但是公司多重竞争优势足以弥补规模、原材料采购等方面的劣势,主要表现在:(1)相比国企,民营管理机制促使公司在产品研发、生产以及销售等各环节精细管理,节约成本;(2)优越的区域位置节约了公司原材料和产品的仓储、运输成本;(3)公司向产业链下游延伸至高分子乳液等产品,减轻了公司受原材料价格大幅波动和下游需求波动的风险。

盈利预测及投资评级

根据对行业与公司的详细分析,我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 3.04 元、3.36 元和 3.52 元。采用相对估值法,参考类似公司的估值同时结合公司未来发展情况,给予公司 2011 年 15.50-17.50 倍市盈率估值,上市首日对应的价值区间为 47.12-53.20 元/股。

风险提示

1.国内外宏观经济大幅波动;2.募投项目进展低于预期;3.原料价格大幅波动。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	953.09	1633.07	2937.47	3040.40	3099.74
增长率(%)	0.38%	71.35%	79.87%	3.50%	1.95%
EBITDA(百万元)	171.95	389.85	770.80	781.61	824.68
净利润(百万元)	107.51	305.78	608.09	671.86	703.87
增长率(%)	99.20%	184.41%	98.87%	10.49%	4.76%
每股收益(元)	1.44	2.04	3.04	3.36	3.52
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	1.10	0.58	8.10	7.99	7.57

数据来源:浙江卫星石化股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	40.00-40.00 元
上市价格	47.12-53.20 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

150000000/0

主要股东:

浙江卫星控股股份有限公司

主要股东持股比例 66.5

流通 A 股比例 .00%

财务比率

ROE 47.5105

ROA 33.2155

资产负债率 45.8507

2010 年报数据

发行消息

发行价格(元) 40.0

主承销商:

国信证券股份有限公司

发行市盈率 26.14

目录索引

投资要点	4
一、未来国内丙烯酸产业发展受传统与新兴应用共同驱动	5
（一）行业概况及产业链分析	5
（二）丙烯酸及酯行业景气将小幅下行	7
（三）SAP 引领丙烯酸未来需求增长	11
（四）颜料中间体未来需求有望稳定增长	13
二、卫星石化为国内主要丙烯酸及酯产品供应商之一	13
（一）公司为丙烯酸及酯全产业链产品供应商	13
（二）公司实际控制人为杨卫东夫妇	15
（三）高效管理机制、优越区位优势以及产业链是其核心竞争优势	16
三、募投项目提升公司规模与产业链的优势	16
四、盈利预测及投资评级	17
（一）基本假设与盈利预测	17
（二）投资评级	18
五、风险提示	19

图表索引

图 1：丙烯酸及酯产业链	5
图 2：丙烯酸、聚丙烯与丙烯价格变动趋势	6
图 3：2009 年我国丙烯酸消费领域分布	6
图 4：2009 年我国丙烯酸酯消费领域分布	6
图 5：全球丙烯酸及酯产能及利用率变化趋势（单位：万吨）	7
图 6：全球前十大丙烯酸及酯生产商产能分布（单位：万吨）	8
图 7：我国前十大丙烯酸及酯生产商产能分布（单位：万吨）	8
图 8：我国丙烯酸及酯产量变化趋势	9
图 9：我国丙烯酸及酯表观消费量变化趋势	9
图 10：最近两年我国丙烯酸酯月度进出口量及其变化趋势	9
图 11：我国涂料产量及其变化趋势	10
图 12：我国化纤产量及其变化趋势	10
图 13：我国丙烯酸酯产业产能利用率变化趋势	11
图 14：世界丙烯酸消费领域分布	11
图 15：2009 年我国丙烯酸消费结构	11
图 16：近五年我国颜料月度产量及其变化趋势	13
图 17：近五年我国颜料累积产量及其变化趋势	13
图 18：世界钛白粉消费区域分布	15
图 19：中国近十年钛白粉产量变化趋势	15
图 20：公司股权结构图	15
表 1：未来三年我国丙烯酸酯新增产能分布	10
表 2：我国 2010 年国内 SAP 主要生产产能分布	12
表 3：未来几年我国 SAP 新增产能分布	13

表 4: 公司主要产品及用途	14
表 5: 公司主要募投项目	17
表 6: 公司主要产品收入及毛利预测.....	18
表 7: 类似公司估值指标	18

投资要点

国内丙烯酸产业发展受传统与新兴应用共同推动 在分析整个丙烯酸产业时，我们可以将整个丙烯酸产业链划分为传统的丙烯酸及酯和新兴的丙烯酸、高纯丙烯酸及SAP两条细分产业链。相对而言，前者受需求因素影响较大；而后者明显受供给因素制约。未来两年，公司的主营业务收入仍将主要来自传统的丙烯酸及酯产业链产品，而新产品SAP需要到2013年才开始逐步贡献收入。因此，我们在对丙烯酸行业进行分析时，着重于传统的丙烯酸及酯产业链分析。

(1) 丙烯酸及酯产业链。丙烯酸及酯产品主要应用于涂料、化学纤维以及纺织化学品等领域。根据对国内涂料、化纤等丙烯酸及酯下游产业未来发展趋势的分析，同时考虑未来丙烯酸及酯出口情况，我们认为2011-2013年国内丙烯酸及酯产品产量分别达到120.81万吨、136.13万吨和153.43万吨，增速分别为18.44%、12.81%和12.71%。与此相对应，2011-2013年，我国丙烯酸及酯产能将分别增加22万吨、32万吨和32万吨。综合上述供需分析，我们认为未来两年丙烯酸及酯产能利用率将逐步下滑，因而产品价格有不断下滑的风险。

(2) 丙烯酸、高纯丙烯酸及SAP产业链。绝大部分SAP应用于卫生用品领域，产品包括婴儿纸尿裤、妇女卫生巾以及成人纸尿裤，此外，少量应用于电缆包覆、土壤保水等领域。目前，我国丙烯酸大约仅有11%用于生产SAP，不仅低于发达国家40%以上的比例，也大幅低于世界平均35%左右的水平。随着婴儿纸尿裤等卫生用品在农村地区渗透率的提高，以及城市地区人口老龄化带来的成人纸尿裤等护理用品需求量的增加，未来三年我国SAP市场需求仍将维持高增长的态势，国内已有产能将难以有效满足国内快速增长的需求，未来两年新进入企业将迎来良好的发展机遇。

与市场预期的主要差异之处 我们同市场预期的主要差异之处在于对未来丙烯酸及酯产业未来发展趋势的判断上。市场认为未来丙烯酸及酯高景气仍将延续一段时间。根据前面的分析，我们认为国内丙烯酸及酯行业景气将逐步下滑，但是仍然远高于2008年金融危机的水平。与此相对应，我们对公司业绩未来增长趋势的判断较为谨慎，但是依靠未来产能的大量投放，预计公司2012年和2013年的业绩仍将保持一定的增长。

公司的未来看点 公司本次IPO发行5000万股，假设发行价为40元，扣除募投项目投入7.6亿元和发行费用，预计超募资金将达到12亿元左右。公司根据丙烯酸及酯特色产业链领军企业的战略定位，一方面抓紧实施丙烯酸四期以及五期各16万吨产能的扩建；另一方面规划建设45万吨丙烷脱氢制丙烯产能，向上延伸产业链。我们认为上述超募资金无论是用于扩大产能规模还是用于延伸丙烯酸产业链，都将极大提升公司的盈利水平，是公司未来发展的重要看点。

盈利预测及投资评级 根据对行业和公司未来发展趋势的判断，我们测算公司2011-2013年EPS分别为3.04元、3.36元和3.52元。因国内市场没有业务和产品结构与公司完全相同的上市公司，我们选取部分业务与公司类似的上市公司沈阳化工（丙烯酸及酯）和德美化工（纺织化学品），以及部分原材料与公司类似的上市公司滨化股份（丙烯）和百川股份（正丁醇）作为估值参考，同时考虑公司未来的成长性，我们认为给予公司2011年15.50-17.50倍市盈率估值是合理的，上市首日对应的合理价值区间为47.12-53.20元/股。

一、未来国内丙烯酸产业发展受传统与新兴应用共同驱动

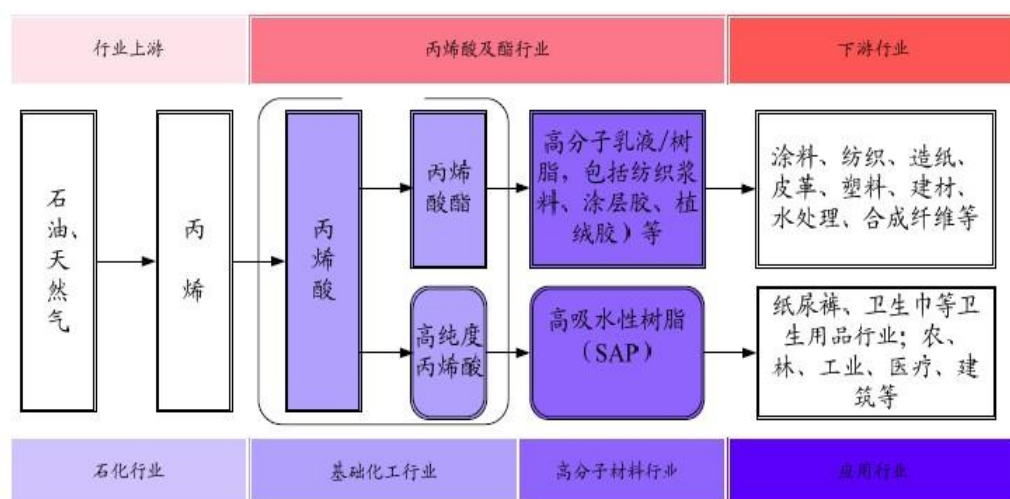
（一）行业概况及产业链分析

丙烯酸是一种重要的基础有机原料，主要用于生产丙烯酸酯，以及高吸水性树脂（SAP）、特种丙烯酸酯、水处理剂、助洗剂等产品。

丙烯酸酯通常由丙烯酸与相应的醇酯化制得。丙烯酸酯是重要的聚合单体，以其为主体聚合或其他单体共聚制备的聚合物、共聚物被广泛应用于涂料、纺织、化纤、胶粘剂、皮革、洗涤、造纸、塑胶、橡胶、医疗、油田化学等众多行业，渗透到国民经济的日常生活和高、新材料等各个领域，具有广阔的市场空间。

丙烯酸是生产丙烯酸酯产品的主要原材料，丙烯酸酯企业通常会配套建设丙烯酸生产装置；而丙烯酸行业企业一般也会向下游丙烯酸酯产业进行拓展。因此，丙烯酸及酯产业通常实行一体化。

图 1：丙烯酸及酯产业链



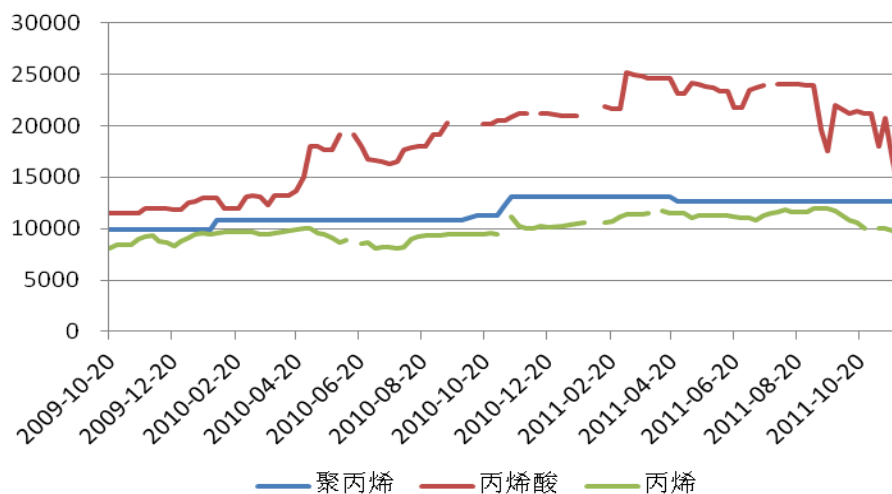
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

1.上游原材料价格受聚丙烯影响

世界丙烯酸生产工艺主要为丙烯两步氧化法，主要原料为丙烯。而丙烯酸酯由丙烯酸与醇类化学品经酯化反应制备。国内丙烯酸酯的主要品种为丙烯酸丁酯、丙烯酸乙酯和丙烯酸甲酯，相应的醇类原材料为正丁醇、乙醇和甲醇。正丁醇的主要生产方法是丙烯羰基合成法，乙醇也可以由乙烯经水合法制得，而丙烯与乙烯均源自石化行业。因此，丙烯酸及酯生产成本受原油价格影响显著。

丙烯主要用于生产聚丙烯，约占需求的60%左右，其他的应用领域主要有氧化乙醇（9%）、丙烯腈（9%）以及环氧丙烷（7%），而用于丙烯酸的丙烯所占比例约为4%。因此，丙烯酸行业对丙烯的价格影响较小，影响丙烯价格的主要因素来自聚丙烯。丙烯酸酯的主要品种丙烯酸丁酯的主要原材料之一正丁醇主要用于生产醋酸丁酯，因此，丙烯酸丁酯对正丁醇价格影响较小，影响正丁醇价格的主要因素是醋酸丁醇。

图 2：丙烯酸、聚丙烯与丙烯价格变动趋势



数据来源：上海市化工行业协会，中华纺织网，广发证券发展研究中心

2.下游需求广泛，传统领域与新兴领域共同驱动未来

丙烯酸主要有两种产品开发途径应用于国民经济的各个领域：

以丙烯酸为原料生产丙烯酸酯，经过聚合反应形成聚合物广泛应用于涂料、化纤、胶粘剂、纺织助剂等领域。以丙烯酸及酯的主要下游行业涂料和纺织用高分子乳液为例，2005年以来产量复合增长率分别达到27.57%和21.87%。由于聚丙烯酸及酯可以降解，属于政策鼓励的环保产品，与传统产品相比具有卫生、环保优势，预计未来需求还将持续增长。为了便于分析，我们将上述丙烯酸及酯产业链称为传统细分产业链。

以丙烯酸为原料经提纯制取高纯丙烯酸，主要用于高吸水性树脂SAP的生产，而SAP又主要用于生产纸尿裤和妇女卫生巾等卫生制品，占SAP需求量的90%以上。2005年以来，我国SAP的表观消费量年均复合增长率达到23.15%。除传统的卫生用品领域外，世界各国正在不断开发SAP的新品种、新功能，进一步拓展应用领域，主要有电缆包覆材料、食品包装材料、农林土壤保湿和废液固化处理等。下游领域的延伸将使SAP的消费量继续保持快速增长。为了便于分析，我们将上述丙烯酸、高纯丙烯酸及SAP产业链称为新兴细分产业链。

图 3：2009 年我国丙烯酸消费领域分布

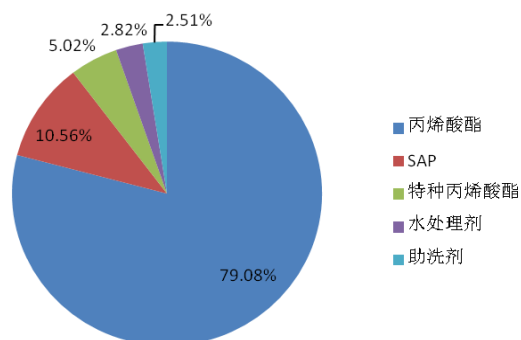
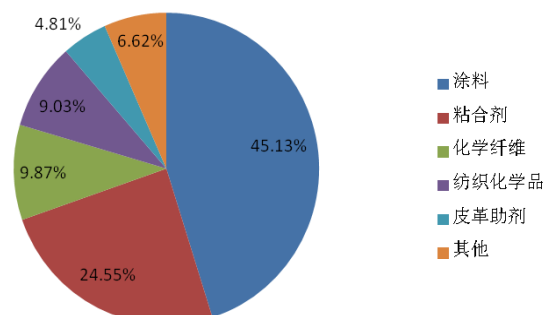


图 4：2009 年我国丙烯酸酯消费领域分布



数据来源：广发证券发展研究中心

综合分析，我们认为丙烯酸及酯产品成本受原油价格影响显著，但是下游需求应用领域分散，减少了受某一行业大幅萎缩导致需求大幅降低的风险。

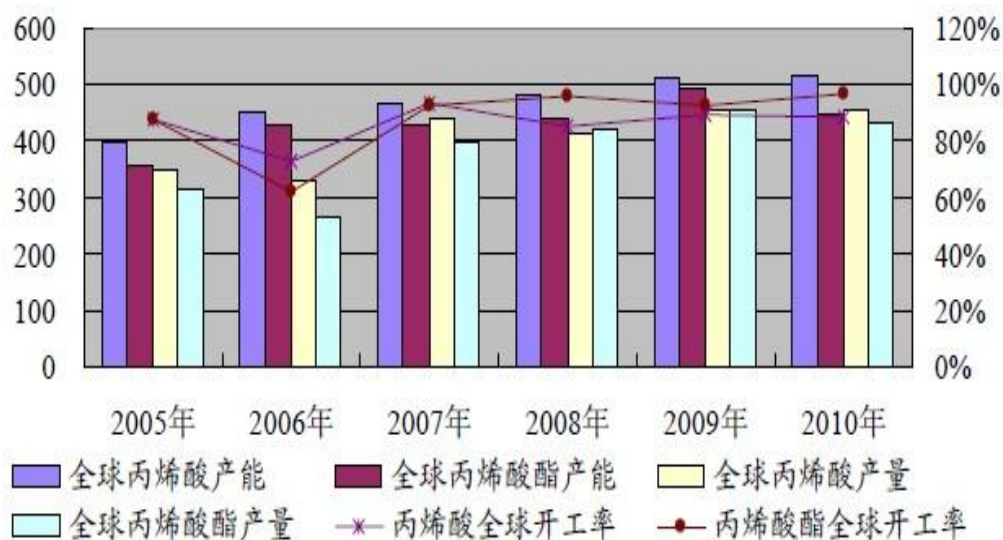
在接下来的分析中，我们将分传统丙烯酸及酯（简称“丙烯酸及酯行业”，见本章第二节）和新兴丙烯酸、高纯丙烯酸及SAP（简称“SAP”，见本章第三节）两条细分产业链来分析整个丙烯酸行业的未来发展趋势。而在报告的其他部分，除非特指，丙烯酸及酯即代表整个丙烯酸产业。此外，因公司还涉及部分颜料中间体业务，故我们还对颜料产业作了一些简要的分析（见本章第四节）。

（二）丙烯酸及酯行业景气将逐步下行

1. 无论是全球还是在国内，丙烯酸及酯行业集中度均很高。

全球丙烯酸及酯行业产能近年来保持平稳增长态势。2009-2010年期间，受法国阿科玛、美国陶氏化学等国际主要生产厂商发生装置停产事故，使得2010年全球丙烯酸酯的产能和产量从2009年的490.50万吨和455.20万吨下降到447.65万吨和432.90万吨。2010年全球丙烯酸及酯行业的开工率分别达到88.29%和96.72%，基本保持满负荷运行，但受行业产能制约，市场产品仍供不应求，产品价格持续保持高位。

图 5：全球丙烯酸及酯产能及利用率变化趋势（单位：万吨）



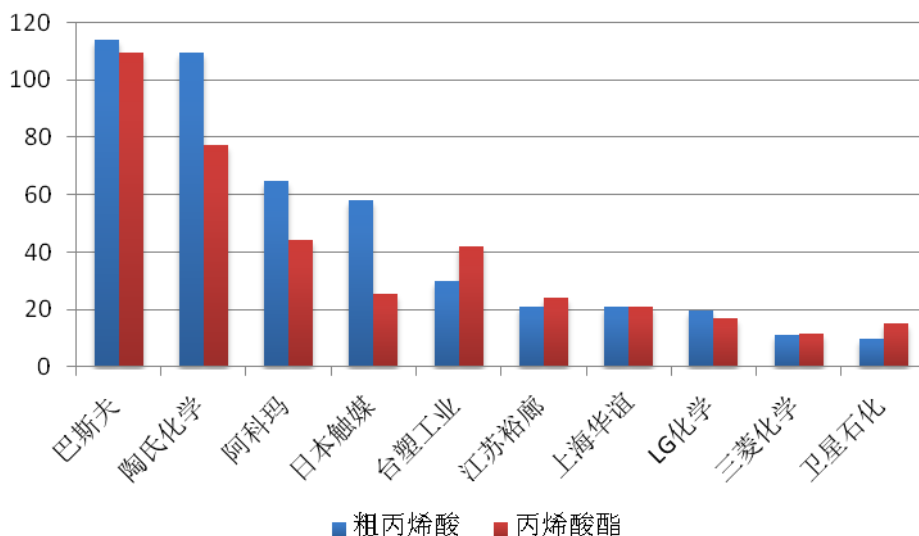
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（1）全球丙烯酸及酯产能集中于少数区域和少数企业手中

全球主要丙烯酸及酯生产和消费国/地区为美国、中国和西欧。截止2011年6月底，世界前五大丙烯酸及酯生产商均位于美国、西欧或日本，我国有三家企业进入前十大生产商行列，分别是江苏裕廊、上海华谊和卫星石化。

全球前十大丙烯酸及酯生产商的产能分别约占全球总产能的87%和79.31%，前五大生产商的产能占比约为71.34%和61.17%，行业集中很高。

图 6：全球前十大丙烯酸及酯生产商产能分布（单位：万吨）

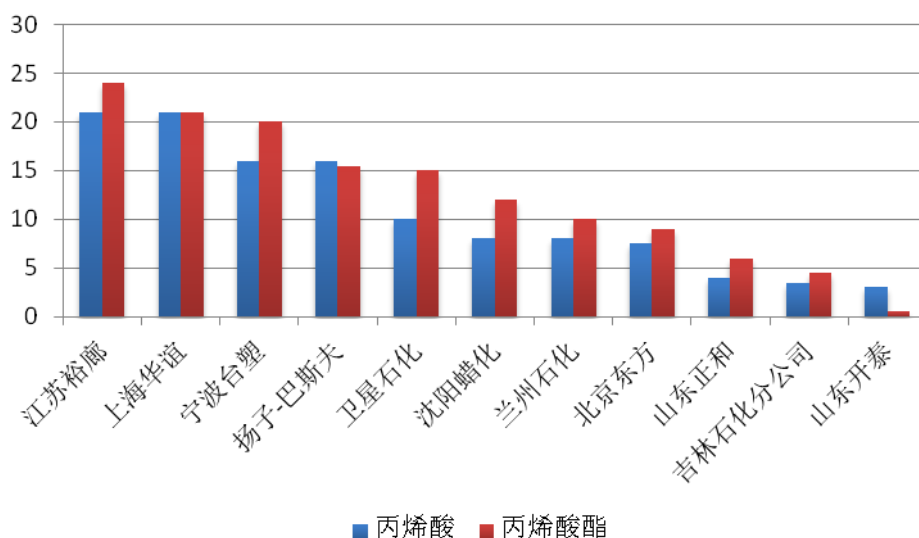


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（2）同国际类似，我国丙烯酸及酯集中度也很高。

我国丙烯酸及酯行业起步晚，受技术、原材料、资金、管理等因素的影响，行业企业数量少，产品产量和价格比较透明。截止2011年6月底，全国共有丙烯酸生产商11家、丙烯酸酯生产商13家，合计产能118万吨和140.50万吨。其中，前五大生产商的产能约占全国总产能的71%和69%，行业集中度基本上与全球差不多。

图 7：我国前十大丙烯酸及酯生产商产能分布（单位：万吨）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

2.丙烯酸酯产能利用率未来将小幅下滑

20世纪90年代以来，我国丙烯酸及酯产量增长迅速。1998年，我国丙烯酸及酯的产量分别为10.46万吨和11.16万吨，而2010年则分别达到了102.86万吨和102.33万吨，期间年均复合增长率分别高达23.28%和21.47%。

图 8：我国丙烯酸及酯产量变化趋势

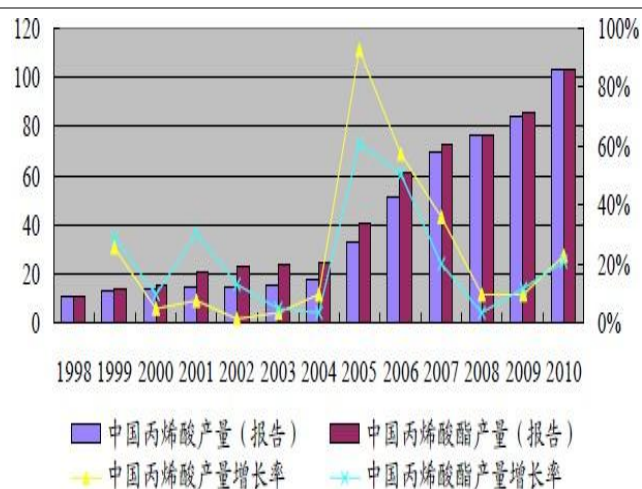
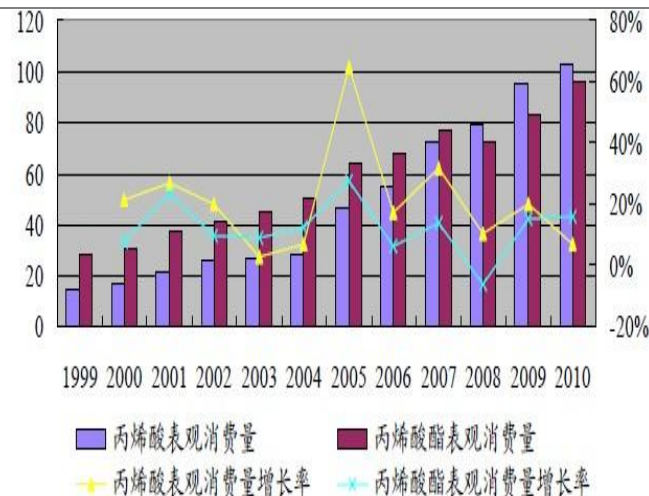


图 9：我国丙烯酸及酯表观消费量变化趋势



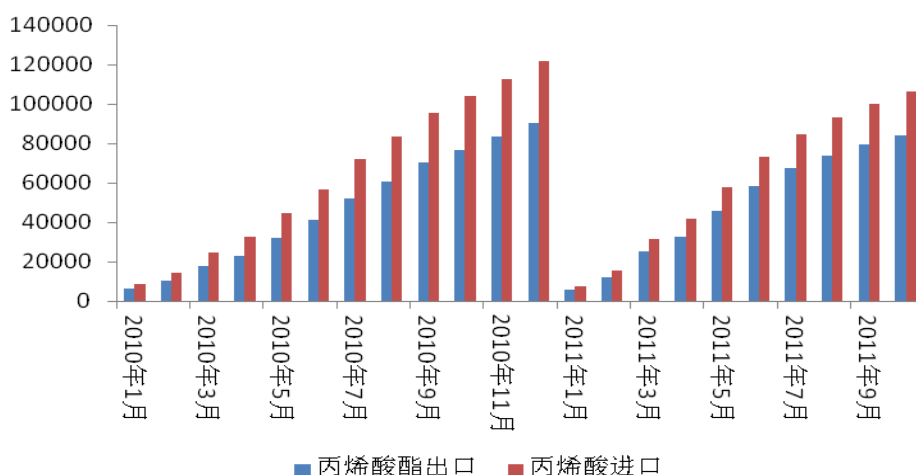
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（1）2012-2013年，国内丙烯酸酯产量增速在12-13%之间。

我国丙烯酸的主要应用领域为丙烯酸酯，消费占比达到近80%。而丙烯酸酯的主要应用领域为涂料、化纤以及纺织化学品，因此，我们可以从涂料和化纤未来发展来推算丙烯酸酯的需求增速。2011年下半年，我国涂料与化纤产量增速基本处于13-15%之间。我们认为当前增速已基本反映了未来发展情况，根据上面下游发展情况的分析，预计未来五年国内丙烯酸酯的需求增速也将保持在13%以上的水平，而丙烯酸还可以广泛应用于快速发展的SAP等领域，预计未来五年国内丙烯酸的需求增速将高于丙烯酸酯，预计在15%以上。

在出口方面，我们认为随着陶氏化学、阿科玛等跨国企业产能修复和国外需求受欧债危机、美国经济复苏乏力制约，出口增速相比2010年将大幅下滑。假设未来三年我国丙烯酸酯净出口量保持3万吨的水平。

图 10：最近两年我国丙烯酸酯月度进出口量及其变化趋势（单位：吨）



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

2010年，我国丙烯酸酯产量为102万吨。假设2011年丙烯酸酯受下游需求带动增速达到19%，而2012年和2013年，需求增速为13%，则2011-2013年的丙烯酸酯产量分别达

到120.81万吨、136.13万吨和153.43万吨，产量增速分别为18.44%、12.81%和12.71%。

图 11：我国涂料产量及其变化趋势

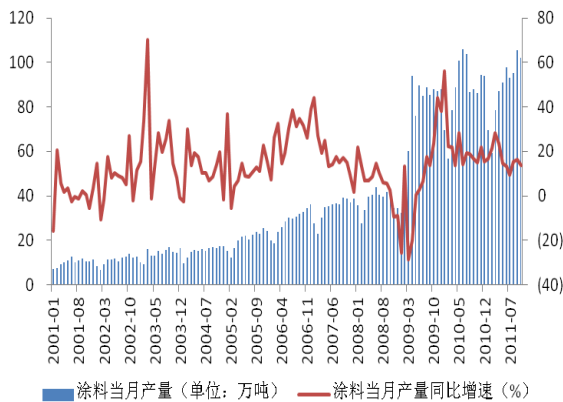
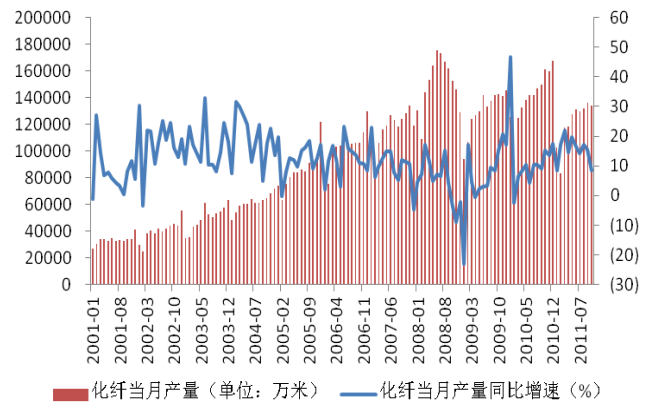


图 12：我国化纤产量及变化趋势



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（2）未来三年产能增加集中在2012年和2013年

因丙烯酸及酯行业高景气，吸引现有企业纷纷规划增加产能，同时促使部分行业外企业规划进入丙烯酸及酯行业。其中，预计2011年新增丙烯酸酯产能22万吨。

表 1：未来三年我国丙烯酸酯新增产能分布

序号	企业名称	2011	2012	2013
1	卫星石化	2		
2	江苏裕廊	16	16	
3	江苏三木	4		
4	中海油惠州		16	
5	扬子-巴斯夫			16
6	台塑			16
合 计		22	32	32

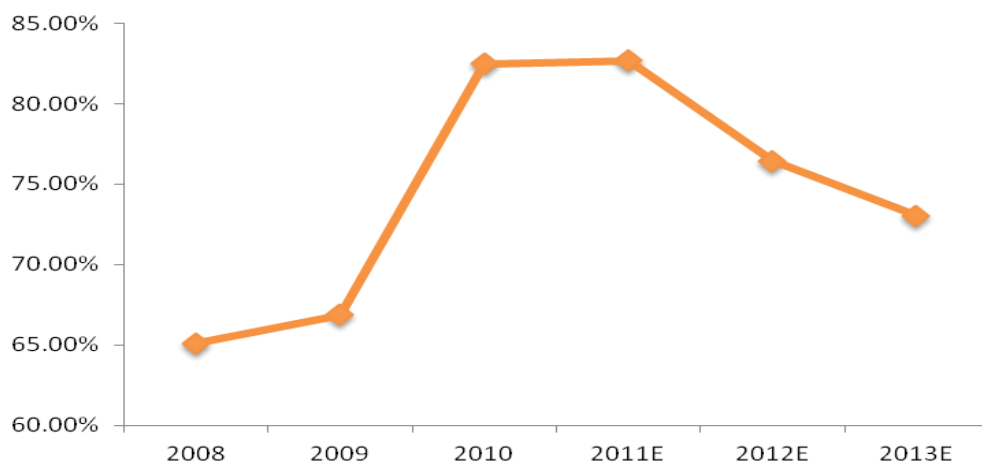
数据来源：公司招股说明书，昇立化工年报，广发证券发展研究中心

国内除上述企业外，山东开泰和烟台万华集团也宣布了丙烯酸及酯装置新建计划。

（3）未来两年丙烯酸酯行业产能利用率将逐步下滑

结合上述国内丙烯酸酯产量和丙烯酸酯产能变化趋势，我们判断丙烯酸酯产能利用率将会逐步下滑。2011年丙烯酸酯产能利用率达到82.7%，为最近四年的最高点，我们预计2012年和2013年的产能利用率将下降到76%和73%。

图 13：我国丙烯酸酯产业产能利用率变化趋势



注：产能利用率未考虑年内的投放进度。

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）SAP引领丙烯酸未来需求增长

1.国内丙烯酸结构有待提升，高端应用领域有待开拓

世界各国丙烯酸的消费结构差异很大，用于生产丙烯酸酯的丙烯酸占各地区丙烯酸总消费量的27~50%（注：我国是个例外，大约有80%的丙烯酸用于生产丙烯酸酯），用于生产高吸水性树脂的丙烯酸占各地区丙烯酸总消费量的29~63%，其它用途占10~19%。世界平均大约有35%的丙烯酸用于生产SAP，其中发达国家40%以上的丙烯酸用于生产高吸水性树脂SAP。近年丙烯酸的消费增长主要集中在高吸水性树脂，用于生产丙烯酸酯的比例在下降。

图 14：世界丙烯酸消费领域分布

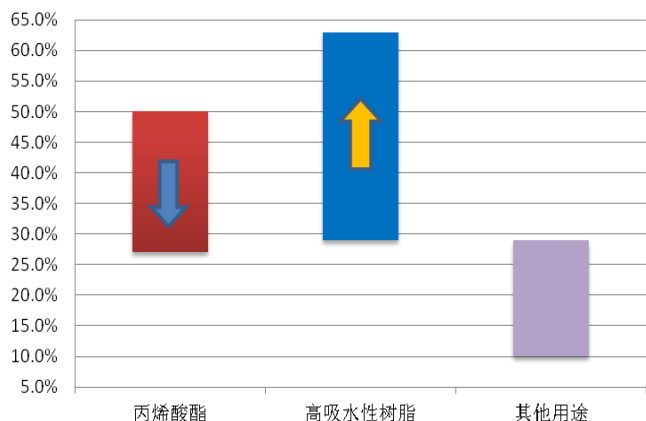
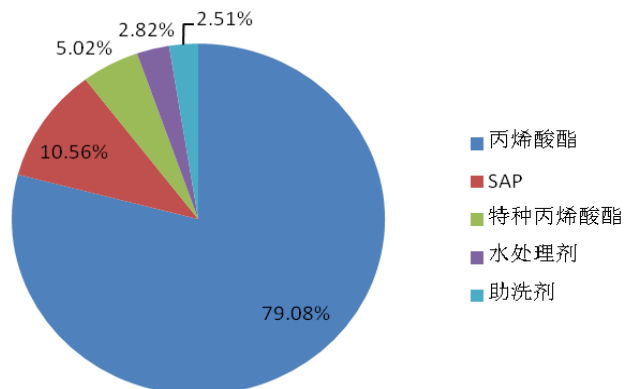


图 15：2009 年我国丙烯酸消费结构



数据来源：《浙商》投融资中心，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

我国丙烯酸产量以粗丙烯酸为主，2007年才开始生产高纯度丙烯酸和聚合级丙烯酸。2009年我国粗丙烯酸产量占丙烯酸总产量的82.97%，高纯度丙烯酸和聚合级丙烯酸分别

仅占11.50和5.52%，高纯度丙烯酸是丙烯酸提纯后的产物，主要用于生产SAP。与发达国家相比，我国丙烯酸的消费领域比较单一，80%以上直接用于生产丙烯酸酯，包括SAP在内的其他下游行业占比比较少。

2.SAP未来需求空间巨大

SAP是丙烯酸下游行业中发展最为迅速的产品之一，主要用于纸尿裤和妇女卫生巾等卫生制品，占SAP需求量的90%以上。2000年-2010年期间，我国SAP产量和消费量迅猛增长，年均复合增长率分别达到40.83%和28.36%。2010年产量达到12.30万吨，消费量达到11.36万吨。目前，美国和西欧生产SAP所消耗的丙烯酸占丙烯酸总消费量的30%以上，日本甚至高达60%以上，而我国2009年还不到11%。

假设我国达到世界35%丙烯酸用于SAP的水平，我国SAP市场空间将达到36万吨；如果参考日本SAP的消费水平，我国婴儿和老人用卫生用SAP的市场空间就将达到惊人的96.3万吨。此外，SAP还有部分应用于电缆包覆材料、食品包装材料、农林土壤保湿和废液固化处理等领域。

3.产能基本为国外企业控制

SAP产品对生产技术的要求比较高，产能主要集中在德固赛（含陶氏化学）、巴斯夫、日本触媒、三大雅四大厂商手中，上述四家厂商SAP产能占到全球的75%以上。国内目前投产的SAP生产企业仅有10家，除去日本触媒、三大雅和宁波台塑在国内投资的企业外，我国SAP产能仅有7.5万吨，而且单体产能低、成本高，质量同国际水平也存在较大的差距。

表 2：我国 2010 年国内 SAP 主要生产产能分布

序号	生产商	生产能力（单位：万吨）	占比
1	三大雅精细化学品（南通）有限公司	5.50	28.95%
2	日触化工（张家港）有限公司	3.00	15.79%
3	台塑吸水树脂（宁波）有限公司	3.00	15.79%
4	泉州邦丽达科技实业有限公司	2.00	10.53%
5	浙江威龙高分子材料有限公司	1.50	7.89%
	合计	15.00	78.95%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

2010年全球SAP产能达到176万吨，其中我国仅占10.80%，表观消费量占全球的比例不足7%，与我国人口大国和快速发展的经济状况不相适应。而良好的市场前景吸引了国内外许多企业纷纷扩大产能或加入竞争。预计2012年之前，我国SAP行业新增产能主要有三大雅精细化学品（南通）有限公司增加7万吨，上海华谊增加2万吨以及卫星石化增加3万吨产能。

除上述企业外，国内扬子-巴斯夫、台塑（宁波）有限公司也有兴建SAP装置的计划。从全球范围来看，韩国LG化学和德国巴斯夫计划在2012年前建成SAP新装置，而日本触媒、NA工业公司和Tasnee公司、Sahara公司、德国赢创工业公司三家合作也宣布了投资计划。

随着婴儿纸尿裤等卫生用品在农村地区渗透率的提高，以及城市地区人口老龄化带来的成人纸尿裤等护理用品需求量的增加，未来三年我国SAP市场需求仍将维持高增长的态势，国内已有产能将难以有效满足国内快速增长的需求，未来三年新进入企业将迎来良好的发展机遇。

表 3：未来几年我国 SAP 新增产能分布

序号	企业名称	新增 SAP（单位：万吨）	预计进展时间
1	三大雅精细化学品（南通）有限公司	7	2011 年 6 月
2	上海华谊丙烯酸有限公司	2	2010 年 9 月设备招标
3	卫星石化	3	2012 年底
	合计	12	

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（四）颜料中间体未来需求有望稳定增长

有机颜料中间体是下游生产各种有机颜料的中间产品，包括2B酸、4B酸、CLT酸等九大类产品，其中本公司主要生产红色系有机颜料的主要中间体2B酸、4B酸。

我国颜料中间体行业的产量和表观消费量在2007年之前保持增速稳定；2008年，受金融危机的影响，产量和消费量均略有下滑；2009年，产量和消费量基本维持稳定的态势；随着各下游行业在2010年的恢复增长，产量和消费量都有不同程度的增长。2005年至2010年，我国颜料产量年均增长了9.6%。预计未来三年我国颜料产量将以平均8%-10%速度增长，从而带动颜料中间体产量增速达到8%以上。

图 16：近五年我国颜料月度产量及其变化趋势

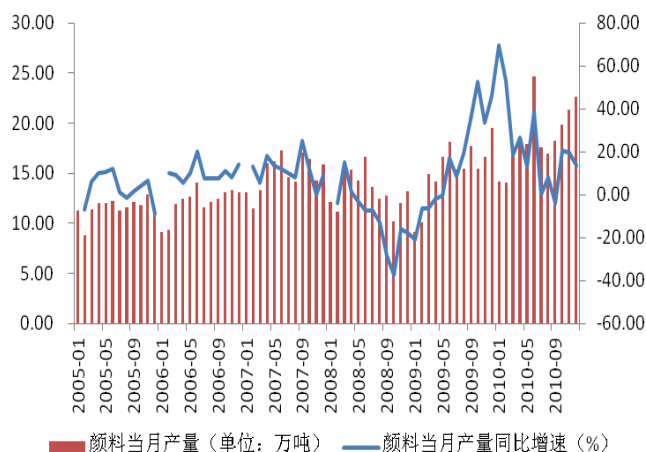
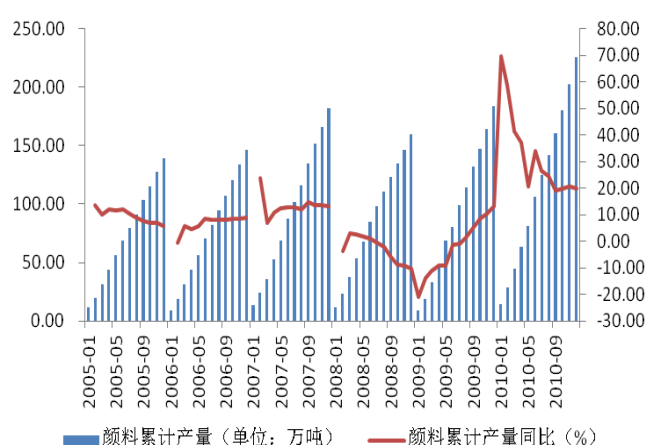


图 17：近五年我国颜料累积产量及其变化趋势



数据来源：《浙商》投融资中心，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

二、卫星石化为国内主要丙烯酸及酯全产业链产品供应商之一

（一）公司为丙烯酸及酯全产业链产品供应商

卫星石化主营业务包括以丙烯酸、丙烯酸酯、甲基丙烯酸等为主的（甲基）丙烯酸及酯系列、丙烯酸酯高分子乳液系列、颜料中间体系列产品的研发、生产和销售，同时还拥有部分化学产品运输业务。形成了以丙烯为原料生产丙烯酸及酯和下游功能性高分子材料，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。

目前，公司主要产品产能分布如下：丙烯酸16万吨、丙烯酸酯15万吨、甲基丙烯酸1.80万吨、丙烯酸酯高分子乳液11万吨、有机颜料中间体1.03万吨。

表 4：公司主要产品及用途

产品种类	产品简介及用途
丙烯酸及酯	丙烯酸 为丙烯酰基化合物，广泛应用于丙烯酸酯、高吸水性化合物、涂料、人造橡胶、粘合剂、增稠剂、高分子电解质。
	丙烯酸甲酯 属丙烯酰基化合物，广泛应用于医药、皮革加工、造纸业、粘合剂、涂料等工业。
	丙烯酸乙酯 属丙烯酰基化合物，用于中软柔性聚合物，广泛应用于涂料、医药、皮革加工、造纸业、粘合剂等工业。
	丙烯酸丁酯 为丙烯酰基化合物，用于中软性聚合物，在共聚物中起内增塑作用，广泛用于涂料、医药、皮革加工、粘合剂等工业。
甲基丙烯酸	用于制造有机玻璃、离子交换树脂和其他树脂、涂料、塑料、粘合剂、润滑剂、印染助剂、木材和软木的浸润剂、纸张上光剂、绝缘材料、混凝土助剂、聚羧酸系减水剂等。
丙烯酸酯高分子乳液	纺织浆料 系丙烯酸酯类共聚物，广泛应用于各类涤纶长丝、加工丝、复合丝、异形丝、锦纶丝及其他疏水纤维之上浆。
	织物涂层胶/胶片 本系列产品主成份为聚丙烯酸酯树脂（溶液），具有特殊的官能团结构，适用于各类织物涂层及织物与 PVC 压延之粘合。
	水性胶 本系列产品具有自交联特性，属阴/非离子型，广泛适用于各类服装面料、里料等织物涂层整理。
	植绒胶 本系列产品具有自交联、自增稠特性，属阴/非离子型，广泛应用于各类服装面料、家纺装饰材料等的喷涂植绒。
颜料中间体	2B 油 主要作为中间体用于有机合成工业中，也可用它制得颜料、涂料及农药中间体。
	2B 酸（钠盐） 一种有机颜料中间体，可合成耐晒大红 BBN、永固红 F5R、耐晒红 BBS、永固红 2BL、耐晒红 MGP 等。
	4B 酸 是合成多种颜料及活性染料的重要中间体。

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

近三年来，（甲基）丙烯酸及酯、高分子乳液以及颜料中间体等主营业务收入和毛利额均占到公司总收入的99%以上。2011年1-6月，（甲基）丙烯酸及酯、丙烯酸酯高分子乳液和颜料中间体的收入占比分别为72.16%、23.46%和4.15%。其中，（甲基）丙烯酸及酯收入占比呈逐年提升的趋势。2011年1-6月，（甲基）丙烯酸及酯、丙烯酸酯高分子乳液和颜料中间体的毛利额占比分别为70.13%、26.64%和3.01%。其中，（甲基）丙烯酸及酯毛利占比也呈逐年提升的趋势。

图 18：近年公司主营业务收入构成及变化趋势

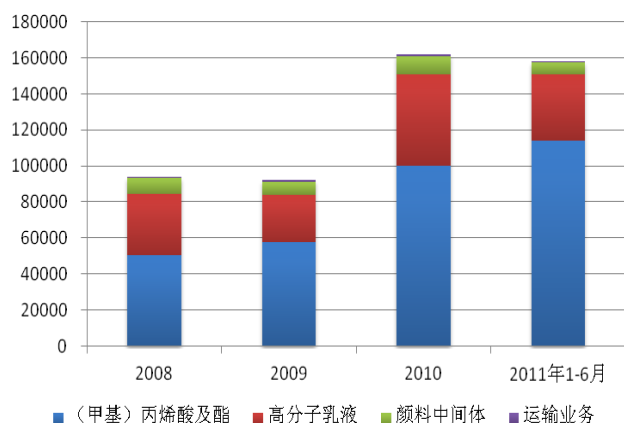
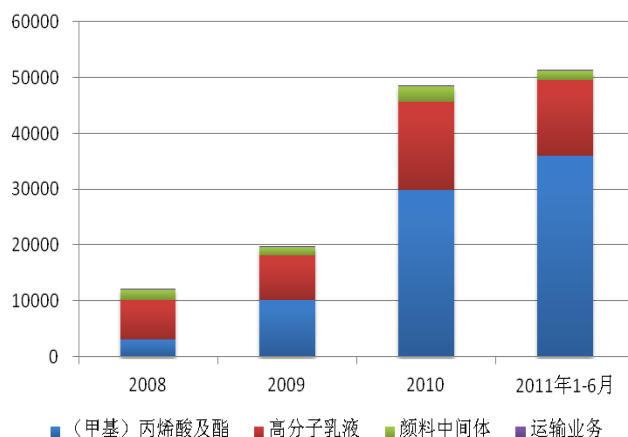


图 19：近年公司主要业务毛利构成及变化趋势

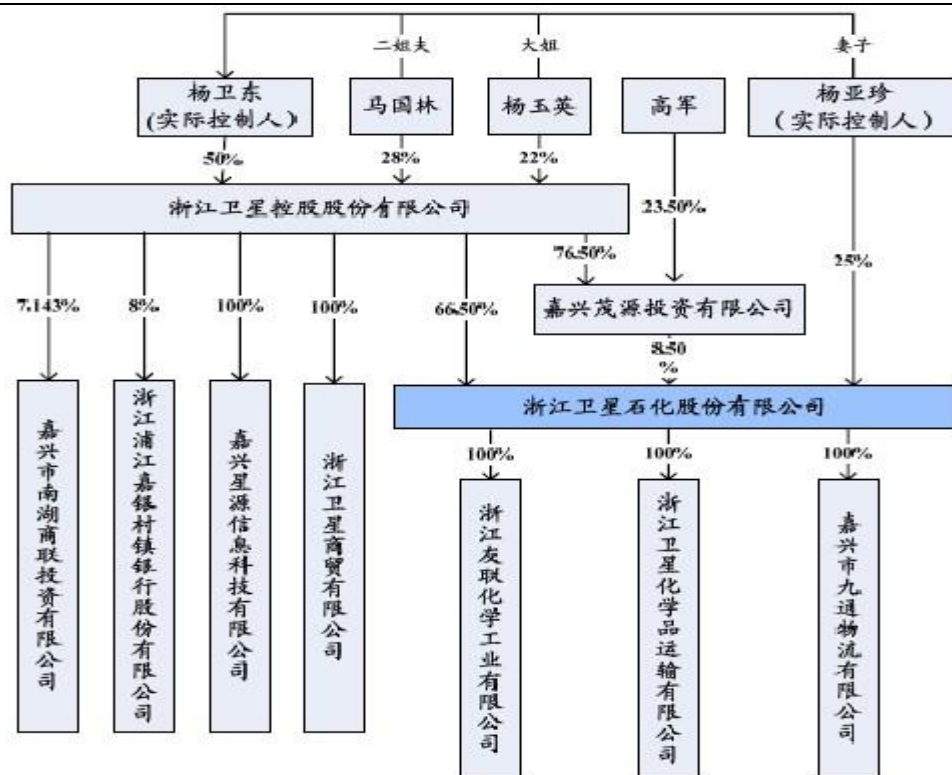


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）公司实际控制人为杨卫东夫妇

卫星石化系由浙江卫星丙烯酸制造有限公司整体变更设立的外商投资股份有限公司。公司本次发行前总股本为15000万股，本次拟发行社会公众股5000万股，占发行后总股本的25%。实际控制人为杨卫东夫妇，合计持有公司发行前61.50125%的股份。

图 20：公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

此外，管理层持股促使股东与管理层利益趋同。卫星石化的实际控制人杨卫东担任公司的董事长，总经理马国林、副总经理杨玉英、副总经理高军分别持有发行前总股本

的20.44%、16.06%和2.00%。

（三）高效管理机制、优越区位优势以及产业链是其核心竞争优势

通过对行业内主要竞争者的分析，我们认为公司相比其他竞争企业所具有的核心竞争优势来自于其高效的民营企业管理机制和优越的区位优势。在世界以及国内丙烯酸及酯产业中，生产主体为大型跨国企业和大型央企。前者以巴斯夫、陶氏化学等为代表，后者以中石化和中石油为代表。上述两者在原料供应、生产规模等方面占据优势地位。在强手如林的行业竞争中，以卫星石化为代表的少数民营企业之所以能够逐渐兴起，因素是多方面的，但我们认为关键在于其良好的民营管理机制、优越的区位优势以及产业链建设扭转了其在原材料采购、规模等诸方面的不足。

1.高效的民营管理机制。丙烯酸及酯行业自2005年开始才有民营企业的进入，之前均由国有企业控制。相比国有企业和外资企业，公司的经营优势主要体现在以下三方面：

（1）在项目建设、原料采购、生产、销售、产品研发和成本管理等各环节管理精细，以项目建设为例，国有及外资企业建设期通常需要2年半的时间，而卫星石化仅需要1年半的时间，这非常有利于其抢占快速变化的市场；（2）对原材料和产品市场的变化分析力强、反应及时、决策执行效率高，公司通常会在年底原料价格处于低位的时候多采购一些原材料；（3）在客户服务方面到货及时、合同执行力强、信誉好、服务优质。

2.接近原料与市场的区位优势。公司地处长三角地区的浙江嘉兴，区位优势明显，主要表现为两方面：（1）公司所在的嘉兴市拥有深水良港乍浦港，乍浦港拥有国内专业的化工原材料运输以及仓储设施，并且交通便利，一定程度上弥补了公司在原材料方面的劣势；（2）公司所在的华东地区集聚了浙江长兴轻纺城、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众多专业市场，是国内丙烯酸及酯的主要消费区域，表观消费量占全国的近40%。

3.公司产业链独具特色。国际及国内丙烯酸及酯领先企业均实行从丙烯酸到丙烯酸酯产业链的一体化，跨国与央企借助大乙烯项目通常将产业链向上游延伸至丙烯，而公司将产业链延伸至下游高分子乳液，成本相对竞争对手低300元左右。2011年1-6月，公司丙烯酸酯高分子乳液产能达到11万吨，产品销量达到7.03万吨，是国内最大的高分子乳液生产企业。相比业内其他企业，因向产业链下游拓展，公司在为客户提供综合配套产品服务、提升市场发展空间以及地域宏观经济波动和行业风险会更具有优势。此外，公司通过募投项目进军高纯度丙烯酸及SAP领域，一方面拓宽了下游应用领域，另一方面也是对公司当前产业链进行的重大升级。综合来看，公司的产业链建设走在国内前列。

除（甲基）丙烯酸及酯业务外，公司还经营有机颜料中间体业务，主要产品有2B油、2B酸（钠盐）和4B酸，其中2B油为生产2B的原料。公司在颜料中间体业务方面相比国内同行具有较为显著的技术、环保以及成本优势。

三、募投项目提升公司规模与产业链的优势

公司本次募投项目分别为：6万吨丙烯酸及酯三期项目（下游包括4万吨高纯丙烯酸和2万吨丙烯酸异辛酯）；2.1万吨颜料中间体技改项目；3万吨SAP项目。其中，6万吨丙烯酸已于2011年8月中旬建成投产；下游产品2万吨丙烯酸异辛酯已于2011年4月投入

试生产；下游产品4万吨高纯丙烯酸预计年底建成投产；3万吨SAP产能预计2013年年中建成。

表 5：公司主要募投项目

项目名称	总投资（单位：万元）	新增产能
丙烯酸及丙烯酸酯类三期技改建设项目	32,951.7	6 万吨丙烯酸（主要用于生产 4 万吨高纯丙烯酸和 2 万吨丙烯酸异辛酯）
年产 30,000 吨高吸水性树脂技改项目	31,853.0	3 万吨 SAP
友联化工颜料中间体生产技术优化技改项目	11,450.0	2.1 万吨颜料中间体
总计	76,254.7	

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

上述募投项目的实施将进一步确立公司以丙烯为原料生产丙烯酸及酯和下游功能性高分子材料，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。

此外，公司规划还将实施四期、五期丙烯酸及酯各16万吨的产能扩张计划，同时计划向丙烯酸及酯产业链上游拓展，规划建设45万吨丙烷脱氢制丙烯产能。假设公司IPO按照每股40元的价格发行5000万股，预计超募资金将达到12亿元左右。无论超募资金是用于向上游延伸产业链还是用于扩大丙烯酸及酯产能规模，都将进一步缩小公司同跨国企业在产业链和产能规模上的差距，从而大幅提升公司的竞争实力，这也是公司未来发展的重要看点。

四、盈利预测及投资评级

（一）基本假设与盈利预测

公司主营业务包含（甲基）丙烯酸及酯、高分子乳液以及颜料中间体等三大部分，其中前两部分均为丙烯酸及酯产业链业务，而颜料中间体为有机颜料产业链中的重要组成部分。

根据对行业未来发展趋势的分析，同时结合公司产品结构调整情况，我们对公司未来三年主营业务收入和毛利率作如下假设：

（1）根据（甲基）丙烯酸及酯行业产能利用率的变化趋势来判断公司（甲基）丙烯酸及酯业务的产能利用情况，并以此判断价格和毛利率的变化趋势；

（2）根据对高分子乳液主要下游化学纤维和纺织化学品未来增速的分析，我们假设公司高分子乳液产量增速约为13%，与行业增速持平，同时根据原材料价格的变化调整产品价格和产品毛利率；

（3）根据对国内颜料产业未来增速的预测，同时结合公司所处颜料中间体行业的竞争态势，我们认为公司未来两年颜料中间体产量将以8%的速度增长，同时假定产品价格和毛利率保持稳定。

根据上述假设，我们预计公司2011年-2013年实现每股收益分别为3.04元、3.36元和3.52元。

表 6：公司主要产品收入及毛利预测

产 品		2010	2011E	2012E	2013E
(甲基)丙烯酸及酯	销量(单位: 万吨)	6.66	12.36	15.90	16.84
	单价(单位: 万元/吨)	1.50	1.70	1.41	1.32
	销售收入(单位: 万元)	100133.66	210120.00	224183.23	222288.00
	毛利(单位: 万元)	29897.08	62615.76	64632.03	62885.28
	毛利率(%)	29.86%	29.80%	28.83%	28.29%
高分子乳液	销量(单位: 万吨)	12.10	13.67	15.45	17.46
	单价(单位: 万元/吨)	0.42	0.51	0.42	0.41
	销售收入(单位: 万元)	50640.00	69717.00	64890.00	71586.00
	毛利(单位: 万元)	15688.47	24268.49	20070.48	21855.21
	毛利率(%)	30.98%	34.81%	30.93%	30.53%
颜料中间体	销量(单位: 万吨)	0.51	0.52	0.56	0.61
	单价(单位: 万元/吨)	1.98	2.30	2.30	2.30
	销售收入(单位: 万元)	10086.61	11960.00	12916.80	13950.14
	毛利(单位: 万元)	2761.65	2755.58	3035.45	3278.28
	毛利率(%)	27.38%	23.04%	23.50%	23.50%
合 计	销售收入(单位: 万元)	163307.28	293747.00	304040.03	309974.14
	毛利(单位: 万元)	48567.59	90174.15	88300.13	88608.80
	毛利率(%)	29.74%	30.70%	29.04%	28.59%

数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 投资评级

我们采用相对估值法对确定公司的合理价值。目前，在国内市场没有业务品种和产品结构与卫星石化完全相同的上市公司，仅有沈阳化工从事部分与公司相同的丙烯酸及酯业务。

卫星石化的主营业务收入主要来自(甲基)丙烯酸及酯、高分子乳液和颜料中间体等三大业务。我们选取从事丙烯酸及酯业务的沈阳化工、从事与高分子乳液密切相关的纺织化学品业务的德美化工以及主要原材料与公司类似的滨化股份、百川股份作为估值参考。

表 7：类似公司估值指标

公 司	当前股价	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
沈阳化工	5.48	0.33	0.34	0.49	16.86	15.96	11.12
滨化股份	11.64	0.77	1.01	1.11	15.19	11.52	10.49
百川股份	9.80	0.83	0.60	——	11.81	16.33	——
德美化工	9.50	1.12	0.67	——	8.48	14.18	——
平 均 值	——	——	——	——	13.08	14.50	——

数据来源：广发证券发展研究中心

上述参考公司2011年平均市盈率为14.50倍。相比上述公司，卫星石化未来两年存有多个募投项目产能投放以及大量超募资金的规划利用，因此，我们认为公司的成长性要

优于参考公司，给予卫星石化2011年2倍的市盈率溢价是合理的，给予公司2011年16.50倍市盈率。同时考虑市场的波动性，上下浮动1倍市盈率，公司的合理市盈率区间为15.50-17.50倍，上市对应的价值区间为47.12-53.20元/股，对应公司2012年和2013年的市盈率区间分别为14.02-16.32倍和13.39-15.11倍。

五、风险提示

- 1.公司的主要收入来源于（甲基）丙烯酸及酯、高分子乳液以及颜料中间体业务，上述业务受宏观经济波动影响显著。如果国内外宏观经济大幅波动，将给公司业绩造成较大冲击；
- 2.公司募投项目SAP是未来丙烯酸行业发展的主要细分行业之一。公司尽管已经完成中试，并实现少量销售，但是未来实现大规模生产仍然存在技术风险，以及客户开拓方面进展不如预期；
- 3.公司主要原材料为丙烯、正丁醇等石化产品，价格的大幅波动可能会对公司的盈利水平产生较大的影响。

资产负债表

单位：百万元

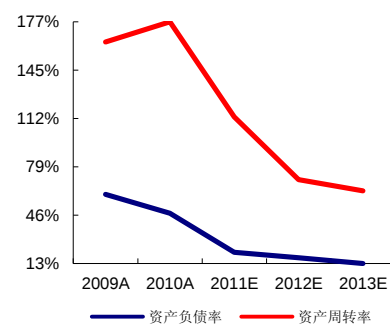
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	363	612	3,232	3,628	4,311
货币资金	55	151	2,324	2,766	3,403
应收及预付	173	289	680	591	630
存货	133	170	223	266	273
其他流动资产	2	1	5	5	5
非流动资产	289	577	778	1,017	936
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	208	232	335	517	696
在建工程	22	247	310	343	54
无形资产	59	96	128	153	182
其他长期资产	1	2	4	4	4
资产总计	653	1,189	4,010	4,644	5,247
流动负债	349	382	487	449	348
短期借款	220	188	221	171	121
应付及预收	129	168	265	277	226
其他流动负债	0	26	1	1	1
非流动负债	25	163	350	350	350
长期借款	25	163	350	350	350
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	374	545	837	799	698
股本	75	150	200	200	200
资本公积	6	203	2,075	2,075	2,075
留存收益	166	250	858	1,530	2,234
归属母公司股东权益	247	603	3,133	3,805	4,509
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	621	1,148	3,970	4,604	5,207

利润表

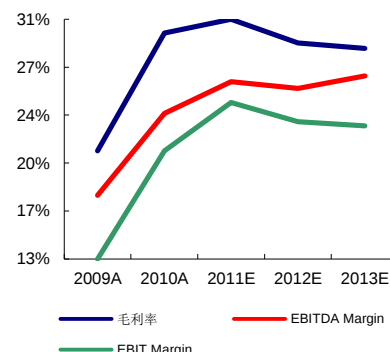
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	953	1633	2937	3040	3100
营业成本	751	1147	2036	2157	2214
营业税金及附加	2	2	10	8	5
销售费用	12	21	34	33	34
管理费用	61	116	132	132	135
财务费用	13	17	29	-81	-115
资产减值损失	2	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	113	328	696	790	827
营业外收入	1	7	5	5	5
营业外支出	2	2	6	5	4
利润总额	113	333	695	790	828
所得税	5	27	87	119	124
净利润	108	306	608	672	704
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	108	306	608	672	704
EBITDA	172	390	771	782	825
EPS (元)	1.44	2.04	3.04	3.36	3.52

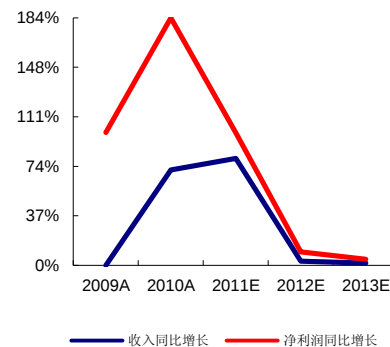
资产负债率趋势



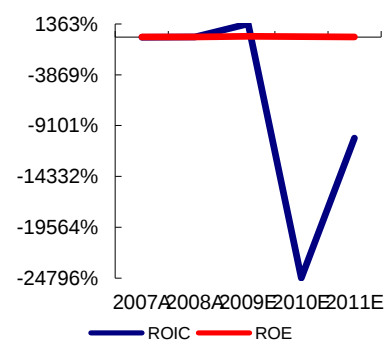
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

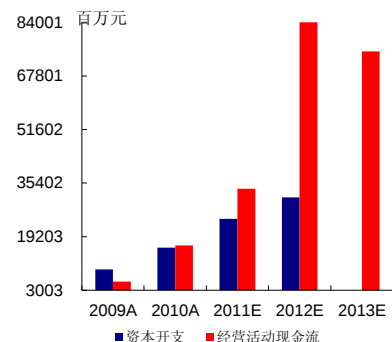
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	56	165	337	840	752
净利润	108	306	608	672	704
折旧摊销	44	43	46	72	112
营运资金变动	-106	-199	-350	58	-97
其它	10	15	34	38	34
投资活动现金流	-103	-174	-246	-311	-30
资本支出	-93	-159	-246	-311	-30
投资变动	-10	-15	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	53	105	2,082	-88	-85
银行借款	384	521	219	-50	-50
债券融资	-314	-390	-25	0	0
股权融资	0	45	1,922	0	0
其他	-17	-72	-35	-38	-35
现金净增加额	6	97	2,173	441	638
期初现金余额	49	55	151	2,324	2,766
期末现金余额	55	151	2,324	2,766	3,403

主要财务比率

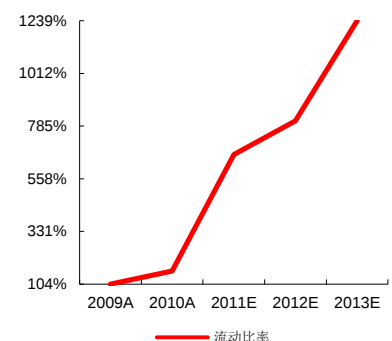
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	0.4%	71.3%	79.9%	3.5%	2.0%
营业利润	98.8%	190.9%	112.3%	13.6%	4.6%
归属于母公司净利润	99.2%	184.4%	98.9%	10.5%	4.8%
获利能力					
毛利率	21.2%	29.7%	30.7%	29.0%	28.6%
净利率	11.3%	18.7%	20.7%	22.1%	22.7%
ROE	43.6%	50.7%	19.4%	17.7%	15.6%
ROIC	27.9%	38.4%	46.0%	38.7%	38.4%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	47.5%	21.1%	17.4%	13.4%
净负债比率	76.9%	37.2%	-56.0%	-59.0%	-65.0%
流动比率	1.04	1.60	6.63	8.07	12.39
速动比率	0.60	1.01	6.02	7.29	11.35
营运能力					
总资产周转率	1.64	1.77	1.13	0.70	0.63
应收账款周转率	16.04	19.28	19.73	16.59	14.60
存货周转率	8.20	7.56	9.13	8.11	8.11
每股指标 (元)					
每股收益	1.44	2.04	3.04	3.36	3.52
每股经营现金流	0.75	1.10	1.69	4.20	3.76
每股净资产	3.30	4.02	15.67	19.03	22.55
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.1	0.6	8.1	8.0	7.6

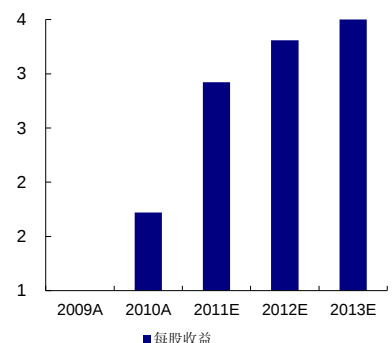
资本支出与经营活动现金流



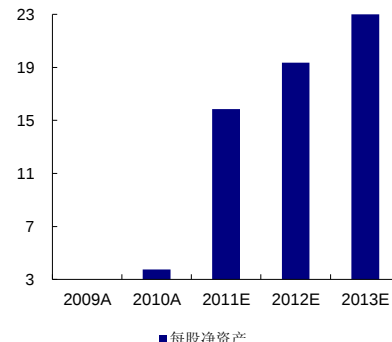
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发化工行业研究小组

王剑雨，分析师，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。

曹勇，分析师，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。