浙江卫星石化股份有限公司
2015 年度企业信用评级报告

大公报 CYD【2014】1027 号（主）

信用等级：AA-

受评主体：浙江卫星石化股份有限公司
评级展望：稳定

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2014.3	2013	2012	2011
总资产	67.38	62.73	37.22	40.55
所有者权益	37.41	36.48	32.60	30.31
营业收入	7.45	33.16	31.62	32.48
利润总额	1.07	5.90	4.91	7.16
经营性净现金流	-4.14	1.24	7.05	-0.92
资产负债率（%）	44.84	41.84	12.40	25.24
债务资本比率（%）	35.39	32.83	0.00	19.74
毛利率（%）	22.04	25.99	23.25	29.94
总资产报酬率（%）	1.62	9.46	13.29	18.39
净资产收益率（%）	2.43	13.71	12.95	20.78
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-14.81	4.72	209.25	-2.54
经营性净现金流/总负债（%）	-14.73	8.01	94.98	-11.72

注：2014 年 3 月财务数据未经审计。

评级观点

浙江卫星石化股份有限公司（以下简称“卫星石化”或“公司”）主要从事丙烯酸、丙烯酸酯及其他丙烯酸酯下游产品的研发、生产和销售业务。评级结果反映了公司下游客户区域集中、运输成本较低、公司拥有完备的研发体系和先进的生产工艺并具备全产业链等优势；同时也反映了公司短期内面临一定资本支出压力以及经营性净现金流对债务和利息的保障程度不稳定等不利因素。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1～2 年，随着新增生产线的投产，公司上下游产业链更趋完整，大公对卫星石化的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 随着纺织、卫生用品等丙烯酸下游行业迅速发展，丙烯酸及酯、颜料中间体等市场需求有所增长，公司面临较好的发展机遇；
- 公司地处长三角地区，下游产业链发达，具备下游客户区域集中、运输成本较低的竞争优势；
- 公司拥有较完备的研发体系和先进的生产工艺，自主研发的一系列产品巩固了公司行业内的地位；
- 公司通过开发和生产上下游产品，已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。

主要风险/挑战

- 公司在建工程金额较大，短期内面临一定资本支出压力；
- 公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定。

评级小组负责人：刘 蔚
评级小组成员：郭增锦 王 倩
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email ：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年七月二十三日

大公保留对企业信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

受评主体

公司前身浙江卫星丙烯酸有限公司成立于 2005 年 8 月 3 日，设立时注册资本为 726 万美元，经营范围为生产、销售丙烯酸及酯；2008 年 12 月，浙江卫星丙烯酸有限公司名称变更为浙江卫星丙烯酸制造有限公司（以下简称“卫星丙烯酸”）；2009 年 12 月，卫星丙烯酸吸收合并浙江山特莱德化工有限公司，并收购国内最大的有机颜料中间体生厂商之一的浙江友联化学工业有限公司；2010 年 4 月，卫星丙烯酸新增股东茂源投资管理有限公司，并增资至 1.2 亿元；2010 年 9 月 9 日，卫星丙烯酸更名为浙江卫星石化股份有限公司；2011 年 11 月，公司首次公开发行 A 股并上市，股票代码为 002648，股本增至 4 亿元，募集资金主要用于丙烯酸及丙烯酸酯类三期技改建设项目、年产 3 万吨高吸水性树脂技改项目以及浙江友联化学工业有限公司颜料中间体生产技术优化技改项目。截至 2014 年 3 月末，公司注册资本为 4 亿元，前三大股东浙江卫星控股股份有限公司（以下简称“卫星控股”）、杨亚珍以及嘉兴茂源投资有限公司的持股比例分别为 49.88%、18.75%和 6.38%，其中卫星控股为公司控股股东，杨卫东为卫星控股实际控制人，杨卫东与杨亚珍为夫妻关系。公司注册地址为浙江省嘉兴市工业园区步焦路，拥有 6 家全资子公司，法人代表为马国林，最终实际控制人为杨亚珍与杨卫东夫妇。

表 1　截至 2014 年 3 月末卫星石化子公司情况（单位：万元、%）

序号	公司名称	注册资本	控股比例	经营范围
1	浙江友联化学工业有限公司	15,450	100.00	甲基丙烯酸、颜料中间体
2	浙江卫星化学品运输有限公司	500	100.00	货物运输
3	嘉兴市九通物流有限公司	1,000	100.00	丙烯酸储存
4	浙江卫星能源有限公司	60,000	100.00	建设期
5	平湖石化有限责任公司	60,000	100.00	建设期
6	卫星石化香港有限公司	港币1,500	100.00	贸易

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要从事丙烯酸、丙烯酸酯、甲丙烯酸、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。公司确立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。截至 2014 年 3 月末，公司已形成年产丙烯酸 16 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 万吨的能力，其中丙烯酸及酯产能位居全球前十大生产商行列，位居国内第三位；高分子乳液、颜料中间体和甲基丙烯酸产能均居行业前列。

宏观经济和政策环境

2013 年以来，我国国民经济总体较为平稳，GDP 增速趋缓但经济结构调整效果开始初步显现；预计未来 1～2 年，经济下行压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，我国经济整体将保持平稳缓慢增长

2013 年，国民经济运行总体较为平稳，全年实现国内生产总值（GDP）56.88 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%；从 2013 年全年来看，受出口放缓、需求减弱和产能过剩等多重因素影响，上半年我国经济连续两个季度回落，一季度、二季度增速分别为 7.7%和 7.5%。为应对经济下行压力，国务院推出了一系列确保“经济运行在合理区间”的“稳增长”政策，进一步释放改革红利，加大结构调整力度，下半年经济开始企稳回升，三季度 GDP 增速增长至 7.8%；但受 2012 年高基数及季节性因素影响，四季度 GDP 增速同比小幅回落。分产业看，2013 年，第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 6.3%、45.9%和 47.9%，第三产业生产总值占 GDP 的比重首次超过第二产业；2014 年一季度，第三产业生产总值占 GDP 的比重进一步提高到 49.0%，表明我国经济结构调整效果开始初步显现。

2014 年 3 月 5 日发布的《2014 年政府工作报告》（以下简称“《报告》”）延续了十八届三中全会精神，一方面确定了“保持经济运行处在合理区间，守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限”的增长目标；同时，《报告》将 2014 年我国 GDP 增长目标设定为 7.5%，同时固定资产投资增速目标下调至 17.5%，进出口总额增速目标下调至 8.5%，社会消费品零售总额增速目标仍为 14.5%，明确对经济结构的进一步调整。另一方面，将进一步推进包括行政体制、财税体制、金融体制、社会体制、所有制经济、农村、城镇化和生态文明等全方位的改革。

总体而言，我国仍处于“增长速度换档期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加阶段，经济下行的压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，预计未来 1～2 年，我国经济整体将保持平稳缓慢增长。

行业及区域经济环境

随着我国纺织、房地产、食品、卫生用品等与生活密切相关的丙烯酸下游行业的迅速发展，以及人们环保意识、生活水平的提高，丙烯酸及酯、颜料中间体等市场需求有所增长，公司面临较好的发展机遇

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。我国丙烯酸酯最大的消费领域为涂料、胶粘剂和化学纤维和纺织化学

品。国际丙烯酸酯的国际市场基本供求平衡，产能主要分布在美国、欧洲和中国。全球丙烯酸及酯行业产能近年保持平稳增长，2008 年，受金融危机的影响，丙烯酸酯表现消费量有所下滑，丙烯酸的产量和表观消费量、丙烯酸酯的产量增速有所放缓；2009 年法国阿克玛、陶氏化学等多家国际主要生产商发生装置停产事故，国际丙烯酸及酯市场一度处于供不应求的局面；2011 年三季度后，受全球经济放缓的影响，丙烯酸及酯行业产量开始逐步回落。

我国丙烯酸及酯的消费分为三个阶段，2000 年之前，国内消费、进口量少，属于自给自足阶段；2001～2004 年，消费量开始上升，但受国内产能和产量的限制，新增需求主要依赖进口；2005 年以后，产量和消费量均大幅提高，2010 年产量和表观消费量分别达到 102.38 万吨和 96.29 万吨。我国丙烯酸及酯行业目前处于快速成长期，预计 2015 年产量和表观消费量可达到 168.20 万吨和 135.80 万吨。随着我国纺织服装、房地产、食品、卫生用品等与生活密切相关的行业发展迅速，丙烯酸及酯下游产品的市场需求大幅增长；聚丙烯酸及酯属于政策鼓励的环保产品，与传统材料相比具有卫生、环保的优势，随着人们环保意识、生活水平的提高，人们对各种产品的美感、健康提出了更高的要求，促进了高分子乳液、SAP、颜料中间体等下游行业产品的升级换代，间接促进了丙烯酸及酯、颜料中间体等公司所在行业的产能重组加速、产品更新速度加快，公司面临较好的发展机遇。

我国丙烯酸及酯行业起步较晚，全国丙烯酸酯行业企业数量少，行业集中度较高；国家继续实施积极的财政政策等有效拉动内需的相关举措，从而拉动丙烯酸及酯下游行业的发展

目前全球前五大丙烯酸及酯生产商均位于美国、西欧或日本，全球前五大丙烯酸及酯生产商的产能分别占全球总产能的比例分别超过 70%和 60%，行业集中度高。由于我国丙烯酸及酯行业起步晚，在产量和表观消费量上尚未表现出明显的周期性，受技术、原材料、资金、管理等因素影响，行业企业数量较少，产品产量和价格比较透明。自 2012 年开始，中国已成为全球最大的丙烯酸酯消费国，主要的应用领域包括了涂料、胶粘剂/胶粘带、纺织、水处理等，丙烯酸主要用于高吸水性树脂，应用于纸尿裤等卫生产品。我国丙烯酸及酯行业的区域性特征明显，华东地区集中了全国 75%以上的丙烯酸产能和 72%以上的丙烯酸酯产能，目前全国丙烯酸生产厂商有 11 家，丙烯酸酯生产厂商 13 家，合计产能分别为 118 万吨/年和 140.50 万吨/年，其中，前五大生产商的产能约占全国总产能的 71%和 69%，行业集中度较高。且我国丙烯酸及酯行业已经形成较为稳定的以国有企业为主体、外资和民营参与的市场竞争格局。

当前国际形势仍然复杂多变，经济企稳复苏缓慢，国内新增丙烯酸产能陆续释放，自 2013 年 2 月起，以阿克玛、巴斯夫为代表的国际丙烯酸及酯生产商开始推行整体涨价策略，且全球主要丙烯酸制造商

也将有相继停车检修计划，2009 年底至 2013 年，全球主要生产商发生 11 起装置停产事故，造成市场供应紧张，从而进一步拉动丙烯酸及酯价格的上升，国家继续实施积极的财政政策、文件的货币政策等有效拉动内需的相关举措，如发展实体经济、推广农村城镇化建设等，将拉动公司下游纺织、建筑、涂料等行业的复苏与发展。另外，自 2013 年 1 月 1 日起，国家对重油、石脑油等相关产品进行消费税上调，将进一步推动国内石化市场的结构调整。同时，江苏吴江、盛泽地区 2013 年将对大部分小型化工企业进行整顿、关停，部分浆料、涂层胶同行企业将被迫停产转厂或迁移，无疑对浆料和涂层胶等大量产品的销售创造了良好机遇。此外，颜料中间体属于重污染行业，我国虽然是全球产能、产量最大的国家，但存在小而散、生产方式粗糙、三废量大等特点，国家产业政策提出推广先进生产工艺，实现产业升级，鼓励开发和建设具有优势的新产能，以利于行业的持续发展。

丙烯酸及酯属产业政策鼓励的环保产品，刚性需求大，功能性高分子材料和颜料中间体是我国化工行业重点扶持的领域之一；随着化工行业环境治理、产品标准、生产技术和节能减排标准不断提高，有机化工企业面临良好发展机遇

有机化工行业是以煤炭、石油、天然气等为原料生产农用化学品、有机基本原料、合成材料、精细与专用化学品等多类产品的基础性工业，具有品种多、服务面广、配套性强、产业关联度高等特点，在国民经济发展的产业链中占有举足轻重的地位。丙烯酸及酯属于基本有机化工原材料，可广泛应用于纺织专用化学品、涂料、丙烯酸树脂、SAP 等功能性高分子材料的生产，是产业链下游各行业发展的基础。丙烯酸及酯可以降解，属于国务院国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）年、产业结构调整指导目录（2011 年本）等产业政策鼓励的环保产品，对皮肤、环境等没有危害，随着生活水平提高，刚性需求大。功能性高分子材料和颜料中间体属于精细化工的范畴，具有品种多、产量小、技术要求高和附加值高的特点，是我国化工行业一直以来重点扶持的领域之一。

化工行业属于重度污染行业，环保、绿色生产和可持续是行业发展的趋势。国家对行业的环境治理、产品标准、生产技术和节能减排等方面提出越来越高的要求。国务院办公厅发布文件提出大力推动技术改造，加快产业升级，加强生态环境保护。中国石油化工协会相关文件指出，化工行业要实现可持续发展，必须实施清洁生产，通过推进结构调整、产业升级，限制高消耗、高污染产品的发展，转变粗放的发展理念和模式。因此，随着社会环境意识的增强和环保标准的严格执行，将增加化工行业企业的环保成本，短期内或会削弱行业盈利能力，但长期来看，绿色化规范化的实行将为有机化工企业带来良好的发展机遇。

浙江省工业经济运行发展整体向好，其中化学原料行业增长较快，为提升传统优势产业，浙江省加快培育发展高新技术产业等高端产业；嘉兴市丙烯酸及酯下游产业发达，交通便利、地理位置优越，为丙烯酸及酯行业的发展创造了有利条件

2013 年，浙江省全年生产总值 37,568 亿元，实现 8.2%的增幅，五年年均增长 9.6%，人均生产总值 68,462 元；地方财政收入同比增长 7.8%，增速较 2012 年回落 0.4 个百分点；城镇居民人均可支配收入实际同比增长 9.6%，农村居民人均收入同比增长 10.7%；其中工业经济运行在波动中平稳回升，行业发展整体向好，但分化明显，规模以上工业的 38 个大类行业中，医药、有色金属冶炼、化学纤维、汽车和化学原料增长较快。2013 年高新技术产业增加值为 2,993 亿元，同比增长 10.3%，占规模以上工业比重为 25.6%，成为浙江省工业低位企稳向上的主要推动力。2013 年以来，全年规模以上工业企业实现利润 3,386 亿元，同比增长 15.2%，其中化工行业方面，由于国际、国内市场需求不足和大部分化工产品供大于求矛盾加大，前三季度化工市场旺季不旺情况突出，产品价格低位徘徊，企业限产保价。面对国际国内形式的严峻挑战，浙江省加快培育发展战略性新兴产业、高新技术产业等高端产业，着力提升传统优势产业。

2013 年，嘉兴市国内生产总值为 3,148 亿元，同比增加 9.3%，增幅同比提高 0.6 个百分点。其中，第一产业增加值 156 亿元，同比增长 8.0%，第二产业增加值 1,727 亿元，同比增长 9.9%，第三产业增加值 1,265 亿元，同比增长 9.4%。三次产业结构由 2012 年的 5.2：55.5：39.3 调整为 4.9：54.9：40.2。其中全市工业增加值 1,561 亿元，同比增长 10.4%，规模以上工业企业 4,409 家，重工业增加值 644 亿元，同比增长 14.3%，轻工业增加值 563 亿元，同比增长 8.2%。另外，嘉兴地处长三角地区，纺织服装、建筑涂料、胶带等丙烯酸及酯下游产业发达，华东地区丙烯酸及酯产能占全国的 72.05%，表观消费量占全国近 40%，嘉兴市本身有深水良港乍浦港，交通便利，地理位置优越，为丙烯酸及酯行业的发展创造了有利条件。

经营与竞争

2011～2013 年，公司营业收入及毛利润有所波动，甲基丙烯酸及酯是公司主要的收入和利润来源

公司主营丙烯酸、丙烯酸酯、甲丙烯酸、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，甲基丙烯酸及酯是公司收入和利润的主要来源。2011～2013 年，公司营业收入、毛利润及毛利率均有所波动。其中 2012 年，公司营业收入同比下降 2.64%，且毛利率下降幅度较大，主要由于销售价格同比下降较大，且下降幅度大于原材料价格下降幅度。

2011～2013 年，公司甲基丙烯酸及酯业务收入逐年增长，分别为

24.60 亿元、25.51 亿元和 27.62 亿元；毛利润分别为 6.57 亿元、5.29 亿元和 6.68 亿元，有所波动；毛利率分别为 26.71%、20.74%和 24.18%，亦有所波动，主要受原材料成本及销售价格波动影响导致。

公司生产的丙烯酸酯是高分子乳液的主要原料。2011～2013 年，公司高分子乳液收入贡献较小，占公司收入比重分别为 20.63%、14.42%和 12.97%，逐年下降。其他业务主要包括颜料中间体、运输业务等，对公司贡献较小。

表 2　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**7.45**	**100.00**	**33.16**	**100.00**	**31.62**	**100.00**	**32.48**	**100.00**
甲基丙烯酸及酯	6.33	85.01	27.62	83.32	25.51	80.68	24.60	75.74
高分子乳液	0.82	10.94	4.31	12.97	4.56	14.42	6.70	20.63
其他	0.30	4.05	1.23	3.71	1.55	4.90	1.18	3.63
毛利润	**1.64**	**100.00**	**8.61**	**100.00**	**7.35**	**100.00**	**9.73**	**100.00**
甲基丙烯酸及酯	1.29	78.87	6.68	77.53	5.29	71.97	6.57	67.52
高分子乳液	0.28	16.78	1.59	18.51	1.73	23.54	2.89	29.70
其他	0.07	4.35	0.34	3.96	0.33	4.49	0.27	2.78
综合毛利率		**22.04**		**25.99**		**23.25**		**29.94**
甲基丙烯酸及酯		20.42		24.18		20.74		26.71
高分子乳液		33.74		37.08		37.94		44.95
其他		23.67		27.75		21.29		22.88

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年 1～3 月，公司实现营业收入 7.45 亿元，同比下降 0.03 亿元；毛利润 1.64 亿元，同比下降 0.05 亿元；综合毛利率 22.04%，同比增加 0.75 个百分点。

公司产品受下游建筑涂料、纺织等行业以及上游丙烯、正丁醇等原料行业的影响较大，受原油相关产品价格波动的联动影响，产品销售价格波动较为频繁且幅度较大，从而造成毛利率大幅变动。为避免毛利率大幅变动对经营业绩的稳定造成影响，公司新增产品产能，将于 2014 年底投产新增的 SAP 项目及丙烯酸 3 期，从而提高公司产品毛利率的稳定性和抗风险能力。

● 甲基丙烯酸及酯

公司生产的丙烯酸主要用于进一步加工丙烯酸酯，其余部分对外销售，丙烯酸酯是公司主要的外销产品，部分用作下游纺织浆料、涂层胶和植绒胶的生产原料，公司产品由此构建了一个较完善的丙烯酸及酯产业链。

公司对外采购原材料主要为丙烯、正丁醇和乙醇，公司与主要原材料供应商拥有良好的战略合作关系，保障了原材料供应的稳定性

公司生产的丙烯酸以丙烯作为主要原料，丙烯酸和正丁醇、乙醇是丙烯酸酯的主要原料，丙烯酸酯是高分子乳液的主要原料，公司丙烯酸几乎全部用于自用生产丙烯酸酯；丙烯酸酯主要用于外销，部分自用于生产高分子乳液，因此公司各产品构成一定的上下游产业链关系，实际对外采购的原料主要为丙烯、正丁醇和乙醇，2013 年，丙烯、正丁醇和乙醇的合计采购金额占公司原材料采购总额比重为 81.49%。

丙烯、正丁醇、乙醇均为大宗基础化工原料，市场价格透明，且由于丙烯来源于石油炼化或裂解行业，因此公司主要原材料价格与石油价格存在较高的关联度。2011 年以来，主要原材料价格均波动幅度较大。公司采购金额大且次数频繁，采购的时点分布不一，一般会在年末进行较为集中的采购，或在预期原料价格可能大幅上涨前进行采购。公司与原材料供应商通常按采购合同签订的期限支付，丙烯、正丁醇的采购一般采用总量约定、分批交付的方式，乙醇等其他原料一般采用现货采购方式。境外采购一般采用信用证方式支付，境内则包括现款、银行承兑汇票等，具体交货方式包括先款后货、现款现货和先货后款三种，因采购的原料而异。

公司每年年底制订下一年度生产计划，采购部门据此与供应商签订合同；生产部门根据月度生产计划和库存情况提出下月物资需求计划，按规定流程确认或备案后由采购部门具体负责执行。公司依托稳定的生产需求，建立了一支具备专业化的采购团队，与中国、韩国、日本、欧洲、美国等生产商与贸易商保持了良好的合作与沟通，在影响丙烯价格因素方面具备高度敏感性和丰富的采购经验。公司配套的丙烷脱氢项目建设 3 台 60,000 ㎥ 的双防冷冻罐可以有效保障丙烷的存放，依托平湖独山港优良的港口条件，保障原料采购的及时供应。公司拥有自己的专业物流公司，拥有 60 多台专用化学品运输车辆，不断提升公司在采购及成本控制方面的优势。

表 3　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司原材料采购情况（单位：万元、%）

类型	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比[1]	金额	占比	金额	占比	金额	占比
丙烯	36,637	57.13	114,800	46.51	109,737	50.00	87,624	41.36
正丁醇	17,693	27.59	77,527	31.41	58,274	26.55	69,193	32.66
乙醇	1,770	2.76	8,819	3.57	8,337	3.80	10,669	5.04
合计	**56,100**	**87.47**	**201,146**	**81.49**	**176,348**	**80.35**	**167,486**	**79.06**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司综合上下游厂家产能、原料供应量、供货及时性和货源可保证性等因素选择供应商，并制定了《合格供方评价选择和控制准则》，

[1] 占原材料采购总额比重。

持续关注供应商的实力、信誉和服务质量。公司丙烯酸氧化催化剂和部分原材料向国外采购，丙烯酸氧化剂一般 4 年进口更新一次，采用日元计价、结算；正丁醇或其他原材料采购采用美元结算，采购金额逐年增加。公司一方面与主要原材料供应商建立起长期良好的战略合作关系，保障了原材料供应的稳定性；另一方面通过建立专业分析团队以及设定合理安全库存等内部管理措施，最大限度额减少原材料价格波动对公司盈利能力的影响。2011～2013 年及 2014 年 1～3 月，公司前五大原材料供应商采购金额占当期公司原材料采购总额比重分别为 53.38%、45.57%、47.12%和 46.76%，公司对前五大供应商依赖程度较高，采购渠道相对集中。

表 4　2013 年公司主要原材料供应商情况（单位：亿元、%）

客户	采购金额	占原材料采购总额比
中国石油化工股份有限公司	5.02	20.33
韩国大林有限公司	2.38	9.64
台湾塑胶工业股份有限公司	2.02	8.20
丸红日本	1.21	4.90
扬子石化-巴斯夫有限责任公司	1.00	4.05
合 计	11.63	47.12

数据来源：根据公司提供资料整理

公司通过开发和生产上下游产品，已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，随着未来新项目陆续实现投产，规模优势将得到显著提升；公司注重技术研发，拥有较完备的研发管理体系和先进的生产工艺，自主研发的一系列产品巩固了公司行业内的地位

公司通过开发和生产上下游产品，已经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，丙烯酸及酯可以直接面向市场对外销售，也可以作为原材料用于公司下游分子乳液、SAP 等产品的生产。作为目前国内大型丙烯酸及酯生产企业之一，截至 2014 年 3 月末，公司已形成丙烯酸及酯年产能分别为 16 万吨和 15 万吨，行业排名第三位。截至 2014 年 3 月末，公司拥有在建项目分别为 45 万吨丙烷脱氢制丙烯项目、平湖石化有限责任公司 32 万吨丙烯酸和 30 万吨丙烯酸酯项目，预计 2014 年底实现项目投产，公司新开发的 SAP 项目已建设完成，目前处于设备测试检验阶段，将于 2014 年下半年投入试生产，将在巩固现有丙烯酸及酯产业链优势的基础上，进一步完善丙烯酸酯类产品结构，产业链优势进一步突出，使公司上下游产业协同发展的效应更加明显，且产能完全释放后，丙烯酸酯规模将扩大两倍，公司规模优势将得到明显提升。

表 5　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司丙烯酸及酯产品产能和产量情况（单位：万吨、%）

产品名称		2014 年 1～3 月[2]	2013 年	2012 年	2011 年
丙烯酸	年产能	16.00	16.00	16.00	12.50
	产量	3.51	16.04	17.21	11.99
	产能利用率	87.75	100.25	107.56	95.92
丙烯酸酯	年产能	16.50	16.50	16.50	16.50
	产量	4.55	18.26	18.51	15.60
	产能利用率	110.17	110.67	112.18	94.55
甲基丙烯酸	年产能	1.80	1.80	1.80	1.80
	产量	0.11	0.50	0.61	0.68
	产能利用率	24.44	27.78	33.89	37.78

数据来源：根据公司提供资料整理

公司丙烯酸及酯产品主要采取以产定销的方式组织生产。公司丙烯酸及酯采用规模化、自动化的生产装置 24 小时连续生产，其中丙烯酸乙酯和甲酯能够共线生产。除正常停车检修、增加产能和不可抗力因素影响外，其余时间丙烯酸及酯生产装置保持满负荷运行状态。公司一般在年底根据产能、设备状况和销售计划制定下一年度的生产计划，各工厂根据年度生产计划和月销售计划，以及计划期内的生产状况和设备状况确定月生产计划，报总裁审批后执行。

公司注重技术的研发，2011～2013 年技术研发投入占收入比重分别为 3.42%、3.35%和 3.55%；公司专设研究院，负责公司工艺技术及产品的研发，2010 年被评为省级研发中心，并通过高新技术企业的复审。公司核心技术主要体现在丙烯酸酯、高分子乳液、颜料中间体等主要产品的生产过程和“三废”处理中，公司自主研发的 SAP 生产工艺实现了从产品小试、中试至工业化大生产的发展，使公司成为国内唯一一家拥有 SAP 连续化生产专利的企业；同时公司自主开发的一系列纺织用高分子乳液产品持续巩固了公司在该领域的领导地位；在生产工艺上，通过改进与优化，公司实现了所有生产装置（包括公用工程和灌区）的自动化控制；丙烯酸及酯的生产技术已达到了国内领先；催化加氢还原成 2B 油技术等核心技术具有节能、环保、高效的行业示范效应。这些技术和产品顺应了有机化工行业规模化、精细化、绿色化、技术进步和创新型的方向发展，也是公司保持竞争优势和持续增长能力的重要来源。未来几年，公司仍将保障研发的持续投入，实现生产工艺的最优化，通过自主开发、技术引进、联合开发等多种途径，丰富下游高成长性的产品体系。公司已建立严格的知识产权保密管理制度，掌握核心技术的员工稳定性较强。

公司在生产实践中形成了一支掌握先进生产工艺、核心技术的专

[2] 一季度产能利用率经年化处理。

业化团队和具有开拓创新能力的经营管理层，未来几年，公司将以自主研发为主，加强对现有设备及工艺的改进和新产品开发，因此对技术、研发、管理、销售等方面的人才需求愈发迫切。公司目前采取解决员工住宿、提供住房补助、提高员工待遇等激励措施，大量吸引人才、防止人才流失。

在环境保护方面，公司引进德国先进的催化焚烧技术，达到国家三级排放标准，废水并入嘉兴市污水处理管网统一处理。在安全生产方面，配备了较为完善的安全设施，建立了较完善的事故预警、处理机制，整个生产过程处于受控状态。公司建立了从总裁到车间主任的安全责任管理网络，使用了安全监控系统，并与政府安全监管网络并网。公司专门设有生产安环中心，聘请安全生产专家每年定期安排培训。

公司地处长三角地区，下游产业发达，销售客户较为稳定，客户集中度较低，拥有客户区域集中、运输成本较低的优势；公司已形成上下游产业配套发展的格局，从而降低了下游各行业需求波动对公司经营带来的负面影响

从销售区域看，公司产品销售以国内为主，丙烯酸及丙烯酸酯产品采用“以产定销”模式，国内销售区域主要集中在浙江、上海、广东、福建地区，销量占比在 70%以上。2011～2013 年公司出口产品收入占营业收入比重别为 12.76%、10.47%和 14.80%，占比较小且有所波动，出口地区包括亚洲、欧洲、美洲等，公司出口业务均以美元进行计价、结算，但公司主要采用信用证即期结算，汇率波动风险较小。

表 6　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司境内外销售情况（单位：亿元、%）

地区	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内市场	6.80	91.26	28.24	85.20	28.01	89.53	28.29	87.24
国际市场	0.65	8.74	4.91	14.80	3.27	10.47	4.14	12.76

数据来源：根据公司提供资料整理

公司地处长三角地区，纺织服装、建筑涂料、胶带（压敏胶）等丙烯酸及酯下游产业发达，以浙江长兴轻纺城、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为中心，集聚了一大批下游客户群，且嘉兴市本身有深水良港乍浦港，交通便利，地理位置优越。同时，公司依托浙江卫星化学品运输有限公司这一物流平台，为区域内的中心客户提供快捷、安全的服务，并为自身材料采购提供配套。与国内北方地区的行业企业相比，公司拥有客户区域集中、运输成本较低的竞争优势。

公司丙烯酸及酯采用直销为主、经销为辅的销售方式，一般采用款到发货或款货两讫的结算方式，期末应收账款余额较小。丙烯酸及酯的销售价格随行就市，主要根据接受订单时公司在化工贸易网上的

公开报价，同时参考其他主要生产商的报价和即时市场行情，协商确定销售价格。公司拥有较高的市场认知度和一定的品牌优势，产品价格一般会稍高于市场平均价格。公司丙烯酸几乎全部用于自用生产丙烯酸酯。从公司下游行业结构看，建筑涂料及防水材料行业占比约为40%，胶粘剂行业占比约为 30%，纺织行业占比约为 12%。公司销售客户较为稳定，2013 年前五大销售客户占公司营业收入比重为 15.27%，客户集中度较低。为降低下游各行业需求波动对经营带来负面影响，公司通过开发高吸水性树脂等下游产品，已形成上下游产业配套发展的格局，在为客户提供多样化产品服务的同时，提升自身发展空间，降低下游各行业需求波动对公司经营带来的负面影响。

表 7　2013 年公司前五大销售客户情况（单位：亿元、%）

客户	销售金额	占比
客户 1	1.19	3.59
客户 2	1.17	3.53
客户 3	0.95	2.85
客户 4	0.90	2.71
客户 5	0.86	2.59
合 计	5.07	15.27

数据来源：根据公司提供资料整理

● 高分子乳液

高分子乳液产品主要包括涂料、化纤、胶粘剂、纺织助剂，公司主要生产纺织用的高分子乳液，主要包括纺织浆料、涂层胶、植绒胶等产品。2005 年以来，我国包括建筑涂料、胶粘剂和纺织浆料在内的丙烯酸高分子乳液行业保持了快速发展，产能和产量年均增速分别超过 25%。江苏、浙江、福建和广东四个纺织服装大省的高分子乳液使用量合计约占全国的 90%以上。

公司生产的丙烯酸是高分子乳液的主要原料，高分子乳液收入贡献较小，毛利率较稳定

公司生产的丙烯酸是高分子乳液的主要原料，因此高分子乳液产业与丙烯酸及酯实现了上下游产业链一体化发展，是国内最大的纺织用丙烯酸酯高分子乳液生产企业之一；公司高分子乳液收入贡献较小，毛利率较稳定。2013 年，包括纺织浆料、涂层胶和植绒胶在内的丙烯酸高分子乳液年产能和产量分别达到 11 万吨和 10.51 万吨。主要竞争对手泰兴市中纺助剂厂纺织浆料的年产能为 10 万吨，苏州天意达化工有限公司年产能 4.5 万吨，吴江天利聚合物有限公司年产能约 3 万吨。

公司高分子乳液采用以销定产和以产定销相结合的方式组织生产，采用 DCS 自动控制、半连续化的生产方式，内部某些细分产品可以共线生产。高分子乳液产品销售区域主要集中在江苏和浙江，销量

占比在 90%以上。公司高分子乳液在各自行业内拥有较高的市场认知度和信誉度，全部采用直销方式，与客户直接就产品销售事项达成协议，价格随行就市，产品单笔订单相对较小、交易频繁，市场信息也比较透明，主要生产商的价格信息市场传递及时、充分，高分子乳液市场供求基本保持平衡，产品价格主要受上游原材料价格波动的影响。公司对通过授信评估的优质客户给予相应的授信额度，每月核对其截至上月底的应收款余额，循环授信，年末结清货款。

表 8　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司高分子乳液产品产能和产量情况（单位：万吨、%）

产品名称		2014 年 1～3 月[3]	2013 年	2012 年	2011 年
纺织浆料	年产能	8.00	8.00	8.00	8.00
	产量	1.19	6.95	7.77	10.21
	产能利用率	59.50	86.88	97.13	127.63
涂层胶	年产能	2.00	2.00	2.00	2.00
	产量	0.40	1.00	1.78	1.90
	产能利用率	80.00	50.00	89.00	95.00
植绒胶	年产能	1.00	1.00	1.00	1.00
	产量	0.17	1.02	0.96	1.10
	产能利用率	68.00	102.00	96.00	110.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司治理与管理

产权状况与公司治理

卫星石化成立于 2005 年 8 月 3 日，注册资本 726 万美元。截至 2014 年 3 月末，公司注册资本 4 亿元，其中前三大股东卫星控股、杨亚珍以及嘉兴茂源投资有限公司的持股比例分别为 49.88%、18.75%和 6.38%，杨亚珍与杨卫东夫妇为公司的实际控制人。

为加强和规范内部控制，提高经营管理水平和风险防范能力，促进可持续发展，公司依据《公司法》、《证券法》、财政部、证监会等五部委联合发布的《企业内部控制基本规范》、《深圳证券交易所中小企业版上市公司规范运作指引》等规范性文件的要求，结合公司实际情况，已建立了一套较为完善的内部控制制度，公司依法建立健全了股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度，职责完备、明确，内部控制的建立于实施遵循了全面性、重要性、制衡性、适应性、成本效益各项原则。但公司最终股东均为自然人，除高军外，均为家族成员，存在亲属关系，公司实际控制人杨卫东担任公司董事长、马国林、杨玉英除担任董事外，还分别出任公司总裁和副总裁职务，

[3] 一季度产能利用率经年化处理。

可直接参与公司的生产经营决策，因此存在一定家族企业公司管理风险。

战略与管理

未来公司将继续延伸产业链、扩大规模，强化产业链优势；同时公司在建工程投入金额较大，短期内面临一定资本支出压力

为增强核心竞争力和可持续发展能力，综合考虑宏观经济政策、国内外市场需求变化、技术发展趋势、行业及竞争对手状况、可利用资源水平和自身优势与劣势等影响因素，公司提出了通过产业链一体化优势，继续延伸产业链、扩大规模、生产更具竞争力和市场前景的产品，成为一家“拥有业务领先的丙烯酸及丙烯酸酯特色产业链”的现代化工企业，具体体现为自上游丙烷为原料延伸至丙烯产业，加快做优丙烯酸下游高分子新材料产业，加快创新驱动，通过纵向与横向发展，形成公司内部产业配套，以循环经济实现成本最优化，以海洋经济实现市场最大化。产业链的延伸对公司在管理、营销、技术等方面提出了更高要求，公司通过聘请专业管理咨询机构设计管理与治理方案，以进一步提升公司的管理水平、完善公司的治理结构。同时通过建立高管绩效合同，进一步给公司管理层施压，完善公司现有职业通道与薪酬体系，培养后续优秀人才。公司建立了完善的能源管理体系，并通过不断开发新工艺、改造新设备，结合严格的制度化管理，以达到节能降耗和降低生产成本的目的。目前，公司能耗控制水平、产品收率、产品单耗均处于国内行业领先水平。

截至 2014 年 3 月末，公司在建项目包括浙江卫星能源有限公司 45 万吨/年丙烷脱氢制丙烯项目、平湖石化有限责任公司 32 万吨/年丙烯酸及 30 万吨/年丙烯酸酯项目，预计 2014 年底实现项目投产。公司在建工程规模较大，短期内资本支出压力较大。

表 9　截至 2014 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计完成投资额	工程完成进度	2014 年 4～12 月投资额
平湖石化有限责任公司年产 32 万吨/年丙烯酸及 30 万吨/年丙烯酸酯工程	183,035	143,809	90%	39,226
浙江卫星能源有限公司 45 万吨/年丙烯工程	162,896	167,878	90%	30,000
合计	345,931	311,687	-	69,226

数据来源：根据公司提供资料整理

为确保战略规划的顺利落实，并有效防范经营风险，公司制定了涵盖日常运营管理过程的一系列制度，主要包括交易授权控制、责任分工控制、会计系统控制、资产接触与记录使用控制、独立稽查控制、电子信息系统控制、预算、运营分析和绩效考评控制，保障了公司经营活动的正常进行，为公司高效经营运转提供了制度保证。

抗风险能力

公司主营丙烯酸、丙烯酸酯、甲丙烯酸、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，甲基丙烯酸及酯是公司收入和利润的主要来源。我国纺织服装、房地产、食品、卫生用品等与生活密切相关的丙烯酸下游行业的迅速发展，以及人们环保意识、生活水平的提高，间接促进了丙烯酸及酯、颜料中间体等生产公司所在行业的产能重组加速、产品更新速度的加快，发展空间较大。2011 年以来，公司营业收入及利润总额有所波动，原材料供应商和下游客户稳定；公司地处长三角地区，具备下游客户区域集中、运输成本较低的竞争优势；公司注重研发的投入并拥有先进的生产工艺；公司已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。综合来看，公司具备很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2011～2013 年及 2014 年 1～3 月财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2011～2013 年财务报表分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2014 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

2011 年以来公司资产规模有所波动，资产结构不稳定；存货周转率和应收账款周转率处于行业较好水平

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司总资产分别为 40.55 亿元、37.22 亿元、62.73 亿元和 67.38 亿元，有所波动；其中流动资产占总资产比分别为 81.55%、53.54%、31.91%和 32.54%，波动幅度较大，资产结构不稳定。

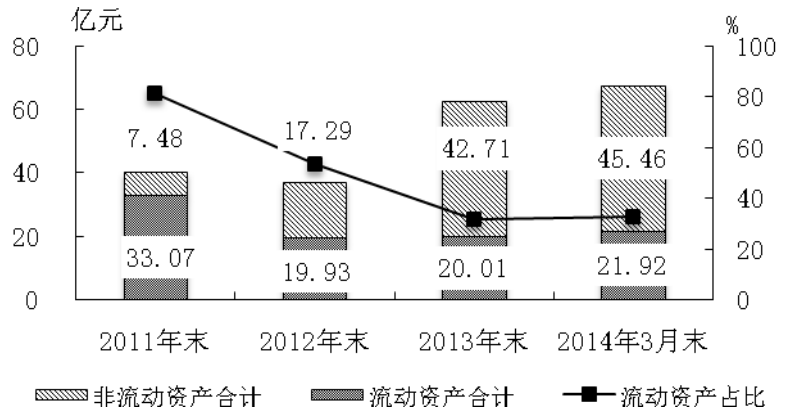


图 1　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、应收票据和存货等构成。2012 年

末，公司货币资金同比下降幅度较大，主要由于 2011 年发行股票所募集的资金使用转出导致货币资金存量下降，2013 年末，货币资金同比略有下降；2013 年末，应收票据为 2.71 亿元，全部为银行承兑汇票，同比下降幅度较大主要是应收银行承兑汇票陆续背书使用支付工程款所致；2013 年末，应收账款为 1.78 亿元，同比增加 16.34%，应收账款前五名占比为 18.98%，账龄均为一年以内；2013 年末，存货为 4.25 亿元，同比增加 80.08%，主要由于库存原材料的大幅增加导致，存货包括原材料、在产品、库存商品以及周转材料（包装物和低值易耗品）等，其中原材料和库存商品占存货比重分别为 80.12%和 15.99%；2013 年公司新增 3.34 亿元其它流动资产主要为新增待抵押增值税款 2.84 亿元。2014 年 3 月末，公司流动资产构成与 2013 年末相比变化不大。

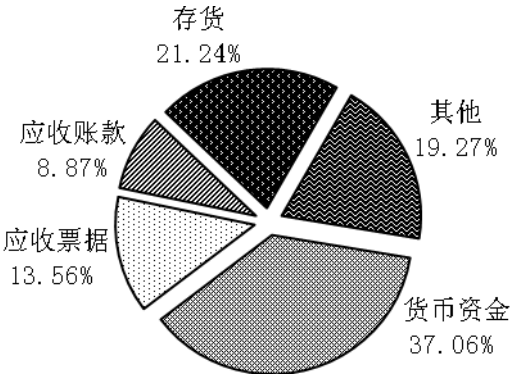


图 2　2013 年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、工程物资和无形资产。2013 年末，公司固定资产为 5.24 亿元，同比增长 10.88%；在建工程为 26.80 亿元，同比增长 3.61 倍，且工程物资同比增长 10.71 倍，主要为子公司平湖石化有限责任公司、浙江卫星能源有限公司项目建设投入以及采购物资增加数额较大；无形资产为 2.95 亿元，同比略有下降。2014 年 3 月末，公司在建工程为 30.44 亿元，同比增加 13.58%，主要是子公司平湖石化有限责任公司及浙江卫星能源有限公司本期建设投入增加所致。

截至 2014 年 3 月末，公司货币资金 7.42 亿元，其中受限资金 0.10 亿元；卫星控股直接持有公司的股份中，已质押的股份共有 1,650 万股，占公司总股本的 4.13%，质押权人为中国民生银行股份有限公司嘉兴分行，融资到期日为 2017 年 7 月 31 日。

从资产运营效率来看，2011～2013 年及 2014 年 1～3 月，公司存货周转天数分别为 34.43 天、36.96 天、43.38 天和 68.00 天；同期，应收账款周转天数分别为 12.25 天、15.54 天、17.95 天和 20.01 天，应收账款周转率和存货周转率有所下降，主要为公司应收账款和存货

有所增加所致，但整体处于行业较好水平[4]。

综合看来，公司资产规模有所波动，资产结构不稳定；公司存货周转率和应收账款周转率有所下降但处于行业较好水平。

资本结构

2011 年以来，公司负债规模有所波动，且负债结构不稳定；公司总有息债务有所波动，截至 2014 年 3 月末，长期有息债务占总有息债务比重较高，短期偿债压力较小

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司负债规模有所波动，分别为 10.24 亿元、4.62 亿元、26.24 亿元和 29.97 亿元；其中流动负债占总负债比重分别为 67.81%、100.00%、49.97%和 59.27%，公司负债结构不稳定。

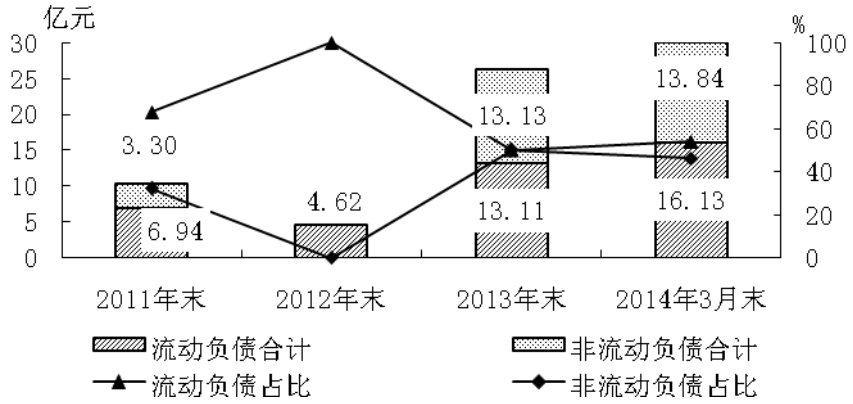


图 3　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司负债构成

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成，2013 年末，三项合计占流动负债的比重为 89.62%。2012 年末，由于公司使用超募资金归还借款导致短期借款余额为零，因此流动负债主要是应付账款；2013 年末，公司新增短期银行借款 3.44 亿元，其中质押借款 0.67 亿元、保证借款 1.10 亿元、信用借款 1.67 亿元；2013 年末，应付账款为 6.94 亿元，同比增长 85.07%，主要为新增的工程设备款 4.16 亿元；同期公司一年内到期的非流动负债 1.37 亿元，全部为银行保证借款。2014 年 3 月末，公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成，两项合计占流动负债比重为 84.30%。

[4] Wind 资讯：2011～2013 年基础化工行业存货周转天数分别为 41.33 天、45.11 天和 48.00 天，应收账款周转天数分别为 16.94 天、21.13 天和 40.45 天。

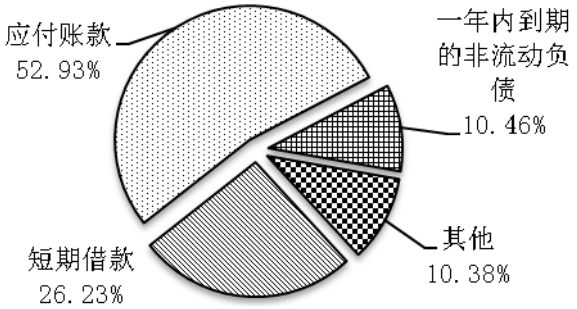


图 4　2013 年末公司流动负债构成情况

公司的非流动负债包括长期借款和其他非流动负债。其中 2012 年，公司非流动负债为零，主要由于公司使用 IPO 募集资金归还银行借款所致。2013 年公司新增银行长期借款 13.02 亿元，主要为子公司平湖石化和卫星能源建设投入所需导致。2014 年 3 月末，公司非流动负债较 2013 年末变化不大。

表 10　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	6.76	4.81	0.00	4.15
长期有息债务	13.73	13.02	0.00	3.30
总有息债务	**20.49**	**17.83**	**0.00**	**7.45**
总有息债务占总负债比重	68.37	67.95	0.00	72.75

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司总有息债务有所波动，总有息债务结构有所变化，其中 2011 年末，公司有息债务以短期有息债务为主，2012 年末，由于公司使用 IPO 募集资金偿清银行借款，有息债务为零。2013 年末，公司新增短期借款 4.81 亿元及长期借款 13.02 亿元导致总有息债务大幅增加。截至 2014 年 3 月末，公司总有息债务为 20.49 亿元，其中长期有息债务占比为 67.01%，全部为长期借款。

表 11　截至 2014 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(3,4]年	合计
金额	6.76	13.73	**20.49**
占比	32.99	67.01	**100.00**

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司资产负债率分别为 25.24%、12.40%、41.84%和 27.47%，随着公司 IPO 募集资金到位，2011～2012 年末公司的资产负债率较低，整体处于较好水平；2013 年末，公司资产负债率大幅上涨主要由于公司新增银行借款的大幅增加导致。同期公司流动比率分别为 4.76 倍、4.32 倍、1.53 倍和 1.36 倍；速动比率分别为 4.31 倍、3.80 倍、1.20 倍和 1.02 倍，流动资产对流动负债的

覆盖程度逐年下降；长期资产适合率分别为 449.25%、188.53%、116.16%和 112.74%，长期资本对长期资产覆盖率程度有所波动。

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司所有者权益逐年增长，分别为 30.31 亿元、32.60 亿元、36.48 亿元和 37.41 亿元，主要是公司未分配利润的增加所致。

截至 2014 年 3 月末，公司无对外担保。

综合来看，公司资产负债率维持在较好水平，有息债务占总负债比重较高，截至 2014 年 3 月末，长期有息债务占比较高，短期偿债压力相对较小。

盈利能力

2011～2013 年，受原材料采购价格及产品销售价格的影响，公司营业收入及毛利率有所波动；同期公司期间费用率保持在较低水平，利润总额和净利润均有所波动

2011～2013 年，公司营业收入有所波动，分别为 32.48 亿元、31.62 亿元和 33.16 亿元，毛利率分别为 29.94%、23.25%和 25.99%，亦有所波动，主要受公司原材料采购价格以及产品销售价格波动影响导致。公司为高新技术企业，享受 15%的企业所得税优惠税率。

2011～2013 年，公司期间费用分别为 2.45 亿元、2.38 亿元和 2.73 亿元，有所波动；期间费用占营业收入的比重分别 7.54%、8.40%和 8.23%，费用控制能力较强；期间费用中管理费用占比较大，主要由于公司注重研发，因此每年研发费用支出较高，2011～2013 年公司研发费用占管理费用比重分别为 67.68%、58.62%和 54.10%；2012 年～2013 年公司期间费用中财务费用为负数，主要由于汇兑收益及利息收入金额较大导致。

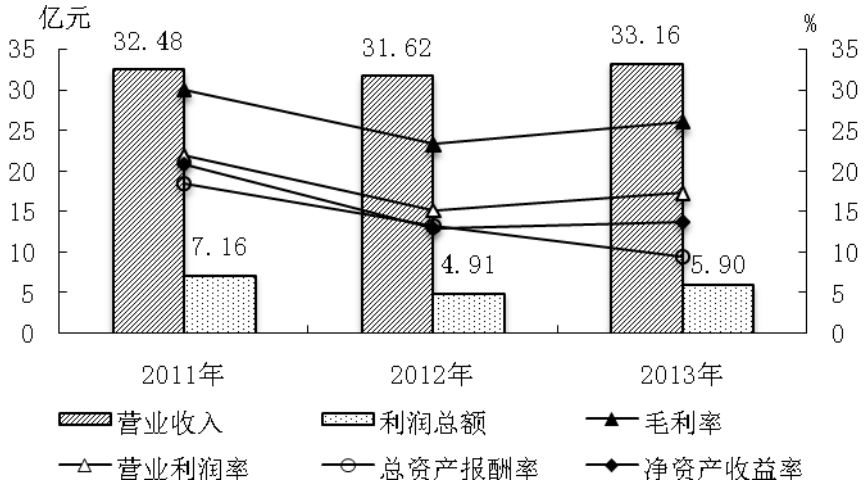


图 5　2011～2013 年公司盈利情况

2011～2013 年，公司利润总额分别为 7.11 亿元、4.77 亿元和 5.72

亿元，净利润分别为 6.30 亿元、4.22 亿元和 5.00 亿元，均有所波动；总资产报酬率逐年下降，分别为 17.92%、14.01%和 9.46%，净资产收益率分别为 20.78%、12.95%和 13.71%。

2014 年 1～3 月，公司实现营业收入 7.45 亿元，同比略有下降；期间费用率 7.72%，同比下降 0.28 个百分点；利润总额 1.07 亿元，同比下降 3.52%；净利润 0.91 亿元，同比下降 4.95%；毛利率为 22.04%，同比上升 0.75 个百分点。

预计未来 1～2 年，公司新项目的投产、产业链的进一步完善，将有助于公司盈利能力的提升。

现金流

公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定；2011～2013 年，EBIT 和 EBITDA 对利息保障程度波动较大

2011～2013 年，公司经营性净现金流波动较大。2011 年经营性净现金流为-0.92 亿元，同比下降 2.57 亿元，主要由于银行承兑汇票结算量的增加，新项目相继投产公司销售规模扩大导致存货的库存量相应增，以及公司银行承兑汇票贴现业务同比大幅下降所致；2012 年经营性净现金流为 7.05 亿元，同比增加 7.97 亿元，主要为公司经营性应付工程设备款大幅增长所致；2013 年经营性净现金流下降较大主要由于产品销售价格下降较大导致销售商品收到的现金大幅减少。

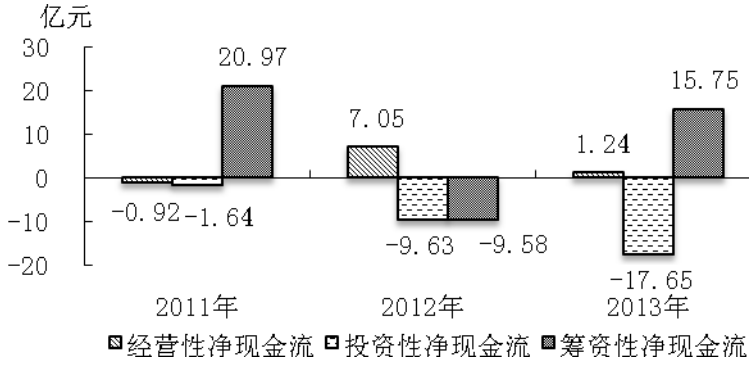


图 6　2011～2013 年公司现金流情况

2011～2013 年，公司投资性净现金流均为负值。2012 年，公司投资活动产生的现金流量净额同比减少 487.06%，主要由于收购浙江卫星能源有限公司支出 1.36 亿元、浙江卫星能源有限公司和平湖石化有限责任公司项目建设投入、浙江友联化学工业有限公司颜料中间体生产技术优化技改项目和 SAP 项目建设投入所致；2013 年公司投资性净现金流持续大幅流出，主要为增加大量固定资产投资所致。

2011～2013 年，公司筹资性净现金流分别为 21.25 亿元、-9.58 亿元和 15.75 亿元，波动较大，其中 2011 年筹资活动产生的现金流量净额较大主要由于公开发行股票筹集资金到位所致；2012 年筹资活动

产生的现金流量净额为负，同比减少 145.68%，主要由于 IPO 募集资金到位后用于归还银行借款所致；2013 年为补充流动资金需要公司新增银行借款导致筹资性净现金流增长较快。

2014 年 1～3 月，公司经营性净现金流为-4.14 亿元，主要由于应收票据背书转让支付工程款增加以及工资性支出增加所致，投资性净现金流为-1.28 亿元，筹资性净现金流为 2.38 亿元。

2011～2013 年，公司经营性净现金流对债务和利息的保障程度波动较大，其中 2011 年经营性净现金流/流动负债和经营性净现金流/总负债为负值；同期公司 EBIT 和 EBITDA 对利息保障程度波动幅度较大。

表 12　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司债务及利息的保障情况

财务指标	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流/流动负债（%）	-28.31	13.93	122.06	-17.08
经营性净现金流/总负债（%）	-14.73	8.01	94.98	-11.72
经营现金流利息保障倍数（倍）	-14.81	4.72	209.25	-2.54
EBIT 利息保障倍数（倍）	3.91	22.69	146.78	20.57
EBITDA 利息保障倍数（倍）	4.86	26.67	177.42	22.89

总体来看，公司经营性净现金流波动幅度较大，对利息和债务的保障程度不稳定。

偿债能力

2011 年以来公司资产规模有所波动，资产结构不稳定；同期负债规模有所波动，其中流动负债占比较高；公司总有息债务结构有所变化，截至 2014 年 3 月末，公司总有息债务为 20.49 亿元，其中长期有息债务占比为较高，全部为长期借款。2011～2013 年，公司营业收入及毛利率有所波动；同期公司期间费用控制能力较强，利润总额和净利润均有所波动。公司经营性现金流波动较大，对债务的保障程度不稳定；2011～2013 年，EBIT 和 EBITDA 对利息保障程度不稳定。公司存货周转率和应收账款周转率有所下降但处于较好水平；公司注重研发的投入并拥有先进的生产工艺；已经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；公司地处长三角地区，具备下游客户区域集中、运输成本较低的竞争优势。未来 1～2 年，随着新项目陆续投产，将进一步扩大公司生产规模，延伸下游产业链，实现产业升级，为公司保持持续稳健发展、提高盈利能力提供了重要保障。整体来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2014 年 07 月 10 日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司未在债券市场发行任何债务融资工具。

结论

公司主要从事丙烯酸及酯及其他丙烯酸下游产品的研发、生产和销售，拥有 16 万丙烯酸及 15 万丙烯酸酯的产能，位居全球前十大生产商行列。2011～2013 年，受产品销售价格及原材料价格波动影响，公司营业收入及利润总额有所波动。公司与原材料供应商拥有长期友好的合作关系，保障了原材料供应的稳定。公司注重研发的投入，拥有先进的生产工艺，并拥有自己的专业物流公司。公司地处长三角地区，并拥有自己的专业物流公司，具备下游客户区域集中和运输成本较低的竞争优势，销售客户稳定。公司已经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。截至 2014 年 3 月末，公司有息债务占负债比重 68.37%，其中长期有息负债占比较高，短期偿债压力较小。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1～2 年，随着新增生产线的投产，公司上下游产业链更趋完整。因此，大公对卫星石化的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对浙江卫星石化股份有限公司（以下简称“受评主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注受评主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及受评主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映受评主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

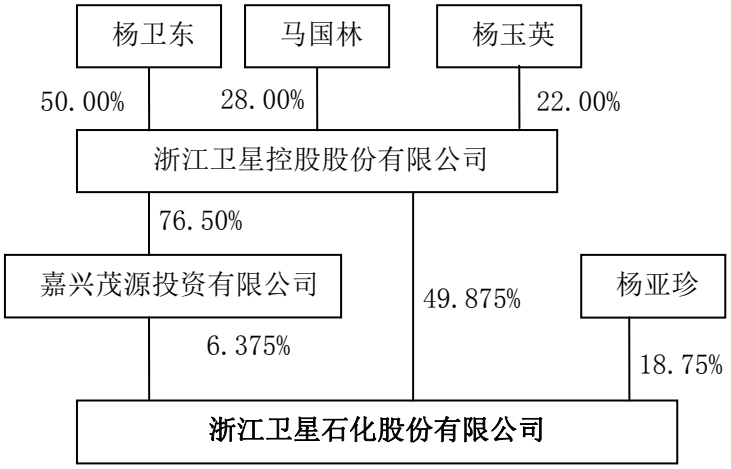
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

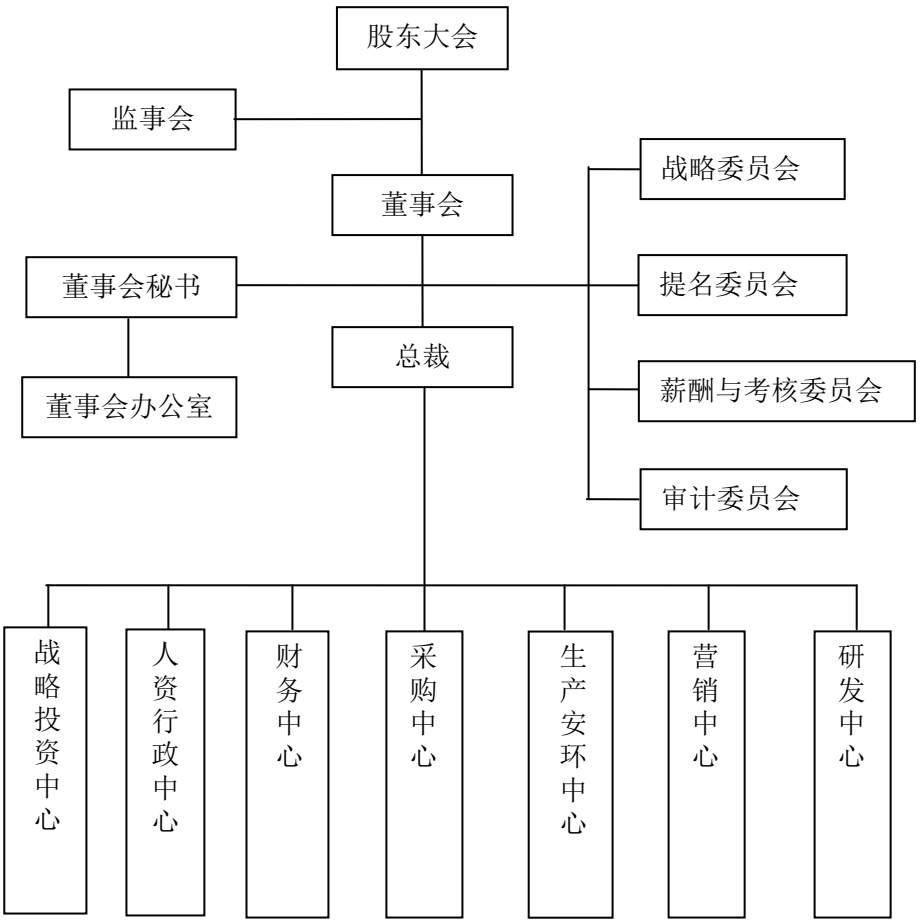
大公的跟踪评级报告和评级结果将对受评主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如受评主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至受评主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2014 年 3 月末浙江卫星石化股份有限公司股权结构



附件2　截至2014年3月末浙江卫星石化股份有限公司组织结构图



附件 3　　浙江卫星石化股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	43,471	74,164	78,739	199,506
应收票据	50,136	27,128	78,289	81,834
应收账款	15,400	17,752	15,309	11,989
预付款项	10,132	3,452	1,595	4,756
存货	54,496	42,509	23,619	31,511
其他流动资产	45,198	34,627	1,169	381
流动资产合计	219,243	200,125	199,250	330,665
固定资产	57,970	58,048	52,351	53,937
在建工程	304,442	267,965	74,196	2,928
工程物资	54,137	62,758	5,361	367
无形资产	29,395	29,548	30,180	8,017
非流动资产合计	454,553	427,127	172,915	74,805
总资产	673,796	627,252	372,165	405,470
占资产总额比（%）				
货币资金	6.45	11.82	21.16	49.20
应收票据	7.44	4.32	21.04	20.18
应收账款	2.29	2.83	4.11	2.96
预付款项	1.50	0.55	0.43	1.17
存货	8.09	6.78	6.35	7.77
其他流动资产	6.71	5.52	0.31	0.09
流动资产合计	32.54	31.91	53.54	81.55
固定资产	8.60	9.25	14.07	13.30
在建工程	45.18	42.72	19.94	0.72
工程物资	8.03	10.01	1.44	0.09
无形资产	4.36	4.71	8.11	1.98
非流动资产合计	67.46	68.09	46.46	18.45
负债类				
短期借款	53,858	34,388	0	36,599
应付账款	82,147	69,397	37,494	19,542
预收款项	3,425	3,567	3,122	3,127
应交税费	5,110	4,913	2,845	3,829
其他应付款	1,353	1,829	1,071	810
一年内到期的非流动负债	13,720	13,720	0	5,000
流动负债合计	161,333	131,118	46,166	69,408

附件 3　　浙江卫星石化股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
负债类				
长期借款	137,300	130,230	0.00	32,950
负债合计	299,698	262,413	46,166	102,358
占负债总额比（%）				
短期借款	17.97	13.10	0.00	35.76
应付账款	27.41	26.45	81.22	19.09
预收款项	1.14	1.36	6.76	3.05
应交税费	1.71	1.87	6.16	3.74
其他应付款	0.45	0.70	2.32	0.79
一年内到期的流动负债	4.58	5.23	0.00	4.88
流动负债合计	53.83	49.94	100.00	67.81
长期借款	45.81	49.63	0.00	32.19
权益类				
实收资本（股本）	40,000	40,000	40,000	20,000
资本公积	185,394	185,394	185,394	205,394
盈余公积	17,760	17,760	12,899	8,949
未分配利润	124,550	115,470	82,318	64,050
所有者权益合计	374,098	364,839	326,000	303,112
损益类				
营业收入	74,543	331,601	316,203	324,787
营业成本	64,199	274,409	268,523	253,719
销售费用	1,330	7,537	7,655	5,050
管理费用	4,223	21,767	18,157	16,438
财务费用	205	-2,019	-1,985	3,015
营业利润	10,343	57,192	47,680	71,067
利润总额	10,713	58,998	49,141	71,578
净利润	9,080	50,014	42,218	62,972
占营业收入比（%）				
营业成本	86.12	82.75	84.92	78.12
销售费用	1.78	2.27	2.42	1.55
管理费用	5.66	6.56	5.74	5.06
财务费用	0.28	-0.61	-0.63	0.93
营业利润	13.88	17.25	15.08	21.88
利润总额	14.37	17.79	15.54	22.04
净利润	12.18	15.08	13.35	19.39

附件 3　　浙江卫星石化股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-41,399	12,352	70,537	-9,191
投资活动产生的现金流量净额	-12,846	-176,527	-96,337	-16,410
筹资活动产生的现金流量净额	23,797	157,471	-95,789	209,679
财务指标				
EBIT	10,914	59,324	49,478	74,573
EBITDA	13,593	69,709	59,806	82,977
总有息负债	204,877	178,338	0.00	74,549
毛利率（%）	22.04	25.99	23.25	29.94
营业利润率（%）	13.88	17.25	15.08	21.88
总资产报酬率（%）	1.62	9.46	13.29	18.39
净资产收益率（%）	2.43	13.71	12.95	20.78
资产负债率（%）	44.48	41.84	12.40	25.24
债务资本比率（%）	35.39	32.83	0.00	19.74
长期资产适合率（%）	112.74	116.16	188.53	449.25
流动比率（倍）	1.36	1.53	4.32	4.76
速动比率（倍）	1.02	1.20	3.80	4.31
保守速动比率（倍）	0.58	0.77	3.40	4.05
存货周转天数（天）	75.11	48.50	40.89	38.40
应收账款周转天数（天）	20.01	17.95	15.54	12.25
经营性净现金流/流动负债（%）	-28.31	13.93	122.06	-17.08
经营性净现金流/总负债（%）	-14.73	8.01	94.98	-11.72
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-14.81	4.72	209.25	-2.54
EBIT 利息保障倍数（倍）	3.91	22.69	146.78	20.57
EBITDA 利息保障倍数（倍）	4.86	26.67	177.42	22.89
现金比率（%）	26.94	56.56	170.56	287.44
现金回笼率（%）	56.19	90.12	111.51	88.77
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1-营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[5] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[6] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[5] 一季度取 90 天。
[6] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级 ：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级 ：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

CC 级 ：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级 ：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级、**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。