

卫星化学 (002648.SZ)

优于大市

第三季度扣非归母净利润同比增长 32%，看好公司长期成长

核心观点

2024 年第三季度扣非归母净利润同比增长 32%，业绩符合预期。2024 年前三季度公司实现营业收入 322.8 亿元（同比+0.7%），归母净利润 36.9 亿元（同比+7.6%），扣非归母净利润 40.9 亿元（同比+20.5%）。2024 年单三季度公司实现营业收入 128.8 亿元（同比+9.9%，环比+21.5%），归母净利润 16.4 亿元（同比+2.1%，环比+58.4%），扣非归母净利润 18.5 亿元（同比+32.0%，环比+58.3%），业绩符合预期，单三季度毛利率为 23.6%（同比+2.6pcts，环比+3.0pcts），净利率为 12.7%（同比-1.6pcts，环比+3.0pcts）。

乙烷成本端价格下降明显，公司盈利稳定向好。公司是国内领先的轻烃产业链一体化生产龙头企业。原材料方面，第三季度美国乙烷均价为 15.7 美分/加仑（同比-46.6%，环比-20.7%），国内丙烷 CFR 均价为 654.4 美元/吨（同比+4.7%，环比+3.8%）。产品价格来看，第三季度公司乙烷下游产品环氧乙烷/乙二醇/聚醚国内均价分别为 6865/4630/8730 元/吨，分别环比-0.4%/+3.8%/-4.2%，第四季度至今均价分别为 6945/4775/8715 元/吨；第三季度公司丙烷下游产品聚丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯国内均价分别为 7590/7250/9540 元/吨，分别环比-0.4%/-1.7%/-3.6%，第四季度至今均价分别为 7580/7400/9370 元/吨。公司以轻烃为原料制备烯烃及下游产品，相较于原油制备烯烃路线，公司原材料路线成本优势突出，盈利稳定向好。

新材料项目打开未来发展空间，看好公司长期成长。公司拟投资 257 亿元在连云港徐圩新区投资新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，2023 年 12 月 29 日项目（一阶段）进入第一次环评阶段，2024 年 7 月 19 日公司“乙烯高选择性二聚制备 1-丁烯绿色新工艺”科技成果顺利通过评价。根据公司公告，2024 年 7 月，公司 80 万吨多碳醇项目顺利投产，完善公司碳三产业链上下游一体化配套，实现碳三产业链耦合闭环。

风险提示：在建项目进度不达预期；行业需求复苏不达预期；主要产品价格下跌风险等。

投资建议：由于公司碳二装置检修，同时碳二、碳三下游需求恢复较弱，下调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 54.4/69.4/81.7 亿元（原值为 62.5/77.4/88.7 亿元），同比增速分别为+13.6%/+27.5%/+17.8%，对应摊薄 EPS 为 1.61/2.06/2.43 元，当前股价对应 PE 为 11.3/8.9/7.5x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37,044	41,487	45,457	52,589	60,236
(+/-%)	29.7%	12.0%	9.6%	15.7%	14.5%
净利润(百万元)	3062	4789	5440	6936	8171
(+/-%)	-49.0%	56.4%	13.6%	27.5%	17.8%
每股收益(元)	0.91	1.42	1.61	2.06	2.43
EBIT Margin	11.2%	13.9%	14.8%	16.0%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	18.8%	18.6%	20.3%	20.5%
市盈率 (PE)	20.1	12.9	11.3	8.9	7.5
EV/EBITDA	17.2	12.5	10.7	8.5	7.5
市净率 (PB)	2.92	2.42	2.10	1.81	1.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.29 元
总市值/流通市值	61613/61571 百万元
52 周最高价/最低价	20.54/12.74 元
近 3 个月日均成交额	305.46 百万元

市场走势



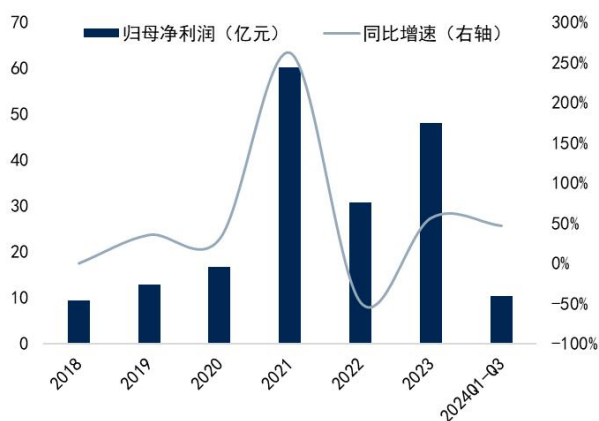
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《卫星化学 (002648.SZ) - 年产 80 万吨多碳醇项目投产，完善碳三产业链上下游一体化》——2024-07-16
- 《卫星化学 (002648.SZ) 2024 年一季报点评-归母净利润同比增长 46.6%，看好公司长期成长》——2024-04-23
- 《卫星化学 (002648.SZ) - 2023 年归母净利润同比增长 55%，新项目打开成长空间》——2024-03-27
- 《卫星化学 (002648.SZ) - 轻烃一体化龙头，积极落实“质量回报双提升”行动方案》——2024-03-04
- 《卫星化学 (002648.SZ) - Q3 业绩环比显著改善，新材料成长可期》——2023-10-17

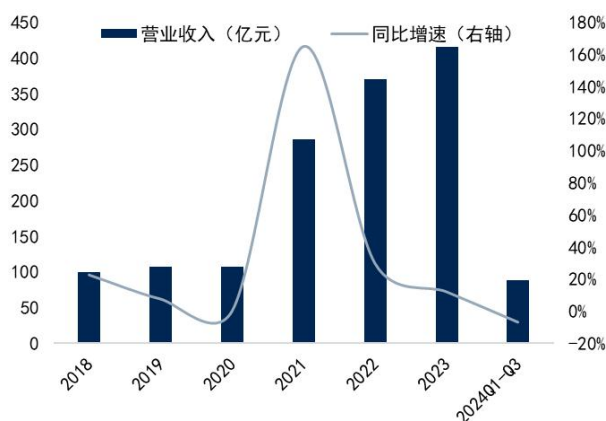
2024 年第三季度扣非归母净利润同比增长 32%，业绩符合预期。2024 年前三季度公司实现营业收入 322.8 亿元（同比+0.7%），归母净利润 36.9 亿元（同比+7.6%），扣非归母净利润 40.9 亿元（同比+20.5%）。2024 年单三季度公司实现营业收入 128.8 亿元（同比+9.9%，环比+21.5%），归母净利润 16.4 亿元（同比+2.1%，环比+58.4%），扣非归母净利润 18.5 亿元（同比+32.0%，环比+58.3%），业绩符合预期，单三季度毛利率为 23.6%（同比+2.6pcts，环比+3.0pcts），净利率为 12.7%（同比-1.6pcts，环比+3.0pcts）。

图1: 卫星化学营业收入及增速



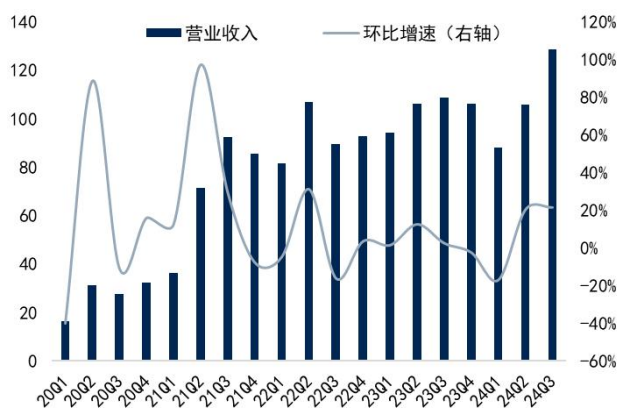
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 卫星化学归母净利润及增速



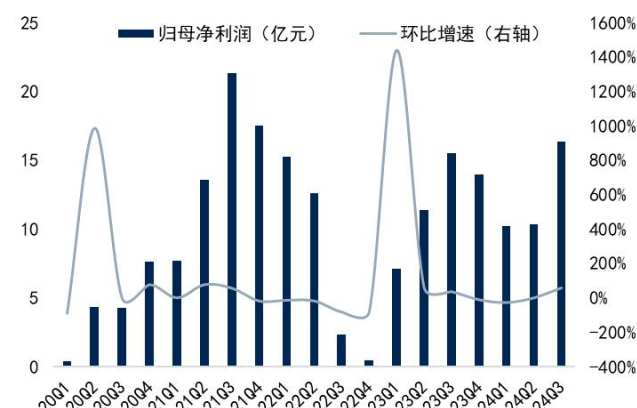
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 卫星化学单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 卫星化学单季度归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

乙烷成本端价格下降明显，公司盈利稳定向好。公司是国内领先的轻烃产业链一体化生产龙头企业。原材料方面，第三季度美国乙烷均价为 15.7 美分/加仑（同比-46.6%，环比-20.7%），国内丙烷 CFR 均价为 654.4 美元/吨（同比+4.7%，环比+3.8%）。产品价格来看，第三季度公司乙烷下游产品环氧乙烷/乙二醇/聚醚国内均价分别为 6865/4630/8730 元/吨，分别环比-0.4%/+3.8%/-4.2%，第四季度至今

均价分别为 6945/4775/8715 元/吨；第三季度公司丙烷下游产品聚丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯国内均价分别为 7590/7250/9540 元/吨，分别环比 -0.4%/-1.7%/-3.6%，第四季度至今均价分别为 7580/7400/9370 元/吨。公司以轻烃为原料制备烯烃及下游产品，相较于原油制备烯烃路线，公司原材料路线成本优势突出，盈利稳定向好。

新材料项目打开未来发展空间，看好公司长期成长。公司拟投资 257 亿元在连云港徐圩新区投资新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，2023 年 12 月 29 日项目（一阶段）进入第一次环评阶段，2024 年 7 月 19 日公司“乙烯高选择性二聚制备 1-丁烯绿色新工艺”科技成果顺利通过评价。根据公司公告，2024 年 7 月，公司 80 万吨多碳醇项目顺利投产，完善公司碳三产业链上下游一体化配套，实现碳三产业链耦合闭环。

投资建议：由于公司碳二装置检修，同时碳二、碳三下游需求恢复较弱，下调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 54.4/69.4/81.7 亿元(原值为 62.5/77.4/88.7 亿元)，同比增速分别为+13.6%/+27.5%/+17.8%，对应摊薄 EPS 为 1.61/2.06/2.43 元，当前股价对应 PE 为 11.3/8.9/7.5x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600989.SH	宝丰能源	优于大市	15.57	0.77	1.11	1.84	19.2	14.0	8.5	2.9
002648.SZ	卫星化学	优于大市	18.29	1.42	1.61	2.06	10.4	11.3	8.9	2.5

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 10 月 21 日, 各可比公司数据均来自 Wind 一致预期)

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5532	6399	5000	5000	7463	营业收入	37044	41487	45457	52589	60236
应收款项	814	703	996	1153	1320	营业成本	30925	33257	36058	41125	47105
存货净额	3877	4233	4566	5193	5969	营业税金及附加	119	144	150	184	211
其他流动资产	1486	1325	2273	2629	3012	销售费用	88	145	136	158	181
流动资产合计	11735	12733	12908	14048	17837	管理费用	534	531	618	703	795
固定资产	23946	28445	34561	36107	37313	研发费用	1238	1626	1773	1998	2289
无形资产及其他	1265	1801	1829	1857	1884	财务费用	849	811	718	686	535
投资性房地产	17200	19132	19132	19132	19132	投资收益	399	(14)	100	100	100
长期股权投资	2239	2471	2471	2471	2471	资产减值及公允价值变动	(291)	196	0	(52)	(52)
资产总计	56385	64582	70901	73615	78638	其他收入	(1189)	(1403)	(1773)	(1998)	(2289)
短期借款及交易性金融负债	2351	3776	3552	2197	2000	营业利润	3448	5378	6105	7783	9170
应付款项	5570	5670	5479	6231	7163	营业外净收支	(3)	(10)	0	0	0
其他流动负债	2146	2468	3401	3870	4448	利润总额	3445	5368	6105	7783	9170
流动负债合计	10067	11915	12432	12298	13611	所得税费用	368	584	672	856	1009
长期借款及应付债券	10549	10839	12839	10839	8839	少数股东损益	15	(6)	(7)	(8)	(10)
其他长期负债	14619	16335	16335	16335	16335	归属于母公司净利润	3062	4789	5440	6936	8171
长期负债合计	25168	27174	29174	27174	25174	现金流量表 (百万元)					
负债合计	35235	39089	41606	39472	38785	净利润	3062	4789	5440	6936	8171
少数股东权益	34	28	23	15	6	资产减值准备	(29)	(4)	3	1	1
股东权益	21117	25465	29273	34128	39847	折旧摊销	1499	2282	2950	3473	3814
负债和股东权益总计	56385	64582	70901	73615	78638	公允价值变动损失	291	(196)	0	52	52
关键财务与估值指标						财务费用	849	811	718	686	535
每股收益	0.91	1.42	1.61	2.06	2.43	营运资本变动	1317	115	(827)	82	184
每股红利	0.66	0.16	0.48	0.62	0.73	其它	33	(1)	(9)	(8)	(9)
每股净资产	6.27	7.56	8.69	10.13	11.83	经营活动现金流	6172	6986	7558	10535	12211
ROIC	15%	19%	19%	21%	24%	资本开支	0	(6938)	(9100)	(5100)	(5100)
ROE	15%	19%	19%	20%	21%	其它投资现金流	28	(45)	0	0	0
毛利率	17%	20%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(129)	(7217)	(9100)	(5100)	(5100)
EBIT Margin	11%	14%	15%	16%	16%	权益性融资	299	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	19%	21%	23%	22%	负债净变化	(2926)	290	2000	(2000)	(2000)
收入增长	30%	12%	10%	16%	15%	支付股利、利息	(2232)	(547)	(1632)	(2081)	(2451)
净利润增长率	-49%	56%	14%	27%	18%	其它融资现金流	(135)	1611	(224)	(1354)	(197)
资产负债率	63%	61%	59%	54%	49%	融资活动现金流	(10153)	1098	144	(5435)	(4648)
息率	3.6%	0.9%	2.6%	3.4%	4.0%	现金净变动	(4110)	867	(1399)	0	2463
P/E	20.1	12.9	11.3	8.9	7.5	货币资金的期初余额	9641	5532	6399	5000	5000
P/B	2.9	2.4	2.1	1.8	1.5	货币资金的期末余额	5532	6399	5000	5000	7463
EV/EBITDA	17.2	12.5	10.7	8.5	7.5	企业自由现金流	0	613	(993)	5950	7491
						权益自由现金流	0	2515	143	1985	4818

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032