

2024年10月24日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

23

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/10/23)	18.74
深证成指(2024/10/23)	10576.41
股价 12 个月高/低	20.54/12.48
总发行股数(百万)	3368.65
A 股数(百万)	3366.39
A 市值(亿元)	630.86
主要股东	浙江卫星控股 股份有限公司 (34.60%)
每股净值(元)	8.26
股价/账面净值	2.27
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	27.1 12.0 23.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

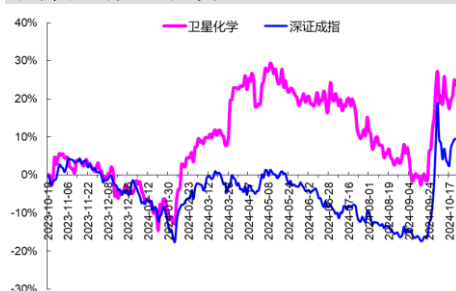
产品组合

功能化学品	47.7%
高分子新材料	28.3%
其他业务	22.2%
新能源材料	1.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.5%
一般法人	49.4%

股价相对大盘走势



卫星化学(002648.SZ)

Buy 买进

业绩亮眼，轻烃裂解龙头产能正在释放

事件：公司发布2024年三季报，报告期内公司实现营收322.75亿元，yoy+0.71%；归母净利润36.93亿元，yoy+7.64%，扣非归母净利润40.88亿元，yoy+20.48%。Q3单季公司实现营收128.75亿元，yoy+9.89%，qoq+21.51%；归母净利润16.37亿元，yoy+2.08%，qoq+58.36%，扣非归母净利润18.54亿元，yoy+28.64%，qoq+58.27%。

结论与建议：受益于原材料价格下降和检修复产以及平湖一期新产能释放，公司 Q3 利润略超预期。看好后续下游需求恢复，聚乙烯、环氧乙烷、苯乙烯、丙烯酸等产品景气回升。此外海外天然气价格持续回落，成本端压力进一步缓解。公司作为国内轻烃裂解龙头企业，立足 C2（乙烯下游）\C3（丙烯下游）产业链，布局下游新材料产品，目前正处于产能释放期，成长潜力大，首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **原料乙烷价格下降，Q3 公司毛利率增厚：**公司 Q3 单季非经常性损益数额较大，主要是白银（催化剂原料）租赁和远期外汇估值变动损益影响，金额约 2.5 亿元。Q3 单季公司营收和利润同环比均有增长，主要原因有①成本端乙烷价格下降，公司价差增厚；②Q2 集中检修后装置复产；③卫星能源三期 80 万吨多碳醇项目一阶段投产新产能投放。公司 Q3 单季毛利率同比提高 3.36pct 到 23.62%。Q3 公司 C2 产业链产品-原料价差增大，利润增厚。美国天然气价格延续回落，Q3 单季均价 2.27 美元/百万英热 (yoy-16%, qoq-4%)。乙烷作为天然气伴生气，价格也随之下落，据彭博数据，Q3 美国乙烷均价 15.7 美分/加仑 (yoy-46%, qoq-18%)。公司 C2 产业链主要产品价格同比均有所回暖，PE 均价 8252 元/吨 (yoy+0.3%, qoq-1%)，环氧乙烷均价 6839 (yoy+8%, qoq+2%)，苯乙烯均价 9422 (yoy+8%, qoq+1%)，乙二醇均价 4642 (yoy+14%, qoq+3%)。C3 产业链方面，主要产品聚丙烯均价 7482 元/吨 (yoy-1%, qoq-0.3%)，丙烯酸均价 7344 元/吨 (yoy+19%, qoq+18%)，丙烯酸丁酯均价 8854 元/吨 (yoy-7%, qoq-4%)。原料端，美国丙烷 Q3 均价 70.8 美分/加仑 (yoy+8%, qoq-0.3%)，同比小幅上涨。C3 产业链产品-原料价差整体小幅收窄。

■ **检修结束产能恢复，新产能投放完善 C3 产业链：**Q2 公司平湖和连云港装置检修，影响当期营收和利润，6 月装置复产，Q3 此项影响消除。此外，7 月 16 日，公司公告平湖基地新材料新能源一体化项目顺利建成。项目总投资约 102 亿元，包括 90 万吨 PDH、80 万吨丁辛醇、8 万吨新戊二醇及配套装置。投产后公司将形成“丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯”的产业链闭环，实现核心原料自供，保障原料供应稳定、降低生产成本。

■ **C2/C3 产业链龙头，产业链持续延伸：**公司以丙烯酸及酯起家。切入 C2 产业链，目前已成长为国内轻烃裂解龙头企业，依托 C2/C3 产业链，不断向下游拓展高附加值新产品。目前公司 C2 端拥有 2*125 万吨乙烷裂解制乙烯产能，向下游发展环氧乙烷、苯乙烯、聚乙烯三条产业链，发展了 219 万吨环氧乙烷、182 万吨乙二醇、50 万吨聚醚大单体、10 万吨乙醇胺、15 万吨碳酸酯，60 万吨苯乙烯、40 万吨聚苯乙烯和 80 万吨聚乙烯产能，此外，公司还向布局了 α -烯烃和配套 POE 项目，中试 1000 吨 α -烯烃装置成功，后续 10 万吨 α -烯烃和配套 POE 项目预计将于 2025 年建成投产。C3 产业链，公司具有 2*45 万吨 PDH 产能，下游发展聚丙烯和丙烯酸及酯两条产业链，目前拥有 45 万吨聚丙烯、189 万吨丙烯酸及酯、15 万吨高吸水性树脂、21 万吨高分子乳液、2.1 万吨颜料中间体、182 万吨双氧水、40 万吨环氧丙烷产能。公司正处于产能快速释放期，有多个项目在建，年产 26 万吨高分子乳液项目、年产 20 万吨精丙烯酸项目目前均正在建设中，预计将在 2024 年下半年、2025 年建成；与 SK 合资的年产 4 万吨 EAA 项目预计 2025 年投产。此外公司投资 257 亿元建

设的 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目一期已经开始建设，预计 2025、2026 年分别完成一期、二期建设，将进一步提高公司 C2 产业链附加值。

- **自有码头和船队，原料供应优势明显：**公司提前进行原料端布局，2018 年就与美国头部乙烷管道商 Energy Transfer Partners 成立合资公司 ORBIT，在美国建设乙烷运输管道和码头，目前上下游供应链配套已经非常完善和成熟，资源端优势明显。且公司积极建设自己的乙烷船队，目前已有 14 艘 VLEC 船，为连云港石化一期和二期提供原料。为了新建设的 α -烯烃综合利用高端新材料产业园，公司又分别与 EASTERN PACIFIC SHIPPING 和 SINOGAS MARITIME LIMITED 签订了 8 艘和 6 艘船舶租赁协议，预计到 2027 年，公司将拥有 28 艘乙烷原料运输船舶。后续将持续为连云港基地及 α -烯烃综合利用高端新材料产业园长期稳定的供应充足且低成本的乙烷原料。
- **盈利预测：**我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现净利润 52/65/80 亿元，yoy+9%/+24%/+23%，折合 EPS 分别为 1.56/1.93/2.37 元。目前 A 股股价对应的 PE 为 12/10/8 倍，估值合理，给予“买进”评级，建议逢低配置。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3,096	4,789	5,241	6,503	7,972
同比增减	%	-48.46%	54.71%	9.42%	24.08%	22.60%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.92	1.42	1.56	1.93	2.37
同比增减	%	-73.69%	54.72%	9.42%	24.08%	22.60%
A 股市盈率(P/E)	X	20.39	13.18	12.05	9.71	7.92
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.40	0.50	0.60	0.70
股息率 (Yield)	%	0.00%	2.13%	2.67%	3.20%	3.74%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	37043	41487	42708	45825	48866
经营成本	30922	33257	33593	35485	36734
研发费用	1241	1626	1644	1512	1613
营业税金及附加	121	144	157	153	163
销售费用	88	145	138	135	144
管理费用	541	531	639	623	665
财务费用	840	811	835	896	955
资产减值损失	0	-9	-9	-10	0
投资收益	399	-14	-30	-24	-19
营业利润	3448	5378	5894	7308	8956
营业外收入	12	11	11	12	12
营业外支出	14	20	20	20	20
利润总额	3445	5368	5874	7288	8935
所得税	334	584	639	793	973
少数股东损益	15	-6	-6	-8	-10
归属于母公司股东权益	3096	4789	5241	6503	7972

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5554	6399	8986	13172	17208
应收账款	676	639	767	921	1105
存货	3877	4233	4445	4667	4901
流动资产合计	11797	12733	16643	21826	26540
长期股权投资	2239	2471	2496	2481	2463
固定资产	19034	25258	27784	30563	33619
在建工程	7971	3186	3218	3250	3283
非流动资产合计	47966	51849	53465	56297	59445
资产总计	59764	64582	70108	78123	85984
流动负债合计	10969	11915	13455	15982	24788
非流动负债合计	26601	27174	25913	24891	23946
负债合计	37570	39089	39368	40873	48735
少数股东权益	34	28	34	42	42
股东权益合计	22194	25493	30740	37250	37250
负债及股东权益合计	59764	64582	70108	78123	85984

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	5888	7996	8636	9327	10353
投资活动产生的现金流量净额	-4147	-2044	-1737	-1477	-1920
筹资活动产生的现金流量净额	-6598	-5072	-4311	-3664	-4397
现金及现金等价物净增加额	-4558	1050	2588	4186	4036

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。