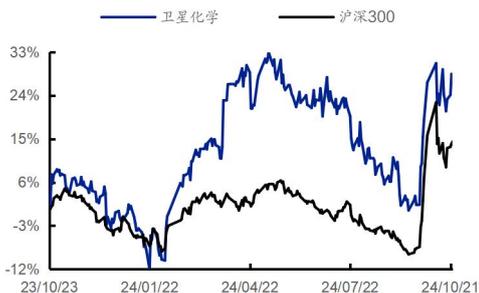


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师: 李娟廷 S0350524090007
 lijt03@ghzq.com.cn

Q3 利润环比大增, α -烯烃项目打开成长空间

——卫星化学 (002648) 公司点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
卫星化学	25.5%	10.6%	27.1%
沪深 300	23.7%	15.5%	14.4%

市场数据

市场数据	2024/10/23
当前价格 (元)	18.74
52 周价格区间 (元)	12.74-20.54
总市值 (百万)	63,128.42
流通市值 (百万)	63,086.13
总股本 (万股)	336,864.57
流通股本 (万股)	336,638.92
日均成交额 (百万)	429.95
近一月换手 (%)	0.92

相关报告

《卫星化学 (002648) 2024 年中报点评: 上半年业绩同增, 在建项目有序推进 (买入)*化学原料*李永磊, 董伯骏》——2024-07-20

《卫星化学 (002648) 2024 年一季报点评: Q1 业绩同比高增, 新建项目打开成长空间 (买入)*化学原料*李永磊, 董伯骏》——2024-04-24

《卫星化学 (002648) 2023 年报点评: Q4 同比高增, 积极推进 α -烯烃综合利用项目 (买入)*化学原料*李永磊, 董伯骏》——2024-03-27

《卫星化学 (002648) 点评报告: 推动落实质量回

事件:

2024 年 10 月 22 日, 卫星化学发布 2024 年三季度报告: 2024 年前三季度公司实现营业收入 322.75 亿元, 同比增长 0.71%; 实现归属于上市公司股东的净利润 36.93 亿元, 同比增长 7.64%; 加权平均净资产收益率为 13.90%, 同比减少 0.93 个百分点。销售毛利率 22.10%, 同比增加 3.36 个百分点; 销售净利率 11.43%, 同比增加 0.45 个百分点。

公司 2024Q3 实现营收 128.75 亿元, 同比+9.89%, 环比+21.51%; 实现扣非后归属母公司股东的净利润 18.54 亿元, 同比+32.00%, 环比+58.27%; 实现归母净利润 16.37 亿元, 同比+2.08%, 环比+58.36%; ROE 为 6.05%, 同比减少 0.45 个百分点, 环比增长 2.13 个百分点。销售毛利率 23.62%, 同比增加 2.61 个百分点, 环比增长 3.02 个百分点; 销售净利率 12.70%, 同比减少 1.56 个百分点, 环比增加 2.96 个百分点。

投资要点:

■ 三季度利润环比大增, 原材料价格低位震荡, 看好四季度业绩

2024Q3, 公司实现营收 128.75 亿元, 同比+20.07 亿元, 环比+22.79 亿元; 扣非后归母净利润 18.54 亿元, 同比+4.49 亿元, 环比+6.83 亿元; 归母净利润 16.37 亿元, 同比+0.86 亿元, 环比+6.04 亿元; 实现毛利润 30.41 亿元, 同比+7.57 亿元, 环比+8.57 亿元。2024 年三季度公司主要原材料乙烷价格环比进一步下降, 产品价差有所扩大。据 Wind 及 Bloomberg 数据, 2024Q3 乙烷均价为 115 美元/吨, 同比下降 45.62%, 环比下降 18.93%; 聚乙烯均价为 9558 元/吨, 同比+4.35%, 环比基本持平, 价差为 7216 元/吨, 同比+24.20%, 环比+4.31%; 环氧乙烷均价为 6864 元/吨, 同比+10.00%, 环比-0.41%, 价差 5107 元/吨, 同比+37.02%, 环比+3.97%。C3 方面, 据 Wind 数据, 2024Q3 丙烷均价为 655 美元/吨, 同比+4.87%, 环比+3.81%; 丙烯酸均价为 7048 元/吨, 同比+6.47%, 环比-1.84%, 价差 3060 元/吨, 同比+10.30%, 环比-7.20%。

期间费用方面, 2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.31/1.36/4.98/3.06 亿元, 同比-0.06/+0.20/+0.06/+2.26 亿元, 环比

报双提升，看好公司长期成长（买入）*化学原料*李永磊，董伯骏——2024-03-04

《卫星化学（002648）2023年业绩预告点评：全年业绩高增， α -烯烃综合利用项目积极推进（买入）

*化学原料*李永磊，董伯骏——2024-01-25

-0.02/+0.16/+0.97/+0.41 亿元；财务费用同比增加主要系汇兑损益增加所致。2024Q3 公司投资净收益为-1.16 亿元，同比-2.11 亿元，主要系金融工具到期损失增加所致；公允价值变动净收益为-0.69 亿元，同比-1.88 亿元，主要系交易性金融负债公允价值变动所致。

据 Wind 及 Bloomberg 数据，2024 年四季度以来（截至 2024 年 10 月 22 日），乙烷价格环比有所反弹，但仍处于较低位置，均价为 158 美元/吨，同比-3.27%，环比+38.34%；产品端聚乙烯均价为 9500 元/吨，同比+1.77%，环比-0.61%，价差为 6757 元/吨，同比+4.48%，环比-6.36%。C3 方面，2024 年四季度以来（截至 2024 年 10 月 22 日），丙烷均价为 683 美元/吨，同比+1.81%，环比+4.31%，丙烯酸价差为 3096 元/吨，同比+40.04%，环比+1.17%。公司 80 万吨多碳醇项目一阶段装置于 2024 年 7 月开车成功，我们看好公司四季度业绩。

■ 多项目有序推进， α -烯烃综合利用项目打开成长空间

2024 年 7 月 16 日，公司发布关于卫星能源三期项目一阶段顺利投产的公告，公司年产 80 万吨多碳醇项目一阶段装置经投料试生产后已成功产出合格产品，标志着卫星能源三期项目一阶段一次开车成功，有效解决了卫星化学 C3 一体化产业链上下游原料配套的问题，实现 C3 产业链耦合闭环。公司嘉兴基地加快推进 26 万吨高分子乳液项目，拓宽丙烯酸酯下游向高端纺织乳液、涂料乳液、粘合剂、电池粘合剂与涂覆剂等化学新材料发展，促进公司产业链在质与量上的大幅提升。

2024 年第二季度，公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目开工建设，该项目计划总投资约 266 亿元，一阶段项目总投资额约 121.50 亿元人民币，建设内容为 2 套 10 万吨/年 α -烯烃（LAO）装置、1 套 90 万吨/年聚乙烯装置（45 \times 2）、1 套 45 万吨/年聚乙烯装置、一套 12 万吨/年丁二烯抽提装、一套 26 万吨/年芳烃处理联合装置及配套的 200 万吨/年原料加工装置（含 WAO 配套装置）。 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目的建设将进一步扩大公司上游乙烯产能规模；同时公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目采用自主研发的高碳 α -烯烃的技术，向下游延伸高端聚烯烃（mPE）、聚乙烯弹性体（POE）、润滑油基础油（PAO）、超高分子量聚乙烯（UHMWPE）等新材料，进一步夯实公司功能化学品、高端新材料和新能源材料的发展基础，支撑公司长期成长。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 445、531、669 亿元，归母净利润分别为 54、68、95 亿元，对应 PE 分别 12、9、7 倍。公司 C2 业务成本优势显著， α -烯烃综合利用项目打开成长空间，加速布局 POE 等各类新材料，看好公司长期成长，维持“买入”评级。

■ 风险提示

政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、乙烷价格大幅震荡。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	41487	44519	53125	66854
增长率(%)	12	7	19	26
归母净利润（百万元）	4789	5413	6826	9497
增长率(%)	55	13	26	39
摊薄每股收益（元）	1.42	1.61	2.03	2.82
ROE(%)	19	19	21	24
P/E	10.39	11.66	9.25	6.65
P/B	1.95	2.20	1.91	1.61
P/S	1.20	1.42	1.19	0.94
EV/EBITDA	7.25	7.49	6.14	4.52

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

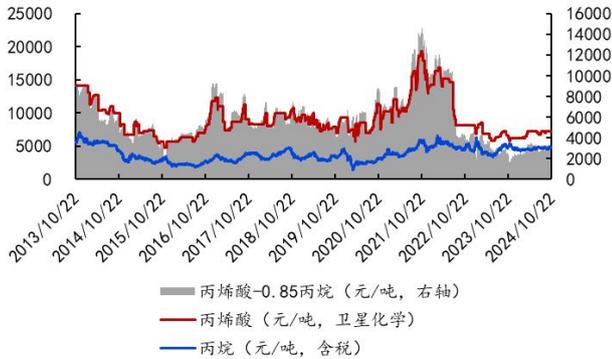
1、主要产品价格价差情况

表 1: 主要产品市场价格变化情况 (截至 2024 年 10 月 22 日)

产品	单位: 元/吨	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
丙烯酸	价格	10714	10396	14790	16866	15553	14930	9563	8100	7871	6389	6620	6330	6302	7180	7048	7200
	价差	7370	7263	10852	12471	11007	10314	5497	4122	3836	3173	2775	2211	2509	3298	3060	3096
丙烯酸丁酯	价格	14429	16624	18353	15575	14933	13594	9811	9079	9792	8602	9508	9053	9336	9199	8834	8797
	价差	2301	2625	1396	977	547	194	740	416	914	494	579	432	593	300	521	743
聚乙烯	价格	8851	9348	8841	9827	9755	9760	8837	9590	9270	9152	9160	9335	9419	9558	9558	9500
	价差	6208	6576	5497	6203	6136	4767	3865	5614	6388	6509	5810	6468	6803	6918	7216	6757
环氧乙烷	价格	7544	7785	7434	8374	7599	8010	6856	7010	6640	6586	6240	6585	6648	6892	6864	6924
	价差	5562	5706	4926	5656	4885	4266	3127	4028	4480	4603	3728	4434	4686	4913	5107	4867
原料	单位: 美元/吨	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
乙烷	价格	172	187	249	284	287	419	400	279	181	151	211	164	141	141	115	158
丙烷	价格	607	571	716	809	843	822	699	658	694	540	624	671	621	631	655	683

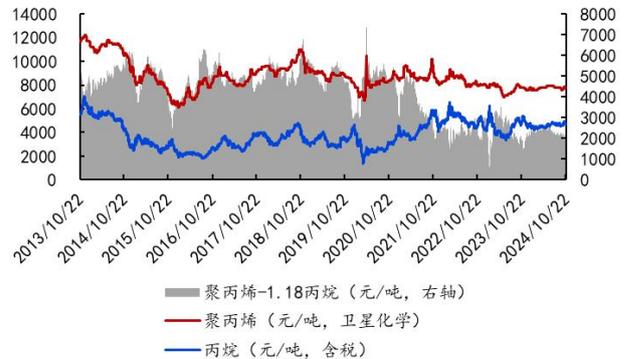
资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 1: 丙烯酸价格价差情况 (元/吨)



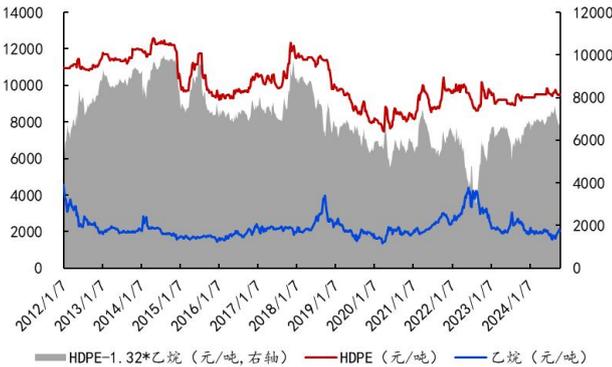
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 聚丙烯价格价差情况 (元/吨)



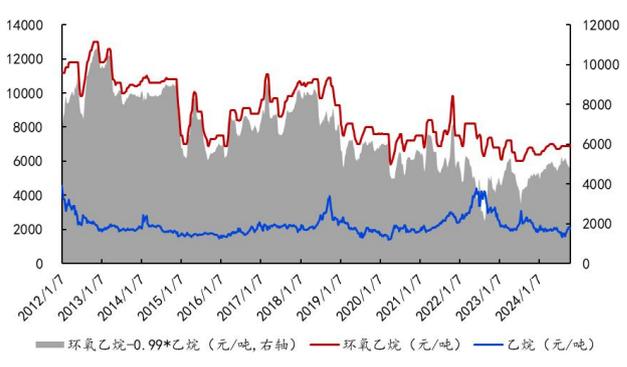
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 聚乙烯价格价差情况 (元/吨)



资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 4: 环氧乙烷价格价差情况 (元/吨)



资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

2、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 445、531、669 亿元，归母净利润分别为 54、68、95 亿元，对应 PE 分别 12、9、7 倍。公司 C2 业务成本优势显著， α -烯烃综合利用项目打开成长空间，加速布局 POE 等各类新材料，看好公司长期成长，维持“买入”评级。

3、风险提示

政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、乙烷价格大幅震荡。

附表：卫星化学盈利预测表

证券代码:	002648				股价:	18.74	投资评级:	买入	日期:	2024/10/23
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	19%	19%	21%	24%	EPS	1.42	1.61	2.03	2.82	
毛利率	20%	24%	24%	27%	BVPS	7.56	8.51	9.83	11.61	
期间费率	4%	4%	3%	3%	估值					
销售净利率	12%	12%	13%	14%	P/E	10.39	11.66	9.25	6.65	
成长能力					P/B	1.95	2.20	1.91	1.61	
收入增长率	12%	7%	19%	26%	P/S	1.20	1.42	1.19	0.94	
利润增长率	55%	13%	26%	39%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.67	0.68	0.77	0.90	营业收入	41487	44519	53125	66854	
应收账款周转率	63.08	63.99	65.31	67.65	营业成本	33257	33919	40532	49082	
存货周转率	8.20	7.74	8.27	8.40	营业税金及附加	144	267	266	334	
偿债能力					销售费用	145	267	213	334	
资产负债率	61%	57%	53%	49%	管理费用	531	668	638	802	
流动比	1.07	1.10	1.01	1.08	财务费用	811	1015	815	753	
速动比	0.67	0.71	0.60	0.65	其他费用/(-收入)	1626	2226	2656	4011	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	5378	6154	8045	11616	
现金及现金等价物	6442	7442	6586	8080	营业外净收支	-10	25	25	25	
应收款项	639	752	875	1101	利润总额	5368	6179	8070	11641	
存货净额	4233	4530	5274	6420	所得税费用	584	772	1251	2154	
其他流动资产	1418	1881	2024	2494	净利润	4784	5406	6819	9487	
流动资产合计	12733	14605	14758	18095	少数股东损益	-6	-6	-7	-9	
固定资产	25258	26100	29315	32379	归属于母公司净利润	4789	5413	6826	9497	
在建工程	3186	2949	3959	4172	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	20933	20860	20098	19349	经营活动现金流	7996	10702	12963	15987	
长期股权投资	2471	2637	2824	3011	净利润	4789	5413	6826	9497	
资产总计	64582	67152	70954	77007	少数股东损益	-6	-6	-7	-9	
短期借款	1226	1017	905	804	折旧摊销	4170	4117	4693	5262	
应付款项	5670	6388	7522	9030	公允价值变动	-187	200	100	100	
合同负债	817	769	931	1190	营运资金变动	-1886	-95	387	224	
其他流动负债	4202	5096	5295	5694	投资活动现金流	-2044	-4857	-8444	-8107	
流动负债合计	11915	13270	14653	16719	资本支出	-2403	-4639	-8152	-7786	
长期借款及应付债券	10839	9839	8839	7839	长期投资	-378	-166	-187	-187	
其他长期负债	16335	15346	14346	13346	其他	737	-52	-106	-134	
长期负债合计	27174	25185	23185	21185	筹资活动现金流	-5072	-4730	-5375	-6385	
负债合计	39089	38455	37838	37903	债务融资	-100	-1652	-2112	-2101	
股本	3369	3369	3369	3369	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	25493	28697	33116	39103	其它	-4972	-3079	-3263	-4284	
负债和股东权益总计	64582	67152	70954	77007	现金净增加额	1050	1000	-856	1495	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，李娟廷，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损

失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。