

2023年04月30日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

23Q1 业绩环比改善，轻烃裂解价差有望持续修复

—卫星化学（002648.SZ）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
联系人：刘韩 S1050122080022
liuhan@cfsc.com.cn

基本数据

2023-04-28

当前股价（元）	14.19
总市值（亿元）	478
总股本（百万股）	3369
流通股本（百万股）	3363
52周价格范围（元）	12.4-39.36
日均成交额（百万元）	389.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《卫星化学（002648）：三季度业绩承压，未来轻烃裂解或迎来修复》2022-10-25
- 2、《卫星化学（002648）：轻烃一体化龙头，发力低碳化学新材料》2022-09-15

卫星化学发布 2022 年年报及 2023 年一季报：2022 年实现营业收入 370.44 亿元，同比增长 29.72%；归母净利润 30.62 亿元，同比下降 49.02%。2023 年一季度实现营业收入 94.15 亿元，同比增长 15.70%；归母净利润 7.07 亿元，同比下降 53.83%，环比大增 1459%。

投资要点

成本及需求等因素挤压，主业盈利承压

2022 年受新冠疫情、地缘政治冲突与宏观经济波动的影响，原料及能源价格上涨，公司成本较上年同期增加，多数产成品价格下滑，盈利能力承压。

C2 产业链：2022 成本端美国乙烷均价 47 美分/加仑，同比+54%，需求端国内 PE 均价 8639 元/吨，同比+1%；乙二醇均价 4538 元/吨，同比-13%；环氧乙烷均价 7373 元/吨，同比-6%。乙烯-乙烷裂解价差均值为 1970 元/吨，同比-35%。

C3 产业链：2022 成本端沙特丙烷预测合同价(CP)均价 713 美元/吨，同比+9%；需求端国内 PP 均价 8352 元/吨，同比-4%；丙烯酸丁酯均价 11825 元/吨，同比-28%。PDH-PP 价差均值为 391 元/吨，同比-73%。

需求向好轻烃裂解修复，业绩有望持续好转

自 2022 年四季度，公司主要原材料价格开始下跌。2023Q1 美国乙烷均价 25 美分/加仑，环比-26%，同比-37%。丙烷预测合同均价(CP)为 647 美元/吨，环比+8%，同比-21%。随着疫情影响消退，需求逐步回暖，中国第一季度 GDP 增速超预期，经济和需求前景可期。2023Q1 国内 PE 均价 8305 元/吨，环比-1%，同比-8%；乙二醇均价 4153 元/吨，环比+5%，同比-20%；环氧乙烷均价 6695 元/吨，环比-4%，同比-13%；PP 均价 7784 元/吨，环比-2%，同比-10%；丙烯酸丁酯均价 9833 元/吨，环比+9%，同比-35%。乙烯-乙烷裂解价差均值为 2581 元/吨，环比+42%，同比-20%；PDH-PP 价差均值为 295 元/吨，环比-49%，同比+98%。轻烃裂解价差有望继续大幅改善，公司业绩持续修复。

■ 产能投放助发展，延伸打造化学新材料产业链

公司实现连云港基地二阶段项目一次性开车成功，新增年产 40 万吨 HDPE、73 万吨 E0、60 万吨苯乙烯，促进乙烯综合利用高附加值产品的延伸。平湖基地新能源新材料项目计划 2023 年底中交，形成丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯的产业链闭环。嘉兴基地加快推进 26 万吨高分子乳液项目建设，拓宽丙烯酸酯下游向中高端纺织乳液、涂料乳液、粘合剂、电池粘合剂与涂覆剂等化学新材料发展。公司自主研发的 1000 吨/年 α -烯烃工业试验装置建成中交，POE 实验室试验装置产出可供评价的样品，为后续加快推进年产 10 万吨级工业化装置建设奠定基础。公司功能化学品、高分子新材料、新能源材料在建产能达 244、36、36 万吨，未来产能释放将逐步兑现业绩。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 410、444、653 亿元，EPS 分别为 1.21、1.57、2.27 元，当前股价对应 PE 分别为 11.7、9.1、6.2 倍。考虑到短期价差承压不改公司轻烃化工主业长期格局向好，新材料产能投放持续推进，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

经济下行；原材料价格大幅波动；产能投放不及预期；下游需求不及预期；公司产品价格大幅波动等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	37,044	40,964	44,396	65,306
增长率（%）	29.7%	10.6%	8.4%	47.1%
归母净利润（百万元）	3,062	4,070	5,273	7,659
增长率（%）	-49.0%	32.9%	29.5%	45.3%
摊薄每股收益（元）	0.91	1.21	1.57	2.27
ROE（%）	14.5%	18.3%	22.2%	29.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	5,532	7,921	10,708	13,896
应收款	814	900	975	1,434
存货	3,877	4,279	4,527	6,692
其他流动资产	1,514	1,671	1,809	2,647
流动资产合计	11,735	14,770	18,019	24,669
非流动资产:				
金融类资产	28	28	28	28
固定资产	19,032	20,579	20,333	19,428
在建工程	4,692	1,877	751	300
无形资产	1,265	1,202	1,139	1,079
长期股权投资	2,239	2,239	2,239	2,239
其他非流动资产	17,422	17,422	17,422	17,422
非流动资产合计	44,650	43,318	41,883	40,467
资产总计	56,385	58,088	59,901	65,136
流动负债:				
短期借款	1,077	1,077	1,077	1,077
应付账款、票据	5,570	6,148	6,506	9,615
其他流动负债	3,398	3,398	3,398	3,398
流动负债合计	10,067	10,647	11,007	14,129
非流动负债:				
长期借款	10,549	10,549	10,549	10,549
其他非流动负债	14,619	14,619	14,619	14,619
非流动负债合计	25,168	25,168	25,168	25,168
负债合计	35,235	35,815	36,175	39,297
所有者权益				
股本	3,369	3,369	3,369	3,369
股东权益	21,150	22,273	23,727	25,839
负债和所有者权益	56,385	58,088	59,901	65,136

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3077	4090	5298	7696
少数股东权益	15	20	25	37
折旧摊销	1499	1332	1432	1412
公允价值变动	-291	-291	-291	-291
营运资金变动	1635	-65	-102	-340
经营活动现金净流量	5935	5086	6363	8515
投资活动现金净流量	-2719	1269	1372	1356
筹资活动现金净流量	-827	-2968	-3844	-5584
现金流量净额	2,389	3,387	3,891	4,287

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37,044	40,964	44,396	65,306
营业成本	30,925	34,000	35,974	53,171
营业税金及附加	119	132	143	210
销售费用	88	97	106	155
管理费用	534	590	640	941
财务费用	849	301	223	134
研发费用	1,238	1,369	1,484	2,183
费用合计	2,709	2,358	2,452	3,413
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	-291	-291	-291	-291
投资收益	399	399	399	399
营业利润	3,448	4,583	5,935	8,620
加:营业外收入	11	11	11	11
减:营业外支出	14	14	14	14
利润总额	3,445	4,580	5,932	8,617
所得税费用	368	489	634	921
净利润	3,077	4,090	5,298	7,696
少数股东损益	15	20	25	37
归母净利润	3,062	4,070	5,273	7,659

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	29.7%	10.6%	8.4%	47.1%
归母净利润增长率	-49.0%	32.9%	29.5%	45.3%
盈利能力				
毛利率	16.5%	17.0%	19.0%	18.6%
四项费用/营收	7.3%	5.8%	5.5%	5.2%
净利率	8.3%	10.0%	11.9%	11.8%
ROE	14.5%	18.3%	22.2%	29.6%
偿债能力				
资产负债率	62.5%	61.7%	60.4%	60.3%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	1.0
应收账款周转率	45.5	45.5	45.5	45.5
存货周转率	8.0	8.0	8.0	8.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.91	1.21	1.57	2.27
P/E	15.6	11.7	9.1	6.2
P/S	1.3	1.2	1.1	0.7
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9

■ 化工组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

刘韩：中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3年能源化工大宗商品研究经验，2022年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。