

卫星化学（002648）

α-烯烃第一梯队，高端聚烯烃布局有望提速 买入（维持）

2023年06月19日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书：S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	37,044	46,350	51,119	56,834
同比	30%	25%	10%	11%
归属母公司净利润（百万元）	3,062	4,414	6,180	7,492
同比	-49%	44%	40%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.91	1.31	1.83	2.22
P/E（现价&最新股本摊薄）	16.27	11.29	8.06	6.65

关键词：#产能扩张 #进口替代 #稀缺资产

投资要点

■ **事件：**2023年6月18日，公司公告拟在连云港徐圩新区投资257亿元建设α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目，建设内容主要包括250万吨/年α-烯烃轻烃配套原料装置，以及下游的5*10万吨/年α-烯烃装置、3*20万吨/年POE装置、2*50万吨/年茂金属聚乙烯装置、2*40万吨/年PVC综合利用装置、1.5万吨/年聚α-烯烃装置、5万吨/年超高分子量聚乙烯装置等高端新材料产品线。

■ **依托α-烯烃技术突破，全面进军高端聚烯烃领域：**1) 公司是国内α-烯烃领域的第一梯队，目前公司自主研发的1000吨α-烯烃中试装置已经全面投产运行，催化剂、产品收率和质量都已达到预期目标，10万吨级的α-烯烃和POE工业化装置将于23年下半年开工建设，预计于24年底建成；2) 此次高端新材料产业园项目的建设，是公司依托轻烃原料优势和α-烯烃技术突破，进一步向下游mPE、POE、PAO、UHMWPE等高端聚烯烃材料延伸的重要举措。目前我国高端聚烯烃年消费量超过1200万吨，下游光伏、汽车、电子等领域需求井喷式增长，但供应端仍高度依赖进口，其中POE、EAA等产品尚未实现产业化突破，mPE、PAO等产品进口依存度接近90%，公司通过布局α-烯烃一体化基地，有望成为国内领先的高端聚烯烃产品供应商。

■ **乙烷、丙烷价格回落，C2/C3盈利持续改善：**1) **乙烷重回低价时代，乙烷裂解装置盈利可观。**随着欧洲能源危机结束，乙烷价格趋势性回落，其中22Q4/23Q1/23Q2（截至发布日，下同）美国MB乙烷均价分别为289/184/152美元/吨，考虑到采购周期的存在，公司Q2乙烷实际成本环比仍有明显降低，以当前的价格体系测算，乙烷裂解装置的单吨盈利超过千元。向后看，美国天然气产量高增带动乙烷供应增长，而需求端同时面临内需不足+出口受限，乙烷价格有望长期维持低位；2) **丙烷价格高位回落，PDH装置扭亏为盈。**受天然气跌价和季节性因素影响，2月以来丙烷价格大幅回落，其中23Q1/23Q2丙烷均价分别为693/546美元/吨，而6月最新价已降至500美元/吨以下，对应的丙烷/布伦特比价也来到近十年低位。随着丙烷价格的大幅回落，PDH装置成本压力缓解，根据我们测算，从3月下旬开始，PDH装置已基本实现扭亏、并进入微利状态。

■ **盈利预测与投资评级：**新材料产能有序投放，C2/C3景气持续回升，我们维持公司2023-2025年归母净利润44、62和75亿元，按2023年6月16日收盘价计算，对应PE分别11.3、8.1和6.7倍。公司依托低价轻烃原料，全面进军高端聚烯烃领域，α属性强化，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**项目审批不及预期，需求复苏迟缓，原材料价格大幅上涨

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.79
一年最低/最高价	11.83/28.75
市净率(倍)	2.28
流通A股市值(百万元)	49,735.83
总市值(百万元)	49,823.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.49
资产负债率(%，LF)	64.93
总股本(百万股)	3,368.76
流通A股(百万股)	3,362.80

相关研究

《卫星化学(002648): C2&C3景气修复，新材料业务成长提速》

2023-05-10

卫星化学三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,735	13,672	15,731	16,255	营业总收入	37,044	46,350	51,119	56,834
货币资金及交易性金融资产	5,559	5,929	8,408	7,079	营业成本(含金融类)	30,925	38,033	40,353	44,259
经营性应收款项	1,872	2,417	2,457	2,916	税金及附加	119	139	143	148
存货	3,877	4,942	4,414	5,848	销售费用	88	93	102	114
合同资产	0	0	0	0	管理费用	534	649	690	739
其他流动资产	428	383	451	412	研发费用	1,238	1,622	1,789	1,989
非流动资产	44,650	52,102	58,131	72,273	财务费用	849	1,210	1,411	1,445
长期股权投资	2,239	2,239	2,239	2,239	加:其他收益	61	64	62	62
固定资产及使用权资产	34,186	36,933	39,076	45,691	投资净收益	399	399	399	399
在建工程	4,913	9,564	13,378	20,828	公允价值变动	(291)	0	0	0
无形资产	1,265	1,320	1,391	1,469	减值损失	(15)	0	0	0
商誉	44	44	44	44	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	1,823	1,823	1,823	1,823	营业利润	3,448	5,067	7,092	8,602
其他非流动资产	180	180	180	180	营业外净收支	(3)	3	5	2
资产总计	56,385	65,774	73,861	88,528	利润总额	3,445	5,069	7,097	8,604
流动负债	10,067	11,915	12,136	13,361	减:所得税	368	634	887	1,075
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,351	3,351	3,351	3,351	净利润	3,077	4,436	6,210	7,528
经营性应付款项	5,593	6,188	6,316	7,399	减:少数股东损益	15	21	30	36
合同负债	517	636	675	740	归属母公司净利润	3,062	4,414	6,180	7,492
其他流动负债	1,606	1,740	1,794	1,871	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.91	1.31	1.83	2.22
非流动负债	25,168	29,775	33,430	41,843	EBIT	4,186	5,877	8,104	9,648
长期借款	10,549	14,124	16,975	23,109	EBITDA	6,882	9,372	12,106	14,520
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.52	17.94	21.06	22.13
租赁负债	14,306	15,337	16,142	18,421	归母净利率(%)	8.27	9.52	12.09	13.18
其他非流动负债	313	313	313	313	收入增长率(%)	29.72	25.12	10.29	11.18
负债合计	35,235	41,689	45,566	55,204	归母净利润增长率(%)	(49.02)	44.17	40.01	21.23
归属母公司股东权益	21,117	24,030	28,210	33,202					
少数股东权益	34	55	85	121					
所有者权益合计	21,150	24,085	28,295	33,323					
负债和股东权益	56,385	65,774	73,861	88,528					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,935	8,458	12,323	13,556	每股净资产(元)	6.27	7.13	8.37	9.86
投资活动现金流	(2,719)	(10,545)	(9,626)	(18,614)	最新发行在外股份(百万股)	3,369	3,369	3,369	3,369
筹资活动现金流	(7,982)	2,458	(218)	3,729	ROIC(%)	8.29	9.77	11.66	11.81
现金净增加额	(4,467)	370	2,479	(1,329)	ROE-摊薄(%)	14.50	18.37	21.91	22.57
折旧和摊销	2,696	3,494	4,002	4,872	资产负债率(%)	62.49	63.38	61.69	62.36
资本开支	(2,487)	(10,944)	(10,025)	(19,013)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.27	11.29	8.06	6.65
营运资本变动	(735)	(718)	641	(628)	P/B(现价)	2.36	2.07	1.77	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

