

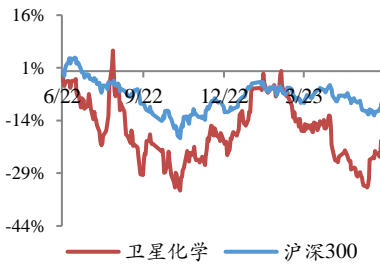
α-烯烃综合利用项目签约，打开长期成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-06-18

收盘价（元）	14.79
近12个月最高/最低（元）	19.81/12.40
总股本（百万股）	3,369
流通股本（百万股）	3,365
流通股比例（%）	99.89
总市值（亿元）	498
流通市值（亿元）	498

公司价格与沪深300走势比较


分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 乙烷价格显著下行，轻烃龙头整装出发 2023-05-05
2. 拟建二期 EAA 装置，致力解决卡脖子关键材料 2023-03-27
3. 三季度业绩承压，原料价格下降盈利修复在即 2022-10-25

主要观点：

● 事件描述

6月17日，卫星化学发布公告，α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目与园区管委会完成签约。该项目总投资约257亿元，建设内容主要包括250万吨/年α-烯烃轻烃配套原料装置、5套10万吨/年α-烯烃装置、3套20万吨/年POE装置、2套50万吨/年高端聚乙烯（茂金属）、2套40万吨/年PVC综合利用及配套装置、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、副产氢气降碳资源化利用装置、LNG储罐（以项目备案为准）。公司应于6个月内完成开工前各类手续办理，并于2024年底前开工建设。

● 轻烃原料产能翻倍，打开长期成长空间

卫星化学现有250万吨乙烷裂解制乙烯装置及下游配套装置，此次投资包含250万吨/年轻烃配套原料装置，从烯烃原料规模上较原有产能翻倍，打开未来成长空间。公司轻烃路线具有流程短、收率高、低成本、低碳排、低能耗、低水耗等特点，同时具有很强的稀缺性，难以复制壁垒极高，公司α-烯烃综合利用项目进一步提升规模优势，原料采购量提升便于成本进一步降低，同时为α-烯烃及POE、高端聚烯烃等新材料提供低成本原料，一体化产业链优势抗风险能力强。

● 加码α-烯烃及POE产业链，聚焦高端聚合物新材料

下游配套装置来看，公司继此前10万吨α-烯烃及POE项目规划之后又规划50万吨α-烯烃及60万吨POE装置，把握α-烯烃及POE国产化先机。3月底，公司α-烯烃成功完成千吨级别中试，实现国内首套1-辛烯装置的投产。我们认为在未来POE的竞争中，α-烯烃将是制约产业以及决定未来企业成本竞争力的关键，同时公司也拥有处于行业成本最左侧的乙烯，我们认为公司将在未来POE产业链的竞争中脱颖而出。

此外，公司规划的高端聚乙烯（茂金属）、聚α-烯烃、超高分子量聚乙烯等均为国内供给不足环节，从技术上与α-烯烃及POE项目有一定的协同性，从盈利性角度而言，较一期、二期项目产品附加值提升明显，盈利中枢有望进一步提升。

● 投资建议

短期来看，C2、C3成本压力显著减轻，乙烷价格较去年高点下跌超60%将对卫星成本端带来显著改善。同时，6月丙烷CP指导价格环比下调105美金，C3PDH盈利将迎来改善。成本端改善将在二季度和三季度逐步体现，业绩预计有环比上升弹性。同时C2、C3下游产

品价格价差处于历史底部，需求有望逐季迎来修复。长期来看，公司 α -烯烃综合利用项目产能翻倍，进一步加强烯烃平台化优势。

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 50.64、68.05、75.50 亿元

（出于谨慎性原则，暂未考虑此次 α -烯烃综合利用项目），同比增速为 65.4%、34.4%、10.9%。对应 PE 分别为 9.84、7.32、6.60 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37044	48953	56975	59455
收入同比 (%)	29.7%	32.1%	16.4%	4.4%
归属母公司净利润	3062	5064	6805	7550
净利润同比 (%)	-49.0%	65.4%	34.4%	10.9%
毛利率 (%)	16.5%	18.6%	20.2%	21.9%
ROE (%)	14.5%	20.4%	22.3%	20.5%
每股收益 (元)	0.91	1.50	2.02	2.24
P/E	17.03	9.84	7.32	6.60
P/B	2.47	2.01	1.64	1.35
EV/EBITDA	10.74	6.98	6.06	5.36

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11735	21857	28818	38811	营业收入	37044	48953	56975	59455
现金	5532	10777	17650	28264	营业成本	30925	39855	45439	46454
应收账款	676	1263	1241	1305	营业税金及附加	119	160	185	194
其他应收款	138	132	153	180	销售费用	88	110	132	135
预付账款	463	546	575	640	管理费用	534	789	870	933
存货	3877	6041	6751	6589	财务费用	849	1012	1304	1695
其他流动资产	1050	3098	2448	1833	资产减值损失	0	-16	-25	-20
非流动资产	44650	54399	62456	70635	公允价值变动收益	-291	0	0	0
长期投资	2239	2308	2421	2512	投资净收益	399	427	556	549
固定资产	19033	21370	21631	22264	营业利润	3448	5792	7716	8601
无形资产	1265	1469	1705	1925	营业外收入	11	23	21	18
其他非流动资产	22113	29252	36700	43934	营业外支出	14	21	15	17
资产总计	56385	76256	91275	109446	利润总额	3445	5795	7721	8603
流动负债	10067	18402	15900	16548	所得税	368	716	889	1027
短期借款	1077	0	0	0	净利润	3077	5079	6832	7576
应付账款	5537	11652	10191	10773	少数股东损益	15	15	26	26
其他流动负债	3453	6750	5709	5775	归属母公司净利润	3062	5064	6805	7550
非流动负债	25168	32973	44838	55962	EBITDA	6882	10457	12858	14631
长期借款	10549	11487	16487	20487	EPS (元)	0.91	1.50	2.02	2.24
其他非流动负债	14619	21485	28351	35475					
负债合计	35235	51375	60738	72510					
少数股东权益	34	49	75	101					
股本	3369	3369	3369	3369					
资本公积	4982	4983	4983	4983					
留存收益	12765	16481	22110	28484					
归属母公司股东权益	21117	24833	30461	36835					
负债和股东权益	56385	76256	91275	109446					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	206	1311	1197	1464
净利润	1016	922	986	1045
折旧摊销	314	215	213	238
财务费用	26	113	212	189
投资损失	-4	-380	0	0
营运资金变动	-974	440	-214	-8
其他经营现金流	1819	483	1201	1053
投资活动现金流	-858	-455	-194	-390
资本支出	-401	-835	-194	-390
长期投资	-752	0	0	0
其他投资现金流	295	380	0	0
筹资活动现金流	1198	2851	-951	-1010
短期借款	-730	7340	-739	-821
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	385	0	0	0
资本公积增加	1625	-4375	0	0
其他筹资现金流	-82	-113	-212	-189
现金净增加额	546	3707	52	64

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	29.7%	32.1%	16.4%	4.4%
营业利润	-50.6%	68.0%	33.2%	11.5%
归属于母公司净利润	-49.0%	65.4%	34.4%	10.9%
获利能力				
毛利率 (%)	16.5%	18.6%	20.2%	21.9%
净利率 (%)	8.3%	10.3%	11.9%	12.7%
ROE (%)	14.5%	20.4%	22.3%	20.5%
ROIC (%)	7.7%	9.4%	9.7%	9.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.5%	67.4%	66.5%	66.3%
净负债比率 (%)	166.6%	206.5%	198.9%	196.3%
流动比率	1.17	1.19	1.81	2.35
速动比率	0.73	0.83	1.35	1.91
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.64	0.62	0.54
应收账款周转率	54.80	38.76	45.91	45.57
应付账款周转率	5.58	3.42	4.46	4.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	1.50	2.02	2.24
每股经营现金流(薄)	1.76	4.20	2.75	4.38
每股净资产	6.27	7.37	9.04	10.93
估值比率				
P/E	17.03	9.84	7.32	6.60
P/B	2.47	2.01	1.64	1.35
EV/EBITDA	10.74	6.98	6.06	5.36

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。