

# 卫星石化 (002648.SZ)

## C2 投产打开公司成长空间，新能源材料业务布局提速

**事件：**公司公告 2021 年上半年实现营业收入 107.70 亿元，同比增加 125.68%，实现归母净利润 21.26 亿元，同比增加 348.10%，Q2 单季度实现营业收入 71.46 亿元，同比增加 129.10%，环比增加 97.17%，实现归母净利润 13.59 亿元，同比增加 213.05%，环比增加 77.29%，单季度利润创历史新高，超此前市场预期。

### C2 投产打开公司成长空间，新能源材料业务布局提速：

1) 公司在连云港规划的 250 万吨乙烷裂解制乙烯项目一阶段 125 万吨已于 5 月 20 日顺利投产，是公司二季度业绩环比增加的主要增量，C2 项目是公司产业链延伸的重要布局，上半年 C2 实现营业收入 15.32 亿元，毛利 5.59 亿元，项目二阶段已进入安装阶段预计将于 2022 年中期建成，有望带动公司盈利再迈上一个重要台阶；

2) C3 产业链量价齐升，二季度持续高景气：公司 36 万吨丙烯酸及 30 万吨丙烯酸酯项目一阶段于一季度顺利投产，为公司 C3 产业链 2021 年提供量的增长，并进一步巩固公司丙烯酸及酯的规模与成本领先优势。根据卓创资讯，国内 Q2 丙烯酸及丙烯酸丁酯均价分别为 9619 元/吨和 16664 元/吨，环比增加 4%和 13%，同比分别增加 39%和 114%，二季度继续维持高景气状态。上半年 C3 业务实现营业收入 77.14 亿元，毛利 24.99 亿元，受益于新增产能及姐上涨，毛利同比增加 15.64 亿元。

3) 依托优质原料优势，积极布局新材料业务：公司依托高纯度的轻烃原料优势，加速推进连云港基地乙烷下游聚醚大单体、乙醇胺、乙烯胺以及 EAA 新材料等项目建设，同时围绕新能源电池及光伏等下游快速发展的行业，计划于 2022 年建成以环氧乙烷与二氧化碳加成反应生产电池级碳酸乙烯酯 EC、DMC、碳酸二乙酯 DEC、碳酸甲乙酯 EMC 等装置，包括锂电池添加剂 VC、FEC 等产品规划，利用副产氢推进氢能业务开发利用，进一步扩大双氧水在半导体、光伏等行业影响力，加快乙烯齐聚法合成成长链  $\alpha$ -烯烃及 POE 技术开发项目的中试，看好公司未来在化学新材料领域多点开花。

**碳中和背景下看好乙烷裂解制乙烯路线发展潜力：**乙烯作为化工重要原料目前国内仍有较大供应缺口，国家十四五规划目标是 2025 年自给率将从目前 50%提高至 70%，从乙烯生产路线来看，煤制烯烃及炼油产能在碳中和背景下可能面临一定项目审批方面的不确定性，而卫星采取的乙烷裂解制乙烯在成本、环保及能耗方面具备显著优势，副产物氢气未来还可用于氢能项目建设，将成为弥补国内乙烯缺口的重要方式。并且我们强调乙烷裂解制乙烯项目在乙烷资源落实、港口资源、运输及项目选址方面存在非常高的壁垒，并且周期非常长，公司克服重重困难成为极少数成功落地项目具备明显先发优势，将奠定公司未来几年成长性。

**盈利预测与投资建议：**我们看好公司围绕 C2 及 C3 产业链打造完整的一体化产业链，碳中和背景下低碳原料优势显著，在建项目投产后公司利润中枢有望逐步迈上新的台阶。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 50.2、75.1、90.3 亿元，分别对应 PE 为 13、9、7 倍，维持“买入”评级，继续推荐。

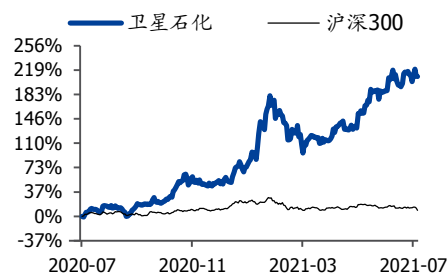
**风险提示：**连云港项目建设进度不及预期、成本和运输不可控、中美贸易摩擦风险。

买入（维持）

### 股票信息

|               |           |
|---------------|-----------|
| 行业            | 化学原料      |
| 前次评级          | 买入        |
| 7月26日收盘价(元)   | 38.01     |
| 总市值(百万元)      | 65,379.00 |
| 总股本(百万股)      | 1,720.05  |
| 其中自由流通股(%)    | 99.66     |
| 30日日均成交量(百万股) | 15.56     |

### 股价走势



### 作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号：S0680518030010

邮箱：luoyating@gszq.com

### 相关研究

1、《卫星石化(002648.SZ)：轻烃一体化龙头扬帆起航》  
2021-06-08

2、《卫星石化(002648.SZ)：一季度延续高景气，看好公司打造低碳原料化工新材料企业》  
2021-04-29

3、《卫星石化(002648.SZ)：Q2单季度业绩创历史新高，连云港百万吨大乙烯项目值得期待》  
2020-07-30



| 财务指标           | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 10,779 | 10,773 | 28,405 | 48,190 | 60,123 |
| 增长率 yoy (%)    | 7.5    | -0.1   | 163.7  | 69.7   | 24.8   |
| 归母净利润 (百万元)    | 1,273  | 1,661  | 5,020  | 7,511  | 9,031  |
| 增长率 yoy (%)    | 35.3   | 30.5   | 202.2  | 49.6   | 20.2   |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.74   | 0.97   | 2.92   | 4.37   | 5.25   |
| 净资产收益率 (%)     | 13.7   | 12.2   | 27.1   | 29.1   | 26.1   |
| P/E (倍)        | 51.4   | 39.4   | 13.0   | 8.7    | 7.2    |
| P/B (倍)        | 7.1    | 4.8    | 3.5    | 2.5    | 1.9    |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 26 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 5458  | 11064 | 11872 | 9768  | 12285 |
| 现金             | 3276  | 7154  | 3227  | 4     | 3     |
| 应收票据及应收账款      | 326   | 408   | 1526  | 1755  | 2338  |
| 其他应收款          | 12    | 29    | 79    | 105   | 125   |
| 预付账款           | 161   | 129   | 635   | 662   | 957   |
| 存货             | 903   | 1234  | 4294  | 5133  | 6752  |
| 其他流动资产         | 781   | 2110  | 2110  | 2110  | 2110  |
| <b>非流动资产</b>   | 12468 | 21277 | 35536 | 50708 | 59101 |
| 长期投资           | 1413  | 2100  | 2783  | 3465  | 4146  |
| 固定资产           | 4072  | 4536  | 14963 | 25274 | 31605 |
| 无形资产           | 840   | 857   | 950   | 1045  | 1161  |
| 其他非流动资产        | 6142  | 13783 | 16840 | 20924 | 22189 |
| <b>资产总计</b>    | 17926 | 32341 | 47408 | 60475 | 71386 |
| <b>流动负债</b>    | 7874  | 9175  | 20084 | 26553 | 30284 |
| 短期借款           | 5265  | 2431  | 2431  | 4416  | 3906  |
| 应付票据及应付账款      | 2052  | 4632  | 12661 | 16829 | 20349 |
| 其他流动负债         | 557   | 2113  | 4993  | 5308  | 6029  |
| <b>非流动负债</b>   | 794   | 9524  | 8891  | 8236  | 6666  |
| 长期借款           | 549   | 9245  | 8612  | 7958  | 6388  |
| 其他非流动负债        | 245   | 278   | 278   | 278   | 278   |
| <b>负债合计</b>    | 8668  | 18699 | 28975 | 34790 | 36950 |
| 少数股东权益         | 15    | 11    | -13   | -45   | -80   |
| 股本             | 1066  | 1226  | 1720  | 1720  | 1720  |
| 资本公积           | 4167  | 6985  | 6495  | 6495  | 6495  |
| 留存收益           | 3974  | 5443  | 9842  | 16391 | 24219 |
| 归属母公司股东权益      | 9243  | 13631 | 18447 | 25731 | 34516 |
| <b>负债和股东权益</b> | 17926 | 32341 | 47408 | 60475 | 71386 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1352  | -520  | 10549  | 13176  | 13916  |
| 净利润            | 1267  | 1658  | 4996   | 7479   | 8996   |
| 折旧摊销           | 668   | 712   | 1374   | 2690   | 3678   |
| 财务费用           | 145   | 189   | 145    | 19     | -251   |
| 投资损失           | 34    | 35    | 19     | 13     | 25     |
| 营运资金变动         | -846  | -3091 | 4023   | 2990   | 1484   |
| 其他经营现金流        | 83    | -23   | -8     | -16    | -18    |
| <b>投资活动现金流</b> | -3529 | -4221 | -15645 | -17859 | -12079 |
| 资本支出           | 2556  | 5278  | 13577  | 14490  | 7712   |
| 长期投资           | -1045 | -788  | -683   | -682   | -682   |
| 其他投资现金流        | -2018 | 269   | -2751  | -4051  | -5049  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1562  | 9574  | 1169   | 1460   | -1837  |
| 短期借款           | 1677  | -2834 | 0      | 1986   | -510   |
| 长期借款           | 549   | 8696  | -633   | -654   | -1571  |
| 普通股增加          | 0     | 160   | 494    | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | -7    | 2818  | -490   | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | -657  | 734   | 1798   | 128    | 244    |
| <b>现金净增加额</b>  | -565  | 4775  | -3927  | -3223  | -1     |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 10779 | 10773 | 28405 | 48190 | 60123 |
| 营业成本            | 7965  | 7681  | 19870 | 33885 | 42720 |
| 营业税金及附加         | 57    | 56    | 129   | 229   | 298   |
| 营业费用            | 269   | 269   | 568   | 1398  | 1804  |
| 管理费用            | 306   | 274   | 795   | 1879  | 2435  |
| 研发费用            | 482   | 481   | 1250  | 2289  | 2856  |
| 财务费用            | 145   | 189   | 145   | 19    | -251  |
| 资产减值损失          | -79   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 18    | 71    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | -9    | 56    | 8     | 16    | 18    |
| 投资净收益           | -34   | -35   | -19   | -13   | -25   |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 1447  | 1913  | 5636  | 8493  | 10254 |
| 营业外收入           | 10    | 31    | 11    | 13    | 16    |
| 营业外支出           | 5     | 37    | 17    | 16    | 19    |
| <b>利润总额</b>     | 1452  | 1907  | 5630  | 8490  | 10252 |
| 所得税             | 184   | 250   | 635   | 1011  | 1255  |
| <b>净利润</b>      | 1267  | 1658  | 4996  | 7479  | 8996  |
| 少数股东损益          | -5    | -3    | -25   | -32   | -35   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1273  | 1661  | 5020  | 7511  | 9031  |
| EBITDA          | 2377  | 3162  | 7291  | 11613 | 14419 |
| EPS (元)         | 0.74  | 0.97  | 2.92  | 4.37  | 5.25  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 7.5   | -0.1  | 163.7 | 69.7  | 24.8  |
| 营业利润(%)         | 37.7  | 32.3  | 194.6 | 50.7  | 20.7  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 35.3  | 30.5  | 202.2 | 49.6  | 20.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 26.1  | 28.7  | 30.0  | 29.7  | 28.9  |
| 净利率(%)          | 11.8  | 15.4  | 17.7  | 15.6  | 15.0  |
| ROE(%)          | 13.7  | 12.2  | 27.1  | 29.1  | 26.1  |
| ROIC(%)         | 9.7   | 8.3   | 16.5  | 19.2  | 19.7  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 48.4  | 57.8  | 61.1  | 57.5  | 51.8  |
| 净负债比率(%)        | 30.1  | 34.9  | 55.4  | 58.9  | 38.6  |
| 流动比率            | 0.7   | 1.2   | 0.6   | 0.4   | 0.4   |
| 速动比率            | 0.5   | 0.8   | 0.2   | 0.1   | 0.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.7   | 0.4   | 0.7   | 0.9   | 0.9   |
| 应收账款周转率         | 7.7   | 29.4  | 29.4  | 29.4  | 29.4  |
| 应付账款周转率         | 4.4   | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 2.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.74  | 0.97  | 2.92  | 4.37  | 5.25  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.79  | -0.30 | 6.13  | 7.66  | 8.09  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 5.37  | 7.92  | 10.72 | 14.96 | 20.07 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 51.4  | 39.4  | 13.0  | 8.7   | 7.2   |
| P/B             | 7.1   | 4.8   | 3.5   | 2.5   | 1.9   |
| EV/EBITDA       | 28.7  | 22.1  | 10.3  | 6.9   | 5.4   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 26 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级               | 说明                     |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持  |      | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com