

新增项目陆续投产，成长性逐步兑现

➤ **事件**：2022 年 3 月 21 日，公司发布 2021 年年报，2021 年实现营收 285.6 亿元，同比+165.1%；实现归母净利润 60.1 亿元，同比+261.6%；实现扣非归母净利润 58.5 亿元，同比+269.1%。

➤ **连云港 C2 一期项目顺利投产，推动公司业绩高增。**2021 年 5 月份，子公司连云港石化 C2 项目一期各装置陆续投产，逐步贡献业绩增量，推动公司业绩高增；其中，公司功能化学品、高分子新材料和新能源材料业务营收分别实现 281.7%/218.4%/1.0% 的增速。**毛利率方面**，2021 年公司功能化学品、高分子新材料和新能源材料业务毛利率分别为 37.6%/33.2%/47.3%，分别提升 6.0%/5.2%/6.7%，主要系产品价格上涨带动价差扩大所致；**现金流方面**，2021 年公司实现经营现金流量净额 36.7 亿元，同比增加 41.9 亿元，增幅达 806.1%，主要系净利润增加所致。展望 2022 年，我们认为，随着 2022 年连云港 C2 一期项目的满产满销以及二期项目的投产爬坡，公司盈利能力有望继续提升。

➤ **新增产能陆续投放，成长预期逐步兑现。公司目前在建项目充足，并将于未来几年陆续投产，有望逐步兑现公司成长性。**(1)连云港石化项目二阶段包括 40 万吨/年高密度聚乙烯、73 万吨/年环氧乙烷、60 万吨/年苯乙烯，目前主要设备安装完成，预计 2022 年中期试生产并进行产能爬坡；(2)绿色新材料产业园项目一期包括 10 万吨/年乙醇胺、40 万吨/年聚苯乙烯、15 万吨/年电池级碳酸酯等装置，目前已开工建设，计划分别于 2022 年三季度与四季度陆续建成试生产，该项目为公司功能化学品、新能源、新材料三大业务板块的重要产品系列之一。(3)平湖基地新能源新材料一体化项目建设，预计 2023 年底建成。

➤ **转型路径清晰，致力于打造低碳化学新材料科技公司。**经过多年的发展，在“双碳”目标的指引下，公司已形成清晰的转型发展路径，就是坚持以轻质化原料为核心，形成功能化学品、新能源、新材料三大业务板块，打造低碳化学新材料科技公司。其中，公司依托 C2、C3 产业链平台，围绕新能源行业，布局化学新材料，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)、碳酸二甲酯 (DMC)、碳酸二乙酯 (DEC)、碳酸甲乙酯 (EMC) 等装置。同时，公司利用大量副产绿氢，利用双氧水在江浙地区光伏产业市场份额占比超过 50%，进一步扩大双氧水在半导体、光伏等行业影响力。

➤ **投资建议：**根据公司 C2 项目的投产进度，我们上调 2022-2024 年归母净利润至 91/111/118 亿元，对应 2022 年 3 月 21 日收盘价的 PE 为 8/7/6 倍，考虑到 C2 项目陆续投产带来的业绩增长，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**主要产品价格下跌的风险；连云港项目推进速度放缓的风险。

推荐
维持评级
当前价格：
42.63 元

分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

电话：0755-22662096

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号：S0100121070026

电话：0755-22662096

邮箱：zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1. 卫星化学 (002648.SZ) 2021 年年度业绩预增公告点评：受益于 C2 化学品项目投产，公司业绩高增

2. 卫星石化 (002648)：投产 C2，加码 C3，未来成长可期

3. 【民生石化】卫星石化 (002648) 深度报告：乙烷裂解项目打开盈利天花板

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 28,557 | 42,916 | 51,500 | 54,567 |
| 增长率 (%) | 165.1 | 50.3 | 20.0 | 6.0 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 6,007 | 9,059 | 11,070 | 11,822 |
| 增长率 (%) | 261.6 | 50.8 | 22.2 | 6.8 |
| 每股收益 (元) | 3.49 | 5.27 | 6.44 | 6.87 |
| PE | 12 | 8 | 7 | 6 |
| PB | 3.8 | 2.6 | 1.9 | 1.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 03 月 21 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业总收入 | 28,557 | 42,916 | 51,500 | 54,567 |
| 营业成本 | 19,500 | 29,488 | 35,385 | 37,438 |
| 营业税金及附加 | 95 | 198 | 226 | 224 |
| 销售费用 | 60 | 90 | 108 | 115 |
| 管理费用 | 510 | 766 | 919 | 974 |
| 研发费用 | 1,091 | 1,639 | 1,967 | 2,084 |
| EBIT | 7,351 | 10,735 | 12,894 | 13,732 |
| 财务费用 | 502 | 713 | 651 | 593 |
| 资产减值损失 | -33 | -23 | -8 | -10 |
| 投资收益 | 191 | 287 | 344 | 365 |
| 营业利润 | 6,977 | 10,435 | 12,790 | 13,670 |
| 营业外收支 | 17 | 5 | 5 | 9 |
| 利润总额 | 6,993 | 10,440 | 12,795 | 13,679 |
| 所得税 | 980 | 1,385 | 1,722 | 1,858 |
| 净利润 | 6,013 | 9,055 | 11,073 | 11,821 |
| 归属于母公司净利润 | 6,007 | 9,059 | 11,070 | 11,822 |
| EBITDA | 9,060 | 12,675 | 15,788 | 17,436 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 9,641 | 14,632 | 19,252 | 21,717 |
| 应收账款及票据 | 608 | 1,278 | 1,527 | 1,468 |
| 预付款项 | 181 | 455 | 490 | 481 |
| 存货 | 3,294 | 4,354 | 5,628 | 5,935 |
| 其他流动资产 | 2,890 | 4,234 | 5,323 | 5,077 |
| 流动资产合计 | 16,615 | 24,953 | 32,220 | 34,679 |
| 长期股权投资 | 2,082 | 2,775 | 3,229 | 3,606 |
| 固定资产 | 12,741 | 16,602 | 19,218 | 22,511 |
| 无形资产 | 998 | 1,331 | 1,494 | 1,707 |
| 非流动资产合计 | 32,078 | 39,787 | 47,050 | 53,823 |
| 资产合计 | 48,692 | 64,740 | 79,270 | 88,501 |
| 短期借款 | 1,423 | 1,423 | 1,423 | 1,423 |
| 应付账款及票据 | 3,968 | 10,460 | 13,697 | 11,797 |
| 其他流动负债 | 3,448 | 4,550 | 5,372 | 5,286 |
| 流动负债合计 | 8,839 | 16,433 | 20,492 | 18,505 |
| 长期借款 | 13,474 | 13,474 | 13,474 | 13,474 |
| 其他长期负债 | 6,998 | 6,998 | 6,998 | 6,998 |
| 非流动负债合计 | 20,472 | 20,472 | 20,472 | 20,472 |
| 负债合计 | 29,311 | 36,905 | 40,965 | 38,978 |
| 股本 | 1,720 | 1,720 | 1,720 | 1,720 |
| 少数股东权益 | 19 | 14 | 17 | 16 |
| 股东权益合计 | 19,381 | 27,834 | 38,305 | 49,524 |
| 负债和股东权益合计 | 48,692 | 64,740 | 79,270 | 88,501 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 165.09 | 50.28 | 20.00 | 5.96 |
| EBIT 增长率 | 253.33 | 46.04 | 20.11 | 6.50 |
| 净利润增长率 | 261.62 | 50.82 | 22.20 | 6.79 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 31.72 | 31.29 | 31.29 | 31.39 |
| 净利润率 | 21.06 | 21.10 | 21.50 | 21.66 |
| 总资产收益率 ROA | 12.34 | 13.99 | 13.96 | 13.36 |
| 净资产收益率 ROE | 31.02 | 32.56 | 28.91 | 23.88 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.88 | 1.52 | 1.57 | 1.87 |
| 速动比率 | 1.49 | 1.23 | 1.27 | 1.53 |
| 现金比率 | 1.09 | 0.89 | 0.94 | 1.17 |
| 资产负债率 (%) | 60.20 | 57.01 | 51.68 | 44.04 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 7.77 | 10.87 | 10.82 | 9.82 |
| 存货周转天数 | 61.65 | 53.89 | 58.06 | 57.87 |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.66 | 0.65 | 0.62 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 3.49 | 5.27 | 6.44 | 6.87 |
| 每股净资产 | 11.26 | 16.17 | 22.26 | 28.78 |
| 每股经营现金流 | 2.13 | 9.19 | 9.23 | 8.15 |
| 每股股利 | 0.35 | 0.35 | 0.35 | 0.35 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 12 | 8 | 7 | 6 |
| PB | 3.8 | 2.6 | 1.9 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 9.51 | 6.41 | 4.85 | 4.25 |
| 股息收益率 (%) | 0.82 | 0.82 | 0.82 | 0.82 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 6,013 | 9,055 | 11,073 | 11,821 |
| 折旧和摊销 | 1,709 | 1,940 | 2,894 | 3,703 |
| 营运资金变动 | -4,488 | 4,247 | 1,412 | -1,981 |
| 经营活动现金流 | 3,668 | 15,806 | 15,870 | 14,012 |
| 资本开支 | -4,060 | -8,973 | -9,704 | -10,100 |
| 投资 | -49 | -694 | -454 | -376 |
| 投资活动现金流 | -4,004 | -9,380 | -9,814 | -10,111 |
| 股权募资 | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 2,895 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 3,123 | -1,436 | -1,436 | -1,436 |
| 现金净流量 | 2,789 | 4,990 | 4,620 | 2,465 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 行业评级 | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| | | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001