

卫星化学（002648）

2023 年三季报点评：Q3 净利润延续增长，新材料布局加速推进

买入（维持）

2023 年 10 月 24 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 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	37,044	47,134	53,922	59,633
同比	30%	27%	14%	11%
归属母公司净利润（百万元）	3,062	4,619	6,616	7,853
同比	-49%	51%	43%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.91	1.37	1.96	2.33
P/E（现价&最新股本摊薄）	16.85	11.17	7.80	6.57

关键词：#产能扩张 #进口替代 #稀缺资产

投资要点

■ **事件：**公司发布 2023 年三季度业绩，实现营业收入 308.8 亿元，同比+11%；实现归母净利润 33.9 亿元，同比+11%；实现扣非净利润 33.6 亿，同比+19%。其中 23Q3 单季度，实现归母净利润 15.5 亿元，同比+525%、环比+37%，扣非净利润 14.0 亿元，同比+1327%、环比+20%，业绩符合预期，其中公司利润已连续三个季度实现环比改善。

■ **C2 板块：乙烷价格维持中低位，成本优势依然突出。**1) 上游方面，Q3 期间美国乙烷均价为 215 美元/吨，环比+62 美元/吨，以 Q3 均价测算，乙烷裂解制 PE 净利润约 1212 元/吨，较石脑油路线的超额优势约 1090 元/吨。向后看，我们认为在美国天然气库存整体高位运行的背景下，美气价格不具备大幅上行基础，乙烷裂解的成本优势将持续存在。2) 下游方面，Q3 期间 C2 下游需求表现依然较弱，产业链以平稳运行为主，其中聚乙烯/乙二醇/环氧乙烷/聚醚大单体/乙醇胺/DMC/苯乙烯价格分别环比+1%/-2%/-3%/+1%/+3%/-11%/+9%，价差分别环比+12%/-11%/-10%/+13%/+19%/-37%/+8%。

■ **C3 板块：产业链景气回升，丙烯酸丁酯、双氧水表现亮眼。**1) 上游方面，Q3 期间华东丙烷均价为 626 美元/吨，环比+86 美元/吨，以 Q3 均价测算，PDH 制 PP 净利润约-38 元/吨，较石脑油路线的超额优势约 186 元/吨。2) 下游方面，Q3 期间 C3 下游需求表现良好，产业链景气上行，其中聚丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯/双氧水价格分别环比+4%/5%/10%/83%，价差分别环比+77%/+25%/+518%/+314%。丙烯酸丁酯、双氧水受阶段性补库和现货趋紧驱动，价格价差增长亮眼。

■ **拟斥资 15 亿收购嘉宏新材，进一步完善 C3 产业链布局。**1) 2023 年 9 月 12 日，公司全资子公司连云港石化与卫星控股、昆元投资签署股权转让协议，连云港石化拟以 15.2 亿元现金收购卫星控股和昆元投资所持有的嘉宏新材 100%的股权，本次收购完成后嘉宏新材将成为公司的全资孙公司。2) 根据公告披露，截至 2023 年 7 月 31 日，嘉宏新材已建成 3 套 45 万吨/年双氧水装置、1 套 40 万吨/年 PO 装置，且均已实现满负荷运行。嘉宏新材双氧水的原材料氢气来自于连云港石化的副产氢气，本次收购将减少公司与关联方的关联交易，并使得公司双氧水总产能增长至 182 万吨，其中外售量可超过 92 万吨/年。3) 此外，嘉宏新材现有储备土地 1500 余亩，本次股权收购完成后，公司将有序推进 90 万吨烯烃原料加工及下游 HPPO、丙烯腈、ABS、丙烯酰胺等高性能材料产业链项目，进一步实现强链补链。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.32
一年最低/最高价	11.83/18.97
市净率(倍)	2.24
流通 A 股市值(百万元)	51,555.00
总市值(百万元)	51,607.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.85
资产负债率(% ,LF)	62.22
总股本(百万股)	3,368.65
流通 A 股(百万股)	3,365.21

相关研究

《卫星化学(002648)：2023 年半年报点评：Q2 净利环比高增，α 属性持续凸显》

2023-07-18

- **下游扩产进行中，大量项目落地贡献业绩。**1) 80 万吨丁辛醇项目：计划于 23 年底中交，将填补丁辛醇原料的空白，形成“丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯”的产业链闭环。2) 26 万吨高分子乳液项目：目前处于加速推进阶段，有望进一步拓宽丙烯酸酯下游向高端涂料乳液、电池粘合剂、涂覆剂等化学新材料发展。3) 20 万吨精丙烯酸项目：计划于 24 年投产，将为下游 SAP 产品扩张提供配套支持。4) 4 万吨 EAA 项目：预计于 24 年底投产，并新增 5 万吨/年二期项目规划，有望率先实现 EAA 国产化替代。
- **α-烯烃技术突破，高端聚烯烃布局未来可期。**1) α-烯烃中试技术通过成果鉴定，产业化进程有望提速。公司是国内 α-烯烃领域第一梯队，目前公司自主研发的千吨级 α-烯烃中试技术已成功通过石化联合会成果鉴定，结果显示该技术整体达到国际先进水平，1-辛烯纯度指标优于国内外同类产品水平。目前 10 万吨级的 α-烯烃和 POE 工业化装置建设正在稳步推进，预计将于 24 年底建成投产。2) 公司依托 α-烯烃技术突破，进一步布局 α-烯烃综合利用项目，为公司长期发展打开想象空间。公司计划投资 257 亿元在连云港基地投资建设 α-烯烃综合利用项目，建设内容包括 250 万吨 α-烯烃轻烃配套原料、50 万吨 α-烯烃、60 万吨 POE、100 万吨茂金属聚乙烯、80 万吨 PVC、1.5 万吨聚 α-烯烃、5 万吨超高分子量聚乙烯等产品。此前公司已与 SINOGAS 及其关联方签订了 6 艘原料运输船舶租赁协议，从船舶资源端落实了原材料的供应保障，目前该项目正在按期推进，计划于 2024 年初开工建设，项目投产后公司有望成为国内领先的高端聚烯烃产品供应商。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑嘉宏新材等项目收购，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 46、66、79 亿元（此前为 44、62、75 亿元），按 2023 年 10 月 24 日收盘价计算，对应 PE 分别 11.2、7.8、6.6 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

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	14,053	16,962	17,528	营业总收入	37,044	47,134	53,922	59,633
货币资金及交易性金融资产	5,559	6,139	9,088	8,093	营业成本(含金融类)	30,925	38,540	42,511	46,513
经营性应收款项	1,872	2,468	2,615	3,032	税金及附加	119	141	151	155
存货	3,877	5,059	4,797	5,987	销售费用	88	94	108	119
合同资产	0	0	0	0	管理费用	534	660	728	775
其他流动资产	428	387	462	416	研发费用	1,238	1,650	1,887	2,087
非流动资产	44,650	52,102	58,131	72,273	财务费用	849	1,210	1,405	1,428
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	5,302	7,592	9,017
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	66,156	75,092	89,801	利润总额	3,445	5,305	7,597	9,019
流动负债	10,067	12,090	12,724	13,627	减:所得税	368	663	950	1,127
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	4,642	6,648	7,891
经营性应付款项	5,593	6,345	6,828	7,587	减:少数股东损益	15	22	32	38
合同负债	517	645	711	778	归属母公司净利润	3,062	4,619	6,616	7,853
其他流动负债	1,606	1,750	1,834	1,912	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.91	1.37	1.96	2.33
非流动负债	25,168	29,775	33,430	41,843	EBIT	4,186	6,113	8,598	10,046
长期借款	10,549	14,124	16,975	23,109	EBITDA	6,882	9,607	12,601	14,918
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.52	18.23	21.16	22.00
租赁负债	14,306	15,337	16,142	18,421	归母净利率(%)	8.27	9.80	12.27	13.17
其他非流动负债	313	313	313	313	收入增长率(%)	29.72	27.24	14.40	10.59
负债合计	35,235	41,865	46,154	55,471	归母净利润增长率(%)	(49.02)	50.86	43.22	18.71
归属母公司股东权益	21,117	24,235	28,850	34,204					
少数股东权益	34	56	88	126					
所有者权益合计	21,150	24,291	28,938	34,330					
负债和股东权益	56,385	66,156	75,092	89,801					

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	8,668	12,794	13,889	每股净资产(元)	6.27	7.19	8.56	10.15
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	10.14	12.28	12.16
现金净增加额	(4,467)	580	2,949	(996)	ROE-摊薄(%)	14.50	19.06	22.93	22.96
折旧和摊销	2,696	3,494	4,002	4,872	资产负债率(%)	62.49	63.28	61.46	61.77
资本开支	(2,487)	(10,944)	(10,025)	(19,013)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.85	11.17	7.80	6.57
营运资本变动	(735)	(715)	674	(658)	P/B(现价)	2.44	2.13	1.79	1.51

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>