

卫星化学（002648.SZ）

轻烃一体化龙头，积极落实“质量回报双提升”行动方案

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林
证券分析师： 薛聪

010-88005379
010-88005107

yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980520120001

事项：

公司公告：为维护全体股东利益，推动提升公司质量和投资价值，公司制定了“质量回报双提升”行动方案。

国信社服观点：

1) **公司立足轻烃一体化，坚持创新引领发展之路，创建绿色低碳“产业链”**：公司专注研究 C2 与 C3 产业链的高质量发展，聚焦功能化学品、高分子新材料、新能源材料、氢能及二氧化碳综合利用等方面持续创新。公司自主研发的高碳 α -烯烃技术已通过国家权威专家组成果鉴定，成为全球第二家、国内首家自主研发选择性齐聚高碳 α -烯烃企业。同时公司积极响应国家鼓励化石原料轻质化的要求，产品单位能耗是非轻质化工艺路线的 50%，并大力推进风电、光伏等绿色能源利用，积极布局氢能综合利用，助力国家“双碳”目标实现。

2) **公司发展科技新质生产力，打造化学新材料“生态圈”**：公司围绕国家新能源汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池等“新三样”，重点研发与此相关的配套化学新材料，针对性开发与新能源汽车相关的聚烯烃、聚乙烯弹性体材料；与锂离子蓄电池相关的隔膜、电极涂覆剂、电解液材料等；与太阳能电池相关的光伏胶膜材料（POE）、粘合剂、银浆、双氧水等，发挥全产业链供应条件的优势，不断拓展化学新材料“生态圈”，助力建设实体经济高质量发展。

3) **公司 2023 年业绩高速增长，重视股东分红回报**：根据公司 2024 年 1 月 23 日发布的《2023 年度业绩预告》，2023 年度公司预计实现归属于上市公司股东的净利润区间为人民币 46 亿元至 52 亿元，同比增长 48.00%至 67.31%。自上市以来，公司多次制定《未来三年股东回报规划》，实施稳定、可持续的现金分红，既保证公司投资项目高效建设，又能充分回报股东。公司最近三年累计分红 17.73 亿元，以现金方式累计分配的利润占最近三年实现的年均可分配利润的 16.52%。

4) **原材料价格持续回落，C2 与 C3 产业链景气回暖**：C2 产业链方面，美国天然气 Henry Hub 现货价从年初 2.58 美元/百万英热单位下降至 2 月底的 1.52 美元/百万英热单位，跌幅达到 41.1%；受此影响年初至今美国乙烷均价为 148 美元/吨，较 23Q4 下降 15.5%，受益于乙烷价格回落，C2 产业链盈利整体改善。C3 产业链方面，年初至今华东丙烷现货均价为 621 美元/吨，较 23Q4 下降 7.4%。冬季需求旺季已过，海外天然气供应整体较为宽松，乙烷、丙烷等轻烃原料价格有望维持低位运行，公司成本端有望持续受益。

盈利预测：我们上调公司 2023 年盈利预测，并维持 2024-2025 年盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 46.4/73.1/86.0 亿元（前值为 44.8/73.1/86.0 亿元），摊薄 EPS 分别为 1.38/2.17/2.55 元（前值为 1.33/2.17/2.55 元），对应 PE 分别为 12.1/7.7/6.5x，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司立足轻烃一体化，坚持创新引领发展之路，创建绿色低碳“产业链”

公司专注研究 C2 与 C3 产业链的高质量发展，聚焦功能化学品、高分子新材料、新能源材料、氢能及二氧化碳综合利用等方面持续创新。公司自主研发的高碳 α -烯烃技术已通过国家权威专家组成果鉴定，成为全球第二家、国内首家自主研发选择性齐聚高碳 α -烯烃企业。同时公司积极响应国家鼓励化石原料轻质化的要求，产品单位能耗是非轻质化工工艺路线的 50%，并大力推进风电、光伏等绿色能源利用，积极布局氢能综合利用，助力国家“双碳”目标实现。

◆ 公司发展科技新质生产力，打造化学新材料“生态圈”

公司围绕国家新能源汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池等“新三样”，重点研发与此相关的配套化学新材料，针对性开发与新能源汽车相关的聚烯烃、聚乙烯弹性体材料；与锂离子蓄电池相关的隔膜、电极涂覆剂、电解液材料等；与太阳能电池相关的光伏胶膜材料（POE）、粘合剂、银浆、双氧水等，发挥全产业链供应条件的优势，不断拓展化学新材料“生态圈”，助力建设实体经济高质量发展。

◆ 公司 2023 年业绩高速增长，重视股东分红回报

根据公司 2024 年 1 月 23 日发布的《2023 年度业绩预告》，2023 年度公司预计实现归属于上市公司股东的净利润区间为人民币 46 亿元至 52 亿元，同比增长 48.00%至 67.31%。自上市以来，公司多次制定《未来三年股东回报规划》，实施稳定、可持续的现金分红，既保证公司投资项目高效建设，又能充分回报股东。公司最近三年累计分红 17.73 亿元，以现金方式累计分配的利润占最近三年实现的年均可分配利润的 16.52%。

◆ 原材料价格持续回落，C2 与 C3 产业链景气回暖

C2 产业链方面，美国天然气 Henry Hub 现货价从年初 2.58 美元/百万英热单位下降至 2 月底的 1.52 美元/百万英热单位，跌幅达到 41.1%；受此影响年初至今美国乙烷均价为 148 美元/吨，较 23Q4 下降 15.5%，受益于乙烷价格回落，C2 产业链盈利整体改善。C3 产业链方面，年初至今华东丙烷现货均价为 621 美元/吨，较 23Q4 下降 7.4%。冬季需求旺季已过，海外天然气供应整体较为宽松，乙烷、丙烷等轻烃原料价格有望维持低位运行，公司成本端有望持续受益。

◆ 投资建议：维持“买入”评级

我们上调公司 2023 年盈利预测，并维持 2024-2025 年盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 46.4/73.1/86.0 亿元（前值为 44.8/73.1/86.0 亿元），摊薄 EPS 分别为 1.38/2.17/2.55 元（前值为 1.33/2.17/2.55 元），对应 PE 分别为 12.1/7.7/6.5x，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
600989.SH	宝丰能源	买入	15.27	0.86	0.81	1.24	14.0	18.7	12.3	3.0
002648.SZ	卫星化学	买入	16.59	0.91	1.38	2.17	17.1	12.1	7.7	2.3

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

◆ 风险提示

在建项目进度不达预期；行业需求复苏不达预期；主要产品价格下跌风险等。

相关研究报告：

- 《卫星化学（002648.SZ）-Q3 业绩环比显著改善，新材料成长可期》——2023-10-17
- 《卫星化学（002648.SZ）-α-烯烃中试技术通过鉴定，收购嘉宏新材完善产业链布局》——2023-09-19
- 《卫星化学（002648.SZ）-Q2 业绩环比显著改善，行业景气修复可期》——2023-07-18
- 《卫星化学（002648.SZ）-布局高端新材料，竞争力稳步提升》——2023-06-19
- 《卫星化学（002648.SZ）-一季度业绩环比大幅改善，需求回暖可期》——2023-05-05

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9641	5532	5000	5000	6601	营业收入	28557	37044	46636	54802	55958
应收款项	655	814	1022	1201	1226	营业成本	19500	30925	38241	42745	42528
存货净额	3294	3877	4944	5491	5414	营业税金及附加	95	119	154	219	224
其他流动资产	2969	1486	2332	2740	2798	销售费用	60	88	140	164	168
流动资产合计	16615	11735	13326	14460	16067	管理费用	510	534	657	873	890
固定资产	20634	23946	30634	32701	34422	研发费用	1091	1238	1632	1918	1959
无形资产及其他	998	1265	1315	1364	1413	财务费用	502	849	671	678	533
投资性房地产	8364	17200	17200	17200	17200	投资收益	191	399	100	100	100
长期股权投资	2082	2239	2239	2239	2239	资产减值及公允价值变动	2	(291)	0	(52)	(52)
资产总计	48692	56385	64713	67963	71341	其他收入	(1107)	(1189)	(1632)	(1918)	(1959)
短期借款及交易性金融负债	2364	2351	3508	2532	2000	营业利润	6977	3448	5240	8252	9705
应付款项	3968	5570	5933	6589	6497	营业外净收支	17	(3)	0	0	0
其他流动负债	2506	2146	3684	4107	4053	利润总额	6993	3445	5240	8252	9705
流动负债合计	8839	10067	13125	13228	12551	所得税费用	980	368	576	908	1068
长期借款及应付债券	14050	10549	12549	10549	8549	少数股东损益	6	15	22	35	42
其他长期负债	6422	14619	14619	14619	14619	归属于母公司净利润	6007	3062	4641	7309	8596
长期负债合计	20472	25168	27168	25168	23168	现金流量表 (百万元)					
负债合计	29311	35235	40293	38396	35719	净利润	6007	3062	4641	7309	8596
少数股东权益	19	34	54	86	123	资产减值准备	41	(29)	8	2	1
股东权益	19363	21117	24366	29481	35499	折旧摊销	1063	1499	2354	2930	3277
负债和股东权益总计	48692	56385	64713	67963	71341	公允价值变动损失	(2)	291	0	52	52
关键财务与估值指标						财务费用	502	849	671	678	533
每股收益	3.49	0.91	1.38	2.17	2.55	营运资本变动	(3895)	1317	(213)	(53)	(151)
每股红利	0.57	0.66	0.41	0.65	0.77	其它	(36)	33	13	30	36
每股净资产	11.26	6.27	7.23	8.75	10.54	经营活动现金流	3179	6172	6803	10269	11811
ROIC	26%	15%	19%	25%	26%	资本开支	0	(4466)	(9100)	(5100)	(5100)
ROE	31%	15%	19%	25%	24%	其它投资现金流	71	28	0	0	0
毛利率	32%	17%	18%	22%	24%	投资活动现金流	90	(4595)	(9100)	(5100)	(5100)
EBIT Margin	26%	11%	12%	16%	18%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	15%	18%	22%	24%	负债净变化	4803	(2926)	2000	(2000)	(2000)
收入增长	165%	30%	26%	18%	2%	支付股利、利息	(974)	(2232)	(1392)	(2193)	(2579)
净利润增长率	262%	-49%	52%	57%	18%	其它融资现金流	(8443)	4629	1158	(977)	(532)
资产负债率	60%	63%	62%	57%	50%	融资活动现金流	(782)	(5687)	1765	(5169)	(5110)
息率	1.7%	4.0%	2.5%	3.9%	4.6%	现金净变动	2487	(4110)	(532)	0	1601
P/E	4.8	18.3	12.1	7.7	6.5	货币资金的期初余额	7154	9641	5532	5000	5000
P/B	1.5	2.6	2.3	1.9	1.6	货币资金的期末余额	9641	5532	5000	5000	6601
EV/EBITDA	6.9	16.2	11.8	8.0	6.8	企业自由现金流	0	2047	(1786)	5682	7095
						权益自由现金流	0	3751	774	2101	4089

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032