

卫星化学 (002648.SZ)

2023年归母净利润同比增长55%，新项目打开成长空间

买入

核心观点

2023年归母净利润同比大幅增长，持续加大研发投入。2023年公司实现营业收入414.9亿元（同比+12.0%），归母净利润47.9亿元（同比+54.7%），其中单四季度实现营业收入106.1亿元（同比+14.4%，环比-2.4%），归母净利润14.0亿元（同比+2693.9%，环比-10.0%），业绩符合预期。公司全年研发费用16.3亿元（同比+31.1%），自主研发的1000吨/年 α -烯烃工业试验装置一次开车成功，突破POE生产“卡脖子”技术环节。

成本端价格下降明显，公司盈利稳定向好。分板块来看，2023年公司功能化学品/高分子材料/新能源材料板块营收分别为212.9亿元（同比+8.7%）/119.2亿元（同比+61.9%）/4.6亿元（同比+100.0%），毛利率分别为15.6%（同比-5.9pcts）/29.6%（同比+6.5pcts）/36.8%（同比-1.5pcts）。成本端来看，23Q4以来由于天然气需求不足，乙烷价格显著下行，23Q4乙烷均价22.8美分/加仑（环比-22.5%），24Q1至今乙烷均价19.4美分/加仑（同比-20.3%，环比-14.9%）；24Q1至今丙烷国内均价5164元/吨（环比-5.8%）。2024年我们看好油价保持高位，公司的烯烃及下游产品受益原油价格支撑，美国天然气供应过剩趋势不变，盈利稳定向好。

2023年在建项目陆续落地，新材料项目打开未来发展空间。2023年公司新增40万吨/年聚苯乙烯装置、10万吨/年乙醇胺装置、15万吨/年碳酸酯装置、电子级双氧水装置；收购嘉宏新材新增40万吨/年环氧丙烷装置；公司与韩国SK集团子公司合作亚洲首个EAA项目落地，实现公司乙烯与丙烯酸联动向高端包装材料发展。

公司拟投资257亿元在连云港徐圩新区投资新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，2023年12月29日项目（一阶段）进入第一次环评阶段，有望在2024年启动建设，2025年底前投产。平湖基地新材料新能源一体化项目计划于2024年初中交，2024年二季度投料试车，嘉兴基地26万吨/年高分子乳液、20万吨/年丙烯酸精酸项目年内也有望贡献利润。

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。

投资建议：公司2024年或有检修因素影响，同时考虑公司下游产品需求恢复速度较慢，下调2024-2025年并新增2026年归母净利润为62.5/77.4/88.7亿元（原值为73.1/86.0亿元），2024-2026年摊薄EPS为1.86/2.30/2.63元，当前股价对应PE为9.0/7.3/6.3x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37,044	41,487	47,326	53,805	60,285
(+/-%)	29.7%	12.0%	14.1%	13.7%	12.0%
净利润(百万元)	3062	4789	6249	7735	8869
(+/-%)	-49.0%	56.4%	30.5%	23.8%	14.7%
每股收益(元)	0.91	1.42	1.86	2.30	2.63
EBIT Margin	11.2%	13.9%	16.1%	17.3%	17.3%
净资产收益率(ROE)	14.5%	18.8%	20.9%	21.9%	21.4%
市盈率(PE)	18.4	11.7	9.0	7.3	6.3
EV/EBITDA	16.2	11.8	9.2	7.5	6.7
市净率(PB)	2.66	2.21	1.88	1.59	1.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		16.69元
总市值/流通市值		56223/56169百万元
52周最高价/最低价		17.55/12.42元
近3个月日均成交额		294.73百万元

市场走势



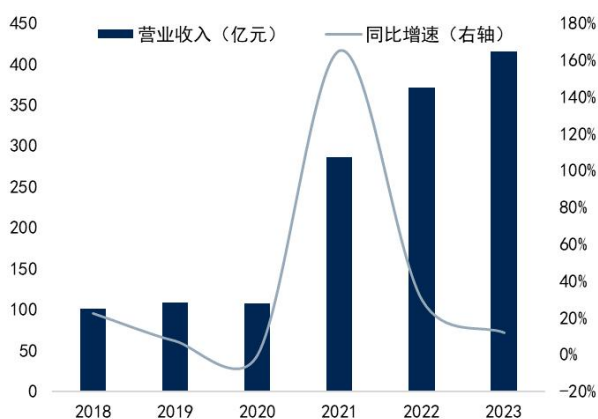
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《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》——2024-03-04
- 《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

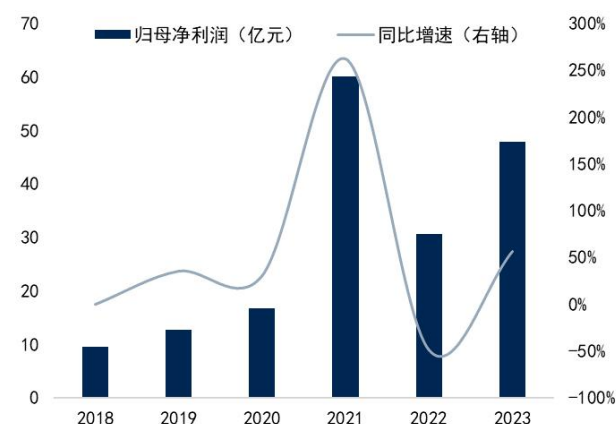
2023 年归母净利润同比大幅增长,持续加大研发投入。2023 年公司实现营业收入 414.9 亿元(同比+12.0%),归母净利润 47.9 亿元(同比+54.7%),其中单四季度实现营业收入 106.1 亿元(同比+14.4%,环比-2.4%),归母净利润 14.0 亿元(同比+2693.9%,环比-10.0%),业绩符合预期。公司全年研发费用 16.3 亿元(同比+31.1%),自主研发的 1000 吨/年 α -烯烃工业试验装置一次开车成功,突破 POE 生产“卡脖子”技术环节。

图1: 卫星化学营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 卫星化学归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本端价格下降明显,公司盈利稳定向好。分板块来看,2023 年公司功能化学品/高分子材料/新能源材料板块营收分别为 212.9 亿元(同比+8.7%)/119.2 亿元(同比+61.9%)/4.6 亿元(同比+100.0%),毛利率分别为 15.6%(同比-5.9pcts)/29.6%(同比+6.5pcts)/36.8%(同比-1.5pcts)。成本端来看,23Q4 以来由于天然气需求不足,乙烷价格显著下行,23Q4 乙烷均价 22.8 美分/加仑(环比-22.5%),24Q1 至今乙烷均价 19.4 美分/加仑(同比-20.3%,环比-14.9%);24Q1 至今丙烷国内均价 5164 元/吨(环比-5.8%)。2024 年我们看好油价保持高位,公司的烯烃及下游产品受益原油价格支撑,美国天然气供应过剩趋势不变,盈利稳定向好。

2023 年在建项目陆续落地,新材料项目打开未来发展空间。2023 年公司新增 40 万吨/年聚苯乙烯装置、10 万吨/年乙醇胺装置、15 万吨/年碳酸酯装置、电子级双氧水装置;收购嘉宏新材新增 40 万吨/年环氧丙烷装置;公司与韩国 SK 集团子公司合作亚洲首个 EAA 项目落地,实现公司乙烯与丙烯酸联动向高端包装材料发展。

2023 年 6 月,公司与连云港市徐圩新区签订《徐圩新区投资项目合作协议书》,拟投资 257 亿元在连云港徐圩新区投资新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目,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 储罐等。**2023 年 12 月 29 日项目(一阶段)进入第一次环评阶段,有望在 2024 年启动建设,2025 年底前投产。**

平湖基地新材料新能源一体化项目计划于 2024 年初中交,新增 80 万吨/年多碳醇等项目,2024 年二季度有望陆续投料试生产;此外,嘉兴基地 26 万吨/年高分子

乳液、20 万吨/年丙烯酸精酸项目年内也有望贡献利润。

投资建议：公司 2024 年或有检修因素影响，同时考虑公司下游产品需求恢复速度较慢，下调 2024-2025 年并新增 2026 年归母净利润为 62.5/77.4/88.7 亿元（原值为 73.1/86.0 亿元），2024-2026 年摊薄 EPS 为 1.86/2.30/2.63 元，当前股价对应 PE 为 9.0/7.3/6.3x，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
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600989.SH	宝丰能源	买入	15.69	0.77	1.20	1.89	19.2	13.1	8.3	3.0
002648.SZ	卫星化学	买入	16.69	1.42	1.86	2.30	10.4	9.0	7.3	2.2

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 26 日, 各可比公司数据均来自 Wind 一致预期)

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5532	6399	5000	5893	8998	营业收入	37044	41487	47326	53805	60285
应收款项	814	703	1037	1179	1321	营业成本	30925	33257	37066	41372	46355
存货净额	3877	4233	4705	5231	5870	营业税金及附加	119	144	156	215	241
其他流动资产	1486	1325	2366	2690	3014	销售费用	88	145	142	161	181
流动资产合计	11735	12733	13181	15066	19277	管理费用	534	531	687	879	976
固定资产	23946	28445	34561	36107	37313	研发费用	1238	1626	1656	1883	2110
无形资产及其他	1265	1801	1829	1857	1884	财务费用	849	811	704	662	517
投资性房地产	17200	19132	19132	19132	19132	投资收益	399	(14)	100	100	100
长期股权投资	2239	2471	2471	2471	2471	资产减值及公允价值变动	(291)	196	0	(52)	(52)
资产总计	56385	64582	71174	74634	80078	其他收入	(1189)	(1403)	(1656)	(1883)	(2110)
短期借款及交易性金融负债	2351	3776	2983	2000	2000	营业利润	3448	5378	7013	8680	9953
应付款项	5570	5670	5646	6277	7045	营业外净收支	(3)	(10)	0	0	0
其他流动负债	2146	2468	3510	3915	4394	利润总额	3445	5368	7013	8680	9953
流动负债合计	10067	11915	12139	12192	13438	所得税费用	368	584	771	955	1095
长期借款及应付债券	10549	10839	12839	10839	8839	少数股东损益	15	(6)	(7)	(9)	(11)
其他长期负债	14619	16335	16335	16335	16335	归属于母公司净利润	3062	4789	6249	7735	8869
长期负债合计	25168	27174	29174	27174	25174	现金流量表 (百万元)					
负债合计	35235	39089	41313	39366	38612	净利润	3062	4789	6249	7735	8869
少数股东权益	34	28	22	13	4	资产减值准备	(29)	(4)	3	1	1
股东权益	21117	25465	29840	35254	41462	折旧摊销	1499	2282	2950	3473	3814
负债和股东权益总计	56385	64582	71174	74634	80078	公允价值变动损失	291	(196)	0	52	52
关键财务与估值指标						财务费用	849	811	704	662	517
每股收益	0.91	1.42	1.86	2.30	2.63	营运资本变动	1317	115	(824)	45	141
每股红利	0.66	0.16	0.56	0.69	0.79	其它	33	(1)	(10)	(9)	(10)
每股净资产	6.27	7.56	8.86	10.47	12.31	经营活动现金流	6172	6986	8369	11297	12866
ROIC	15%	19%	21%	23%	25%	资本开支	0	(6938)	(9100)	(5100)	(5100)
ROE	15%	19%	21%	22%	21%	其它投资现金流	28	(45)	0	0	0
毛利率	17%	20%	22%	23%	23%	投资活动现金流	(129)	(7217)	(9100)	(5100)	(5100)
EBIT Margin	11%	14%	16%	17%	17%	权益性融资	299	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	19%	22%	24%	24%	负债净变化	(2926)	290	2000	(2000)	(2000)
收入增长	30%	12%	14%	14%	12%	支付股利、利息	(2232)	(547)	(1875)	(2320)	(2661)
净利润增长率	-49%	56%	30%	24%	15%	其它融资现金流	(135)	1611	(793)	(983)	0
资产负债率	63%	61%	58%	53%	48%	融资活动现金流	(10153)	1098	(668)	(5304)	(4661)
息率	4.0%	1.0%	3.3%	4.1%	4.7%	现金净变动	(4110)	867	(1399)	893	3105
P/E	18.4	11.7	9.0	7.3	6.3	货币资金的期初余额	9641	5532	6399	5000	5893
P/B	2.7	2.2	1.9	1.6	1.4	货币资金的期末余额	5532	6399	5000	5893	8998
EV/EBITDA	16.2	11.8	9.2	7.5	6.7	企业自由现金流	0	613	(194)	6690	8130
						权益自由现金流	0	2515	386	3118	5670

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