

## 业绩快速增长, 新产能助力成长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年度报告, 公司全年实现营收414.9亿元, 同比+12.0%, 实现归母净利润47.9亿元, 同比+54.7%, 实现扣非后归母净利润46.7亿元, 同比+51.8%, 基本EPS 1.42元, 同比+56.0%。
- **新项目产能释放, 一体化运营提升效率, 业绩同比大幅改善。** C2方面: 公司进一步完善乙烷下游产品矩阵, 顺利完成连云港基地60万吨/年苯乙烯项目投产; 绿色新材料产业园40万吨/年聚苯乙烯、10万吨/年乙醇胺与15万吨/年电池级碳酸酯一期项目一次开车成功。C3方面: 公司加快推进C3产业链强链补链延链的策略, 收购江苏嘉宏新材料有限公司100%股权, 在C3产业链新增环氧丙烷系列产品, 是国内首家以氢气为原料, 实现规模化连续运行的工业化装置, 是海关总署唯一允许出口的环氧丙烷生产工艺; 新增80万吨/年多碳醇等项目计划于2024年第二季度开始陆续投料试生产。此外, 公司进一步夯实氢能综合利用的产业基础, 全年实现氢气销售超3000万立方; 计划投资257亿元建设 $\alpha$ -烯烃综合利用高端新材料产业园项目, 向下游延伸高端聚烯烃(mPE)、聚乙烯弹性体(POE)、润滑油基础油(PAO)、超高分子量聚乙烯(UHMWPE)等新材料。
- **C2产品:** 根据百川盈孚, 2023年乙烯/环氧乙烷/乙二醇/苯乙烯/PS均价7019.0元/吨、6508.7元/吨、4094.6元/吨、8457.1元/吨、9670.0元/吨, 同比-13.0%、-11.8%、-10.2%、-9.4%、-10.8%, 2024年以来, C2产品价格均有回升, 近期受美国气价处于历史低位的影响, 美国乙烷交易价格一直低于每加仑20美分, 公司乙烷裂解路线与石脑油与煤制烯烃路线相比更具成本优势, 公司利润或增加。
- **C3产品:** 根据百川盈孚, 2023年丙烯/丙烯酸/PP/丙烯酸丁酯均价6847.2元/吨、6320.1元/吨、7311.6元/吨、9231.3元/吨, 同比-10.6%、-38.7%、-9.9%、-22.0%, 2023年丙烷均价5179.2元/吨, 同比-14.3%。2024年, C3产品价格仍低位震荡, 价差整体处于历史低位。
- **多个项目积极推进, 续力成长曲线。** 公司在连云港徐圩新区投资的年产1000吨 $\alpha$ -烯烃高端新材料项目环评进行一次公示显示, 项目一阶段预计投资121.50亿元, 将建设2套10万吨/年 $\alpha$ -烯烃(LAO)装置、1套90万吨/年聚乙烯装置(45 $\times$ 2)、1套45万吨/年聚乙烯装置、一套12万吨/年丁二烯抽提装置、一套26万吨/年芳烃处理联合装置及配套的200万吨/年原料加工装置(含WAO配套装置), 将进一步夯实公司功能化学品、高端新材料和新能源材料的发展基础, 提高C2产业链利润; 平湖基地新材料新能源一体化项目计划于2024年初中交, 将更加高效利用PDH的丙烯资源生产多碳醇, 形成丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯的产业链闭环; 嘉兴基地加快推进26万吨高分子乳液项目, 拓宽丙烯酸酯下游向高端纺织乳液、涂料乳液、粘合剂、电池粘合剂与涂覆剂等化学新材料发展, 促进公司产业链在质与量上的大幅提升; 公司与韩国SK集团子公司年产4万吨EAA装置顺利开工, 并计划继续合作投资约21.7亿元, 建设、运营生产规模为年产5万吨的新增EAA装置二期项目, 高效解决国内EAA高度依赖进口

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌  
执业证号: S1250523030001  
电话: 13316443450  
邮箱: hyb@swsc.com.cn  
联系人: 屈紫荆  
电话: 13552905741  
邮箱: qzjyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	33.69
流通A股(亿股)	33.65
52周内股价区间(元)	12.56-17.3
总市值(亿元)	562.23
总资产(亿元)	645.82
每股净资产(元)	7.56

### 相关研究

1. 卫星化学(002648): 产品价格景气回升, 三季度业绩超预期 (2023-10-19)

的现状。

- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 68.3 亿元 (+42.6%)、89.8 亿元 (+31.5%)、111.2 亿元 (+23.9%)，EPS 分别为 2.03 元、2.67 元、3.30 元，对应动态 PE 分别为 8 倍、6 倍、5 倍。可比公司 2024 年平均估值为 10 倍，考虑 2023 年后公司新材料产能投放有望打开新的成长空间，给予公司 2024 年 12 倍估值，对应目标价 24.36 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 项目投产不及预期风险，原材料价格波动风险，产品价格下降风险，地缘政治风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	414.87	515.28	620.91	702.79
增长率	11.99%	24.20%	20.50%	13.19%
归属母公司净利润 (亿元)	47.89	68.29	89.79	111.22
增长率	56.42%	42.57%	31.49%	23.87%
每股收益 EPS (元)	1.42	2.03	2.67	3.30
净资产收益率 ROE	18.76%	21.84%	23.05%	23.14%
PE	12	8	6	5
PB	2.25	1.84	1.48	1.20

数据来源：Wind，西南证券



## 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1: C3 产业链:** 2023 年公司 C3 产品价格同比回落, 2024 年以来, C3 产品价格仍低位震荡, 价差整体处于历史低位。未来随着内需逐步复苏, 假设公司功能性化学品中主要产品丙烯酸及酯 2024-2026 年均价 11000 元/吨、11500 元/吨、12000 元/吨, 销量 105 万吨/年、105 万吨/年、105 万吨/年, 毛利率 13%、15%、15%。

**假设 2: C2 产业链:** 假设 C2 主要产品聚乙烯、乙二醇/环氧乙烷开工率分别 100%、90%, 假设聚乙烯 2024-2026 年均价 8400 元/吨、8500 元/吨、8500 元/吨, 销量均为 80 万吨, 毛利率维持 25%; 乙二醇/环氧乙烷 2024-2026 年均价 4600 元/吨、4700 元/吨、4800 元/吨, 销量均为 200 万吨/年, 毛利率维持 15%。

**假设 3: 新能源材料业务:** 2023 年, 公司成功实现年产 40 万吨聚苯乙烯装置和年产 10 万吨乙醇胺装置一次开车成功并保持良好运行; 自主研发的年产 1000 吨  $\alpha$ -烯烃工业试验装置一次开车成功, 向下游延伸高端聚烯烃 (mPE)、聚乙烯弹性体 (POE)、润滑油基础油 (PAO)、超高分子量聚乙烯 (UHMWPE) 等新材料; POE 装置加快推进等。预计新能源材料业务 2024 年持续释放业绩, 假设 2024-2026 年主要产品碳酸酯均价 11000 元/吨、11000 元/吨、12000 元/吨, 销量均为 30 万吨/年, 毛利率 30%、30%、32%。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
功能性化学品	收入	212.89	234.18	255.26	275.68
	增速	9%	10%	9%	8%
	毛利率	16%	17%	18%	19%
高分子新材料	收入	119.16	190.66	266.92	320.30
	增速	62%	60%	40%	20%
	毛利率	30%	30%	30%	30%
新能源材料	收入	4.65	8.37	12.56	16.32
	增速	100%	80%	50%	30%
	毛利率	37%	37%	38%	39%
其他业务	收入	78.17	82.08	86.18	90.49
	增速	-21%	5%	5%	5%
	毛利率	16%	10%	10%	10%
合计	收入	414.87	515.28	620.91	702.79
	增速	11.99%	24.20%	20.50%	13.19%
	毛利率	20%	21%	22%	23%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 68.3 亿元 (+42.6%)、89.8 亿元 (+31.5%)、111.2 亿元 (+23.9%), EPS 分别为 2.03 元、2.67 元、3.30 元, 对应动态 PE 分别为 8 倍、6 倍、5 倍。

综合考虑业务范围，选取了万华化学、宝丰能源、东方盛虹作为估值参考。从 PE 角度看，可比公司 2024 年平均估值为 12 倍。考虑 2024 年后公司新材料产能投放持续贡献业绩增量，给予公司 2024 年 12 倍估值，对应目标价 24.36 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600309.SH	万华化学	2512	80.01	5.36	6.52	7.68	8.33	14.34	12.26	10.41	9.61
600989.SH	宝丰能源	1151	15.69	0.77	1.20	1.89	2.01	19.17	13.11	8.30	7.81
000301.SZ	东方盛虹	664	10.05	0.44	0.85	1.21	—	22.95	11.86	8.29	—
平均值								18.82	12.41	9.00	8.71
002648.SZ	卫星化学	562	16.69	1.42	2.03	2.67	3.30	12	8	6	5

数据来源：Wind，西南证券整理 注：股价为 2024 年 3 月 26 日收盘价

## 风险提示

项目投产不及预期风险，原材料价格波动风险，产品价格下降风险，地缘政治风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	414.87	515.28	620.91	702.79	净利润	47.84	68.35	89.89	111.33
营业成本	332.57	406.97	481.50	538.91	折旧与摊销	26.26	19.32	20.75	22.30
营业税金及附加	1.44	1.74	2.11	2.39	财务费用	8.11	6.57	7.39	7.75
销售费用	1.45	1.61	2.02	2.26	资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	5.31	8.89	9.68	10.85	经营营运资本变动	3.00	-150.35	41.28	15.42
财务费用	8.11	6.57	7.39	7.75	其他	-5.15	-1.64	1.10	-2.66
研发支出	16.26	14.32	18.29	20.81	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>79.96</b>	<b>-57.75</b>	<b>160.41</b>	<b>154.13</b>
资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-47.17	-33.00	-35.00	-38.00
投资收益	-0.14	1.93	0.89	1.41	其他	26.73	4.09	2.87	3.64
公允价值变动损益	1.87	-0.08	0.10	0.33	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-20.44</b>	<b>-28.91</b>	<b>-32.13</b>	<b>-34.36</b>
<b>其他经营损益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	短期借款	1.49	185.13	-81.66	-69.38
营业利润	53.78	77.02	100.91	121.58	长期借款	2.90	0.00	0.00	0.00
<b>其他非经营损益</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.06</b>	<b>0.09</b>	股权融资	-5.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.68	76.92	100.85	121.66	支付股利	0.00	-10.48	-14.52	-19.28
所得税	5.84	8.72	11.44	10.61	其他	-49.93	-12.85	-3.58	-9.01
净利润	47.84	68.20	89.42	111.05	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-50.72</b>	<b>161.80</b>	<b>-99.76</b>	<b>-97.67</b>
少数股东损益	-0.06	0.07	0.10	0.11	<b>现金流量净额</b>	<b>10.50</b>	<b>75.14</b>	<b>28.52</b>	<b>22.11</b>
归属母公司股东净利润	47.89	68.29	89.79	111.22					
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	63.99	139.13	167.65	189.75	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	10.58	14.56	17.00	19.25	销售收入增长率	11.99%	24.20%	20.50%	13.19%
存货	42.33	51.80	59.29	67.60	营业利润增长率	55.97%	43.22%	31.02%	20.48%
其他流动资产	10.43	159.43	121.16	109.52	净利润增长率	55.48%	42.57%	31.11%	24.20%
长期股权投资	24.71	24.71	24.71	24.71	EBITDA 增长率	45.68%	16.74%	25.41%	17.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	281.46	298.92	316.94	336.42	毛利率	19.84%	21.02%	22.45%	23.32%
无形资产和开发支出	18.45	16.56	14.66	12.77	三费率	3.58%	6.09%	6.02%	5.93%
其他非流动资产	193.86	190.09	186.32	182.54	净利率	11.53%	13.24%	14.40%	15.80%
<b>资产总计</b>	<b>645.82</b>	<b>895.19</b>	<b>907.74</b>	<b>942.56</b>	ROE	18.76%	21.84%	23.05%	23.14%
短期借款	12.26	197.39	115.74	46.36	ROA	7.41%	7.62%	9.85%	11.78%
应付和预收款项	63.42	82.04	94.87	106.60	ROIC	24.21%	21.50%	21.76%	25.99%
长期借款	108.39	108.39	108.39	108.39	EBITDA/销售收入	21.25%	19.97%	20.78%	21.57%
其他负债	206.82	195.07	200.80	201.24	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>390.89</b>	<b>582.89</b>	<b>519.80</b>	<b>462.59</b>	总资产周转率	0.69	0.67	0.69	0.76
股本	33.69	33.68	33.68	33.68	固定资产周转率	1.87	1.98	2.25	2.40
资本公积	44.65	44.65	44.65	44.65	应收账款周转率	59.40	65.46	63.59	62.11
留存收益	175.93	233.74	309.01	400.95	存货周转率	8.20	8.65	8.51	8.30
归属母公司股东权益	254.65	311.95	387.49	479.42	销售商品提供劳务收到现金营业收入	107.02%	—	—	—
少数股东权益	0.28	0.35	0.45	0.56	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>254.93</b>	<b>312.30</b>	<b>387.94</b>	<b>479.98</b>	资产负债率	60.53%	65.11%	57.26%	49.08%
负债和股东权益合计	645.82	895.19	907.74	942.56	带息债务/总负债	30.87%	52.46%	43.12%	33.45%
					流动比率	1.07	1.18	1.48	2.04
					速动比率	0.71	1.01	1.24	1.68
					股利支付率	0.00%	15.35%	16.17%	17.33%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	88.15	102.91	129.05	151.62	每股收益	1.42	2.03	2.67	3.30
PE	11.98	8.41	6.39	5.16	每股净资产	7.56	9.26	11.50	14.23
PB	2.25	1.84	1.48	1.20	每股经营现金	2.37	-1.71	4.76	4.58
PS	1.38	1.11	0.92	0.82	每股股利	0.00	0.31	0.43	0.57
EV/EBITDA	5.45	5.70	3.73	2.57					
股息率	0.00%	1.83%	2.53%	3.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---