

Q1 业绩同比回升，多项目助推成长动能

卫星化学（002648.SZ）

推荐（维持评级）

核心观点：

- **事件** 公司发布一季度报告，2024年第一季度实现营业收入 88.0 亿元，同比下降 6.9%；实现归母净利润 10.2 亿元，同比增长 46.6%。
- **公司 24Q1 业绩同比回升，或系乙烷库存转化损失收窄主导** 24Q1 全球天然气市场消费疲软叠加供应相对充足，天然气价格表现低迷，乙烷价格重心同比回落。此外，丙烷价格亦偏弱运行。我们认为，随着主要原料乙烷、丙烷价格同比回落，C2、C3 产业链成本端压力有所减轻，但由于需求恢复略不及预期以及部分产品供给端影响，C2、C3 产业链价差表现分化。C2 产业链方面，乙烷均价 143 美元/吨，同比下降 22.8%；主要产品 HDPE、苯乙烯、聚苯乙烯、乙二醇、TPEG、DMC、乙醇胺价差同比分别变化 2.1%、-14.7%、-18.8%、21.4%、-4.4%、-6.4%、12.6%。C3 产业链方面，丙烷均价 621 美元/吨，同比下降 10.4%；主要产品聚丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯、正丁醇、异辛醇、异戊二醇、环氧丙烷价差同比分别变化 2.3%、-29.6%、-32.6%、31.4%、56.8%、-2.2%、-11.4%。依托各主营产品价差和产能来看，我们判断价差的变化对业绩整体影响不大；乙烷库存转化损失收窄，或是带动 24Q1 业绩同比回升的主导因素。
- **C2 景气向上&布局项目投产，有望增厚 2024 年业绩** 短期来看，2024 年公司业绩增量或主要来自以下两方面，一是，油气价差扩大下 C2 产业链景气向上；二是，在建项目投产放量贡献业绩增量。行业层面，当前全球天然气供应相对充足，乙烷价格有望维持低位运行，随终端需求修复，C2 景气有望稳中向好。C3 产业链价差目前处于历史底部区域，随终端需求修复，景气或将边际改善。项目层面，公司 80 万吨/年多碳醇项目计划 2024 年 5 月中交、上半年投产，配套丙烯酸产业链，产品大部分将用于丙烯酸酯生产。此外，26 万吨/年高分子乳液项目正在建设中。
- **持续加码高端新材料，打开新一轮成长空间** 中短期来看，公司成长属性突出。公司拟在连云港投资约 257 亿元新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，包括 250 万吨/年 α -烯烃轻烃配套原料、5*10 万吨/年 α -烯烃、3*20 万吨/年 POE、2*50 万吨高端聚烯烃、2*40 万吨/年 PVC、1.5 万吨/年聚 α -烯烃、5 万吨/年超高分子量聚乙烯等装置。项目计划分两阶段建设，已完成政府的立项批复和第一次环评公示，计划 2025 年底建成项目一阶段、2026 年底建成项目二阶段。公司 10 万吨/年 α -烯烃和 POE 项目预计于 2025 年建成。此外，公司依托产业链优势，开展乙烯及丙烯酸下游高端产品开发，与 SKGC 公司合资建设、运营 4 万吨/年（一期）和 5 万吨/年（二期）EAA 装置项目。目前一期项目顺利开工，预计 2025 年上半年建成。国内 EAA 高度依赖进口，随着 EAA 项目投产，公司有望享受国产替代红利。
- **投资建议** 预计 2024-2026 年公司营收分别为 514.85、570.64、743.52 亿元；归母净利润分别为 67.15、72.61、104.22 亿元，同比增长 40.19%、8.14%、43.53%；EPS 分别为 1.99、2.16、3.09 元，对应 PE 分别为 9.72、8.99、6.26 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 原料价格大幅上涨的风险，产品景气度下滑的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

分析师

任文坡

☎：010-80927675

✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520080001

研究助理

翟启迪

☎：010-80927677

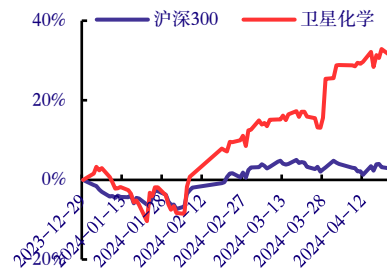
✉：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-4-22

A 股收盘价（元）	19.37
股票代码	002648.SZ
A 股一年内最高价/最低价（元）	20.01/12.42
上证指数	3044.60
总股本/实际流通 A 股（万股）	336865/336688
流通 A 股市值（亿元）	652.16

相对沪深 300 表现图



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河化工】公司点评_卫星化学_23 年业绩同比高增，预期景气向上与成长兼具_20240311

【银河化工】公司点评_卫星化学_23 年业绩同比预增，新项目赋能成长_20240123

● **主要财务指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	41487	51485	57064	74352
增长率	12.00%	24.10%	10.83%	30.30%
归母净利润（百万元）	4789	6715	7261	10422
增长率	54.71%	40.19%	8.14%	43.53%
EPS（元）	1.42	1.99	2.16	3.09
PE	13.62	9.72	8.99	6.26

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12732.91	8101.68	11432.53	20902.02	营业收入	41486.92	51485.46	57063.60	74352.06
现金	6398.84	-345.97	2518.22	9397.74	营业成本	33257.39	40031.76	44079.01	56794.80
应收账款	639.44	892.68	961.42	1247.06	营业税金及附加	143.51	180.20	199.72	260.23
其它应收款	63.22	118.06	130.30	160.60	营业费用	145.27	180.20	199.72	260.23
预付账款	354.88	475.55	528.74	666.54	管理费用	530.82	669.31	741.83	966.58
存货	4233.44	5346.85	5735.05	7428.27	财务费用	811.16	1129.03	1687.71	2129.74
其他	1043.09	1614.50	1558.81	2001.79	资产减值损失	-8.61	0.00	0.00	0.00
非流动资产	51849.05	72996.90	86519.28	98337.78	公允价值变动收益	187.37	0.00	0.00	0.00
长期投资	2471.47	2471.47	2471.47	2471.47	投资净收益	-13.78	0.00	0.00	0.00
固定资产	25258.27	33030.10	46552.49	63370.98	营业利润	5377.82	7544.45	8158.39	11709.92
无形资产	1800.55	1800.55	1800.55	1800.55	营业外收入	10.66	0.00	0.00	0.00
其他	22318.77	35694.79	35694.79	30694.79	营业外支出	20.45	0.00	0.00	0.00
资产总计	64581.96	81098.57	97951.82	119239.80	利润总额	5368.03	7544.45	8158.39	11709.92
流动负债	11914.63	15648.36	17418.93	21411.63	所得税	584.27	829.89	897.42	1288.09
短期借款	1225.87	3225.87	4225.87	5225.87	净利润	4783.75	6714.56	7260.96	10421.83
应付账款	5037.28	7130.85	7668.28	9746.20	少数股东损益	-5.74	0.00	0.00	0.00
其他	5651.48	5291.65	5524.78	6439.56	归属母公司净利润	4789.49	6714.56	7260.96	10421.83
非流动负债	27173.98	35211.68	45211.68	55211.68	EBITDA	10184.65	11901.65	14323.71	20021.16
长期借款	10839.04	18839.04	28839.04	38839.04	EPS (元)	1.42	1.99	2.16	3.09
其他	16334.94	16372.64	16372.64	16372.64					
负债合计	39088.61	50860.04	62630.61	76623.31	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	28.42	28.42	28.42	28.42	营业收入	12.00%	24.10%	10.83%	30.30%
归属母公司股东权益	25464.94	30210.11	35292.79	42588.06	营业利润	55.99%	40.29%	8.14%	43.53%
负债和股东权益	64581.96	81098.57	97951.82	119239.80	归属母公司净利润	54.71%	40.19%	8.14%	43.53%
					毛利率	19.84%	22.25%	22.75%	23.61%
					净利率	11.54%	13.04%	12.72%	14.02%
					ROE	18.81%	22.23%	20.57%	24.47%
					ROIC	9.56%	10.98%	10.14%	11.77%
					资产负债率	60.53%	62.71%	63.94%	64.26%
					净负债比率	94.91%	133.68%	137.48%	123.61%
					流动比率	1.07	0.52	0.66	0.98
					速动比率	0.67	0.13	0.29	0.59
					总资产周转率	0.67	0.71	0.64	0.68
					应收帐款周转率	63.08	67.21	61.55	67.33
					应付帐款周转率	5.82	6.58	5.96	6.52
					每股收益	1.42	1.99	2.16	3.09
					每股经营现金	2.37	3.36	4.07	5.69
					每股净资产	7.56	8.97	10.48	12.64
					P/E	13.62	9.72	8.99	6.26
					P/B	2.56	2.16	1.85	1.53
					EV/EBITDA	7.25	8.88	7.95	5.89
					P/S	1.57	1.27	1.14	0.88

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7996.40	11305.24	13724.99	19173.59
净利润	4783.75	6714.56	7260.96	10421.83
折旧摊销	4169.73	3228.17	4477.61	6181.50
财务费用	991.88	1225.02	1682.52	2167.52
投资损失	13.78	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-1886.11	137.52	303.90	402.74
其它	-76.63	-0.02	0.00	0.00
投资活动现金流	-2043.96	-24331.86	-18000.00	-18000.00
资本支出	-2402.85	-24000.00	-18000.00	-18000.00
长期投资	-377.89	0.00	0.00	0.00
其他	736.78	-331.86	0.00	0.00
筹资活动现金流	-5071.89	6274.07	7139.19	5705.93
短期借款	149.28	2000.00	1000.00	1000.00
长期借款	-1142.47	8000.00	10000.00	10000.00
其他	-4078.70	-3725.93	-3860.81	-5294.07
现金净增加额	1049.85	-6744.80	2864.19	6879.53

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn