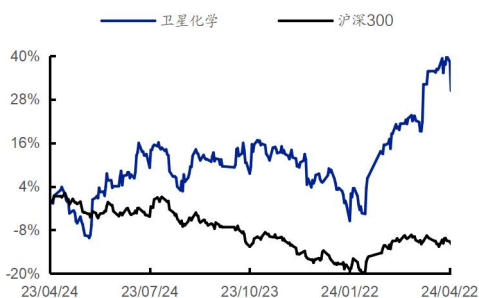


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：李娟廷 S0350122090037  
 lijt03@ghzq.com.cn

## Q1 业绩同比高增，新建项目打开成长空间

### ——卫星化学（002648）2024 年一季度报点评

#### 最近一年走势



| 相对沪深 300 表现 | 2024/04/23 |       |        |
|-------------|------------|-------|--------|
| 表现          | 1M         | 3M    | 12M    |
| 卫星化学        | 6.7%       | 27.9% | 25.2%  |
| 沪深 300      | -1.1%      | 8.5%  | -13.1% |

| 市场数据        | 2024/04/23  |
|-------------|-------------|
| 当前价格(元)     | 18.25       |
| 52 周价格区间(元) | 12.42-20.01 |
| 总市值(百万)     | 61,477.91   |
| 流通市值(百万)    | 61,445.56   |
| 总股本(万股)     | 336,865.28  |
| 流通股本(万股)    | 336,687.98  |
| 日均成交额(百万)   | 1,133.42    |
| 近一月换手(%)    | 0.81        |

#### 相关报告

《卫星化学（002648）2023 年报点评：Q4 同比高增，积极推进  $\alpha$ -烯烃综合利用项目（买入）\*化学原料\*李永磊，董伯骏》——2024-03-27

《卫星化学（002648）点评报告：推动落实质量回报双提升，看好公司长期成长（买入）\*化学原料\*李永磊，董伯骏》——2024-03-04

《卫星化学（002648）2023 年业绩预告点评：全年业绩高增， $\alpha$ -烯烃综合利用项目积极推进（买入）\*化学原料\*李永磊，董伯骏》——2024-01-25

《卫星化学（002648）2023 年三季报点评：三季

#### 事件：

2024 年 4 月 23 日，卫星化学发布 2024 年一季度报告：公司 2024Q1 实现营收 88.05 亿元，同比-6.95%，环比-16.98%；实现归母净利润 10.23 亿元，同比+46.55%，环比-26.73%；ROE 为 3.93%，同比增加 0.83 个百分点，环比减少 1.64 个百分点。销售毛利率 21.66%，同比增加 5.39 个百分点，环比减少 1.36 个百分点；销售净利率 11.59%，同比增加 4.10 个百分点，环比减少 1.55 个百分点。

#### 投资要点：

##### ■ 2024Q1 利润同比高增，原材料价格低位维持看好二季度业绩

2024Q1，公司实现营收 88.05 亿元，同比-6.10 亿元，环比-18.00 亿元；归母净利润 10.23 亿元，同比+3.16 亿元，环比-3.73 亿元；毛利润 19.07 亿元，同比+3.75 亿元，环比-5.34 亿元。公司毛利同比增加主要是一季度公司主要原材料乙烷仍保持下行态势，而主要产品聚乙烯等受到原油价格上涨影响略有增长或基本维持稳定，产品价格有所扩大。据 wind 及 Bloomberg 数据，2024Q1 乙烷均价为 141 美元/吨，同比-21.62%，环比-13.97%；聚乙烯均价为 9419 元/吨，同比+1.67%，环比+0.91%，价差为 6804 元/吨，同比+6.36%，环比+5.21%；环氧丙烷均价为 6643 元/吨，同比-0.54%，环比+0.82%，价差 4681 元/吨，同比+3.37%，环比+5.48%。2024Q1 丙烷均价为 621 元/吨，同比-10.51%，环比-7.46%；丙烯酸均价为 7665 元/吨，同比-3.60%，环比-0.71%，价差 3873 元/吨，同比-1.11%，环比+7.56%。

期间费用方面，2024Q1 年公司销售费用为 0.26 亿元，同比+0.00 亿元，环比-0.17 亿元；管理费用为 1.07 亿元，同比+0.11 亿元，环比-0.76 亿元；研发费用为 3.94 亿元，同比+1.18 亿元，环比-0.32 亿元；财务费用为 2.83 亿元，同比-0.08 亿元，环比-0.97 亿元。2024Q1 公司其他收益为 1.32 亿元，同比+1.16 亿元，环比-0.58 亿元，同比增加主要系增值税加计抵减优惠增加所致；投资净收益为 0.22 亿元，同比+1.42 亿元，环比-0.29 亿元，同比增加主要系衍生品投资收益增加所致；公允价值变动净收益为-0.41 亿元，同比-1.29 亿元，环比+0.26 亿元，同比下降主要系上年衍生品投资估值损益在

度业绩同环比高增，多项目助力长期成长（买入）  
\*化学原料\*李永磊，董伯骏，汤永俊》——  
2023-10-25

《卫星化学（002648）2023年中报点评：二季度业绩持续改善， $\alpha$ -烯烃综合利用项目驱动成长（买入）\*化学原料\*李永磊，董伯骏》——2023-07-20

2024年一季度的结算及2024年一季度公允价值变动所致。2024Q1公司经营活动产生的现金流量净额为6.61亿元，同比减少24.48%，主要系流动资产占用资金增加同比2023Q1影响现金流-6.99亿元，2024Q1应收款项融资增加2.61亿元、应收账款增加2.58亿元，存货增加4.94亿元。

据wind及Bloomberg数据，2024年二季度以来（截至2024年4月19日），乙烷价格低位运行，均价为141美元/吨，同比-7.39%，环比+0.13%；受到原油价格上涨影响，聚乙烯价格略有回升，均价为9500元/吨，同比+3.99%，环比+0.86%，价差为6865元/吨，同比+6.10%，环比+0.89%；环氧丙烷均价为6990元/吨，同比+7.44%，环比+5.23%，价差为5014元/吨，同比+11.24%，环比+7.10%。C3方面，截至2024年4月22日，丙烷均价为626美元/吨，同比+15.87%，环比+0.77%；丙烯酸均价为7784元/吨，同比+4.55%，环比+1.55%；丙烯酸价差为3936元/吨，同比-6.91%，环比+1.65%，看好二季度业绩增长。

## ■ 多项目有序推进，看好公司长期成长

公司加快推进C3产业链强链补链延链的策略，平湖基地新材料新能源一体化项目（4万吨氢气/90万吨丙烯/80万吨多碳醇/8万吨新戊二醇）计划于2024年第二季度开始陆续投料试生产，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。2023年12月29日，公司 $\alpha$ -烯烃综合利用高端新材料产业园项目（一阶段）环境影响评价一次公示，一阶段项目总投资额约121.50亿元人民币，建设内容为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）。 $\alpha$ -烯烃综合利用高端新材料产业园项目的建设将进一步扩大公司上游乙烯产能规模；同时公司 $\alpha$ -烯烃综合利用高端新材料产业园项目采用自主研发的高碳 $\alpha$ -烯烃的技术，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，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，支撑公司长期成长。

## ■ 盈利预测和投资评级

预计公司2024-2026年营业收入分别为511、583、727亿元，归母净利润分别为62.03、75.00、102.83亿元，对应PE分别9.91、8.20、5.98倍。公司C2业务成本优势显著， $\alpha$ -烯烃综合利用项目打开成长空间，加速布局POE等各类新材料，看好公司长期成长，维持“买

入”评级。

## ■ 风险提示

新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、乙烷价格大幅震荡。

| 预测指标       | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 41487 | 51069 | 58275 | 72731 |
| 增长率(%)     | 12    | 23    | 14    | 25    |
| 归母净利润(百万元) | 4789  | 6203  | 7500  | 10283 |
| 增长率(%)     | 55    | 30    | 21    | 37    |
| 摊薄每股收益(元)  | 1.42  | 1.84  | 2.23  | 3.05  |
| ROE(%)     | 19    | 21    | 22    | 25    |
| P/E        | 10.39 | 9.91  | 8.20  | 5.98  |
| P/B        | 1.95  | 2.07  | 1.77  | 1.47  |
| P/S        | 1.20  | 1.20  | 1.05  | 0.85  |
| EV/EBITDA  | 7.25  | 7.57  | 6.22  | 4.62  |

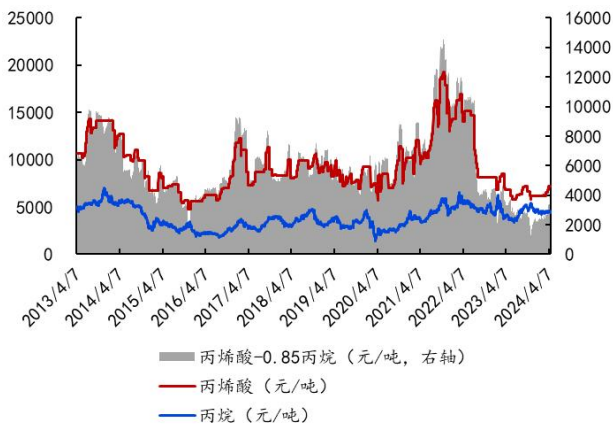
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 主要产品及原材料市场价格变化情况

| 产品    | 单位: 元/吨  | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 丙烯酸   | 价格       | 8951   | 8748   | 8612   | 8678   | 8586   | 8721   | 8070   | 8048   | 7952   | 7445   | 7586   | 7720   | 7665   | 7784   |
|       | 价差       | 5606   | 5615   | 4674   | 4283   | 4039   | 4106   | 4004   | 4070   | 3916   | 4229   | 3741   | 3600   | 3873   | 3936   |
| 丙烯酸丁酯 | 价格       | 14429  | 16624  | 18353  | 15575  | 14933  | 13594  | 9811   | 9079   | 9792   | 8602   | 9508   | 9053   | 9336   | 9166   |
|       | 价差       | 2301   | 2625   | 1396   | 977    | 547    | 194    | 740    | 416    | 914    | 494    | 579    | 432    | 593    | 489    |
| 聚乙烯   | 价格       | 8851   | 9348   | 8841   | 9811   | 9767   | 9760   | 8849   | 9635   | 9264   | 9135   | 9174   | 9335   | 9419   | 9500   |
|       | 价差       | 6208   | 6576   | 5497   | 6217   | 6114   | 4770   | 3938   | 5672   | 6397   | 6470   | 5797   | 6467   | 6804   | 6865   |
| 环氧乙烷  | 价格       | 7534   | 7801   | 7423   | 8315   | 7599   | 8018   | 6896   | 6987   | 6679   | 6507   | 6249   | 6589   | 6643   | 6990   |
|       | 价差       | 5552   | 5722   | 4915   | 5620   | 4859   | 4275   | 3213   | 4015   | 4529   | 4507   | 3717   | 4438   | 4681   | 5014   |
| 原料    | 单位: 美元/吨 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
| 乙烷    | 价格       | 172    | 187    | 249    | 281    | 291    | 419    | 393    | 277    | 180    | 152    | 213    | 164    | 141    | 141    |
| 丙烷    | 价格       | 607    | 571    | 716    | 809    | 843    | 822    | 699    | 658    | 694    | 540    | 624    | 671    | 621    | 626    |

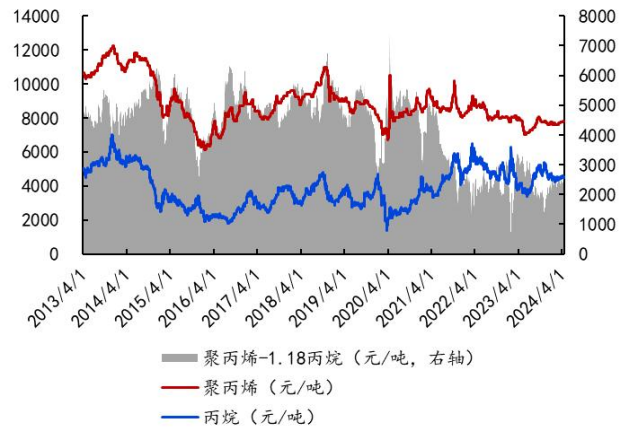
资料来源: wind, Bloomberg, 国海证券研究所 (丙烯酸、丙烯酸丁酯、丙烷数据截至 2024 年 4 月 22 日; 聚乙烯、环氧乙烷、乙烷数据截至 2024 年 4 月 19 日)

图 1: 丙烯酸价格价差情况



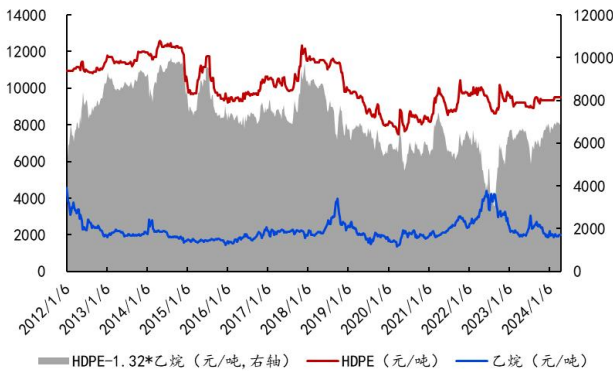
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 聚丙烯价格价差情况



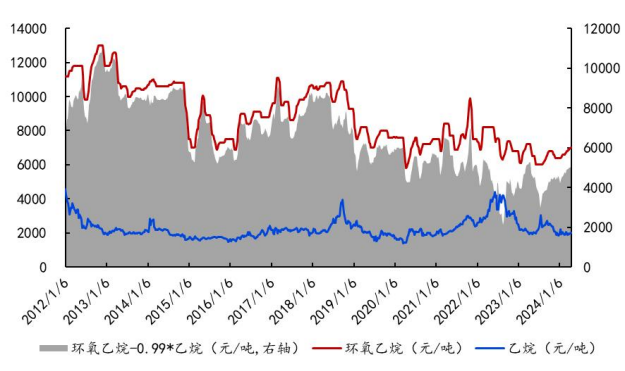
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 聚乙烯价格价差情况



资料来源: wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 4: 环氧乙烷价格价差情况



资料来源: wind, Bloomberg, 国海证券研究所

附表：卫星化学盈利预测表

| 证券代码:              | 002648       |              |              |              | 股价:                | 18.25        | 投资评级:        | 买入           | 日期:          | 2024/04/23 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标               | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 每股指标与估值            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |            |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |            |
| ROE                | 19%          | 21%          | 22%          | 25%          | EPS                | 1.42         | 1.84         | 2.23         | 3.05         |            |
| 毛利率                | 20%          | 19%          | 20%          | 22%          | BVPS               | 7.56         | 8.80         | 10.33        | 12.43        |            |
| 期间费率               | 4%           | 3%           | 2%           | 2%           | <b>估值</b>          |              |              |              |              |            |
| 销售净利率              | 12%          | 12%          | 13%          | 14%          | P/E                | 10.39        | 9.91         | 8.20         | 5.98         |            |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 1.95         | 2.07         | 1.77         | 1.47         |            |
| 收入增长率              | 12%          | 23%          | 14%          | 25%          | P/S                | 1.20         | 1.20         | 1.05         | 0.85         |            |
| 利润增长率              | 55%          | 30%          | 21%          | 37%          |                    |              |              |              |              |            |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |            |
| 总资产周转率             | 0.64         | 0.75         | 0.84         | 1.00         | 营业收入               | 41487        | 51069        | 58275        | 72731        |            |
| 应收账款周转率            | 64.88        | 60.83        | 73.00        | 73.00        | 营业成本               | 33257        | 41166        | 46332        | 56939        |            |
| 存货周转率              | 9.80         | 12.94        | 15.30        | 18.65        | 营业税金及附加            | 144          | 179          | 204          | 255          |            |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 145          | 153          | 175          | 218          |            |
| 资产负债率              | 61%          | 56%          | 49%          | 42%          | 管理费用               | 531          | 587          | 641          | 727          |            |
| 流动比                | 1.07         | 1.11         | 1.02         | 1.11         | 财务费用               | 811          | 691          | 632          | 523          |            |
| 速动比                | 0.68         | 0.72         | 0.63         | 0.70         | 其他费用/(-收入)         | 1626         | 1634         | 1748         | 1891         |            |
|                    |              |              |              |              | <b>营业利润</b>        | <b>5378</b>  | <b>6965</b>  | <b>8893</b>  | <b>12614</b> |            |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 营业外净收支             | -10          | 5            | 5            | 6            |            |
| 现金及现金等价物           | 6442         | 6586         | 5073         | 5455         | <b>利润总额</b>        | <b>5368</b>  | <b>6970</b>  | <b>8898</b>  | <b>12620</b> |            |
| 应收款项               | 639          | 839          | 798          | 996          | 所得税费用              | 584          | 767          | 1246         | 2019         |            |
| 存货净额               | 4233         | 3947         | 3808         | 3900         | <b>净利润</b>         | <b>4784</b>  | <b>6203</b>  | <b>7653</b>  | <b>10601</b> |            |
| 其他流动资产             | 1418         | 2320         | 2608         | 3189         | 少数股东损益             | -6           | 0            | 153          | 318          |            |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>12733</b> | <b>13693</b> | <b>12287</b> | <b>13541</b> | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>4789</b>  | <b>6203</b>  | <b>7500</b>  | <b>10283</b> |            |
| 固定资产               | 25258        | 26737        | 28477        | 30387        |                    |              |              |              |              |            |
| 在建工程               | 3186         | 4312         | 4987         | 5392         | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |            |
| 无形资产及其他            | 20933        | 20932        | 20931        | 20930        | <b>经营活动现金流</b>     | <b>7996</b>  | <b>10374</b> | <b>11947</b> | <b>14550</b> |            |
| 长期股权投资             | 2471         | 2472         | 2473         | 2474         | 净利润                | 4789         | 6203         | 7500         | 10283        |            |
| <b>资产总计</b>        | <b>64582</b> | <b>68146</b> | <b>69156</b> | <b>72724</b> | 少数股东损益             | -6           | 0            | 153          | 318          |            |
| 短期借款               | 1226         | 1200         | 1200         | 1200         | 折旧摊销               | 4170         | 3814         | 4002         | 4103         |            |
| 应付款项               | 5670         | 6767         | 6347         | 6240         | 公允价值变动             | -187         | 0            | 0            | 0            |            |
| 预收帐款               | 28           | 10           | 12           | 15           | 营运资金变动             | -1886        | -408         | -392         | -704         |            |
| 其他流动负债             | 4991         | 4320         | 4454         | 4726         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>-2044</b> | <b>-6362</b> | <b>-6355</b> | <b>-6339</b> |            |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>11915</b> | <b>12297</b> | <b>12012</b> | <b>12180</b> | 资本支出               | -2403        | -6412        | -6412        | -6411        |            |
| 长期借款及应付债券          | 10839        | 10839        | 8839         | 6839         | 长期投资               | -378         | -1           | -1           | -1           |            |
| 其他长期负债             | 16335        | 15335        | 13335        | 11335        | 其他                 | 737          | 51           | 58           | 73           |            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>27174</b> | <b>26174</b> | <b>22174</b> | <b>18174</b> | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>-5072</b> | <b>-3868</b> | <b>-7106</b> | <b>-7828</b> |            |
| <b>负债合计</b>        | <b>39089</b> | <b>38471</b> | <b>34186</b> | <b>30354</b> | 债务融资               | -100         | -1026        | -4000        | -4000        |            |
| 股本                 | 3369         | 3369         | 3369         | 3369         | 权益融资               | 0            | 0            | 0            | 0            |            |
| 股东权益               | 25493        | 29675        | 34970        | 42370        | 其它                 | -4972        | -2842        | -3106        | -3828        |            |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>64582</b> | <b>68146</b> | <b>69156</b> | <b>72724</b> | <b>现金净增加额</b>      | <b>1050</b>  | <b>144</b>   | <b>-1513</b> | <b>382</b>   |            |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。  
 董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。  
 贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。  
 陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。  
 仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。  
 李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。  
 杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。  
 李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。