



成本需求同步向好，产业升级守护成长

卫星化学一季报及行业跟踪解读

证券分析师：张季恺 执业证书编号：S0630521110001
证券分析师：吴骏燕 执业证书编号：S0630517120001

证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001
联系人：花雨欣 邮箱：hyx@longone.com.cn

2024年05月09日



投资要点

- **公司维持高质成长轨道：**2023年，卫星化学实现营业收入414.87亿元，同比+12.00%；归母净利润47.89亿元，同比+54.71%；经营活动净现金流79.96亿元，同比+35.80%；基本每股收益1.42元，同比+54.35%。2024年一季度，公司实现营收及归母净利分别为88.05、10.23亿元，同比增-6.95%、46.55%。
- **原料成本有力支撑业绩：**公司原料成本存显著优势，1) 2023年美国乙烷均价约182.4美元/吨，同比-48.79%，2024年乙烷价格延续下行；2) 2023年华东丙烷CFR均价约631.84美元/吨，同比-16.20%，自2024年以来丙烷价格继续回落。公司业绩持续受益于原材料成本优势。
- **产业链持续升级，量质齐发展：**2023年公司60万吨/年苯乙烯、40万吨/年聚苯乙烯、10万吨/年乙醇胺、15万吨/年碳酸酯等装置全面建成投产。同时收购嘉宏新材，新增年产135万吨双氧水及40万吨环氧丙烷装置，实现丙烯产业链的强链补链。年产80万吨多碳醇、26万吨高分子乳液及 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目加速推进。公司2023年化学品及新材料产量及销量分别同比+34.53%/31.97%，产业链在质与量上均实现较大突破。
- **加大研发投入，续力成长曲线：**公司计划五年内投入研发100亿元，主要打造承载卫星研发的未来研发中心项目，同时围绕高性能催化剂、新能源材料、高分子新材料等领域进行攻关。千吨级 α -烯烃中试装置已投产，连云港三期一阶段已完成第一次公示。公司围绕 α -烯烃技术，向下游延伸mPE、POE、PAO、UHMWPE等新材料，市场空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司功能化学品业务即将迎来显著改善，同时随着连云港石化三期投产将为公司进一步打开成长空间。预计公司2024-2026年归母净利润分别为58.50/69.24/90.23亿元，EPS分别为1.74/2.06/2.68，看好公司业绩确定性 & 未来成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能落地不及预期；原材料价格波动；地缘政治问题；下游需求不及预期。

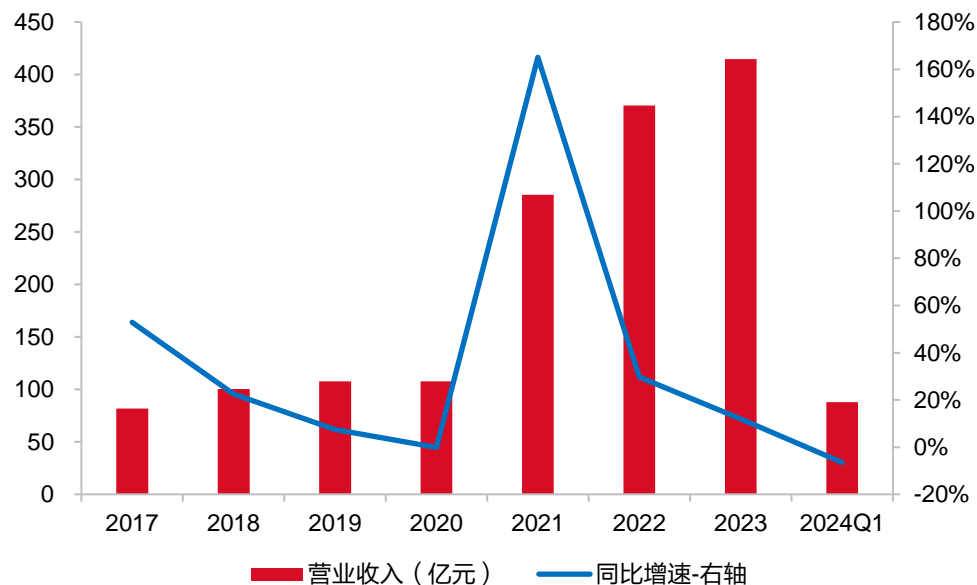
目 录

- 一、**公司维持高质成长**
- 二、**公司成本持续改善**
- 三、**下游需求有望走高**
- 四、**产业升级打开空间**

公司维持高质成长轨道

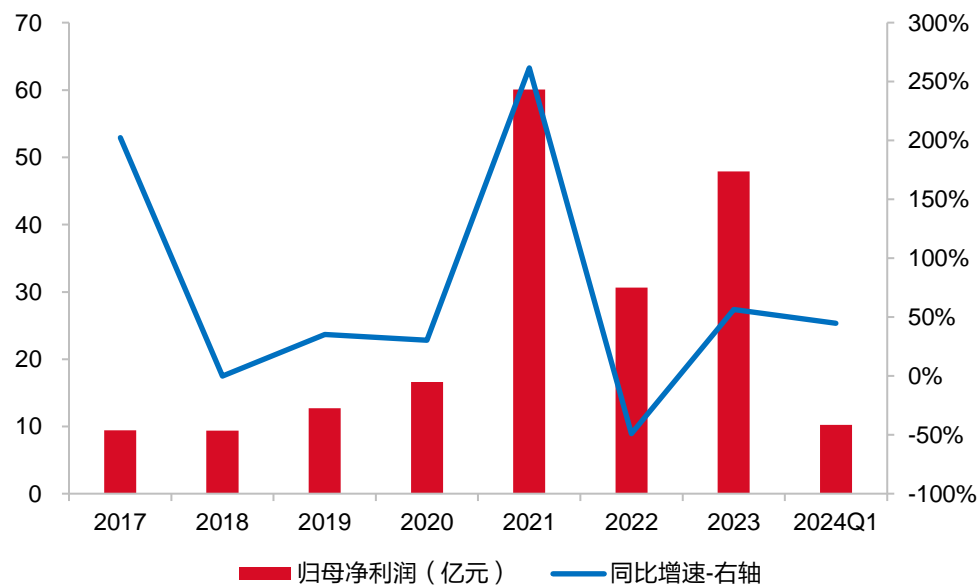
- 2023年，卫星化学实现营业收入414.87亿元，同比+12.00%；归母净利润47.89亿元，同比+54.71%；2024年一季度，公司实现营收及归母净利分别为88.05、10.23亿元，同比增-6.95%、46.55%。
- 净利增速高于营收增速，2020年~2024一季度，公司净利率分别为15.39%、21.06%、8.31%、11.53%、11.59%，处于改善区间。

公司营收及其同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司归母净利润及其同比增速

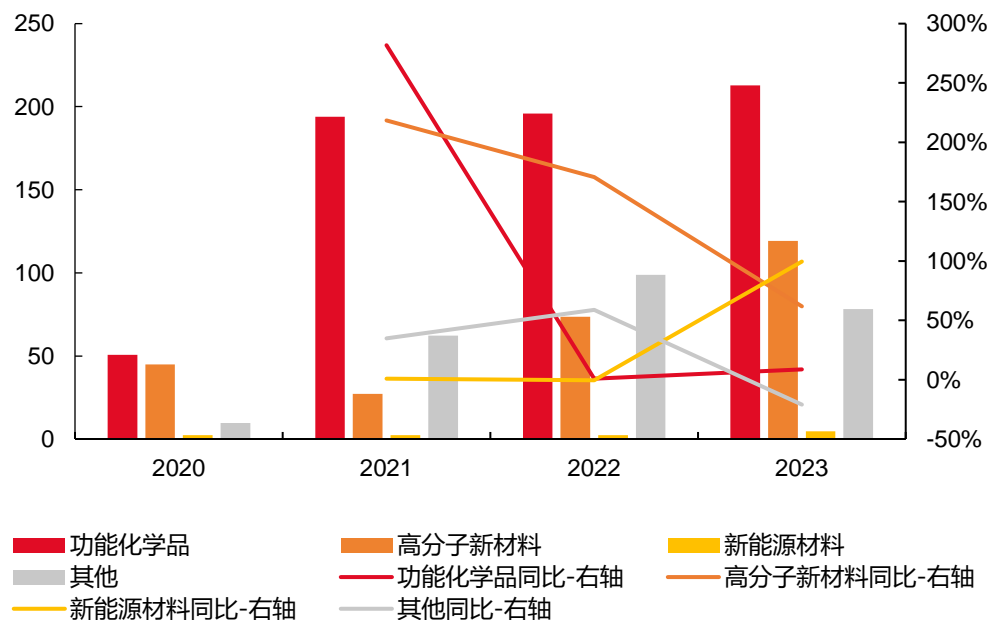


资料来源：Wind，东海证券研究所

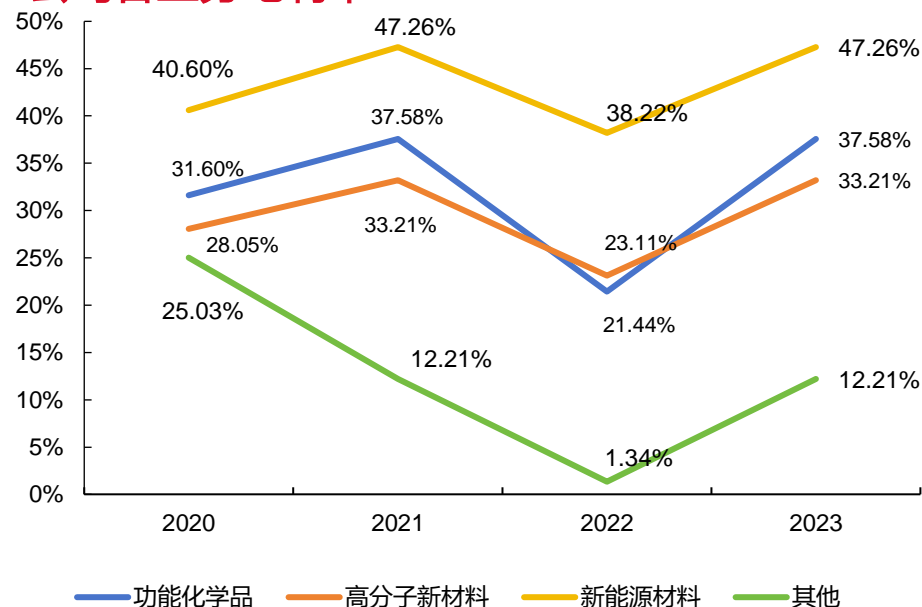
公司业务结构逐步改善

- 公司主要营业收入来源为功能化学品业务，2021~2023年占比分别为67.88%、52.85%和51.31%；而 2023 年高分子新材料业务营收占比从2021年的9.52%快速提升至 28.72%；
- 受原材料价格上涨等影响，2022 年公司各业务毛利率均受到影响，而新能源材料业务毛利率始终处于高位，2023 年进一步提升至 47.26%。同时自 2022 年起高分子新材料毛利率超过功能化学品，2023 高分子新材料毛利率达 33.21%。公司正逐步向新材料科技型企业发展。

公司各业务营业收入（单位：亿元）



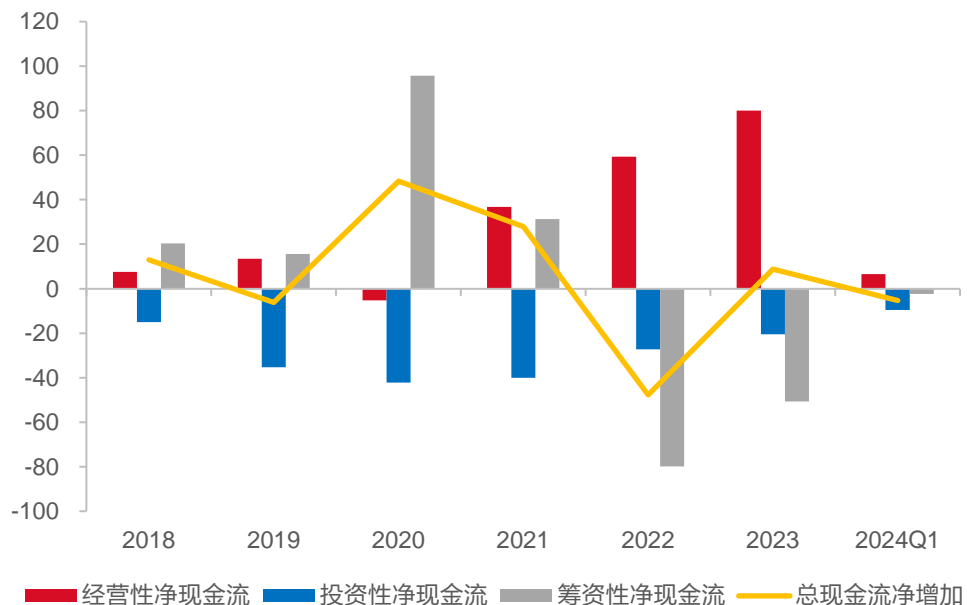
公司各业务毛利率



现金流充裕，后续资本开支无忧

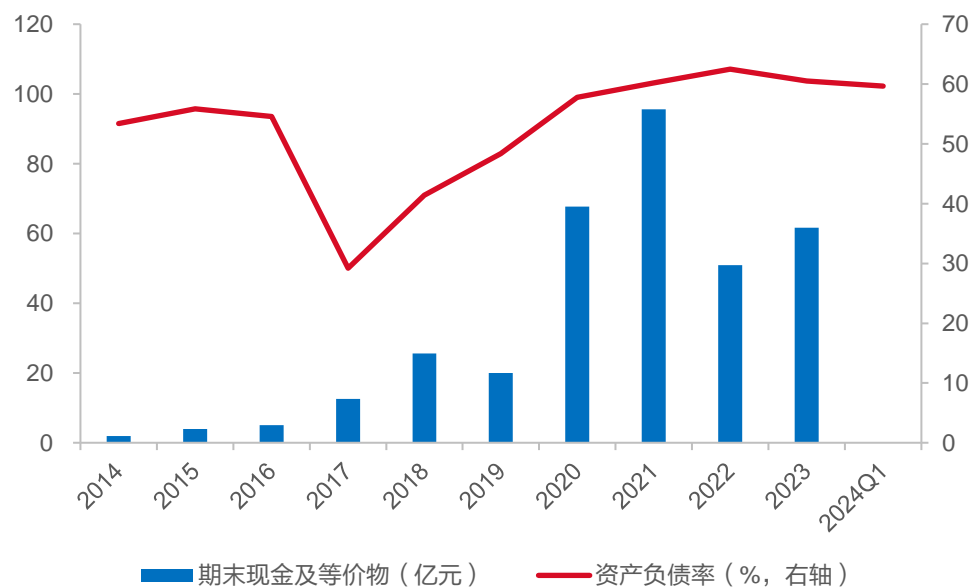
- 2023年公司实现经营性净现金流79.96亿元，同比增长35%，与归母净利增速基本匹配；总现金流增长8.8亿元，实现逆转；2024年一季度现金流出现一定变化，主要系流动资产占用资金增加同比2023年1季度影响现金流-6.99亿元，叠加期内偿还贷款所致。
- 近年来公司大力扩大及更新产能，2020年以来资产负债率有所增长，但2023年通过加强内部管理有所改善，较上年下降2.49个百分点；公司资本开支有效转化为现金流，2023年期末现金及等价物61.67亿元，同比增长21%，为后续资本开支提供保障。

公司现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司资产负债率情况（亿元，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

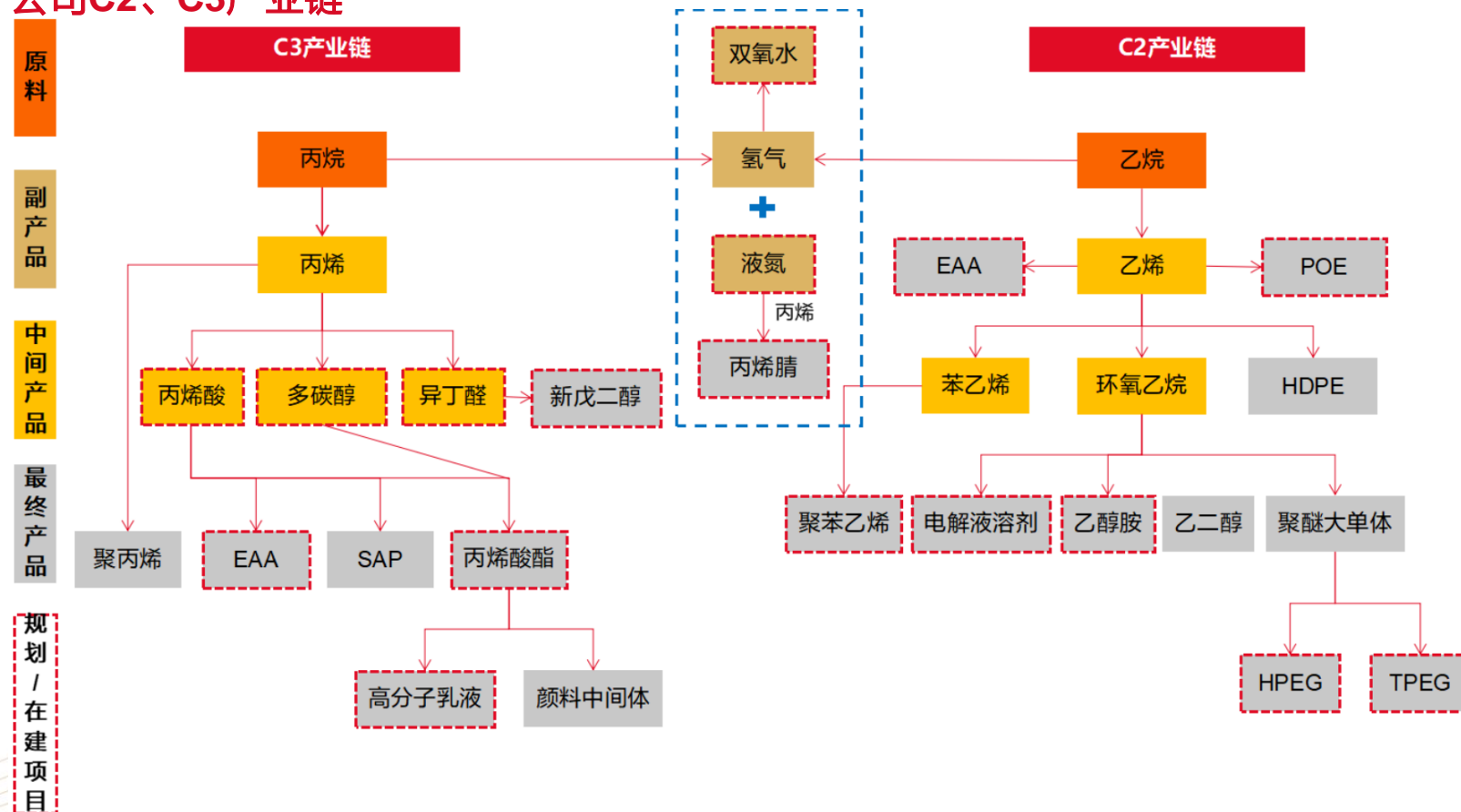
目 录

- 一、公司维持高质成长
- 二、公司成本持续改善
- 三、下游需求有望走高
- 四、产业升级打开空间

公司产业链

- 公司是行业领先的轻烃一体化企业，打通了从轻烃原料到最终产品的一体化综合利用生产体系，目前需要外购的原料主要为甲烷、丙烷及多元醇。

公司C2、C3产业链

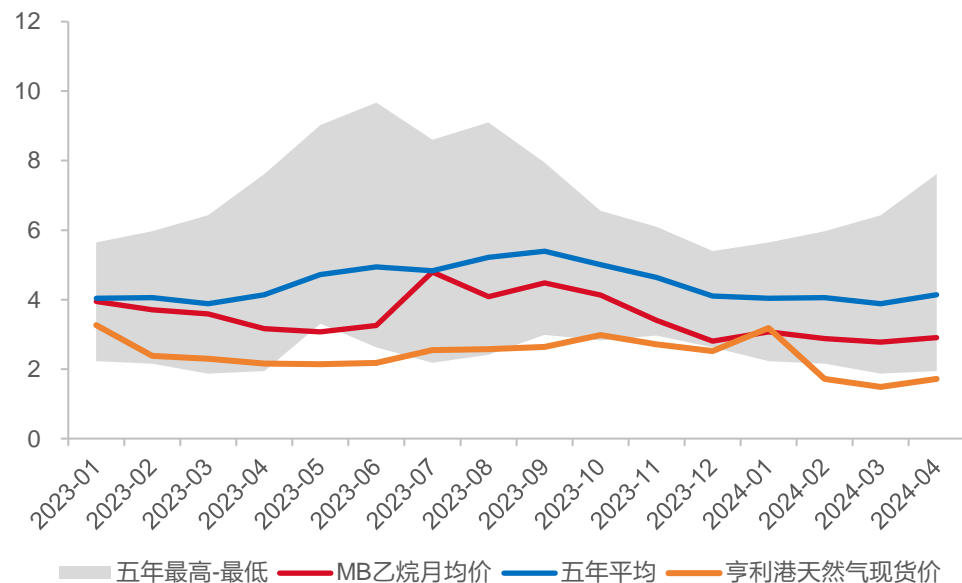


资料来源：公司公告，东海证券研究所

成本端进一步改善

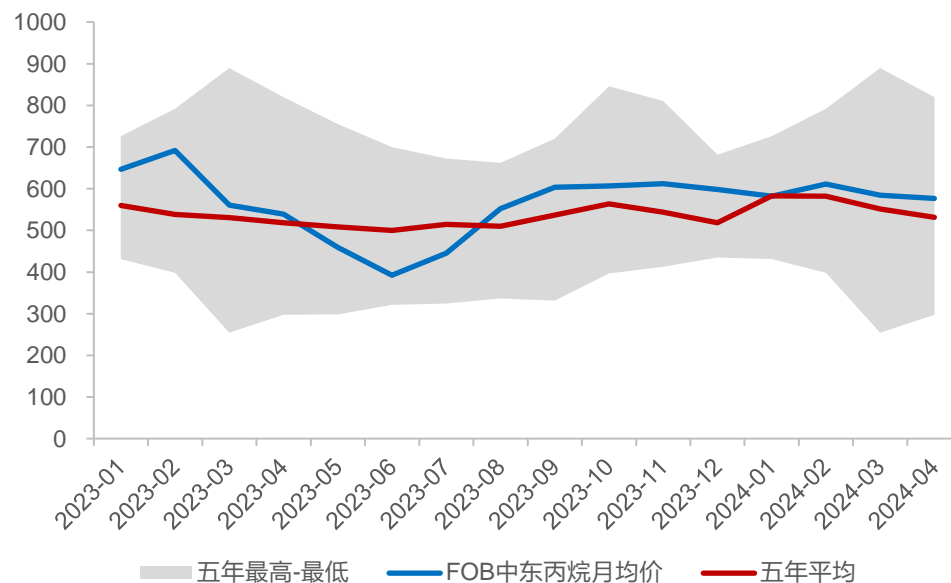
- 进入2024年以来天然气价格下行，叠加美国LNG出口受阻、乙烷回注减少，带动乙烷价格稳定在较低位置；
- 丙烷价格随油价有所抬升，但基本维持在均价附近；我们预计2024年油价走势前高后低，下半年均值或回到80美元/桶附近，丙烷价格有望随之改善。

天然气及乙烷价格（美元/百万英热）



资料来源：Wind，东海证券研究所

丙烷价格情况（美元/吨）

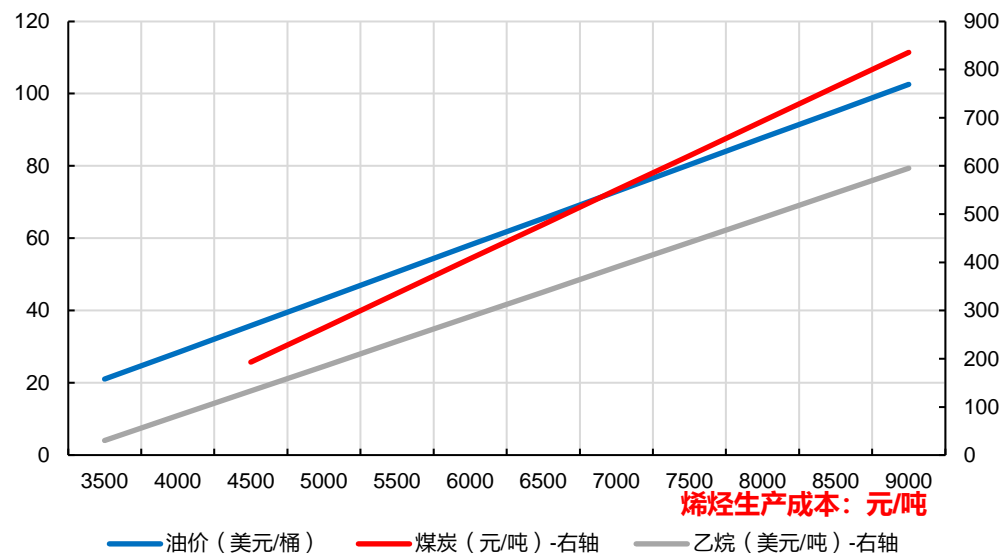


资料来源：Wind，东海证券研究所

工艺决定公司成本优势

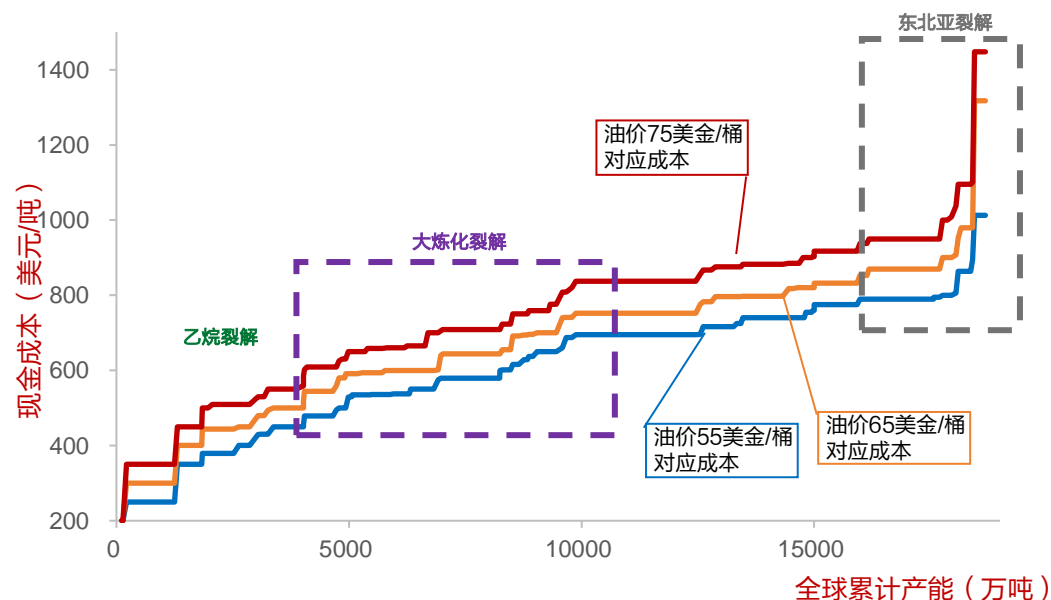
- 当乙烷价格处236美元/吨时，其乙烷裂解制乙烯的成本相对应的布伦特原油价格为50.7美元/桶左右，相对应的煤炭价格为335.7元/吨左右。而当前油价高企，布伦特原油价格维持在80美元/桶以上，动力煤价格也处于800元/吨以上，乙烷裂解工艺成本优势显著。

不同路径的乙烯生产成本对比



资料来源: Wind, 东海证券研究所

乙烯成本曲线



资料来源: 各公司公告, 东海证券研究所

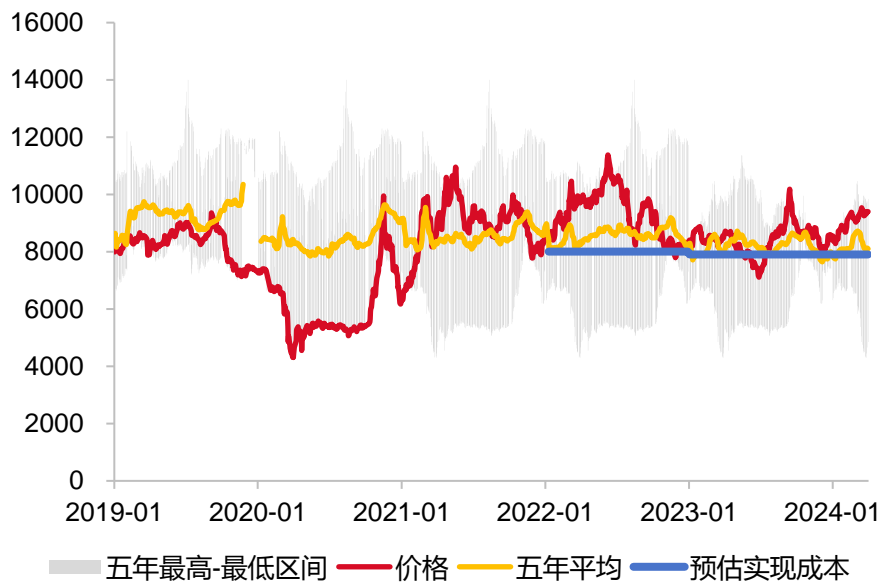
目 录

- 一、公司维持高质成长
- 二、公司成本持续改善
- 三、下游需求有望走高
- 四、产业升级打开空间

C2业务成本优势显著

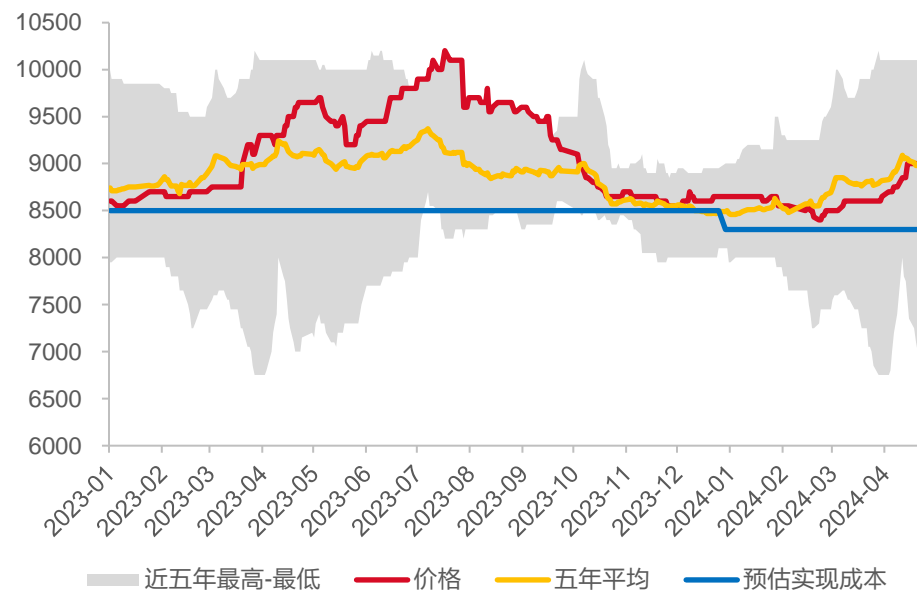
- 苯乙烯方面，近两年市场价格基本稳定，下游需求反弹不明显，但公司占据成本优势。随后续苯处理装置投产，公司苯乙烯平均成本有望进一步走低；
- 聚乙烯具备一定季节周期性，目前逐步进入价格走暖区间。油制聚乙烯受原油价格维持高位影响仍保持在亏损状态，开工率处于较低水平。得益于公司乙烷裂解工艺优势，随着乙烷价格走低，公司实现成本有望进一步降低。

苯乙烯价格情况及公司成本（元/吨）



资料来源：上海钢联，东海证券研究所

HDPE价格情况及公司成本（元/吨）

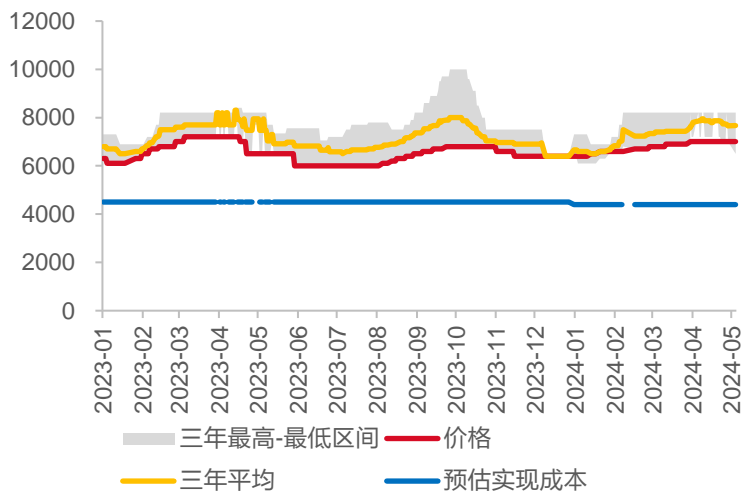


资料来源：上海钢联，东海证券研究所

C2业务成本优势显著

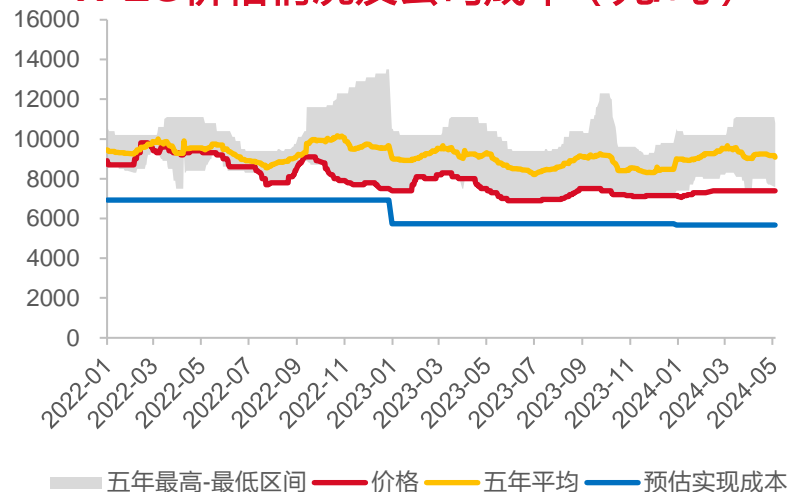
- 公司得益于乙烷裂解轻烃一体化，EO、TPEG、乙醇胺成本显著低于市场主流价，后有望随着市价回归平均区间实现利润增厚；
- 近期产品有所上涨，截至5月6日，乙二醇同比上涨约7.7%，TPEG环比不变但从2023年相对低点反弹，乙醇胺同比上涨约18.2%。目前已基本走出近年低点，随季节性景气度上行，行情有望改善。

环氧乙烷价格情况及公司成本（元/吨）



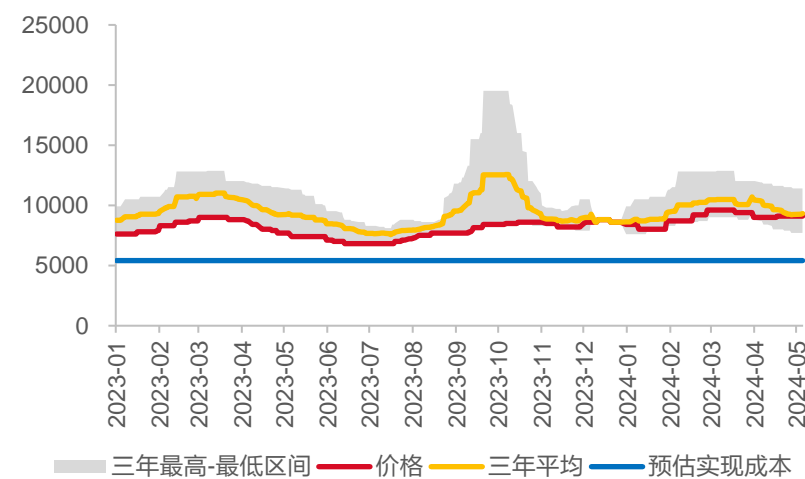
资料来源：上海钢联，东海证券研究所

TPEG价格情况及公司成本（元/吨）



资料来源：上海钢联，东海证券研究所

乙醇胺价格情况及公司成本（元/吨）

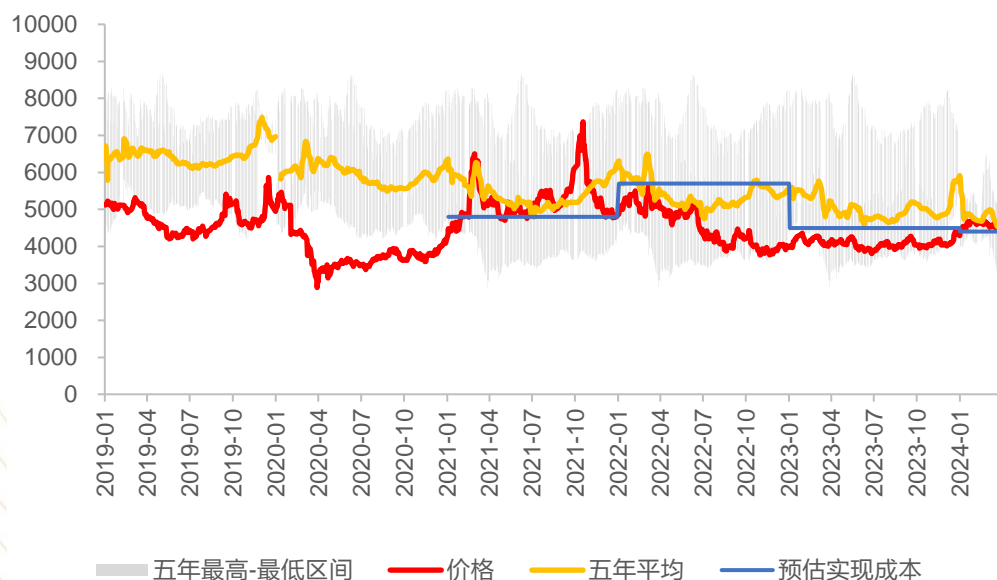


资料来源：上海钢联，东海证券研究所

C2业务成本优势显著

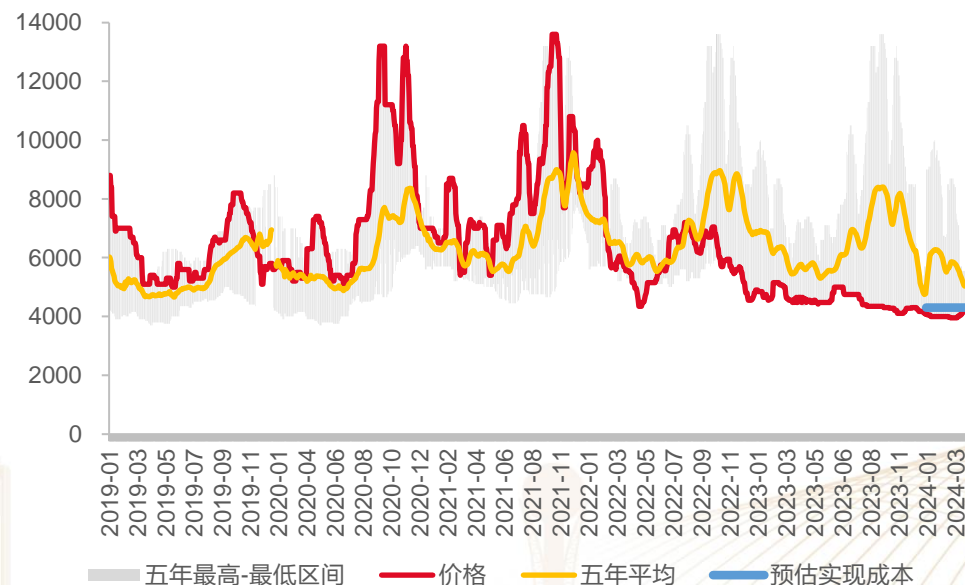
- 碳酸二甲酯市场竞争较为激烈，进入2024年以来价格刷新历史新低，目前价格已基本逼近市场主流成本线。而根据我们的测算，公司DMC成本位于市场成本曲线之下，具备较强的竞争力；
- 近两年乙二醇市场价持续低迷，公司产线具备产能柔性，可调整其产品结构，并以其他终端产品消纳乙烯产能。

乙二醇价格情况及公司成本（元/吨）



资料来源：上海钢联，东海证券研究所

碳酸二甲酯价格情况及公司成本（元/吨）

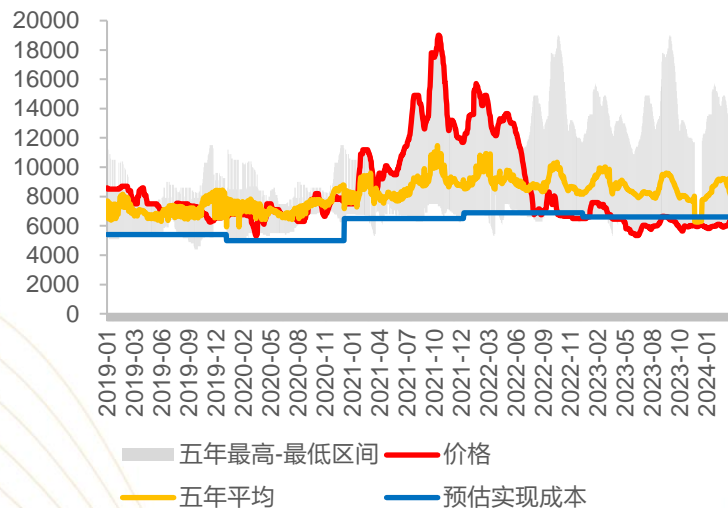


资料来源：上海钢联，东海证券研究所

C3业务已走出周期

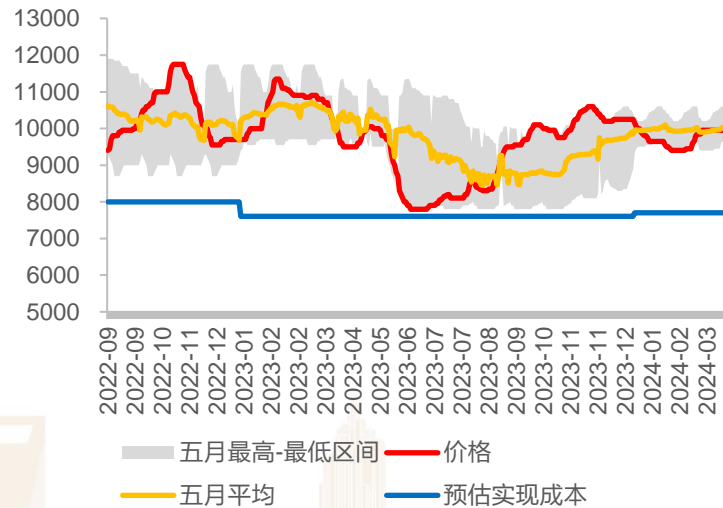
- 目前丙烯酸及聚丙烯价格承压，截至5月6日，丙烯酸及聚丙烯价格较去年同期分别上涨3.9%和下跌1.3%，都处于历史低位。而丙烯腈市价目前处于近几年价格均线附近，对公司较为友好；
- 公司未来没有新增聚丙烯产能计划，当前产能为45万吨/年，可凭借其弹性产品结构灵活调节装置开工率。

丙烯酸价格情况及公司成本（元/吨）



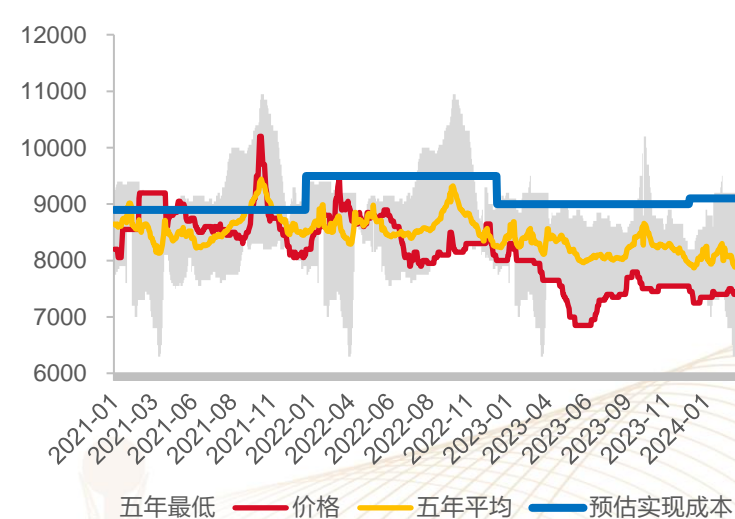
资料来源：上海钢联，东海证券研究所

丙烯腈价格情况及公司成本（元/吨）



资料来源：上海钢联，东海证券研究所

聚丙烯价格情况及公司成本（元/吨）

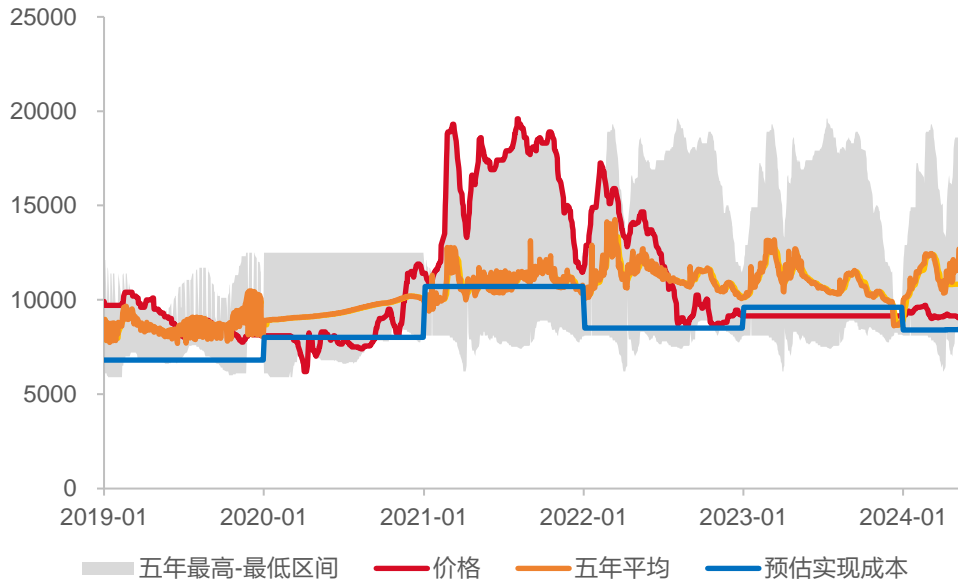


资料来源：上海钢联，东海证券研究所

C3业务已走出周期

- 目前丙烯酸酯工厂原料配比率较低，正丁醇市场价格利厚，丙烯酸丁酯盈利水平有限；
- 正丁醇全行业装置开工率在90%以上，利润已从低点反弹。公司正丁醇40万吨/年装置预计二季度末上线，三季度产量或陆续释放；
- 就丙烯酸丁酯市场来讲，下游胶带母卷和丙烯酸乳液季节性需求影响较强，二季度末和三季度表现或相对疲软。

丙烯酸丁酯价格情况及公司成本（元/吨）



资料来源：上海钢联，东海证券研究所

正丁醇价格情况及公司成本（元/吨）

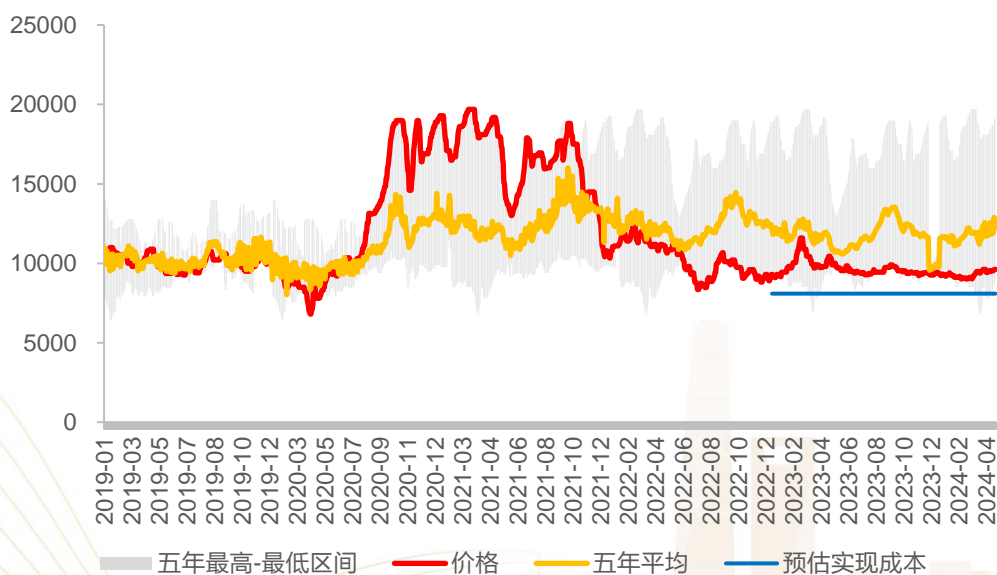


资料来源：上海钢联，东海证券研究所

C3业务已走出周期

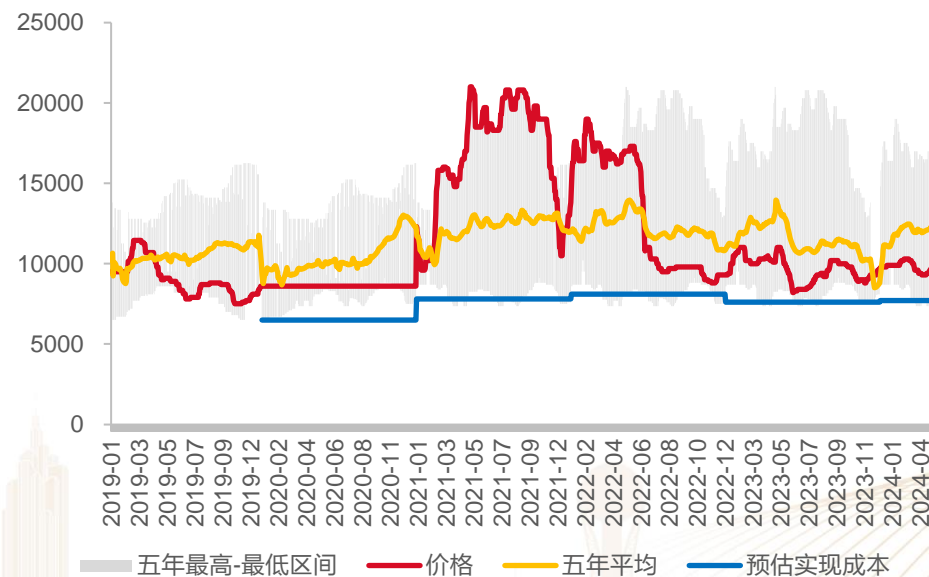
- 截至5月6日，环氧丙烷价格同比下降6.1%，显著低于五年平均值。2021年中以来，环氧丙烷开工率不断下行，目前已降至65%左右。公司环氧丙烷采用直接氧化法生产，2023年收购嘉宏新材实现双氧水自给，有效占得市场成本最低位；
- 新戊二醇行业平均成本在2022年下半年开始维持在低位，而其毛利受售价低迷影响在2023年逼近亏损，进入2024年以来已有所反弹，开工率维持在60%左右。

环氧丙烷价格情况及公司成本（元/吨）



资料来源：上海钢联，东海证券研究所

新戊二醇价格情况及公司成本（元/吨）



资料来源：上海钢联，东海证券研究所

目 录

- 一、公司维持高质成长
- 二、公司成本持续改善
- 三、下游需求有望走高
- 四、产业升级打开空间

产业升级打开成长空间

- 2023年公司年产60万吨/年苯乙烯、40万吨/年聚苯乙烯、10万吨/年乙醇胺、15万吨/年碳酸酯等装置全面建成投产，在高性能材料、新能源材料、环氧乙烷衍生物等领域竞争力进一步增强；明年公司与SK化学合资的4万吨/年EAA装置、10万吨/年 α -烯烃装置和10万吨/年POE装置将会陆续投产；
- 公司 α -烯烃综合利用项目一阶段（连云港石化三期）已完成第一次公示，预计到2026年新增产能250万吨/年乙烯、135万吨/年聚乙烯、45万吨/年丁二烯、20万吨/年LAO。

公司C2产业布局（万吨/年）

产品	连云港石化一期	连云港石化二期	连云港石化三期	绿色新材料产业园		
				一期	二期	三期
乙烯	125	125	250			
聚乙烯	40	40	90+45			
苯乙烯		60	26			
环氧乙烷	146	73				
乙二醇	182					
乙醇胺				10+10		
聚苯乙烯				2*20		40
聚醚大单体	25	25				
碳酸酯				2*15	15	30
α 烯烃及配套POE			20	0.1	10	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

产业升级打开成长空间

- 预计今年上半年卫星能源三期正式投产，将新增产能90万吨/年丙烯、80万吨/年丁辛醇；
- 嘉兴基地的高分子乳液和平湖基地的丙烯酸及酯项目也将于今年投产。预计明年将投产20万吨精丙烯酸装置；
- 公司下游SAP产品已成功打入海外客户全球供应链，并且借助公司的技术优势、上下游一体化等优势增强自身的盈利能力。

公司C3产业布局（万吨/年）

产品	已有产能	在建产能	投产时间
丙烯	90	90	-
聚丙烯	45		-
丙烯酸	66	18	2024年
精丙烯酸		20	2025年
丙烯酸酯	75	30	2024年
高分子乳液	21	26	2024年
SAP	15		
颜料中间体	2.1		
丁辛醇		80	2024年
新戊二醇		8	2024年

资料来源：公司公告，东海证券研究所

产业升级打开成长空间

- 公司2023年研发投入16.26亿元，同比+31.05%。公司公告计划五年内投入研发100亿元，主要打造承载卫星研发的未来研发中心项目，同时围绕高性能催化剂、新能源材料、高分子新材料等领域进行攻关，还将在SAP领域扩张产能及业务进一步打开增长空间；
- 我们预计公司功能化学品业务即将迎来改善，同时随着连云港石化三期投产将为公司进一步打开成长空间。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为58.50/69.24/90.23亿元，EPS分别为1.74/2.06/2.68，看好公司业绩确定性及其未来成长性，维持“买入”评级。

盈利预测与估值简表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	28557.04	37044	41486.92	49159.84	53784.2	60690.9
同比增速(%)	165.09%	29.72%	11.99%	18.49%	9.41%	12.84%
归母净利润(百万元)	6006.51	3061.99	4789.49	5849.65	6924.46	9022.74
同比增速(%)	261.62%	-49.02%	56.42%	22.14%	18.37%	30.30%
毛利率(%)	31.72%	16.52%	19.84%	20.29%	21.21%	23.27%
每股盈利(元)	1.78	0.91	1.42	1.74	2.06	2.68
ROE(%)	31.02%	14.50%	18.81%	19.79%	20.13%	22.16%
PE(倍)	10.38	20.35	13.01	11.34	9.58	7.37

资料来源：iFinD，东海证券研究所（截止至2024年5月8日收盘）

风险提示

- **产能落地不及预期：**公司未来三年有较多产能布局，后续公示、建设及投产情况尚存在不确定性，或导致产能落地不及预期，进而影响未来盈利兑现；
- **原材料价格波动：**公司乙烷丙烷原材料均依赖进口，且公司为产业链一体化企业，若原材料价格产生大幅波动，或将影响公司各项业务成本，使其盈利能力产生波动；
- **地缘政治问题：**地缘政治问题或导致美国乙烷及多国LPG出口贸易受限，或导致公司原材料紧缺，从而进一步影响公司原料供应及开工情况；
- **下游需求不及预期：**目前发达国家经济复苏仍存在较大的不确定性，市场需求恢复仍存在不确定性，或将导致各化学品毛利难以实现突破。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089