

卫星化学（002648.SZ）

年产 80 万吨多碳醇项目投产，完善碳三产业链上下游一体化

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002

证券分析师： 薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120001

事项：

根据公司公告，公司新材料新能源一体化项目（以下简称“卫星能源三期项目”）即年产 80 万吨多碳醇项目一阶段装置经投料试生产后已成功产出合格产品，标志着卫星能源三期项目一阶段一次开车成功。

国信化工观点：

1) **公司加码新材料新能源项目，巩固碳三产业链龙头：**碳三产业链是以丙烷为基础的一系列化工新材料项目。2021 年 3 月 20 日，公司与浙江独山港经济开发区管理委员会、液化空气（中国）投资有限公司在平湖市人民政府会议中心签署《新材料新能源一体化项目合作框架协议》，公司总投资约 102 亿元，在独山港区管委会区域内投资新建年产 90 万吨 PDH、80 万吨丁辛醇、12 万吨新戊二醇及配套装置，并充分利用富余氢气资源，解决公司氢能一体化项目原料问题。液空中国拟依托公司丰富的氢气资源，拟在独山港区管委会区域设立公司，建设氢气充装站、氢气液化装置，构建氢能战略合作生态圈，推动长三角地区氢能产业发展。一期建设年产 3000 吨的氢气充装站，二期建设年产 11000 吨的液氢装置及配套设施。

2) **80 万吨多碳醇项目顺利投产，完善公司碳三产业链上下游一体化配套：**按照公司 105 万吨丙烯酸酯产能计算，每年采购的丁辛醇数量约 65 万吨，公司此次 80 万吨丁辛醇项目顺利投产后，将实现碳三全产业链的一体化布局，原料供应稳定性及产品盈利能力有望进一步提升，卫星能源三期项目二阶段也即将投产。此外，公司年产 26 万吨高分子乳液项目、年产 20 万吨精丙烯酸项目目前均正在建设中，预计将在 2024 年下半年、2025 年建成；与 SK 合资的年产 4 万吨 EAA 项目预计将在 2024 年底建成，预计 2025 年投产。

3) **丁辛醇景气同比提升，有望增厚公司利润。**2019-2023 年我国正丁醇和辛醇产量复合增速均为 6%，表观消费量复合增速分别为 5%和 7%。2023 年国内多元醇行业新增产能较少，加之企业集中停车检修，导致市场供应偏紧，库存持续保持在较低水平，需求稳定，带动 2023 年正丁醇和辛醇价格的高位运行。进入 2024 年以来，市场供应端逐渐宽松，正丁醇和辛醇价格相对于 2023 年的阶段性高位有所下降，但与 2023 年同期相比仍然同比上涨。预期随着房地产、家电、汽车等行业需求回暖，正丁醇和辛醇需求量将保持增长。

4) **投资建议：**我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 62.5/77.3/88.7 亿元的预测，对应 EPS 分别为 1.86/2.30/2.63 元，对应 PE 分别为 9.8/7.9/6.9 倍，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司加码新材料新能源项目，巩固碳三产业链龙头

2021年3月20日，公司与浙江独山港经济开发区管理委员会、液化空气（中国）投资有限公司在平湖市人民政府会议中心签署《新材料新能源一体化项目合作框架协议》，公司总投资约102亿元，在独山港区管委会区域内投资新建年产90万吨PDH、80万吨丁辛醇、12万吨新戊二醇及配套装置，并充分利用富余氢气资源，解决公司氢能一体化项目原料问题。液空中国拟依托公司丰富的氢气资源，拟在独山港区管委会区域设立公司，建设氢气充装站、氢气液化装置，构建氢能战略合作生态圈，推动长三角地区氢能产业发展。一期建设年产3000吨的氢气充装站，二期建设年产11000吨的液氢装置及配套设施。

◆ 80万吨多碳醇项目顺利投产，完善公司碳三产业链上下游一体化配套

按照公司105万吨丙烯酸酯产能计算，每年采购的丁辛醇数量约65万吨，公司此次80万吨丁辛醇项目顺利投产后，将实现碳三全产业链的一体化布局，原料供应稳定性及产品盈利能力有望进一步提升，卫星能源三期项目二阶段也即将投产。此外，公司年产26万吨高分子乳液项目、年产20万吨精丙烯酸项目目前均正在建设中，预计将在2024年下半年、2025年建成；与SK合资的年产4万吨EAA项目预计将在2024年底建成，预计2025年投产。

◆ 丁辛醇景气同比提升，有望增厚公司利润

正丁醇下游主要是丙烯酸丁酯（55%）、醋酸丁酯（20%）、DBP（14%）等；辛醇下游主要是DOTP（49%）、DOP（37%）、丙烯酸辛酯（12%）等。2019-2023年我国正丁醇和辛醇产量复合增速均为6%，2023年正丁醇和辛醇进口依赖度分别为8%和11%，预计到2026年国内产量均可满足国内消费量。2019-2023年我国正丁醇和辛醇的表观消费量复合增速分别为5%和7%。预期随着房地产、家电、汽车等行业需求回暖，正丁醇和辛醇需求量将保持增长。

2023年以来正丁醇及辛醇存在阶段性景气高点，2024年一季度盈利同比提升。2023年房地产市场表现相对疲软，与此同时，家电和汽车行业则展现出较好的市场需求，对增塑剂及酯类产品的需求呈现增长态势。下游行业新增产能逐步投产，带动增塑剂和酯类企业的开工率提升。正丁醇和辛醇作为关键原料，其需求量随之增加。2023年国内多元醇行业新增产能较少，加之现有企业集中进行停车检修，导致整体市场供应呈现偏紧状态。生产及下游企业的原料和成品库存持续保持在较低水平，需求稳定，带动2023年正丁醇和辛醇价格的高位运行。进入2024年以来，市场供应端逐渐宽松，正丁醇和辛醇价格相对于2023年的阶段性高位有所下降，但与2023年同期相比仍然同比上涨。

图1：正丁醇价格与价差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：辛醇价格与价差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 62.5/77.3/88.7 亿元的预测，对应 EPS 分别为 1.86/2.30/2.63 元，对应 PE 分别为 9.8/7.9/6.9 倍，维持“优于大市”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	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	26.49	1.68	2.21	2.66	16.4	12.0	10.0	2.0
000830.SZ	鲁西化工	优于大市	12.73	0.43	0.98	1.16	23.5	13.1	11.0	1.4
600989.SH	宝丰能源	优于大市	17.46	0.77	1.14	1.84	19.2	15.4	9.5	3.2
002648.SZ	卫星化学	优于大市	18.20	1.42	1.86	2.30	10.4	9.8	7.9	2.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2024 年 7 月 16 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

相关研究报告：

《卫星化学（002648.SZ）2024 年一季报点评-归母净利润同比增长 46.6%，看好公司长期成长》——2024-04-23

《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》——2024-03-27

《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

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	3.6%	0.9%	3.1%	3.8%	4.3%	现金净变动	(4110)	867	(1399)	893	3105
P/E	20.0	12.8	9.8	7.9	6.9	货币资金的期初余额	9641	5532	6399	5000	5893
P/B	2.9	2.4	2.1	1.7	1.5	货币资金的期末余额	5532	6399	5000	5893	8998
EV/EBITDA	17.1	12.4	9.7	7.9	7.0	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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中所提及的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