

化工

报告日期：2024年07月24日

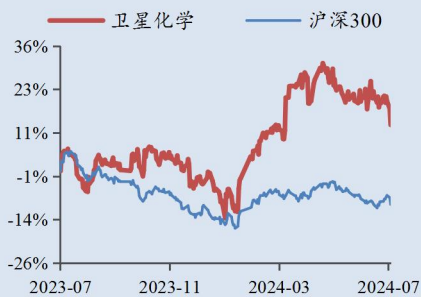
产品价差改善修复盈利水平，新项目落地巩固产业链优势

——卫星化学（002648.SZ）2024年中报点评

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年07月23日

当前价格（元）	16.95
52周价格区间（元）	12.74-20.13
总市值（百万元）	57,098.54
流通市值（百万元）	57,060.30
总股本（万股）	336,864.57
流通股（万股）	336,638.92
近一月换手（%）	12.17

分析师：孙伯文
执业证书编号：S0230523080004
邮箱：sunbw@hlzqgs.com

联系人：彭越
执业证书编号：S0230124010004
邮箱：pengy@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

公司于2024年7月17日发布2024年度中期报告，2024年H1公司实现营业收入194.00亿元，同比-4.59%，归母净利润为20.56亿元，同比提高12.51%；2024年Q2公司营业收入105.96亿元，较2024年Q1的88.05亿元环比增加20.34%，归母净利润为10.33亿，较2024年Q1的10.23亿环比小幅提高。

观点：

- 美国乙烷需求偏弱导致乙烷价格保持在燃料成本位波动，公司乙烷进口成本持续低位，国内乙烯产量下降，而进口通道巴拿马运河拥堵导致现货减少，供需格局偏紧推动乙烯价格上涨，截至2024年7月17日，石脑油裂解/乙烷裂解/煤制烯烃的周度平均利润分别为-168美元/吨/1860元/吨/-92元/吨，乙烷制乙烯相较于其他路线的成本优势持续显著，由于美国乙烷产量较多，整体仍为供大于求的格局，下半年公司原料成本上涨空间受限，价差景气有望延续。
- 公司围绕轻烃一体化为核心，持续推进高端化学品、高分子新材料和新能源材料的布局。2023年公司陆续投产的苯乙烯、聚苯乙烯、乙醇胺、电池级DMC、电子级双氧水等装置，有望在2024年贡献完整年度产能；2024年计划投产的多碳醇、高纯度丙烯酸、高分子乳液装置有望贡献增量；随着连云港基地一阶段检修与平湖基地丙烯酸装置改造陆续恢复正常，公司下半年经营情况及市场行情整体好于上半年。未来EAA、 α 烯烃综合利用产业园项目的落地，将进一步巩固公司的龙头地位，持续推动公司成长。
- 盈利预测和投资评级：预计公司2024-2026年归母净利润分别为58.56/67.82/87.22亿元，对应2024-2026年PE分别为9.74/8.43/6.54倍。公司具有乙烷资源优势，持续布局高端化学新材料，以新质生产力助推发展，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格波动、环保政策变动、新产能建设投产进度不及预期、新产能贡献业绩不达预期、经济大幅下行、下游需求偏弱导致产品价格大幅下跌等。

表 1：盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	37,044	41,487	45,852	53,790	64,920
增长率（%）	29.72	11.99	10.52	17.31	20.69
归母净利润（百万元）	3,062	4,789	5,856	6,782	8,722
增长率（%）	-49.02	56.42	22.28	15.80	28.60
ROE（%）	14.55	18.76	19.54	18.89	19.94
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.91	1.42	1.74	2.01	2.59
市盈率（P/E）	18.6	11.9	9.7	8.4	6.5
市净率（P/B）	2.7	2.2	1.9	1.6	1.3

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：烯烃行业可比公司估值

证券代码	可比公司	2024/7/23 收盘价(元)	EPS（元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600309.SH	万华化学	79.70	5.36	6.27	7.40	8.32	14.34	12.70	10.78	9.58
600989.SH	宝丰能源	16.29	0.77	1.14	1.84	2.01	19.17	14.29	8.87	8.11
600346.SH	恒力石化	13.65	0.98	1.30	1.58	1.85	13.43	10.46	8.63	7.37
	可比公司平均值	36.55	2.37	2.91	3.60	4.06	15.65	12.49	9.42	8.35
002648.SZ	卫星化学	16.95	1.42	1.74	2.01	2.59	10.37	9.74	8.43	6.54

数据来源：Wind，华龙证券研究所（卫星化学业绩为华龙证券研究所预测，其他公司盈利预测来自Wind一致预期）

表 3：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,735	12,733	17,103	21,460	25,001	营业收入	37,044	41,487	45,852	53,790	64,920
现金	5,532	6,399	10,041	12,994	15,394	营业成本	30,925	33,257	36,746	43,225	51,577
应收票据及应收账款	676	639	857	882	1,223	税金及附加	119	144	154	181	219
其他应收款	138	63	162	100	217	销售费用	88	145	133	162	198
预付账款	463	355	493	534	686	管理费用	534	531	650	740	892
存货	3,877	4,233	4,501	5,905	6,433	研发费用	1,238	1,626	1,701	2,000	2,434
其他流动资产	1,050	1,043	1,049	1,045	1,048	财务费用	849	811	219	227	172
非流动资产	44,650	51,849	52,741	55,370	59,559	资产和信用减值损失	-15	-11	-13	-15	-18
长期股权投资	2,239	2,471	2,674	2,895	3,119	其他收益	61	242	151	166	174
固定资产	19,033	25,258	25,857	28,018	31,532	公允价值变动收益	-291	187	-17	-19	-34
无形资产	1,265	1,801	2,034	2,232	2,470	投资净收益	399	-14	207	232	243
其他非流动资产	22,113	22,319	22,176	22,226	22,438	资产处置收益	3	0	1	2	1
资产总计	56,385	64,582	69,844	76,830	84,560	营业利润	3,448	5,378	6,578	7,619	9,793
流动负债	10,067	11,915	13,094	14,770	16,756	营业收入	11	11	14	12	12
短期借款	1,077	1,226	1,151	1,189	1,170	营业外支出	14	20	17	18	18
应付票据及应付账款	5,570	5,670	6,750	7,860	9,572	利润总额	3,445	5,368	6,575	7,614	9,788
其他流动负债	3,420	5,018	5,194	5,721	6,014	所得税	368	584	711	825	1,060
非流动负债	25,168	27,174	26,740	26,132	24,033	净利润	3,077	4,784	5,863	6,789	8,728
长期借款	10,549	10,839	10,405	9,797	7,698	少数股东损益	15	-6	7	7	6
其他非流动负债	14,619	16,335	16,335	16,335	16,335	归属母公司净利润	3,062	4,789	5,856	6,782	8,722
负债合计	35,235	39,089	39,835	40,902	40,789	EBITDA	6,228	9,427	9,862	11,381	14,153
少数股东权益	34	28	35	42	48	EPS (元)	0.91	1.42	1.74	2.01	2.59
股本	3,369	3,369	3,369	3,369	3,369						
资本公积	4,982	4,465	4,465	4,465	4,465						
留存收益	12,761	17,593	22,534	28,152	35,260						
归属母公司股东权益	21,117	25,465	29,974	35,886	43,723						
负债和股东权益	56,385	64,582	69,844	76,830	84,560						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,935	7,996	9,078	9,655	12,975
净利润	3,077	4,784	5,863	6,789	8,728
折旧摊销	1,754	2,626	2,716	3,116	3,673
财务费用	849	811	219	227	172
投资损失	-399	14	-207	-232	-243
营运资金变动	-741	-1,886	457	-278	594
其他经营现金流	1,396	1,648	29	33	52
投资活动现金流	-2,719	-2,044	-3,413	-5,532	-7,652
资本支出	2,492	2,406	3,406	5,524	7,638
长期投资	-110	-409	-203	-221	-224
其他投资现金流	-116	772	196	212	210
筹资活动现金流	-7,982	-5,072	-2,024	-1,170	-2,923
短期借款	-346	149	-75	37	-19
长期借款	-3,502	290	-434	-608	-2,099
普通股增加	1,649	0	0	0	0
资本公积增加	-1,616	-518	0	0	0
其他筹资现金流	-4,167	-4,993	-1,515	-599	-806
现金净增加额	-4,467	1,050	3,642	2,953	2,400

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	29.72	11.99	10.52	17.31	20.69
营业利润同比增速(%)	-50.58	55.97	22.31	15.83	28.53
归属于母公司净利润同比增速(%)	-49.02	56.42	22.28	15.80	28.60
获利能力					
毛利率(%)	16.52	19.84	19.86	19.64	20.55
净利率(%)	8.31	11.53	12.79	12.62	13.44
ROE(%)	14.55	18.76	19.54	18.89	19.94
ROIC(%)	11.67	15.06	14.38	14.69	16.65
偿债能力					
资产负债率(%)	62.49	60.53	57.03	53.24	48.24
净负债比率(%)	35.84	32.92	14.30	3.53	-6.86
流动比率	1.17	1.07	1.31	1.45	1.49
速动比率	0.71	0.67	0.91	1.00	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.69	0.68	0.73	0.80
应收账款周转率	57.69	63.08	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	6.53	6.29	14.59	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.42	1.74	2.01	2.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	2.37	2.69	2.87	3.85
每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.56	8.90	10.65	12.98
估值比率					
P/E	18.6	11.9	9.7	8.4	6.5
P/B	2.7	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	10.39	6.95	6.22	5.13	3.82

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046