

卫星化学(002648)

报告日期: 2025年01月18日

轻烃一体化龙头优势显著, 新项目打开成长新空间

——卫星化学深度报告

投资要点

□ 核心推荐逻辑

卫星化学是国内领先的轻烃一体化龙头, 综合优势明显, 盈利能力领先同行。同时, α -烯烃产业园项目积极推进, 将助力公司乙烯产能大幅跃升, α -烯烃、POE等高附加值新材料加速落地, 打开公司成长新空间。

□ 乙烷裂解工艺优势显著, 公司 C2 板块高成长

赛道 β : 近年国内乙烯产业高速发展, 但仍存较大供需缺口, 叠加海外产能增长放缓, 未来国内新投产产能有望得到较好消化。乙烯生产具多条技术路线, 依托美国低价原料, 乙烷裂解成本优势显著。展望未来, 美国乙烷供需宽松格局有望延续, 看好乙烷价格中低位维持, 乙烷裂解综合优势长存。

公司 α : 卫星化学是国内 C2 龙头, 公司采取乙烷裂解工艺, 在美国拥有码头、管道等稀缺资源, 拥有全球最大乙烷船队, 先发优势明显。同时, 公司在现有 250 万吨/年乙烯产能基础上, 新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目, 预计 2025 年底、2026 年底分阶段建成。项目达产后, 公司乙烯总产能将跃升至 500 万吨/年, 同时布局 α -烯烃、POE、聚 α -烯烃等高附加值新材料, 打开公司成长新空间。

□ 丙烯酸行业健康发展, 公司 C3 产业链布局完善

赛道 β : 随着万华化学、卫星化学、巴斯夫新产能的落地, 国内丙烯酸行业迎来新扩张, 考虑行业高集中度、龙头厂商投产节奏有序、全球丙烯酸需求稳步增长、以及海外无新项目投放, 行业景气度有望维持。2026 年下半年开始, 行业新产能建设将逐步放缓, 丙烯酸及酯有望迎来中长期景气向上。

公司 α : 卫星化学是国内 PDH 及丙烯酸龙头, 目前已形成“丙烷-丙烯-聚丙烯/丙烯酸/丁辛醇-丙烯酸酯-高分子乳液/颜料中间体”的完整产业链, 技术及规模一体化优势明显, 产品盈利持续优于同行。

□ 主要的预期差

1、核心预期差一: 市场此前担心特朗普 2.0 下, 乙烷进口或面临被加征关税风险。我们认为, 乙烷被加征进口关税风险低, 并且 2025 年开始乙烷进口关税进一步下调。2025 年 1 月 1 日起, 国务院关税税则委员会对部分商品的进口关税税率和税目进行调整, 其中乙烷新增了税目并新增暂定税率, 进口关税税率从原来的 2% 下调至 1%。此次政策调整明确了乙烷在国家绿色转型和资源战略中的重要地位, 体现了国家对烯烃原料轻质化发展的引导和鼓励。因此我们认为乙烷后续被加征进口关税风险低, 同时此次进口关税税率的下调, 有利于降低公司生产成本, 公司 C2 板块盈利水平和综合竞争力有望进一步提升。

2、核心预期差二: 市场担心国内乙烯产能未来两年集中投产, 乙烯价格或存较大下行压力。我们认为, 乙烯价格有所支撑。一方面, 目前国内仍有 1925 万吨供需缺口, 同时内需回暖下国内乙烯需求增速有望上行; 而海外新增产能逐步放缓, 因此新产能有望得到消化。另一方面, 石脑油裂解仍为当前主流路线, 其成本对乙烯价格有一定支撑作用, 目前国内油制乙烯装置仍处亏损状态, 行业开工意愿不强, 增加检修、以量换价策略或延续, 乙烯价格有望得到支撑, 而公司乙烷裂解路线成本优势显著, 开工率长期处于高位, 有望受益。

□ 潜在的催化剂

α -烯烃产业园等新项目逐步落地、油气价差扩大、烯烃景气上行、丙烯酸及酯景气上行等都将带动公司盈利水平提升, 驱动股价上行。

投资评级: 买入(维持)

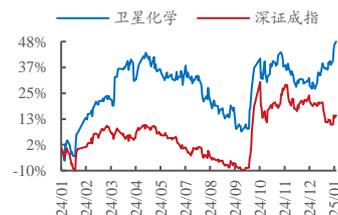
分析师: 李辉
 执业证书号: S1230521120003
 lihui01@stocke.com.cn

分析师: 汤永俊
 执业证书号: S1230523120009
 tangyongjun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 20.30
总市值(百万元)	68,383.51
总股本(百万股)	3,368.65

股票走势图



相关报告

- 《24Q3 业绩环比改善显著, 看好公司中长期成长》 2024.10.27
- 《Q2 环比改善显稳健经营能力, α -烯烃项目开工支撑中长期成长》 2024.07.18
- 《2023 业绩大幅改善, 多项目驱动长期成长》 2024.03.26

□ 盈利预测与估值

公司是国内轻烃一体化龙头，成本优势显著，后续新增项目众多，布局高端新材料，续力成长曲线，加速产业链升级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 56.62/68.39/93.85 亿元，EPS 分别为 1.68/2.03/2.79 元，现价对应 PE 为 12.1/10.0/7.3 倍。参考可比公司估值，给予 2025 年 13 倍 PE，对应目标市值 889 亿元，目标价 26.39 元，目标空间 30%，维持“买入”评级。

□ 风险提示

新产能释放不及预期、汇率风险、原材料价格波动风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41,487	47,971	55,868	69,669
(+/-) (%)	12.00%	15.63%	16.46%	24.70%
归母净利润	4,789	5,662	6,839	9,385
(+/-) (%)	54.71%	18.21%	20.79%	37.23%
每股收益(元)	1.42	1.68	2.03	2.79
P/E	14.28	12.08	10.00	7.29

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 轻烃一体化龙头，多维优势构筑公司发展护城河	6
1.1 轻烃龙头综合优势显著， α -烯烃产业园项目驱动高成长	6
1.2 股权结构较为集中，十年期持股计划助力公司长期可持续发展	8
2 乙烷裂解工艺优势显著，公司 C2 板块高成长	8
2.1 乙烯产业高速发展，国内仍有较大替代空间	8
2.2 乙烷价格有望中低位维持，持续看好乙烷裂解成本优势	13
2.2.1 乙烯生产具多条技术路线，乙烷裂解成本优势显著	13
2.2.2 美国乙烷供需宽松格局有望延续，看好乙烷价格中低位维持	14
2.3 公司 C2 板块各项优势明显， α -烯烃产业园项目助力高成长	15
3 丙烯酸行业健康发展，公司 C3 产业链布局完善	17
3.1 丙烯酸行业健康发展，中长期有望迎来景气向上	17
3.2 C3 龙头产业链布局完善，产品盈利持续优于同行	20
4 未来预期差	21
5 催化剂	22
6 盈利预测与估值	22
7 风险提示	23

图表目录

图 1: 卫星化学发展历程.....	6
图 2: 卫星化学产业链.....	6
图 3: 卫星化学股权结构.....	8
图 4: 国内乙烯产能近年快速增长.....	9
图 5: 国内乙烯表观消费量快速增长.....	10
图 6: 乙烯下游应用分布.....	10
图 7: 国内乙烯及衍生物仍存较大缺口.....	11
图 8: 全球乙烯产能情况 (万吨).....	11
图 9: 全球乙烯需求情况 (万吨).....	11
图 10: 美国乙烯产能增长放缓.....	12
图 11: 美国乙烯新项目较少.....	12
图 12: 中东及欧洲乙烯产能增长放缓.....	12
图 13: 海外部分乙烯产能逐步退出.....	12
图 14: 全球乙烯工艺路线分布 (2021 年).....	13
图 15: 国内乙烯工艺路线分布 (2024 年).....	13
图 16: 乙烷裂解工艺成本优势显著.....	13
图 17: 美国乙烷产业链.....	14
图 18: 美国近年天然气及 NPGL 产量情况.....	14
图 19: 美国 NPGL 中乙烷含量相对稳定.....	14
图 20: 美国乙烷供需宽松格局有望延续.....	15
图 21: 美国乙烷库存呈上行趋势.....	15
图 22: 美国乙烷出口码头情况.....	16
图 23: 卫星化学拥有全球最大乙烷船队.....	16
图 24: 国内丙烯酸产能稳步增长.....	17
图 25: 国内丙烯酸丁酯产能稳步增长.....	17
图 26: 国内丙烯酸行业集中度高 (2024 年).....	17
图 27: 国内丙烯酸丁酯行业集中度高 (2024 年).....	17
图 28: 国内丙烯酸需求情况.....	18
图 29: 国内丙烯酸下游需求结构 (2023 年).....	18
图 30: 国内丙烯酸丁酯需求情况.....	19
图 31: 国内丙烯酸丁酯下游需求结构 (2023 年).....	19
图 32: 丙烯酸进出口情况.....	19
图 33: 丙烯酸丁酯进出口情况.....	19
图 34: 卫星化学 C3 一体化布局完善.....	20
图 35: 公司丙烯酸盈利持续优于同行.....	20
图 36: 油制乙烯装置盈利承压.....	21
图 37: 炼厂成品油及 PX 价差有所下行.....	21
图 38: 2024 年国内 PE 检修明显增多.....	22
表 1: 卫星化学产能情况 (截至 2024 年).....	7
表 2: 国内乙烯在建产能情况.....	9
表 3: 国内乙烯规划产能情况.....	10

表 4: 卫星化学 α -烯烃综合利用高端新材料项目产能规划.....	16
表 5: 丙烯酸及酯新产能情况.....	18
表 6: 国内丙烯酸供需平衡表.....	20
表 7: 可比公司估值.....	22
表附录: 三大报表预测值.....	24

1 轻烃一体化龙头，多维优势构筑公司发展护城河

1.1 轻烃龙头综合优势显著， α -烯烃产业园项目驱动高成长

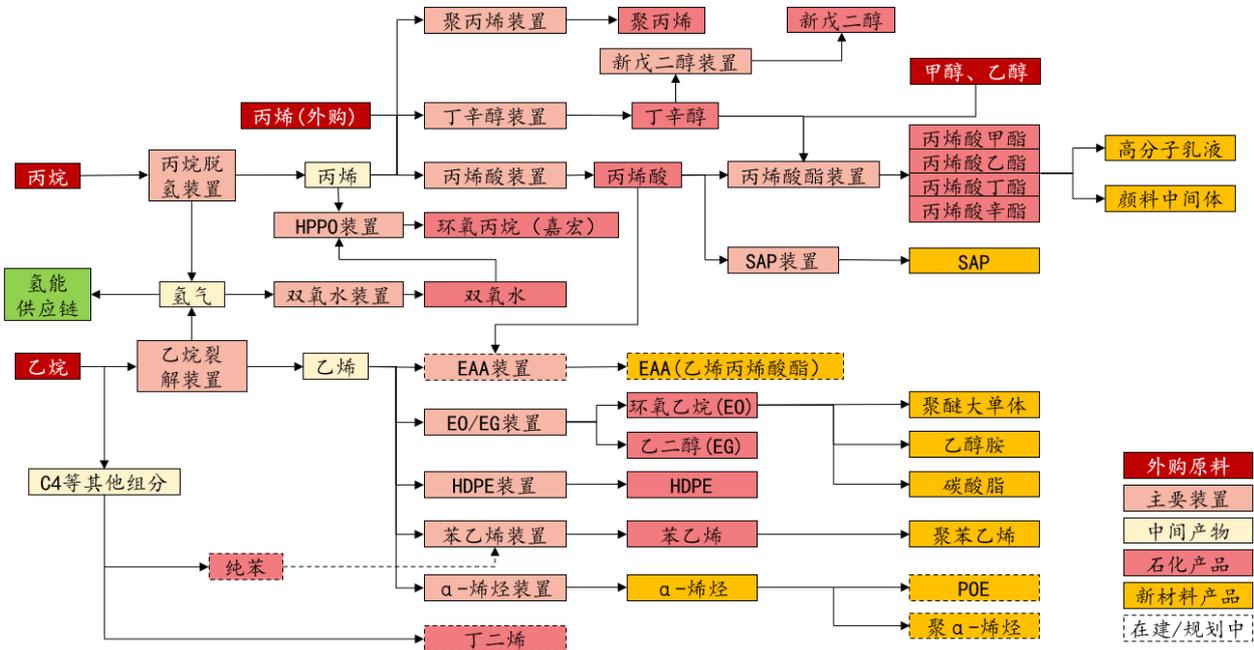
国内领先的轻烃产业链一体化生产企业。卫星化学是国内领先的轻烃产业链一体化生产企业，拥有国内首套进口乙烷综合利用装置、首套丙烷脱氢装置，国内最大的丙烯酸生产装置。公司从丙烯酸酯高分子乳液创业，不断向上游原料产业突破，打破原料对化学新材料发展的供应制约，形成丙烷脱氢制丙烯、聚丙烯、丙烯酸及酯、丁辛醇、高分子乳液、高吸水性树脂等 C3 产业链；同时公司稳步推进多元化发展战略，以乙烷裂解制乙烯为基础，布局 C2 产业链，努力将公司打造成以低碳原料为核心的化学新材料科技型企业。

图1：卫星化学发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

图2：卫星化学产业链



资料来源：公司公告，项目环评，百川盈孚，浙商证券研究所

C3 板块一体化优势显著。C3 方面，公司目前已形成“丙烷-丙烯-丙烯酸/丁辛醇-丙烯酸酯-高分子乳液/颜料中间体”的完整产业链，拥有 90 万吨/年 PDH、45 万吨/年聚丙烯、84 万吨/年丙烯酸、80 万吨/年丁辛醇、105 万吨/年丙烯酸酯、15 万吨/年 SAP、21 万吨/年高分子乳液、2.1 万吨/年颜料中间体、182 万吨/年双氧水及 40 万吨/年环氧丙烷等产能，一体化

优势显著。同时，公司适度进行产能扩充，26万吨/年高分子乳液、20万吨/年精丙烯酸预计2025年下半年开始逐步释放。

C2板块具工艺及原料成本优势。C2方面，公司连云港石化一期（一阶段、二阶段）、绿色化学新材料产业园项目自2021年5月开始相继落地，截至2024年底，公司拥有250万吨/年乙烯产能、80万吨/年PE产能、73万吨/年EO、146/182万吨/年EO/EG、60万吨/年苯乙烯、40万吨/年聚苯乙烯、50万吨/年聚醚大单体、15万吨/年碳酸酯、10万吨/年乙醇胺、1000吨/年 α -烯烃产能。公司C2产业以美国低价乙烷为原料，采取乙烷裂解工艺，一体化布局，综合竞争优势显著。

乙烯大幅扩能叠加新材料落地， α -烯烃产业园项目打开公司新成长。公司积极进行产能扩张， α -烯烃综合利用高端新材料项目已于2024年6月开工，项目分两阶段建设，预计分别于2026年初和2027年初投产。项目达成后，公司预计新增乙烯产能250万吨/年、PE产能170万吨/年、纯苯26万吨/年、丁二烯12万吨/年。同时，相较前期布局环氧乙烷、乙二醇等大宗品，新项目公司将依托技术创新向下布局50万吨/年 α -烯烃、60万吨/年POE、3万吨/年聚 α -烯烃等高附加值新材料，提升C2板块综合盈利能力。

表1：卫星化学产能情况（截至2024年）

	产品	已有产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	预计投产时间	在建项目
嘉兴基地 + 江苏嘉宏	丙烯	90			
	聚丙烯	45			
	丙烯酸	84	20（精酸）	2025H2	年产20万吨精丙烯酸项目
	丙烯酸酯	105			
	SAP	15			
	高分子乳液	21	26	2025H2	绿色环保水性高分子乳液系列产品技改
	颜料中间体	2.1			
	双氧水	47（嘉兴） +135（嘉宏）			
	环氧丙烷	40（嘉宏）			
	丙烯		90	待定	新材料新能源一体化项目
	丁辛醇	80			
新戊二醇		8	2025年		
连云港 石化	乙烯	250	125+125	2026年初、2027年初	α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目
	聚乙烯	80	135+35	2026年初、2027年初	
	苯乙烯	60			
	环氧乙烷	一套73万吨 EO、两套 73/91万吨 EO/EG			
	乙二醇				
	聚醚大单体	50			
	碳酸酯	15			
	乙醇胺	10			
	聚苯乙烯	40			
	α -烯烃	0.1	10+20+30	2025年底、2026年初、2027年初	
	POE		60	2027年初	
	聚 α -烯烃		3	2027年初	
	丁二烯		12	2026年初	
纯苯		26	2026年初		
中韩科锐	EAA		4+5	一期预计2025	乙烯丙烯酸共聚物（EAA）项目

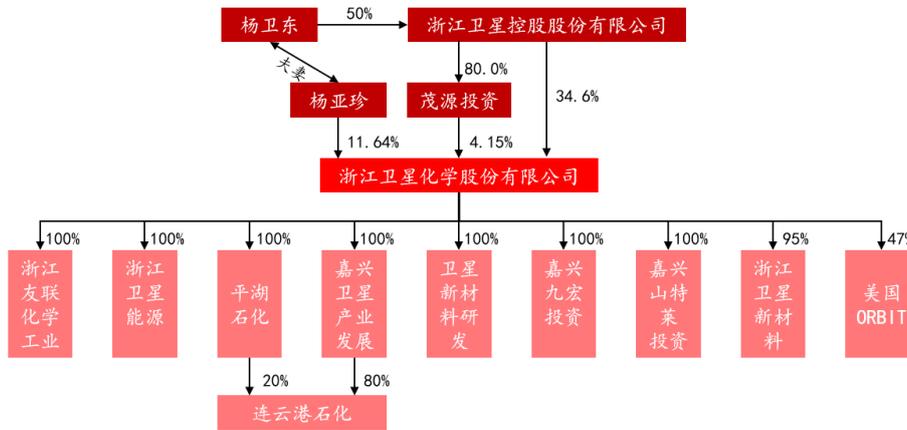
资料来源：公司公告，项目环评，百川盈孚，浙商证券研究所

1.2 股权结构较为集中，十年期持股计划助力公司长期可持续发展

公司股权结构较为集中，激励机制有效健全。公司控股股东为浙江卫星控股，实际控制人为杨卫东、杨亚珍夫妇，二人合计持有公司 30.6%股份，公司股权相对集中，这将有利于公司重大决策的实施及长远发展。同时，公司不断健全长期、有效的激励机制，多次开展股权激励计划，实现股东、公司和员工利益的一致与收益共享。

十年期事业合伙人持股计划助力公司可持续发展。2021年9月，公司发布事业合伙人持股计划，本持股计划存续期10年，在计划存续期内（2021年-2030年）可合理实施多起各自独立存续的持股计划，参与对象主要为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的公司核心、骨干员工及为公司做出突出贡献的员工，第一期持股计划已于2022年实施。十年期事业合伙人持股计划的实施，彰显了公司长远发展的信心，同时有效调动员工的积极性和创造性，促进公司长期、持续、健康发展，确保公司长期经营目标的实现。

图3：卫星化学股权结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所（截至 2024/10/22）

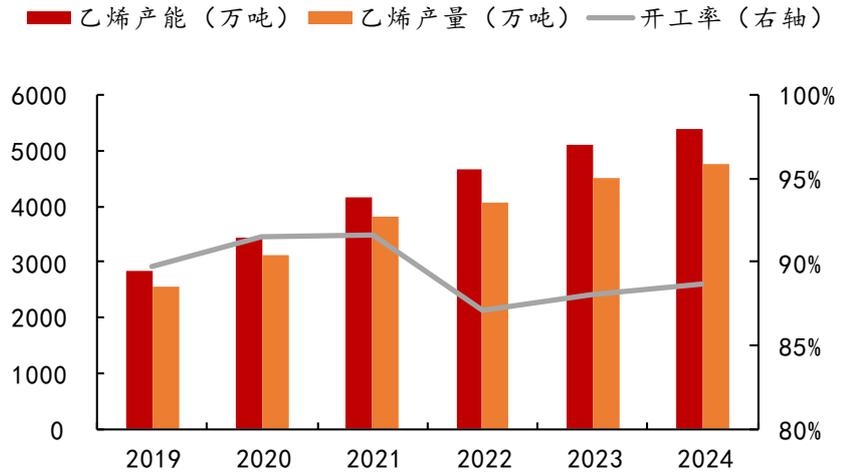
2 乙烷裂解工艺优势显著，公司 C2 板块高成长

2.1 乙烯产业高速发展，国内仍有较大替代空间

乙烯是石化行业核心产品。乙烯既是烃类裂解产品，又是重要的石油化工的基础原料，乙烯衍生物产品种类繁多，在合成材料、有机合成等方面有广泛应用，规模占全球石化产品总量的 75%以上，广泛应用于包装、农业、建筑、纺织、电子电器、汽车等领域，在国民经济中占有重要地位。全世界已将乙烯产量作为衡量一个国家石化行业发展水平的重要标志之一。

国内乙烯产业迎高速发展。近年，在炼化一体化、民营大炼化快速发展，煤/甲醇制烯烃不断扩能和“油转化”趋势推动下，中国乙烯产业规模迎来高速发展。据卓创资讯，国内乙烯产能从 2019 年的 2853.5 万吨增至 2024 年的 5377.5 万吨，年均复合增速达 13.5%；国内乙烯产量从 2019 年的 2560.2 万吨增至 2024 年的 4767.0 万吨，年均复合增速达 13.2%，中国也超越美国成为全球乙烯第一生产大国。

图4: 国内乙烯产能近年快速增长



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

未来两年乙烯新产能投放较为集中, 2027年产能增速逐步放缓。随着“油转化”持续推进、外资厂商合作布局、以及民营项目的落地, 未来2-3年我国乙烯产能将呈持续增长趋势。据浙商化工统计, 目前国内在建乙烯产能达2575万吨/年, 其中中国石化、中国石油相关项目产能合计达1010万吨/年, 外资参与项目产能合计达735万吨/年, 民营项目主要为宝丰内蒙项目和卫星 α -烯烃综合利用新材料项目, 新增乙烯产能分别达150万吨/年和250万吨/年。从投产时间看, 新产能在2025-2026年投放较为集中, 2027年开始产能增速逐步放缓。

表2: 国内乙烯在建产能情况

企业	项目	产能 (万吨/年)	预计投产时间
宝丰能源	内蒙古宝丰煤基烯烃项目	150	2024-2025
埃克森美孚(惠州)	埃克森美孚惠州(一期)	160	2025
万华化学	烟台乙烯二期	120	2025
裕龙石化	裕龙岛炼化一体化项目2#乙烯	150	2025
中国石油-吉林石化	炼油化工转型升级项目	120	2025
联泓新科	新能源材料和生物可降解材料一体化项目	25	2025
中国石油-广西石化	广西石化炼化一体化升级转型项目	120	2025
中国石化-洛阳石化	洛阳石化百万吨乙烯项目	100	2025
巴斯夫(湛江)	巴斯夫湛江一体化项目	100	2025
卫星化学	α -烯烃综合利用新材料项目一阶段	125	2026
中国石油-独山子石化	独山子二期乙烯项目	120	2026
中沙古雷	古雷150万吨/年乙烯及下游深加工联合体项目	150	2026
华锦阿美	华锦阿美炼化一体化项目	165	2026
中煤陕西榆林能源化工	中煤陕西榆林二期	30	2026
中国石化-镇海炼化	镇海150万吨/年乙烯及下游高端新材料产业集聚项目	150	2026
中国石化-茂名石化	茂名乙烯改造示范性项目	100	2026
卫星化学	α -烯烃综合利用新材料项目二阶段	125	2027
中国神华	神华包头煤制烯烃升级示范项目	40	2027
中国石化-湖南石化	岳阳炼化一体化项目	100	2027
中国石化-扬子石化	扬子石化170万吨/年轻烃综合利用改造项目	100	2027
中海壳牌	中海壳牌惠州三期乙烯项目	160	2027-2028
国能宁煤	国能宁煤MTP工艺技术升级改造项目	65	2027-2028
中国石化-齐鲁石化	齐鲁石化鲁油鲁炼转型升级技术改造项目	100	2027-2028
合计		2575	

资料来源: 百川盈孚, 相关公司公告, 相关项目环评, 石油和化工园区, 浙商证券研究所

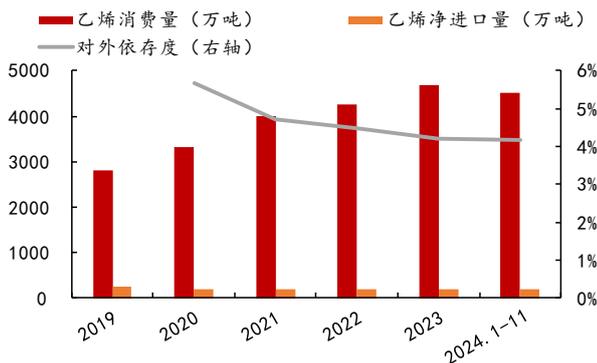
表3: 国内乙烯规划产能情况

企业	项目	产能(万吨/年)
万华化学、ADNOC 等	160万吨/年的特种聚烯烃一体化设施(福建)	160
宝丰能源	新疆煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目	200
中国石油-呼和浩特石化	呼和浩特石化公司120万吨/年乙烷制乙烯项目	120
中国石油-兰州石化	兰州石化转型升级乙烯改造项目	120
中国石化-塔河炼化	塔河炼化乙烯项目	100
中国石化-中科炼化	中科炼化一体化二期	120
延长石油	延长石油延安1000万吨/年炼化一体化转型升级项目	120
埃克森美孚(惠州)化工	埃克森美孚惠州(二期)	160
合计		1100

资料来源: 项目环评、聚烯烃人、石油和化工园区, 甘肃经济网, 浙商证券研究所

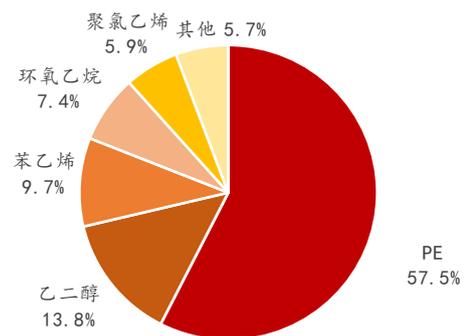
国内乙烯表观需求快速增长。近年, 国内乙烯需求伴随产能增长快速提升, 表观消费量从2019年的2809.9万吨增至2023年的4693.6万吨, 年均复合增速达13.7%; 2024年1-11月国内乙烯表观消费量达4525.8万吨, 同比+5.8%。需求结构方面, PE为下游第一大应用, 占比达57.5%; 乙二醇、苯乙烯、环氧乙烷、聚氯乙烯占比分别达13.8%、9.7%、7.4%和5.9%。

图5: 国内乙烯表观消费量快速增长



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

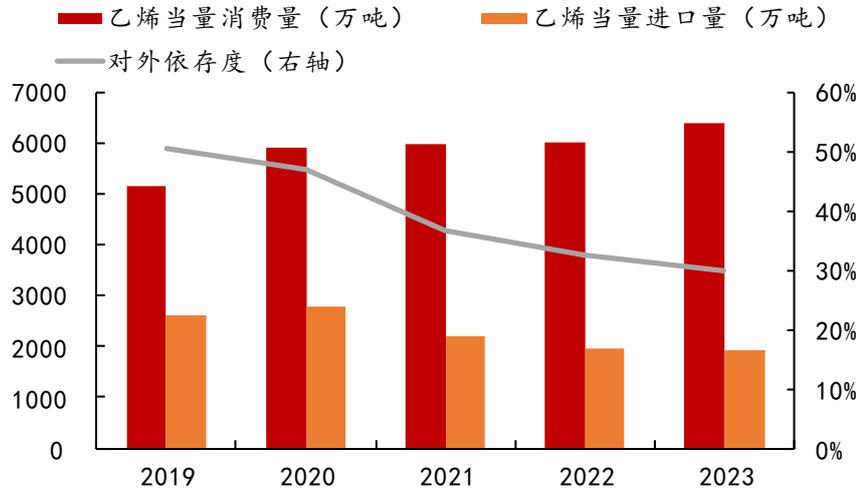
图6: 乙烯下游应用分布



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所(截至2023年)

国内乙烯及衍生物仍存1925万吨缺口, 国内乙烯新产能将得到有效消化。进口方面, 乙烯因为运输难度较高, 因此直接进口较少, 2023年国内乙烯对外依存度仅3.2%, 但下游聚乙烯、乙二醇、苯乙烯等仍面临供给缺口, 需从海外大量进口以满足国内需求。据统计, 截至2023年国内乙烯当量消费量达6405.5万吨, 其中1924.6万吨需求通过进口满足, 对外依存度达30.0%。因此, 国内乙烯及衍生物仍存较大进口替代空间, 未来2-3年国内乙烯新产能将得到有效消化。

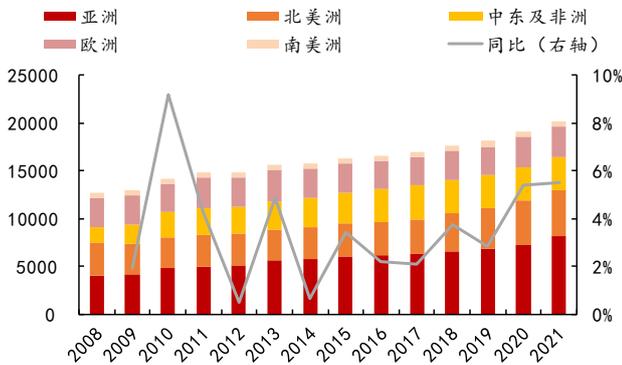
图7: 国内乙烯及衍生物仍存较大缺口



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

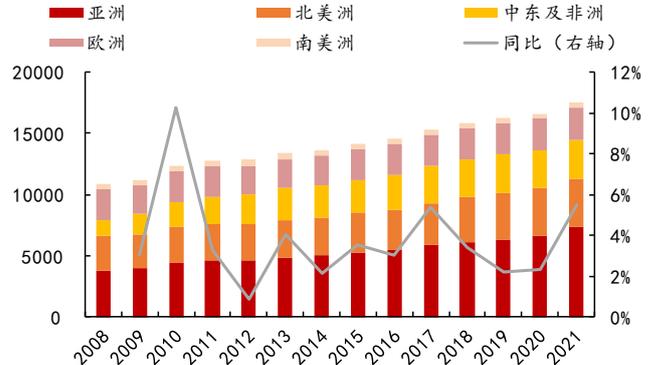
海外乙烯产能增长放缓, 增量主要来自中国。全球乙烯供需近年呈稳步增长趋势, 其中产能从2015年的1.6亿吨增至2021年的2.0亿吨, 年均复合增速达3.6%; 消费量从2015年的1.4亿吨增至2021年的1.8亿吨, 年均复合增速达3.6%。近十年来, 全球乙烯产能增长动力主要来自中国、美国、及中东等地区, 2020年之后, 美国、中东乙烯产能增长也逐步放缓, 海外乙烯产能扩张进入尾声, 未来乙烯新产能将主要来自中国。

图8: 全球乙烯产能情况 (万吨)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

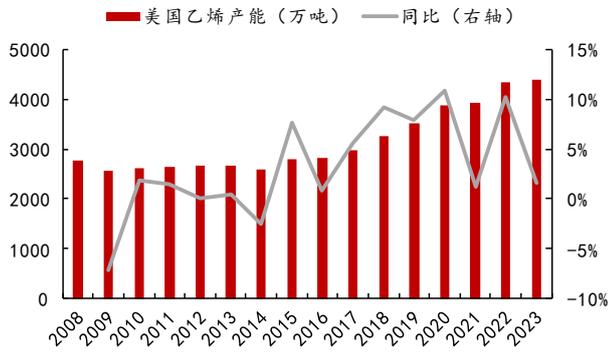
图9: 全球乙烯需求情况 (万吨)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

美国乙烯新项目较少。美国在2016年-2020年凭借国内页岩气革命带来的大量低价乙烷, 进行了第一轮乙烷制乙烯扩能, 新增乙烯产能超1000万吨/年。目前, 美国正进行第二轮乙烯扩能, 但整体规模远低于第一轮, 2023年美国乙烯产能约4400万吨, 同比增速仅+1.6%。展望未来, 美国乙烯新项目仅LACC在路威斯安那州的50万吨/年乙烯扩能项目、与雪佛龙和卡塔尔能源在德克萨斯州合资建设的208万吨/年乙烯项目, 乙烯新增产能较为有限。

图10: 美国乙烯产能增长放缓



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图11: 美国乙烯新项目较少

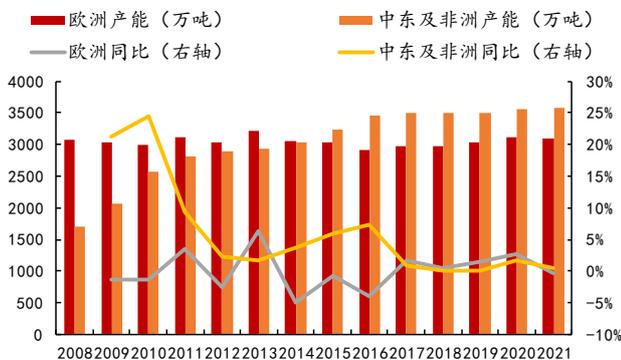
企业	地点	产能 (万吨/年)	预计投产时间
LACC (乐天化学+西湖化学)	路易斯安那州查尔斯湖	50	2026
雪佛龙+卡塔尔能源	德克萨斯州奥兰治	208	2026

资料来源: 开博化工、Oil&Gas Watch, 浙商证券研究所

中东乙烯产能增长放缓，欧洲部分产能陆续退出。 中东方面，依靠乙烯原料资源优势，2008-2016年沙特、伊朗等中东国家兴起一波乙烯扩能，中东地区乙烯产能从2008年的1707万吨/年增至2016年的3467万吨/年；2016年之后，中东乙烯扩张放缓，整体产能维持在3500万吨/年左右水平。欧洲方面，近年乙烯产能增速长期停滞，同时在弱需求、高能源成本背景下，欧洲乙烯装置盈利长期承压，部分产能开始陆续退出。2024年4月，沙比克发布公告，其位于荷兰赫伦的烯烃3裂解装置将永久关闭，涉及53万吨/年乙烯和32.5万吨/年丙烯产能；同期，埃克森美孚披露计划，将于2024年关闭位于法国格拉雄翁的蒸汽裂解炉，涉及42.5万吨/年乙烯和29万吨/年丙烯产能。另外，亚洲也有装置开始退出，2024年3月出光兴产宣布未来将关闭位于日本千叶地区的37万吨/年乙烯产能。

未来两年全球乙烯产能增速仍处正常水平，2027年之后有望迎新一轮上行周期。 综合看，国内乙烯新产能在2025-2026年将集中投放，从国内角度，目前我国乙烯仍有近2000万吨缺口，新产能的投放将有效填补现有缺口，同时一定程度缓解产能增长压力。除中国外，海外乙烯产能扩张均放缓，同时欧洲部分产能相继退出，因此从全球角度，未来2-3年全球乙烯产能增速仍处正常水平。进入2027-2028年，随着国内新产能增速放缓，乙烯或迎来新一轮上行周期。

图12: 中东及欧洲乙烯产能增长放缓



资料来源: Bloomberg、浙商证券研究所

图13: 海外部分乙烯产能逐步退出

宣布时间	企业	地点	关停乙烯产能 (万吨/年)
2024年3月	出光兴产	日本	37
2024年4月	沙比克	荷兰	53
2024年4月	埃克森美孚	法国	42.5

资料来源: 中国石油化工, 华瑞石化资讯网, 浙商证券研究所

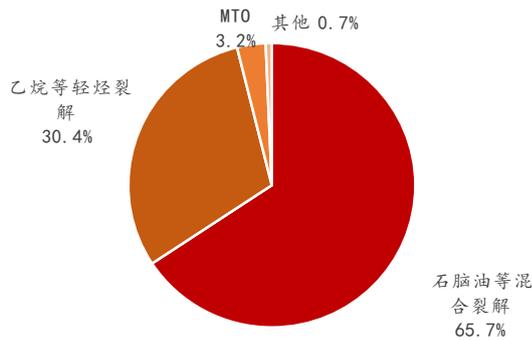
2.2 乙烷价格有望中低位维持，持续看好乙烷裂解成本优势

2.2.1 乙烯生产具多条技术路线，乙烷裂解成本优势显著

乙烯生产具有多条技术路线，石脑油裂解仍为主流。乙烯生产路线主要包括石脑油裂解、乙烷等轻烃裂解、以及煤化工路线，其中石脑油裂解仍是目前最主要的乙烯生产路线。据 Bloomberg，全球约 65.7%的乙烯来自石脑油等混合裂解、30.4%的乙烯来自乙烷等轻烃裂解；相较全球，我国煤炭资源丰富，煤制烯烃占比较高，据卓创资讯，国内 75.0%的乙烯来自石脑油裂解、16.1%的乙烯来自煤化工路线（CTO/MTO）、8.9%的乙烯来自乙烷等轻烃裂解。

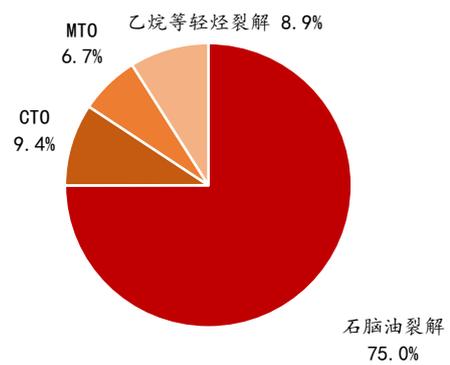
乙烷裂解工艺成本优势显著。目前，全球 65%以上乙烯来自石脑油路线，因此石脑油裂解成本对乙烯价格有一定支撑。而相较石脑油裂解和煤制烯烃，乙烷裂解制乙烯具备高收率、低投资成本和低能耗等优势；同时在原料方面，美国页岩气革命以来，乙烷价格大幅走低，MB 乙烷价格长期处于 200 美元/吨以下，乙烷裂解原料成本优势凸显，即使在其他路线盈利承压背景下，也展现出较好的盈利水平。

图14：全球乙烯工艺路线分布（2021年）



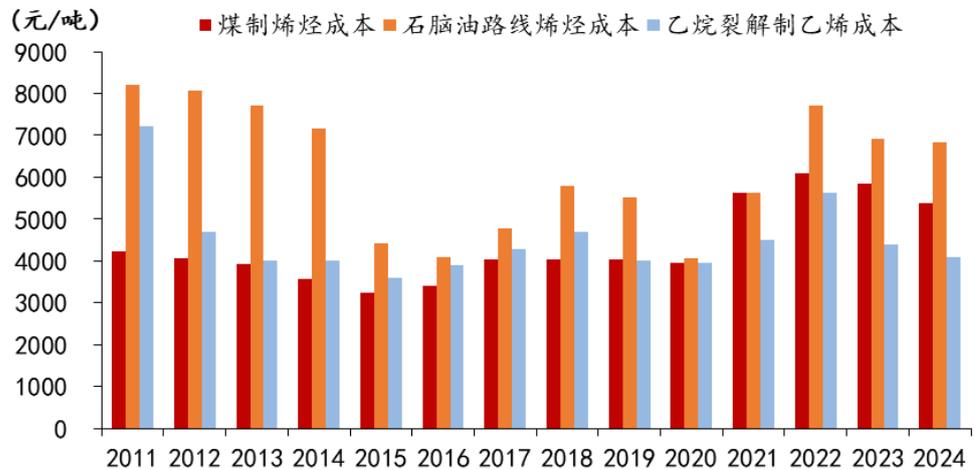
资料来源：Bloomberg、浙商证券研究所

图15：国内乙烯工艺路线分布（2024年）



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图16：乙烷裂解工艺成本优势显著

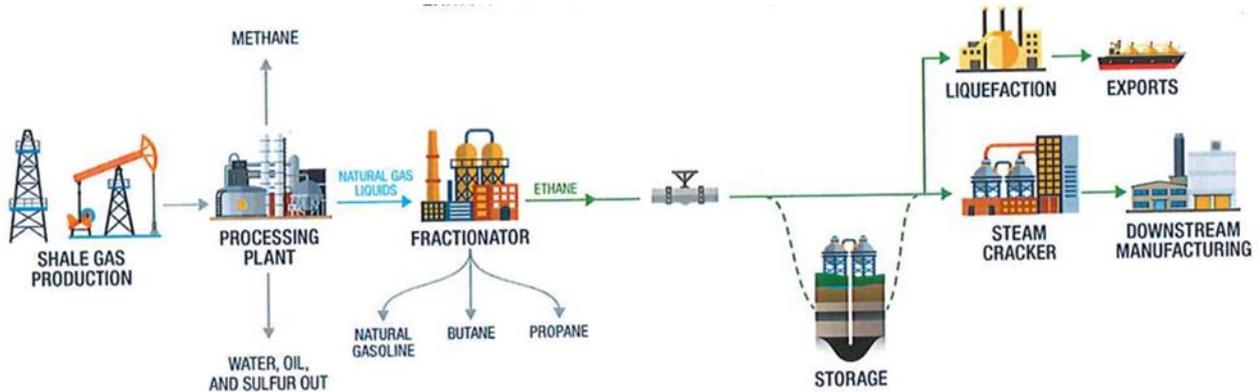


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2.2 美国乙烷供需宽松格局有望延续，看好乙烷价格中低位维持

NGPL 是美国乙烷主要来源。乙烷是天然气开采时的伴生气，当天然气湿气从气井中采出后，经最初的除杂纯化后，通过管道进入天然气处理厂的透平膨胀机充分气化后再进入深冷脱甲烷塔，处理分离得到天然气干气进入管道，剩余的天然气工厂液体 NPGL 和液化炼厂气 LRG 组成碳氢气体液 HGL；HGL 进一步处理分为天然气凝析液 NGL 和炼厂烯烃，NGL 通过管道运输至相关地区再进行分馏，分离成相对纯组分的乙烷、丙烷、正丁烷、异丁烷和戊烷等组分。

图17：美国乙烷产业链

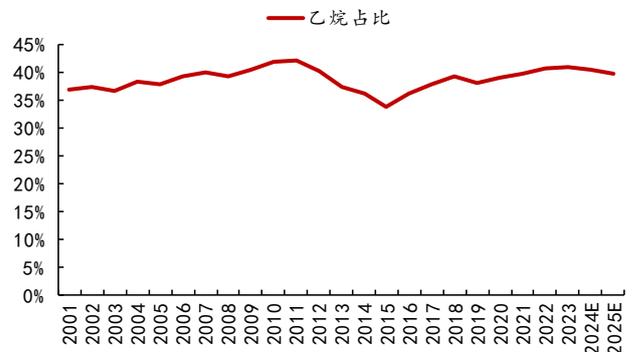
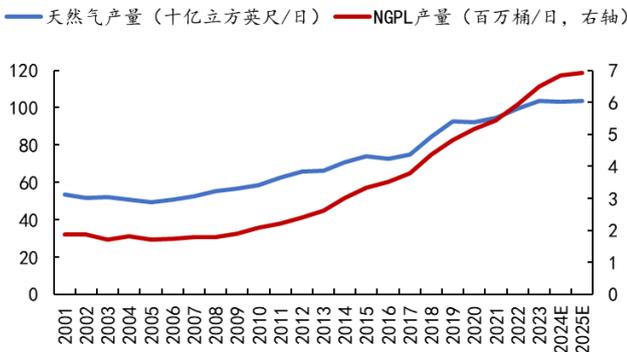


资料来源：DOE，浙商证券研究所

NGPL 产量快速增长，带动乙烷产量持续提升。NGPL 作为乙烷的主要来源，近年产量快速增长。据 EIA，页岩气革命以来，美国天然气干气产量从 2012 年的 657 亿立方英尺/日增至 2023 年的 1038 亿立方英尺/日，年均复合增速达 4.2%；而 NGPL 产量从 2012 年的 241 万桶/日增至 2023 年的 650 万桶/日，年均复合增速达 9.4%，高于同期天然气产量增速，并预计在 2024-2025 年保持增长。同时，据 EIA，乙烷在 NGPL 中含量较为稳定，近年维持在 40% 左右水平，因此 NGPL 产量的快速增长，也将带动美国乙烷产量的持续提升。

图18：美国近年天然气及 NGPL 产量情况

图19：美国 NGPL 中乙烷含量相对稳定



资料来源：EIA，浙商证券研究所

资料来源：EIA，浙商证券研究所

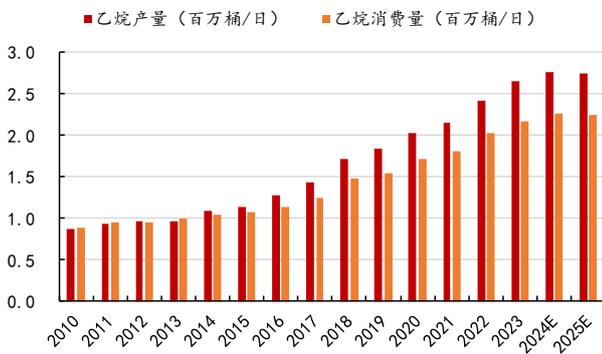
美国乙烷供需宽松格局有望延续，看好乙烷价格中低位维持。据 EIA，美国乙烷实际产量从 2012 年的 97 万桶/日增至 2023 年的 265 万桶/日，年均复合增速达 9.6%；需求量从 2012

年的 95 万桶/日增至 2023 年的 216 万桶/日，年均复合增速达 7.8%，低于产量增速，主要由于美国乙烷裂解制乙烯投产高峰已过，乙烯新产能增长近年逐步放缓。在供需宽松背景下，美国乙烷库存也持续提升，据 EIA 统计，截至 2024 年底美国乙烷库存达 7414 万桶，升至历史高位。展望未来，乙烷供给将随 NPGL 产量增长而持续提升，需求端美国乙烷裂解新建项目较少，同时出口受管道和码头设施限制，较难快速放量，因此未来美国乙烷供需宽松格局有望延续，看好乙烷价格中低位维持，乙烷裂解制乙烯将保持原料成本优势。

国内乙烷进口税率下调，有效节约乙烷裂解厂商关税成本。2025 年 1 月 1 日起，国务院关税税则委员会对部分商品的进口关税税率和税目进行调整，其中乙烷新增了税目并新增暂定税率，进口关税税率从原来的 2% 下调至 1%。此次进口税率的下调将进一步节约国内乙烷裂解厂商进口乙烷的关税成本，提升其盈利能力和综合竞争力。

图20: 美国乙烷供需宽松格局有望延续

图21: 美国乙烷库存呈上行趋势



资料来源: EIA, 浙商证券研究所

资料来源: EIA, 浙商证券研究所

2.3 公司 C2 板块各项优势明显， α -烯烃产业园项目助力高成长

卫星化学是国内 C2 龙头，综合竞争优势显著。卫星化学作为国内 C2 领域龙头企业，目前拥有乙烯产能 250 万吨/年，并向下游布局了 80 万吨/年聚乙烯、219 万吨/年环氧乙烷、182 万吨/年乙二醇、50 万吨/年聚醚大单体、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、1000 吨/年 α -烯烃等。公司以进口美国乙烷为原料，采用乙烷裂解工艺路线，乙烯装置综合竞争优势显著。

公司在美国拥有码头、管道等稀缺资源，先发优势明显。原料资源方面，尽管美国乙烷价格低廉，但出口设施限制了乙烷出口的能力，目前在美国通过自建码头、管道获得乙烷资源非常困难。卫星化学在美国市场深耕多年，上下游供应链配套已经非常完善和成熟，先发优势明显。其中，为了实现基本原料的保障，早在 2018 年 3 月卫星美国就与美国能源传输伙伴公司 (ETP) 子公司 SPMT 签署乙烷原料供应与运输相关合同，双方合资设立新公司 ORBIT (卫星化学持 47% 股权)，在美国德克萨斯州建设一个新的出口终端，包括输送管道、烷烃冷冻设施和储罐。目前该码头具备 18 万桶/天的出口能力，并在进一步扩建，为卫星化学 α -烯烃综合新材料项目的原料需求做好准备。

公司具备卓越的乙烷运输能力。由于乙烷沸点相对较低，因此现有技术条件下需将乙烷低温冷冻才能液化，因此在长距离海运过程中，需有专门的低温气体运输船来运输乙烷。大型乙烷运输船投资成本高、制造时间长，卫星化学凭借雄厚的实力和提前布局，目前拥有全球最大乙烷船队，具备卓越的乙烷运输能力。其中连云港石化一期一阶段和二阶段目前配套了 14 艘 VLEC 乙烷运输船。 α -烯烃综合利用高端产业园项目一阶段的 6 艘 VLEC 乙烷船已于 2023 年 7 月下单建造，预计在 2026 年初交付，与公司项目一阶段建设进度保持

一致；二阶段的 8 艘 ULEC 乙烷运输船已经分两批于 2024 年 8 月和 10 月下单建造，会配套满足项目二阶段装置投产运行。

图22: 美国乙烷出口码头情况

运营商	出口港	投产时间	出口能力	
			(万桶/天)	(万吨/年)
ETP	Marcus Hook	2016 年	7	100
Enterprise	Morgan's Point	2016 年	24	500
ETP 卫星化学	Nederland	2021 年初	18	400

资料来源: 石油商报, 中国化工报, 浙商证券研究所

图23: 卫星化学拥有全球最大乙烷船队

服务项目	数量	类型	容量 (m ³)	船厂	船东
一期一阶段	3	VLEC	98000	现代重工	MISC
	3	VLEC	98000	三星重工	MISC
一期二阶段	2	VLEC	98000	江南造船	西南海运
	2	VLEC	98000	现代重工	EPS
一期补充	2	VLEC	98000	三星重工	EPS
	2	VLEC	98000	现代重工	EPS
二期一阶段	6	VLEC	99000	江南造船	SINOGAS
二期二阶段	6	ULEC	150000	江南造船	EPS
	2	ULEC	150000	HD 韩国造船海洋	EPS

资料来源: 公司公告, 上海船舶工业行业协会, 国际船舶网, 船舶前线, 浙商证券研究所

α-烯烃产业园项目有序推进, 公司 C2 板块呈高成长。公司依托现有资源、技术、区位优势, 积极进行 C2 产能扩张, 驱动公司中长期成长。2023 年 6 月, 公司公告拟投资 257 亿元建设 α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目, 项目分两个阶段推进。其中, 一阶段拟建设 125 万吨/年乙烯, 配套建设 20 万吨/年 α-烯烃、135 万吨/年聚乙烯、12 万吨/年丁二烯、26 万吨/年纯苯; 二阶段拟建设 125 万吨/年乙烯, 配套建设 30 万吨/年 α-烯烃、35 万吨/年聚乙烯、60 万吨/年 POE 及 3 万吨/年聚-α 烯烃产能。项目一阶段目前已经全面开始建设, 预计将于 2025 年底中交, 2026 年初投产; 项目二阶段预计 2026 年底建成, 2027 年初投产。随着 α-烯烃综合利用项目的落地, 公司乙烯产能将实现翻番, 进而带动业绩的大幅提升; 同时, 项目向下布局了 α-烯烃及 POE 等高附加值新材料, 将有效提升 C2 板块综合盈利能力。

表4: 卫星化学 α-烯烃综合利用高端新材料项目产能规划

项目	地点	投资额 (亿元)	阶段	产品	产能 (万吨/年)
α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目	连云港	257	一阶段	乙烯	125
				α-烯烃	20
				聚乙烯	135
				丁二烯	12
				纯苯	26
			二阶段	乙烯	125
				α-烯烃	30
				聚乙烯	35
				POE	60
				聚-α 烯烃	3

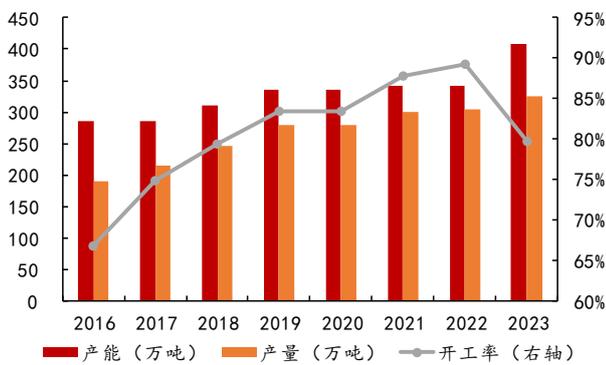
资料来源: 公司公告, 项目环评, 浙商证券研究所

3 丙烯酸行业健康发展，公司 C3 产业链布局完善

3.1 丙烯酸行业健康发展，中长期有望迎来景气向上

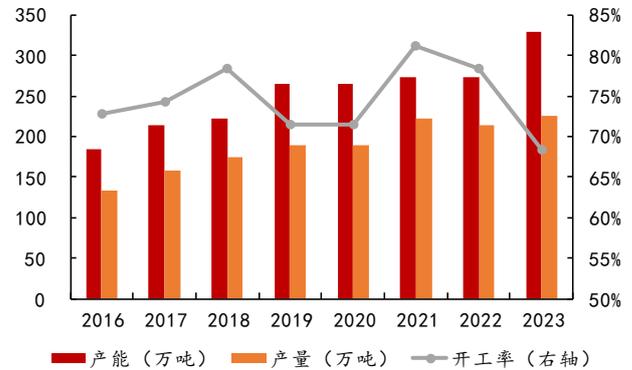
国内丙烯酸及酯行业稳步发展。丙烯酸及酯是公司 C3 板块核心产品，同时也是丙烯下游重要的有机合成原料，具有优异的聚合和酯化能力，为各种精细化学品的合成与制备提供了极为重要的中间体。近年，国内丙烯酸产能稳步增长，据卓创资讯，我国丙烯酸产能从 2017 年的 286 万吨增至 2023 年的 408 万吨，CAGR 达 6.1%；而受益于需求较好，丙烯酸产量也稳步提升，从 2017 年的 214 万吨增至 2023 年的 325 万吨，CAGR 达 7.2%。丙烯酸酯方面，2023 年我国丙烯酸丁酯产能 329 万吨，相较 2017 年的 214 万吨，CAGR 达 7.4%；2023 年丙烯酸丁酯产量 225 万吨，相较 2017 年的 159 万吨，CAGR 达 6.0%。

图24：国内丙烯酸产能稳步增长



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

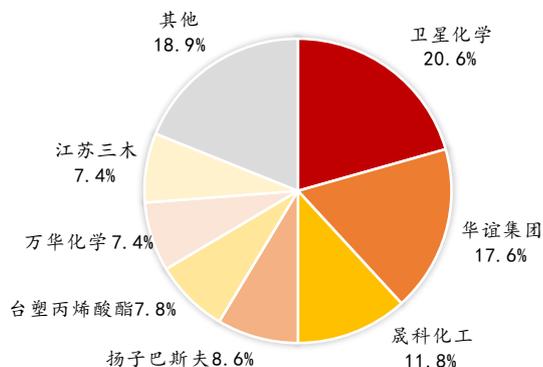
图25：国内丙烯酸丁酯产能稳步增长



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

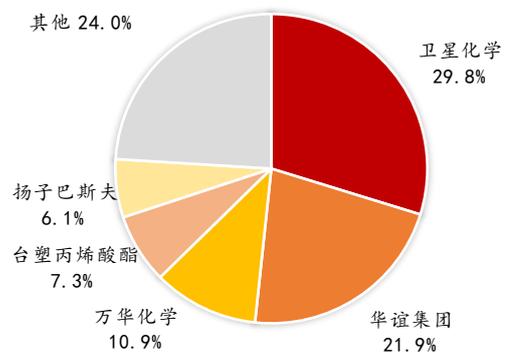
丙烯酸及酯行业集中度高。竞争格局方面，国内丙烯酸行业集中度高。据卓创资讯，截至 2023 年，国内丙烯酸前七大企业产能占比达 81.1%，其中卫星化学丙烯酸产能位于首位，达 84 万吨/年，占国内总产能的 20.6%，龙头地位显著。丙烯酸厂家通常都配套建设丙烯酸酯产线，因此丙烯酸酯的竞争格局与丙烯酸类似，也呈高度集中。据卓创资讯，截至 2023 年，国内丙烯酸丁酯前五大生产厂商产能占比为 76.0%，其中卫星化学丙烯酸丁酯产能达 98 万吨/年，占国内总产能比例高达 20.8%。行业集中度高，龙头高度掌握话语权，有利于行业持续稳定发展。

图26：国内丙烯酸行业集中度高（2024 年）



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图27：国内丙烯酸丁酯行业集中度高（2024 年）



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

丙烯酸扩能较为有序。新产能方面，丙烯酸扩能仍以卫星化学、万华化学、巴斯夫等龙头企业为主。其中，万华化学在蓬莱园区新增 32 万吨/年丙烯酸及 40 万吨/年丙烯酸酯产能；卫星化学将新增 20 万吨/年精丙烯酸产能；巴斯夫在湛江基地新建 38 万吨/年丙烯酸及 40 万吨/年丙烯酸酯产能；天津渤化和长鸿高科也正分别开展 16 万吨/年和 5 万吨/年丙烯酸建设工作。从投产节奏看，各厂商产能投放较为有序，2026 年下半年开始产能增速将出现明显下滑。

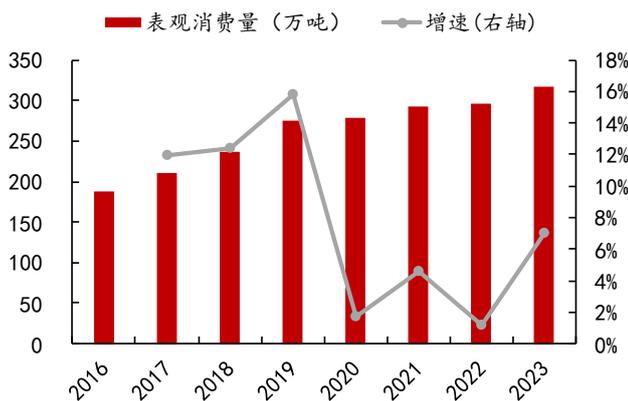
表5: 丙烯酸及酯新产能情况

公司	项目	产能 (万吨/年)		预计投产时间
		丙烯酸	丙烯酸酯	
万华化学	蓬莱工业园高性能新材料一体化项目	32	40	2024Q4-2025Q1
卫星化学	平湖石化独山港区 20 万吨精丙烯酸项目	20	—	2025
巴斯夫湛江	巴斯夫 (广东) 一体化项目	38	40	2025-2026
天津渤化	丙烯酸酯和高吸水性树脂新材料项目	16	19	2026
长鸿高科	茂名丙烯酸产业园项目	5	5	2027

资料来源: 公司公告, 慧聪化工网, 石油和化工园区, 百川盈孚, 浙商证券研究所

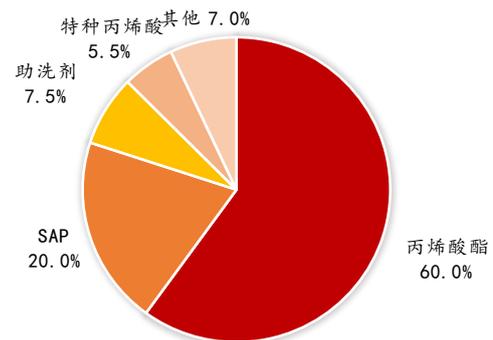
国内丙烯酸及酯需求稳步提升。需求方面，丙烯酸作为重要的中间体，广泛应用于丙烯酸酯、SAP、助洗剂、特种丙烯酸等下游领域，其中丙烯酸酯是第一大应用，占比达 60%，SAP、助洗剂、特种丙烯酸等占比分别达 20%、7.5%、5.5%。随着下游稳步发展，丙烯酸需求也呈持续增长趋势，据卓创资讯，国内丙烯酸表观消费量从 2017 年的 211 万吨增至 2023 年的 316 万吨，CAGR 达 7.0%。丙烯酸酯是作为丙烯酸下游第一大应用，是制造胶粘剂、高分子乳液的关键原料。据卓创资讯，胶粘剂和丙烯酸乳液在丙烯酸丁酯下游应用中占比分别达 51%和 43%。随着国内胶粘剂和高分子乳液行业的快速发展，丙烯酸丁酯需求也不断向上，2023 年我国丙烯酸丁酯表观消费量达到 202 万吨，较 2017 年的 149 万吨年均复合增速达 5.2%。

图28: 国内丙烯酸需求情况



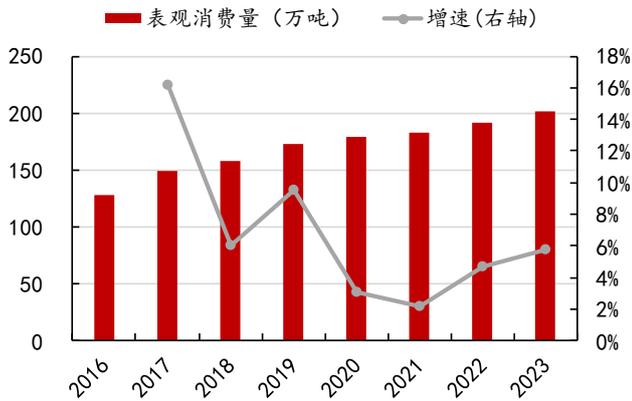
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图29: 国内丙烯酸下游需求结构 (2023 年)



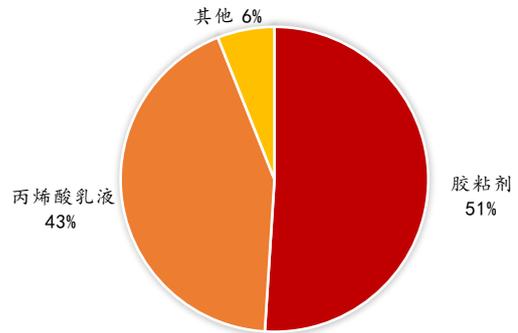
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图30: 国内丙烯酸丁酯需求情况



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

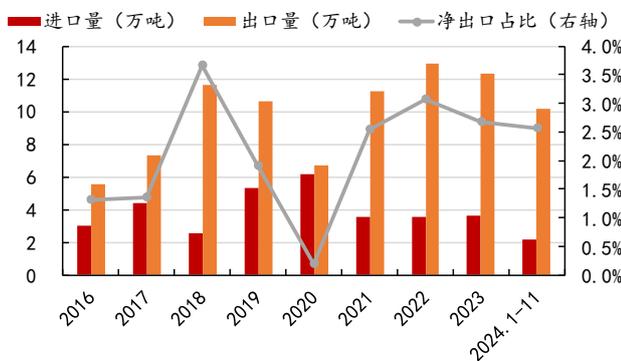
图31: 国内丙烯酸丁酯下游需求结构 (2023年)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

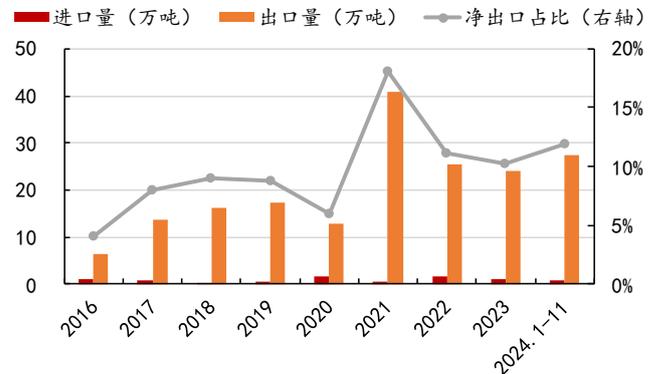
海外丙烯酸及酯部分老旧产能退出, 看好国内出口长期向上。在国内丙烯酸及酯行业规模持续扩大的同时, 海外部分丙烯酸及酯装置受单体规模小、设备老化严重、能源成本较高等影响, 盈利压力较大, 近年逐步关停退出, 其中2022年日本出光兴产宣布退出丙烯酸和丙烯酸丁酯业务。随着海外老旧产能的退出, 丙烯酸及酯的出口比例将逐步提升, 一定程度缓解国内新产能投放带来的压力。2024年1-11月, 国内丙烯酸丁酯出口量达27.3万吨, 同比+13.26%。

图32: 丙烯酸进出口情况



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图33: 丙烯酸丁酯进出口情况



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

丙烯酸行业景气度短期维持, 中长期向上。展望未来, 2024年底开始, 随着万华化学、卫星化学、巴斯夫新产能的逐步落地, 国内丙烯酸行业迎来新的扩张, 但考虑龙头厂商投产节奏较为有序、全球丙烯酸需求稳步增长、以及海外暂无新项目投放, 因此丙烯酸新产能将得到有效消化, 行业景气度有望维持。而2026年下半年开始, 行业新产能建设将逐步放缓, 丙烯酸及酯有望迎来中长期景气向上。

表6: 国内丙烯酸供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
名义产能 (万吨)	336	342	342	408	440	479	506
产能利用率 (%)	83%	88%	89%	80%	78%	75%	76%
产量 (万吨)	280	300	305	325	341	361	384
进口量 (万吨)	6.2	3.6	3.6	3.6	2.4	2.0	1.0
出口量 (万吨)	6.7	11.2	12.9	12.4	11.1	13.0	16.0
表观消费量 (万吨)	279	292	296	316	332	350	369
表观消费量增速 (%)	1.75%	4.60%	1.13%	6.98%	5.09%	5.34%	5.26%

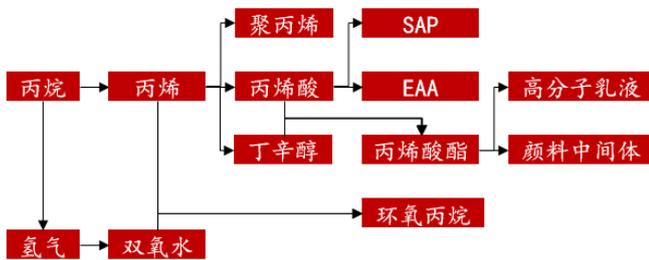
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

3.2 C3 龙头产业链布局完善, 产品盈利持续优于同行

国内 C3 行业龙头, 一体化优势显著。卫星化学是国内 PDH 及丙烯酸龙头, 目前已形成“丙烷-丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯-高分子乳液/颜料中间体”的完整产业链, 拥有 90 万吨/年 PDH、45 万吨/年聚丙烯、84 万吨/年丙烯酸、105 万吨/年丙烯酸酯、15 万吨/年 SAP、21 万吨/年高分子乳液、2.1 万吨/年颜料中间体、182 万吨/年双氧水及 40 万吨/年环氧丙烷等产能, 规模优势显著。同时, 公司 80 万吨/年丁辛醇项目于 2024 年下半年投产, 有效实现关键产品丙烯酸丁/辛酯的上游原料自供, 形成产业链闭环, 一体化优势明显。

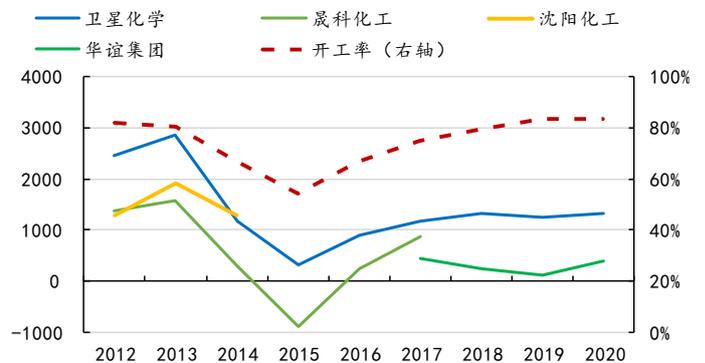
公司丙烯酸盈利持续优于同行, 行业底部彰显经营韧性。除规模提升和一体化配套外, 公司不断通过工艺优化提升综合竞争优势。晟科化工为国内丙烯酸龙头, 目前产能位居第三, 我们梳理了公司披露的 2012-2017 年数据, 卫星化学丙烯酸及酯单吨毛利平均比晟科化工高 902 元/吨; 华谊集团目前产能规模位居第二, 据披露的 2017-2020 年数据, 卫星化学单吨毛利平均比华谊集团高 965 元/吨 (考虑 PDH 会为丙烯酸板块贡献部分利润增量, 计算时已根据 PDH 盈利情况进行适当扣除)。2015 年, 受国内丙烯酸产能大幅扩张影响, 行业开工率来到历史低点 54.5%, 晟科化工及行业单吨毛利也由正转负, 当年卫星化学单吨毛利仍维持 313 元/吨, 彰显出明显成本优势及经营韧性。

图34: 卫星化学 C3 一体化布局完善



资料来源: 公司公告, 百川盈孚, 浙商证券研究所

图35: 公司丙烯酸盈利持续优于同行



资料来源: Wind, 卓创资讯, 浙商证券研究所 (注: 考虑 PDH 会为丙烯酸板块贡献部分利润增量, 计算时已根据 PDH 盈利情况进行适当扣除)

4 未来预期差

市场预期 1: 市场此前担心特朗普 2.0 下，乙烷进口或面临被加征关税风险。

我们认为: 乙烷被加征进口关税风险低，并且 2025 年开始乙烷进口关税进一步下调。2024 年 12 月 28 日，国务院关税税则委员会发布公告：2025 年 1 月 1 日起，国务院关税税则委员会对部分商品的进口关税税率和税目进行调整，其中乙烷新增了税目并新增暂定税率，进口关税税率从原来的 2% 下调至 1%。此次政策调整明确了乙烷在国家绿色转型和资源战略中的重要地位，体现了国家对烯烃原料轻质化发展的引导和鼓励。因此我们认为乙烷后续被加征进口关税风险低，同时此次进口关税税率的下调，有利于降低公司生产成本，公司 C2 板块盈利水平和综合竞争力有望进一步提升。

市场预期 2: 市场担心国内乙烯产能未来两年集中投产，乙烯价格或存较大下行压力。

我们认为: 乙烯价格有所支撑。一方面乙烯作为石化行业基石，目前国内仍有 1925 万吨供需缺口，同时政策刺激下内需逐步回温，国内乙烯需求增速有望进一步上行；而海外新增产能逐步放缓，因此我们认为国内乙烯新产能有望得到消化。

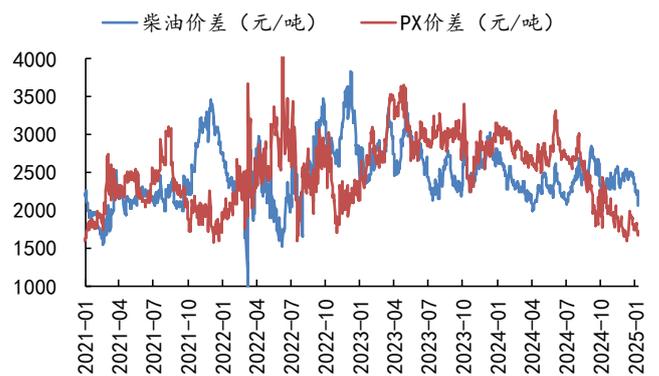
另一方面，石脑油裂解仍为当前主流路线，其成本对乙烯价格有一定支撑作用。据卓创资讯，截至 2025 年 1 月 10 日，国内油制乙烯装置毛利仅-133 元/吨，仍处亏损状态。这也导致油制乙烯路线开工意愿不强。据卓创资讯，2024 年我国 PE 开工负荷为 77.69%，同比下降 4.04 个百分点，检修损失量累计 478.2 万吨，同比增加 142.4 万吨。展望未来，行业以量换价策略或延续，乙烯价格有望得到支撑，而公司乙烷裂解路线成本优势显著，开工率长期处于高位，有望受益。

图36：油制乙烯装置盈利承压



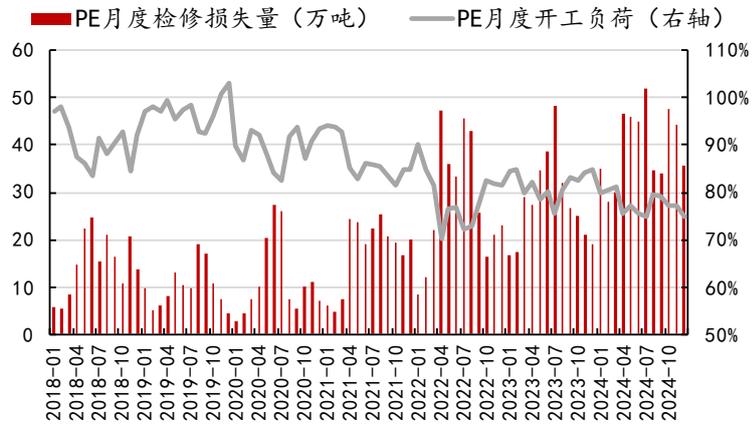
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图37：炼厂成品油及PX价差有所下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图38: 2024 年国内 PE 检修明显增多



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

5 催化剂

跟踪指标: 新项目建设进度、原油及乙烷价格、烯烃供需及价差、丙烯酸（酯）供需及价差、乙二醇供需及价差等。

驱动股价上涨催化剂: α -烯烃产业园等项目逐步落地、油气价差扩大、烯烃景气上行、丙烯酸及酯景气上行等都带动公司利润提升，驱动股价上涨。

6 盈利预测与估值

卫星化学是国内轻烃一体化龙头，成本优势显著，后续新增项目众多，布局高端新材料，续力成长曲线，加速产业链升级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 56.62/68.39/93.85 亿元，EPS 分别为 1.68/2.03/2.79 元，现价对应 PE 为 12.1/10.0/7.3 倍。参考可比公司估值，给予 2025 年 13 倍 PE，对应目标市值 889 亿元，目标价 26.39 元，目标空间 30%，维持“买入”评级。

表7: 可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB
		2025/1/13	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600309.SH	万华化学	68.61	4.72	5.76	6.73	14.54	11.91	10.19	2.31
600989.SH	宝丰能源	17.06	0.99	1.72	1.93	17.31	9.91	8.82	3.02
600346.SH	恒力石化	14.94	1.08	1.40	1.68	13.79	10.67	8.92	1.71
002493.SZ	荣盛石化	8.96	0.20	0.44	0.64	44.60	20.43	13.96	2.07
000301.SZ	东方盛虹	8.71	-0.09	0.31	0.55	—	27.72	15.70	1.78
平均			1.38	1.93	2.31	22.56	16.13	11.52	2.18
002648.SZ	卫星化学	20.30	1.68	2.03	2.79	12.08	10.00	7.28	2.46

资料来源: Wind 一致预期, 浙商证券研究所

7 风险提示

1. 新产能释放不及预期

公司未来几年新增产能较多，若因为项目建设进度不及预期或者投产后市场需求不佳，将影响公司新产能释放节奏，进而影响公司业绩。

2. 汇率风险

公司原料乙烷、丙烷主要从海外进口，受全球经济影响，汇率波动加剧，对公司汇兑损益、外币计价的商品进出口价格、原材料进口价格带来不确定的风险。

3. 原材料价格波动风险

受原油与天然气价格波动的影响，公司原材料和产品价格波动日趋频繁，将会给公司的短期盈利带来一定影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,733	11,632	14,268	18,450
现金	6,399	4,353	6,116	9,587
交易性金融资产	43	48	53	58
应收账款	639	1,652	1,893	2,284
其它应收款	63	133	155	155
预付账款	355	460	443	435
存货	4,233	4,791	5,413	5,737
其他	1,000	195	195	195
非流动资产	51,849	62,368	71,516	79,461
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2,471	2,637	2,824	3,011
固定资产	25,258	30,615	34,883	38,202
无形资产	1,801	2,181	2,594	3,016
在建工程	3,186	2,930	2,751	2,626
其他	19,132	24,005	28,465	32,606
资产总计	64,582	74,000	85,784	97,912
流动负债	11,915	12,398	12,823	12,738
短期借款	1,226	1,336	1,434	1,345
应付款项	5,670	5,376	5,598	5,360
预收账款	28	26	33	41
其他	4,991	5,660	5,759	5,992
非流动负债	27,174	31,885	36,385	39,185
长期借款	10,839	10,539	10,039	9,839
其他	16,335	21,346	26,346	29,346
负债合计	39,089	44,283	49,208	51,923
少数股东权益	28	45	66	94
归属母公司股东权	25,465	29,671	36,510	45,895
负债和股东权益	64,582	74,000	85,784	97,912

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,996	10,507	13,366	16,717
净利润	4,784	5,679	6,859	9,413
折旧摊销	4,170	5,453	6,494	7,455
财务费用	992	729	820	889
投资损失	14	(240)	(279)	(348)
营运资金变动	(1,886)	(1,133)	(551)	(713)
其它	(77)	20	23	21
投资活动现金流	(2,044)	(15,693)	(15,382)	(15,067)
资本支出	(2,403)	(15,794)	(15,464)	(15,218)
长期投资	(378)	(166)	(187)	(187)
其他	737	267	269	338
筹资活动现金流	(5,072)	3,255	3,778	1,822
短期借款	149	110	98	(89)
长期借款	(1,142)	(300)	(500)	(200)
其他	(4,079)	3,445	4,180	2,111
现金净增加额	1,050	(2,046)	1,763	3,472

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41,487	47,971	55,868	69,669
营业成本	33,257	38,325	44,289	54,353
营业税金及附加	144	168	196	244
营业费用	145	168	196	244
管理费用	531	686	838	1,045
研发费用	1,626	1,919	2,235	2,787
财务费用	811	601	733	767
资产减值损失	(9)	(11)	(11)	(9)
公允价值变动损益	187	(15)	(15)	(15)
投资净收益	(14)	240	279	348
其他经营收益	242	96	112	139
营业利润	5,378	6,416	7,749	10,696
营业外收支	(10)	1	1	1
利润总额	5,368	6,417	7,750	10,697
所得税	584	738	891	1,284
净利润	4,784	5,679	6,859	9,413
少数股东损益	(6)	17	21	28
归属母公司净利润	4,789	5,662	6,839	9,385
EBITDA	10,185	12,470	14,977	18,918
EPS (最新摊薄)	1.42	1.68	2.03	2.79

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	12.00%	15.63%	16.46%	24.70%
营业利润	55.99%	19.30%	20.79%	38.02%
归属母公司净利润	54.71%	18.21%	20.79%	37.23%
获利能力				
毛利率	19.84%	20.11%	20.73%	21.98%
净利率	11.54%	11.80%	12.24%	13.47%
ROE	18.81%	19.08%	18.73%	20.45%
ROIC	9.56%	9.46%	9.73%	11.30%
偿债能力				
资产负债率	60.53%	59.84%	57.36%	53.03%
净负债比率	94.91%	106.36%	94.17%	73.24%
流动比率	1.07	0.94	1.11	1.45
速动比率	0.67	0.50	0.64	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.69	0.70	0.76
应收账款周转率	63.08	72.01	76.07	83.63
应付账款周转率	5.82	7.40	8.16	10.05
每股指标(元)				
每股收益	1.42	1.68	2.03	2.79
每股经营现金	2.37	3.12	3.97	4.96
每股净资产	7.56	8.81	10.84	13.62
估值比率				
P/E	14.28	12.08	10.00	7.29
P/B	2.69	2.30	1.87	1.49
EV/EBITDA	7.25	8.02	6.87	5.40

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>