卫星化学（002648.SZ）

强烈推荐（维持）

24Q4 业绩超预期，高端新材料项目助力长期成长

事件：公司发布 2024 年业绩快报，报告期内实现收入 474.26 亿元，同比增长 14.32%，归母净利润 60.82 亿元，同比增长 26.99%，扣非归母净利润 60.06 亿元，同比增长 28.54%；其中 24Q4 实现收入 151.51 亿元，同比增长 42.87%，归母净利润 23.89 亿元，同比增长 71.13%，环比增长 45.94%，扣非归母净利润 19.18 亿元，同比增长 45.74%，环比增长 3.45%。

- **24Q4 业绩同比大幅增长，轻烃一体化优势突出。**报告期内，公司实现多碳醇、乙醇胺等装置的顺利投产，不断完善公司轻烃一体化产业链，成本竞争力进一步提升。据百川盈孚，C3 方面，丙烯酸、丙烯酸丁酯、聚丙烯粉料、双氧水、丁醇、辛醇目前市场价分别为 7450、9300、7374、661、7147、7676 元/吨；2024Q4 市场均价分别为 6769.4、8808.1、7393.5、673.7、7212.6、8808.3 元/吨，环比+6.97%/-0.52%/-1.18%/-20.72%/-4.26%/+1.77%；C2 方面，聚乙烯、环氧乙烷、乙二醇、聚苯乙烯、乙醇胺目前市场价分别为 8098、6955、4680、9484、6962 元/吨，2024Q4 市场均价分别为 8548.7、6932.7、4716.7、9782.6、6842 元/吨，环比+3.6%/+1.37%/+1.6%/-2.0%/-16.97%。受益于美湾乙烷价格维持低位，公司乙烷裂解制乙烯维持较好利润水平，成本优势突出。
- **多碳醇项目顺利投产，α-烯烃和 POE 装置计划于 2025 年底建成。**2024 年 7 月，公司 80 万吨/年多碳醇项目顺利投产，形成丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯的 C3 产业链闭环。公司“乙烯高选择性二聚制备 1-丁烯绿色新工艺”科技成果顺利通过了由中国石油和化学工业联合会组织的成果评价会，生产的产品已试用于连云港石化有限公司高密度聚乙烯和聚烯烃弹性体生产，与在用的进口 1-丁烯原料性能相当，可实现原料进口替代。公司 α-烯烃（C4、C6、C8）工业化装置计划于 2025 年底建成；POE 中试产品性能已达到国际标准，工业化装置计划于 2025 年底建成。
- **α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目一阶段预计于 2025 年底中交，2026 年初投产。**报告期内，公司 α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目顺利开工建设，项目计划总投资约 266 亿元，布局高端聚烯烃 170 万吨（茂金属聚乙烯）、聚乙烯弹性体 60 万吨、聚 α-烯烃 3 万吨等，进一步丰富高附加值产品种类。项目一阶段计划于 2025 年底中交，2026 年初投产；项目二阶段计划于 2026 年底建成，2027 年初投产。项目一阶段配套 6 艘 VLEC 乙烷船预计于 2026 年初交付，二阶段 8 艘 ULEC 乙烷运输船已于 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。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**由于部分化工品价格有所反弹，小幅上调公司盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 70.5、90.0 亿元，EPS 分别为 2.09、2.67 元，当前股价对应 PE 分别为 9.9、7.7 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：产品价格大幅波动、原材料价格大幅波动、新产能投产不及预期。**

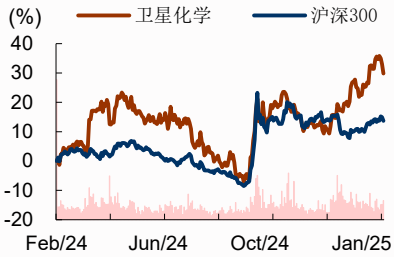
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：20.63 元

基础数据

总股本（百万股）	3369
已上市流通股(百万股)	3366
总市值（十亿元）	69.5
流通市值（十亿元）	69.5
每股净资产（MRQ）	8.3
ROE（TTM）	18.3
资产负债率	58.8%
主要股东	浙江卫星控股股份有限公司
主要股东持股比例	34.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	36	33
相对表现	5	17	20



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《卫星化学（002648）—Q3 业绩环比大幅增长，看好公司长期成长性》2024-10-23
2、《卫星化学（002648）—24Q2 扣非净利环比增长，高端新材料项目开工建设》2024-07-18
3、《卫星化学（002648）—24Q1 业绩同比大幅增长，新项目助力成长》2024-04-23

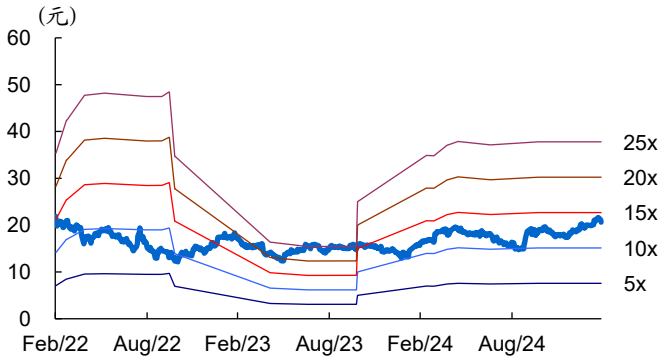
周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
连莹 S1090524070001
lianying@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	37044	41487	47426	52192	61173
同比增长	30%	12%	14%	10%	17%
营业利润(百万元)	3448	5378	6840	7924	10113
同比增长	-51%	56%	27%	16%	28%
归母净利润(百万元)	3062	4789	6082	7050	9003
同比增长	-49%	56%	27%	16%	28%
每股收益(元)	0.91	1.42	1.81	2.09	2.67
PE	22.7	14.5	11.4	9.9	7.7
PB	3.3	2.7	2.3	2.0	1.6

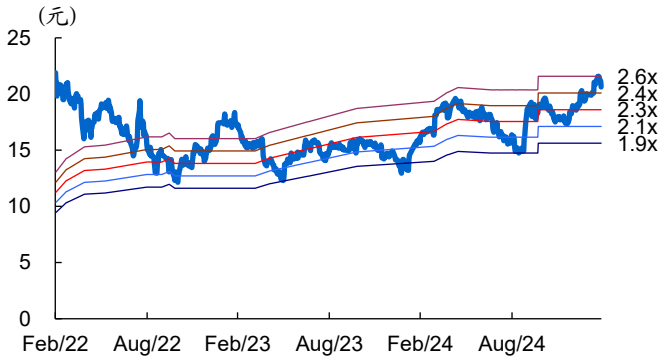
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：卫星化学历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：卫星化学历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	11735	12733	10731	12140	15510
现金	5532	6399	3670	4404	6536
交易性投资	28	43	43	43	43
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	676	639	731	804	943
其它应收款	138	63	72	80	93
存货	3877	4233	4680	5122	5924
其他	1486	1355	1536	1687	1971
非流动资产	44650	51849	56775	61146	65023
长期股权投资	2239	2471	2471	2471	2471
固定资产	19033	25258	30745	35583	39850
无形资产商誉	1310	1845	1660	1494	1345
其他	22068	22274	21898	21597	21357
资产总计	**56385**	**64582**	**67506**	**73286**	**80534**
流动负债	10067	11915	10111	10675	11045
短期借款	1077	1226	1206	1009	0
应付账款	5570	5670	6268	6860	7935
预收账款	539	844	933	1022	1182
其他	2881	4174	1704	1784	1929
长期负债	25168	27174	27174	27174	27174
长期借款	10549	10839	10839	10839	10839
其他	14619	16335	16335	16335	16335
负债合计	**35235**	**39089**	**37285**	**37849**	**38219**
股本	3369	3369	3369	3369	3369
资本公积金	4959	4455	4455	4455	4455
留存收益	12789	17641	22376	27601	34488
少数股东权益	34	28	21	13	2
归属于母公司所有者权益	21117	25465	30200	35425	42312
负债及权益合计	**56385**	**64582**	**67506**	**73286**	**80534**

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5935	7996	10643	12134	14587
净利润	3077	4784	6075	7041	8992
折旧摊销	1754	2626	3545	4099	4594
财务费用	989	992	760	685	637
投资收益	(399)	14	220	220	220
营运资金变动	515	(506)	36	82	136
其它	0	87	7	6	9
投资活动现金流	(2719)	(2044)	(8694)	(8694)	(8694)
资本支出	(2492)	(2406)	(8474)	(8474)	(8474)
其他投资	(226)	362	(220)	(220)	(220)
筹资活动现金流	(7982)	(5072)	(4677)	(2705)	(3761)
借款变动	(12894)	(4044)	(2570)	(196)	(1009)
普通股增加	1649	(0)	0	0	0
资本公积增加	(1527)	(503)	0	0	0
股利分配	(1948)	(1348)	(1347)	(1825)	(2115)
其他	6738	823	(760)	(685)	(637)
现金净增加额	(4766)	881	(2729)	734	2132

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37044	41487	47426	52192	61173
营业成本	30925	33257	36762	40235	46538
营业税金及附加	119	144	164	181	212
营业费用	88	145	166	183	214
管理费用	534	531	607	668	783
研发费用	1238	1626	1897	2088	2447
财务费用	849	811	760	685	637
资产减值损失	(12)	(10)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	(291)	187	(400)	(400)	(400)
其他收益	61	242	300	300	300
投资收益	399	(14)	(120)	(120)	(120)
营业利润	3448	5378	6840	7924	10113
营业外收入	11	11	11	11	11
营业外支出	14	20	22	22	22
利润总额	3445	5368	6829	7913	10102
所得税	368	584	754	872	1110
少数股东损益	15	(6)	(7)	(8)	(11)
归属于母公司净利润	3062	4789	6082	7050	9003

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	30%	12%	14%	10%	17%
营业利润	-51%	56%	27%	16%	28%
归母净利润	-49%	56%	27%	16%	28%
获利能力					
毛利率	16.5%	19.8%	22.5%	22.9%	23.9%
净利率	8.3%	11.5%	12.8%	13.5%	14.7%
ROE	15.1%	20.6%	21.9%	21.5%	23.2%
ROIC	10.9%	14.9%	16.4%	17.1%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	62.5%	60.5%	55.2%	51.6%	47.5%
净负债比率	22.9%	22.6%	17.8%	16.2%	13.5%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.4
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	8.6	8.2	8.2	8.2	8.4
应收账款周转率	57.7	63.1	69.2	68.0	70.0
应付账款周转率	6.5	5.9	6.2	6.1	6.3
每股资料(元)					
EPS	0.91	1.42	1.81	2.09	2.67
每股经营净现金	1.76	2.37	3.16	3.60	4.33
每股净资产	6.27	7.56	8.96	10.52	12.56
每股股利	0.40	0.40	0.54	0.63	0.80
估值比率					
PE	22.7	14.5	11.4	9.9	7.7
PB	3.3	2.7	2.3	2.0	1.6
EV/EBITDA	17.9	12.2	9.3	8.1	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。