

基础化工

2025 年 02 月 28 日

卫星化学 (002648)

——Q4 业绩超预期，继续看好公司成长性与景气修复

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2024 业绩快报：**报告期内，公司预计 2024 年实现营收 474.3 亿 (YoY+14.3%)，归母净利润 60.8 亿 (YoY+27.0%)，扣非归母净利润 60.1 亿 (YoY+28.5%)。其中，24Q4 单季度预计实现营收 151.5 亿 (YoY+42.9%，QoQ+17.7%)，归母净利润 23.9 亿 (YoY+71.2%，QoQ+46.0%)，扣非归母净利润 19.2 亿 (YoY+45.7%，QoQ+3.4%) 单季度大幅提升，超市场预期。2024 年公司实现丁辛醇、乙醇胺等装置的顺利投产，并完成对一期乙烯和平湖基地丙烯酸及酯装置的检修与复产，其中 24Q4 公司实现 40 万吨丁辛醇装置投产，并且丙烯酸及酯在行业检修影响下，产品价格大幅走高，共同推动了公司业绩大幅提升，此外四季度美元汇率升值也给公司带来一定的汇兑收益。
- **Q4 乙烷跟随天然气价格上涨，C2 下游产品价格环比改善。**四季度在取暖需求提升下，美国天然气价格上涨带动乙烷价格走高。根据彭博数据，24Q4 乙烷 MB 均价为 163 美元/吨，同环比分别-7、+46 美元/吨。但若考虑一个月的库存影响，我们计算 Q4 乙烷价格环比仅上涨 25 美元/吨。价差方面，我们计算 24Q4 乙烷乙烯、苯乙烯和乙二醇价差分别为 650 美元/吨、781 元/吨、373 元/吨，环比分别-62 美元/吨、+327 元/吨、+26 元/吨。展望 2025 年，乙烷价格预期仍将维持底部震荡，带动乙烷制乙烯利润维持较好水平，同时公司 C2 下游部分产品供需存在收紧趋势，C2 板块盈利仍然存在一定的提升空间。
- **Q4 丙烯酸及酯行业景气显著修复，丁辛醇新产能带动业绩提升。**C3 方面，Q4 丙烯酸及酯在行业检修的影响下，供给端有一定收缩，带动盈利修复，我们测算 Q4 丙烯酸-丙烷价差为 2207 元/吨，环比提升 499 元/吨。公司 80 万吨丁辛醇装置于 2024 年下半年逐步投放，其中 40 万吨丁醇装置于 24Q3 投产，40 万吨丁醇/辛醇装置于 24Q4 投产，带动 Q4 业绩大幅提升。展望 2025 年，丙烷价格有望跟随油价存在下跌空间，丙烯酸及酯在供需收紧下，盈利存在上行空间，并且丁辛醇产能的增量贡献，预期 2025 年公司 C3 板块盈利存在较大的提升空间。
- **新材料产品有序投放，成长逐步兑现。**根据规划，2025 年公司预计将有 4 万吨 EAA、16 万吨高分子乳液、15 万吨 SAP、8 万吨新戊二醇和 10 万吨精丙烯酸产能逐步落地，带动业绩提升。此外，公司乙烷二期装置预计也将在中期进行检修和技改，根据一期的技改情况，预计技改完毕后，二期装置的产品产量存在 20%的提升空间。公司未来成长性主要依托于 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，有望于 2025 年年底建成中交，2026-2027 年逐步兑现业绩，从产品布局上看，该项目主要布局 α -烯烃和 POE 等高端新材料，盈利前景项目相比现有 C2 装置更高，赋予公司更高的成长属性。
- **投资分析意见：**考虑公司丁辛醇新产能的投放以及丙烯酸及酯行业景气的修复，我们上调 2024 年盈利预测为 60.8 亿 (原值 54.6 亿) 维持 2025-2026 年盈利预测为 65.9、89.4 亿，对应 PE 估值为 11X、11X、8X。我们继续看好公司 C2 板块的成长性与 C3 板块的景气修复，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目进度不及预期，油价大幅波动，乙烷丙烷价格大幅上涨。

财务数据及盈利预测

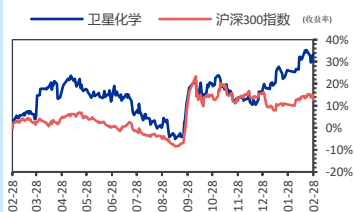
	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	41,487	32,275	47,426	54,146	66,406
同比增长率 (%)	12.0	0.7	14.3	14.2	22.6
归母净利润 (百万元)	4,789	3,693	6,082	6,586	8,936
同比增长率 (%)	54.7	7.6	27.0	8.3	35.7
每股收益 (元/股)	1.42	1.10	1.81	1.96	2.65
毛利率 (%)	19.8	22.1	21.3	21.4	22.7
ROE (%)	18.8	13.3	19.3	17.3	19.0
市盈率	15		12	11	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 02 月 28 日
收盘价 (元)	21.23
一年内最高/最低 (元)	22.02/14.65
市净率	2.6
息率 (分红/股价)	1.88
流通 A 股市值 (百万元)	71,470
上证指数/深证成指	3,320.90/10,611.24
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	8.26
资产负债率%	58.84
总股本/流通 A 股 (百万)	3,369/3,366
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘子栋 A0230523110002
liuzd@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈悦 A0230524100003
chenyue@swsresearch.com

联系人

陈悦
(8621)23297818×
chenyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37,043	41,487	47,426	54,146	66,406
其中: 营业收入	37,043	41,487	47,426	54,146	66,406
减: 营业成本	30,922	33,257	37,333	42,556	51,351
减: 税金及附加	121	144	164	187	230
主营业务利润	6,000	8,086	9,929	11,403	14,825
减: 销售费用	88	145	190	217	266
减: 管理费用	541	531	569	650	797
减: 研发费用	1,241	1,626	1,897	2,166	2,656
减: 财务费用	840	811	643	580	509
经营性利润	3,290	4,973	6,630	7,790	10,597
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-15	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-9	0	0	0
加: 投资收益及其他	460	228	186	115	133
营业利润	3,448	5,378	7,067	7,905	10,730
加: 营业外净收入	-2	-10	-3	-2	-2
利润总额	3,445	5,368	7,064	7,903	10,728
减: 所得税	334	584	1,018	1,324	1,801
净利润	3,111	4,784	6,046	6,579	8,927
少数股东损益	15	-6	-36	-7	-9
归属于母公司所有者的净利润	3,096	4,789	6,082	6,586	8,936

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。