



2025年07月03日

买入（维持）

报告原因：重大事项

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

联系人

花雨欣

hyx@longone.com.cn

数据日期	2025/07/02
收盘价	17.31
总股本(万股)	336,865
流通A股/B股(万股)	336,648/0
资产负债率(%)	53.62%
市净率(倍)	1.83
净资产收益率(加权)	5.05
12个月内最高/最低价	23.19/14.65



相关研究

《卫星化学（002648）：产能落地助力一体化优势，高端新材料提供广阔成长性——公司简评报告》
2025.03.26

《卫星化学（002648）：α-烯烃再取新成果，业绩增长仍存新空间——公司简评报告》
2024.07.24

《成本需求同步向好，产业升级守护成长——卫星化学一季报及行业跟踪解读》
2024.05.09

卫星化学（002648）：美国恢复对华乙烷出口，看好公司稀缺性、成长性

——公司简评报告

投资要点

- **美国恢复乙烷对华出口。**美国商务部工业安全局（BIS）于2025年6月3日通知能源企业 Energy Transfer LP，要求其向中国出口或涉及中国军事最终用户的乙烷产品（海关编码 2901.10.1010）必须申请出口许可证。当地时间2025年7月2日，BIS通告Energy Transfer LP和Enterprise Products Partners LP撤销了这一许可要求，且立即生效，标志着美国对我国乙烷出口禁令解除。
- **卫星化学拥有美国乙烷出口核心资产。**美国目前仅有三个乙烷出口码头，分别为Marcus Hook、Morgan's Point和Nederland Terminal，其中Marcus Hook和Morgan's Point装货能力均已接近满负荷。Nederland Terminal为卫星化学美国子公司与Energy Transfer共同出资在美国设立公司ORBIT下所设出口终端，其中还包括一条新建的通向德克萨斯州Mont Belvieu的分馏厂和储存设施的管道，用于将乙烷输送到出口码头。当前根据长期协议，该码头将为卫星化学提供17.5万桶/天（约300万吨/年）的乙烷，并已签署排他性协议，未来或有余量将继续提供给卫星化学。
- **美国新建乙烷码头可能性较低。**目前美国乙烷出口目的地非常集中，2024年47%运输至中国。乙烷出口码头由于需集成VLEC深水港、冷却系统、链接管线等系统，投资额往往达10亿美元以上，需锁定10年以上合同，回本周期较长。同时由于乙烷码头涉及联邦部门（FERC、能源部）、环保（EPA）、海岸/港口、州/地方审批，其审核难度和LNG项目相当。因此乙烷码头只有在长期合约保障、高度可预测市场需求和政策稳定的前提下，才具备经济可行性。目前Energy Transfer正在进行Nederland Flexport项目扩建，计划增量25万桶/天，预计2025年Q3上线，出口产能充足。
- **VELC投资额巨大，公司具备先发优势。**VLEC船需专属定制，投资大且周期长。而现市场上乙烷船均有运营业务，如要实现物流运输还需要新建船舶，单艘船的造船周期最短为28个月，投资大、周期长、专业要求高。目前公司共有14艘VLEC船循环运输乙烷，其中一阶段项目有6艘，二阶段项目有8艘，单船装载量达9.8万立方米（约5.2万吨/次），租赁期限为15年，到期后公司均拥有优先选择权。公司为满足α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目原材料的供应保障，与SINO GAS或其关联方洽谈船舶租赁协议，投资257亿元，再建6艘VLEC。预计到2027年，公司总计有20艘专属VLEC提供运输服务，构筑了极高行业壁垒。
- **公司占据国内乙烯成本最低区间。**2020年以来，国内乙烯产能进入第二个高速增长期。相较于国际上的老旧产能，国内新增乙烯产能具备多方面优势，包括：更低的操作成本（技术进步、工业4.0）、更低的原料成本（大炼化裂解、重油裂解等）、更新的设备所需较短维护期，使得国内乙烯平均现金成本逐步向成本曲线左端偏移。根据我们的测算，以2024年乙烯产能在布伦特油价65美元/桶的情形下，国内平均乙烯现金成本约为760美元/吨，而公司凭借原料成本、工艺优势，乙烯成本显著低于国内平均水平，具备较强竞争力。
- **投资建议：**公司一体化产业链优势+C2乙烷裂解壁垒，下游高端新材料拓展国内领先，随着原料成本回归、市场需求修复，连云港三期有望2026年达产；公司技术特性占据行业成本控制顶端。原料政策性风险边际效应减弱，看好公司股价超跌反弹。我们维持此前预期，预计公司2025-2027年的营收分别为588.39/681.97/788.11亿元，归母净利润分别为

72.21/92.46/117.78亿元, 对应EPS分别为2.14/2.74/3.50元, 对应PE分别为8.08/6.31/4.95倍。维持“买入”评级。

- 风险提示：政策反复制裁风险；项目落地不及预期风险；乙烷价格波动风险；下游需求不及预期风险。

盈利预测与估值简表

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	37044.00	41486.92	45648.35	58839.15	68196.98	78810.87
增长率（%）	29.72%	11.99%	10.03%	28.90%	15.90%	15.56%
归母净利润（百万元）	3061.99	4789.49	6071.84	7220.54	9246.18	11777.58
增长率（%）	-49.02%	56.42%	26.77%	18.92%	28.05%	27.38%
EPS（元/股）	0.91	1.42	1.80	2.14	2.74	3.50
市盈率（P/E）	19.04	12.17	9.60	8.08	6.31	4.95
ROE(%)	14.50%	18.81%	20.05%	20.43%	22.11%	23.53%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2025年7月2日收盘）

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8507.13	8825.87	10229.55	11821.63
应收票据及账款	1818.65	2344.06	2716.86	3139.70
预付账款	132.06	469.88	544.61	629.37
其他应收款	28.03	36.13	41.87	48.39
存货	4397.58	5819.94	6650.39	7574.59
其他流动资产	615.08	631.25	642.73	655.74
流动资产总计	15498.54	18127.13	20826.01	23869.41
长期股权投资	2405.10	2631.18	2857.27	3083.35
固定资产	42783.54	42710.63	43766.84	46276.46
在建工程	2823.62	6828.47	6266.20	5155.28
无形资产	2331.40	2267.03	2202.67	2138.31
长期待摊费用	2008.79	1607.03	1205.28	803.52
其他非流动资产	454.22	454.22	454.22	454.22
非流动资产合计	52806.67	56498.57	56752.47	57911.14
资产总计	68305.21	74625.70	77578.48	81780.55
短期借款	1410.54	3472.34	2630.38	647.18
应付票据及账款	5621.35	7428.28	8488.23	9667.83
其他流动负债	8340.49	8714.34	9755.68	10918.04
流动负债合计	15372.38	19614.96	20874.30	21233.05
长期借款	22167.72	19186.50	14401.53	9992.78
其他非流动负债	460.38	460.38	460.38	460.38
非流动负债合计	22628.10	19646.88	14861.91	10453.17
负债合计	38000.49	39261.84	35736.21	31686.22
股本	3368.65	3368.65	3368.65	3368.65
资本公积	4488.41	4488.41	4488.41	4488.41
留存收益	22428.88	27483.26	33955.58	42199.89
归属母公司权益	30285.94	35340.32	41812.64	50056.95
少数股东权益	18.78	23.54	29.63	37.38
股东权益合计	30304.72	35363.86	41842.27	50094.34
负债和股东权益合计	68305.21	74625.70	77578.48	81780.55

现金流量表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	6061.96	6954.81	8981.79	11514.86
折旧与摊销	4724.85	3953.27	4250.13	4661.36
财务费用	1024.57	977.39	831.61	564.49
其他经营资金	257.96	305.29	305.29	305.29
经营性现金净流量	10590.39	11969.42	15082.63	17844.37
投资性现金净流量	-2943.70	-7587.70	-4446.57	-5762.57
筹资性现金净流量	-5400.85	-4062.97	-9232.39	-10489.72
现金流量净额	2209.06	318.74	1403.67	1592.08

利润表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	45648.35	58839.15	68196.98	78810.87
营业成本	34890.97	46106.36	52685.36	60006.95
营业税金及附加	283.48	284.47	329.71	381.03
销售费用	128.15	170.40	209.25	230.44
管理费用	756.86	858.75	995.32	1150.23
研发费用	1751.01	2176.54	2522.70	2915.33
财务费用	1024.57	977.39	831.61	564.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-108.41	92.28	92.28	92.28
公允价值变动损益	265.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	7033.69	8195.08	10491.46	13361.20
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7018.08	8185.60	10481.98	13351.72
所得税	956.12	960.31	1229.71	1566.38
净利润	6061.96	7225.29	9252.27	11785.34
少数股东损益	-9.88	4.76	6.09	7.76
归属母公司股东净利润	6071.84	7220.54	9246.18	11777.58
EBITDA	12767.50	13116.26	15563.72	18577.58
NPOLAT	6926.45	8096.37	9994.66	12291.96
EPS(元)	1.80	2.14	2.74	3.50

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收益率	10.03%	28.90%	15.90%	15.56%
EBIT增长率	30.16%	13.93%	23.47%	23.00%
EBITDA增长率	23.37%	2.73%	18.66%	19.36%
净利润增长率	26.77%	18.92%	28.05%	27.38%
盈利能力				
毛利率	23.57%	21.64%	22.75%	23.86%
净利率	13.28%	12.28%	13.57%	14.95%
ROE	20.05%	20.43%	22.11%	23.53%
ROA	8.89%	9.68%	11.92%	14.40%
ROIC	12.85%	15.24%	16.96%	20.56%
估值倍数				
P/E	9.60	8.08	6.31	4.95
P/S	1.28	0.99	0.86	0.74
P/B	1.93	1.65	1.39	1.16
股息率	2.88%	3.71%	4.76%	6.06%
EV/EBIT	10.71	8.94	6.74	5.02
EV/EBITDA	6.75	6.25	4.90	3.76
EV/NOPLAT	12.44	10.12	7.63	5.69

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2025 年 7 月 2 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089