

证券研究报告

其他化学原料


**兴业证券**  
INDUSTRIAL SECURITIES

增持 (维持)

卫星化学 (002648)

乙烷价格回落带动业绩持续修复，  
新项目稳步建设保障成长

2023年05月07日

## 市场数据

市场数据日期	2023-05-05
收盘价(元)	14.53
总股本(百万股)	3368.76
流通股本(百万股)	3363.22
净资产(百万元)	21116.58
总资产(百万元)	56385.42
每股净资产(元)	6.27

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证化工】卫星化学(002648)2022年三季报点评:产品景气回落短暂拖累业绩,二期放量在即,项目储备充沛未来可期》2022-10-26

《【兴证化工】卫星化学(002648)2022年半年报点评:新项目投产、丙烯酸盈利改善助力22H1业绩同比显著增长,前瞻布局高端新能源材料打开成长空间》2022-09-01

《【兴证化工】卫星化学(002648)2022年一季报点评:C2项目贡献业绩增量助力业绩同比大增,新产能持续推进建设未来可期》2022-05-05

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

## 投资要点

- **事件:** 卫星化学发布2022年年报,报告期内公司实现营业收入370.44亿元,同比增长29.72%;实现归母净利润30.62亿元,同比下滑49.02%,实现扣非归母净利润30.44亿元,同比下滑47.98%。其中2022Q4单季度实现营业收入92.74亿元,同比增长8.61%,环比增长3.55%;实现归母净利润0.46亿元,同比下滑97.39%,环比下滑80.53%;实现扣非归母净利润2.53亿元,同比下滑85.62%,环比增长196.24%。

公司同时发布2023年一季报,2023年Q1内公司实现营业收入94.15亿元,同比增长15.7%,环比增长1.52%;实现归母净利润7.07亿元,同比下滑53.83%,环比增长1445.65%;实现扣非归母净利润7.78亿元,同比下滑49.46%,环比增长207.59%。

- **乙烷价格逐步回落,公司扣非归母业绩稳步修复。**2022年Q4以来,公司C2产业链主要原料乙烷价格持续回落。根据我们统计,2022年Q4及2023年Q1期间,乙烷(MB)平均价格分别为0.3940美元/加仑、0.2550美元/加仑,环比变化分别为-26.2%、-35.3%;乙烯-乙烷价差分别为466美元/吨、618美元/吨,环比变化分别为+23.7%、+32.6%。后续来看,23Q2以来乙烷价格持续回落,根据我们统计,截至2023年4月28日当周,乙烷(MB)Q2以来平均价格为0.2088美元/加仑,环比变化-18.1%,乙烯-乙烷平均价差为703美元/吨,环比变化+13.7%。综合来看,在下游需求持续向好,原料价格回落背景下,公司盈利有望持续改善。
- **多项目稳步推进,公司产销规模有望持续扩大。**2023年来看,公司连云港石化二期于2022年8月27日一次开车成功,年内有望贡献同比产销增量;绿色新材料产业园一期项目顺利开展,分别计划于2023年第二季度陆续投料试生产。长远来看,POE实验室试验装置已产出可供评价的样品,上游关键原料 $\alpha$ -烯烃1000吨中试项目亦已于2023年3月31日公告开车成功,未来

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37044	43079	54156	63351
同比增长	29.7%	16.3%	25.7%	17.0%
归母净利润(百万元)	3062	4722	6363	7408
同比增长	-49.0%	54.2%	34.8%	16.4%
毛利率	16.5%	19.2%	20.2%	20.3%
ROE	14.5%	18.3%	20.2%	19.4%
每股收益(元)	0.91	1.40	1.89	2.20
市盈率	16.0	10.4	7.7	6.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司在新能源新材料领域竞争能力有望显著增强；平湖基地新能源新材料项目于 2022 年 10 月开工建设，计划 2023 年底中交，投产后有望形成基地内丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯的产业链闭环；嘉兴基地加快推进 26 万吨高分子乳液项目建设，拓宽丙烯酸酯下游向中高端纺织乳液、涂料乳液、粘合剂、电池粘合剂与涂覆剂等化学新材料发展。汇总来看，据公司年报披露，公司功能化学品、高分子新材料、新能源材料三大板块分别有 244 万吨/年、36 万吨/年、36 万吨/年在建产能处于推进中，C2 与 C3 产双产业链齐头并进。未来随新增产能逐步投放，公司产销规模及产业链广度有望进一步扩增，盈利有望进一步增长。

- **维持“增持”的投资评级。**卫星化学为国内丙烯酸及酯行业以及轻烃制烯烃行业的领军企业，产业链一体化程度较高。公司 C3 产业链当前上游拥有 90 万吨/年 PDH 产能，下游拥有 66 万吨/年丙烯酸和 75 万吨/年丙烯酸酯产能及其他多种产品产能。随 2021 年 Q2 连云港石化烯烃综合利用项目一阶段投料试车成功，公司产品正式拓展至 C2 产业链，逐步形成“丙烯-丙烯酸及酯-高分子乳液/SAP”、“乙烯-PE/EO/MEG”双产业链格局，并持续进行双线扩张。当前公司连云港石化二阶段项目已正式投产，后续年内有望持续贡献同比业绩增量；规划建设众多新能源新材料项目，保障成长空间。总体而言，公司未来项目储备丰富，稳步推进，战略清晰，成长潜力可观。我们调整 2023 年-2024 年 EPS 预测值分别为 1.40 元、1.89 元并引入 2025 年 EPS 预测为 2.20 元，维持“增持”的投资评级。
- 风险提示：原料乙烷价格大幅波动风险、国际油价大幅波动风险、下游需求不及预期风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11735	14903	17434	23194
货币资金	5532	7172	8356	13648
交易性金融资产	28	53	45	45
应收票据及应收账款	676	729	916	388
预付款项	463	522	648	757
存货	3877	4526	5615	6560
其他	1160	1900	1854	1797
<b>非流动资产</b>	44650	52976	61318	69550
长期股权投资	2239	2351	2468	2591
固定资产	19033	27123	34299	40987
在建工程	4913	3765	3506	3602
无形资产	1265	1531	1823	2144
商誉	44	44	44	44
长期待摊费用	1823	2065	2278	2437
其他	15332	16097	16900	17743
<b>资产总计</b>	56385	67878	78753	92744
<b>流动负债</b>	10067	12929	13334	15142
短期借款	1077	2751	1303	1433
应付票据及应付账款	5570	6301	7818	9134
其他	3420	3877	4214	4575
<b>非流动负债</b>	25168	29117	33755	39244
长期借款	10549	14040	18231	23259
其他	14619	15076	15524	15985
<b>负债合计</b>	35235	42046	47089	54386
股本	3369	3369	3369	3369
资本公积	4982	4982	4982	4982
未分配利润	12018	16496	21953	28180
少数股东权益	34	55	85	118
<b>股东权益合计</b>	21150	25832	31663	38358
<b>负债及权益合计</b>	56385	67878	78753	92744

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	3062	4722	6363	7408
折旧和摊销	1754	2798	3923	5089
资产减值准备	15	116	12	694
资产处置损失	-3	-2	-2	-2
公允价值变动损失	291	146	175	185
财务费用	989	590	745	887
投资损失	-399	-257	-293	-299
少数股东损益	15	22	29	34
营运资金的变动	-741	-407	-12	32
<b>经营活动产生现金流量</b>	5935	7804	11000	14094
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2719	-10428	-11474	-12582
<b>融资活动产生现金流量</b>	-7982	4265	1658	3780
现金净变动	-4467	1640	1184	5292
现金的期初余额	9565	5532	7172	8356
现金的期末余额	5098	7172	8356	13648

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	37044	43079	54156	63351
营业成本	30925	34815	43195	50465
税金及附加	119	138	179	215
销售费用	88	103	130	152
管理费用	534	689	866	1014
研发费用	1238	1508	1950	2344
财务费用	849	590	745	887
其他收益	61	62	61	62
投资收益	399	257	293	299
公允价值变动收益	-291	-146	-175	-185
信用减值损失	-15	-12	-13	-13
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	3	2	2	2
<b>营业利润</b>	3448	5399	7260	8440
营业外收入	11	20	18	18
营业外支出	14	17	15	15
<b>利润总额</b>	3445	5402	7264	8442
所得税	368	659	871	1000
<b>净利润</b>	3077	4743	6392	7442
少数股东损益	15	22	29	34
<b>归属母公司净利润</b>	3062	4722	6363	7408
<b>EPS(元)</b>	0.91	1.40	1.89	2.20

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	29.7%	16.3%	25.7%	17.0%
营业利润增长率	-50.6%	56.6%	34.5%	16.2%
归母净利润增长率	-49.0%	54.2%	34.8%	16.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	16.5%	19.2%	20.2%	20.3%
归母净利率	8.3%	11.0%	11.7%	11.7%
ROE	14.5%	18.3%	20.2%	19.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.5%	61.9%	59.8%	58.6%
流动比率	1.17	1.15	1.31	1.53
速动比率	0.78	0.80	0.89	1.10
<b>营运能力</b>				
资产周转率	70.5%	69.3%	73.9%	73.9%
应收帐款周转率	5603.6%	5936.4%	6188.4%	5990.3%
存货周转率	862.6%	828.7%	851.9%	828.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.91	1.40	1.89	2.20
每股经营现金	1.76	2.32	3.27	4.18
每股净资产	6.27	7.65	9.37	11.35
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	16.0	10.4	7.7	6.6
PB	2.3	1.9	1.6	1.3

## 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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 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；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyq.com.cn