

卫星化学 (002648.SZ)

一季度业绩环比大幅改善，需求回暖可期

买入

核心观点

业绩环比大幅提升。2022年公司实现营收370.44亿元，同比+29.72%；归母净利润30.62亿元，同比-49.02%。2023年一季度实现营收94.15亿元，环比+1.52%；归母净利润7.07亿元，环比+1445.65%。2022年在成本压力及化工景气下滑的影响下，公司业绩承压，但是今年一季度以来，随着成本端的改善，公司业绩显著提升，未来随着经济复苏，业绩有望逐步好转。

2022年能源价格上行叠加产品价格下跌，公司业绩承压较为严重。2022年在全球能源价格上涨的背景下，公司原料乙烷/丙烷价格同比+57%/+23%，成本端压力较大。需求端在疫情影响下，化工市场整体表现比较低迷，公司主要产品聚乙烯/聚丙烯/丙烯酸/环氧乙烷/乙二醇价格同比+0.6%/-4.2%/-10.7%/-5.7%/-13.4%，综合毛利率水平下降15.2pct，经营压力较为突出。

2023年乙烷价格大幅下跌，需求复苏下公司业绩有望逐步回暖。2023年以来，美国乙烷价格大幅下降，截止5月3日，价格达到19.8美分/加仑，为近一年来的新低。23Q1乙烷均价25美分/加仑，同比下降38%。未来随着天然气价格的下跌，乙烷价格预期维持低位，支撑公司业绩。一季度公司主要产品聚乙烯/聚丙烯/丙烯酸/环氧乙烷/乙二醇价格触底气温，Q1均价环比+1.6%/-0.4%/-5.8%/-3.6%/+4.8%，预计未来随着经济复苏，产品价格有望逐步提升，带动业绩回暖。

新材料推动公司持续前行。公司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，将更加高效利用PDH的丙烯资源生产多碳醇，形成丙烯-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，促进公司产业链在质与量上的大幅提升。此外，公司千吨级 α -烯烃工业试验装置开车成功，未来将加快推进 α -烯烃、POE和高端聚烯烃等工业化项目建设，加快向低碳化学新材料科技公司的转型升级。

风险提示：乙烷价格上涨；产品价格下跌；在建项目进度不达预期等。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润45/73/86亿元（2023/2024年原值为103/123亿），摊薄EPS=1.33/2.17/2.55元，当前股价对应PE=10.8/6.6/5.6x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,557	37,044	46,636	54,802	55,958
(+/-%)	165.1%	29.7%	25.9%	17.5%	2.1%
净利润(百万元)	6007	3062	4484	7308	8596
(+/-%)	261.6%	-49.0%	46.5%	63.0%	17.6%
每股收益(元)	3.49	0.91	1.33	2.17	2.55
EBIT Margin	25.6%	11.2%	12.2%	16.2%	18.2%
净资产收益率 (ROE)	31.0%	14.5%	18.5%	24.9%	24.3%
市盈率 (PE)	4.1	15.9	10.8	6.6	5.6
EV/EBITDA	6.5	14.9	11.1	7.4	6.3
市净率 (PB)	1.28	2.30	2.00	1.65	1.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：刘子栋

021-60933133

liuzidong@guosen.com.cn

S0980521020002

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

14.41元

收盘价

总市值/流通市值

48544/48464百万元

52周最高价/最低价

39.84/11.83元

近3个月日均成交额

300.87百万元

市场走势



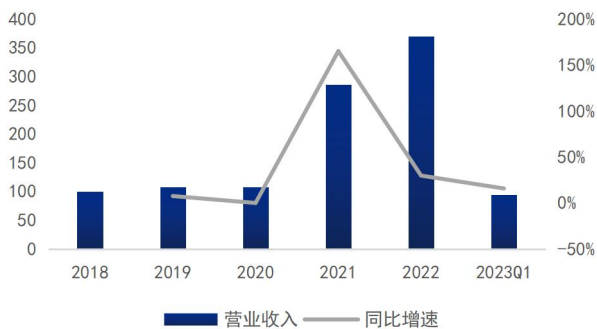
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《卫星化学 (002648.SZ) -G2项目引领业绩成长，新材料布局彰显综合实力》——2022-04-18

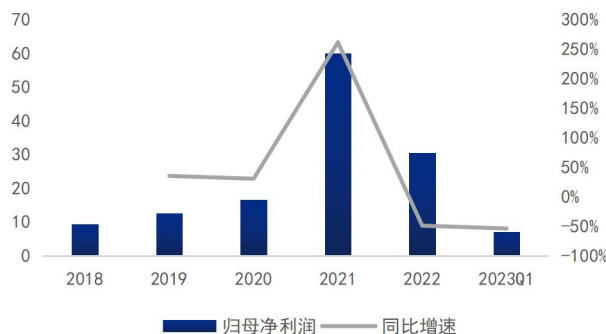
2022 年公司实现营收 370.44 亿元，同比+29.72%；归母净利润 30.62 亿元，同比-49.02%。2023 年一季度实现营收 94.15 亿元，环比+1.52%；归母净利润 7.07 亿元，环比+1445.65%。2022 年在成本压力及化工景气下滑的影响下，公司业绩承压，但是今年一季度以来，随着成本端的改善，公司业绩显著提升，未来随着经济复苏，业绩有望逐步好转。

图1：卫星化学营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

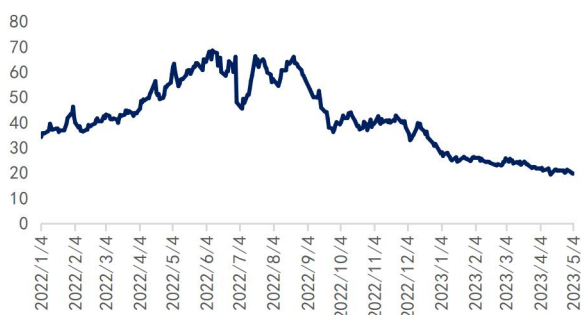
图2：卫星化学归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年在全球能源价格上涨的背景下，公司原料乙烷/丙烷价格同比+57%/+23%，成本端压力较大。需求端在疫情影响下，化工市场整体表现比较低迷，公司主要产品聚乙烯/聚丙烯/丙烯酸/环氧乙烷/乙二醇价格同比+0.6%/-4.2%/-10.7%/-5.7%/-13.4%，综合毛利率水平下降 15.2pct，经营压力较为突出。2023 年以来，美国乙烷价格大幅下降，截止 5 月 3 日，价格达到 19.8 美分/加仑，为近一年来的新低。23Q1 乙烷均价 25 美分/加仑，同比下降 38%。未来随着天然气价格的下跌，乙烷价格预期维持低位，支撑公司业绩。一季度公司主要产品聚乙烯/聚丙烯/丙烯酸/环氧乙烷/乙二醇价格触底气温，Q1 均价环比+1.6%/-0.4%/-5.8%/-3.6%/+4.8%，预计未来随着经济复苏，产品价格有望逐步提升，带动业绩回暖。

图3：乙烷价格走势（美分/加仑）



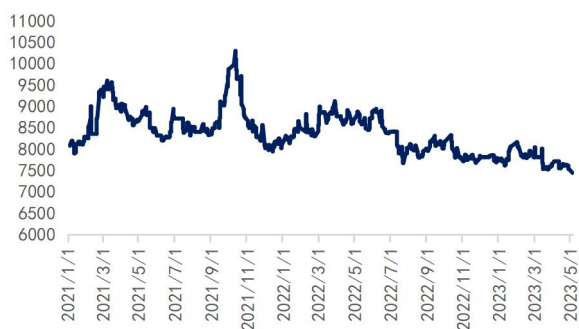
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图4：聚乙烯价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 聚丙烯价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 丙烯酸价格走势 (元/吨)



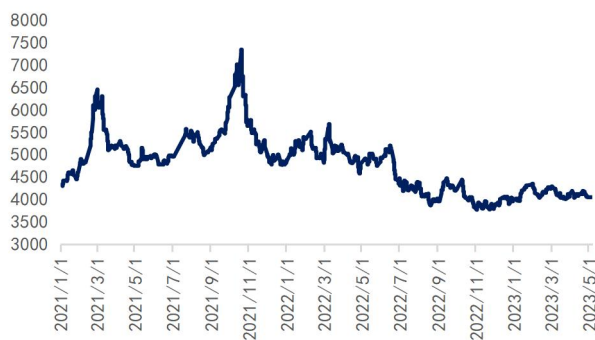
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 环氧乙烷价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 乙二醇价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9641	5532	5000	5000	6536	营业收入	28557	37044	46636	54802	55958
应收款项	655	814	1022	1201	1226	营业成本	19500	30925	38241	42745	42528
存货净额	3294	3877	4948	5491	5414	营业税金及附加	95	119	187	219	224
其他流动资产	2969	1486	2332	2740	2798	销售费用	60	88	140	164	168
流动资产合计	16615	11735	13330	14460	16002	管理费用	510	534	750	873	890
固定资产	20634	23946	30584	32653	34376	研发费用	1091	1238	1632	1918	1959
无形资产及其他	998	1265	1315	1364	1413	财务费用	502	849	672	681	535
投资性房地产	8364	17200	17200	17200	17200	投资收益	191	399	100	100	100
长期股权投资	2082	2239	2239	2239	2239	资产减值及公允价值变动	2	(291)	(50)	(50)	(50)
资产总计	48692	56385	64667	67916	71230	其他收入	(1107)	(1189)	(1632)	(1918)	(1959)
短期借款及交易性金融负债	2364	2351	3555	2595	2000	营业利润	6977	3448	5063	8251	9705
应付款项	3968	5570	5938	6589	6497	营业外净收支	17	(3)	0	0	0
其他流动负债	2506	2146	3696	4107	4053	利润总额	6993	3445	5063	8251	9705
流动负债合计	8839	10067	13190	13291	12551	所得税费用	980	368	557	908	1068
长期借款及应付债券	14050	10549	12549	10549	8549	少数股东损益	6	15	22	35	42
其他长期负债	6422	14619	14619	14619	14619	归属于母公司净利润	6007	3062	4484	7308	8596
长期负债合计	20472	25168	27168	25168	23168	现金流量表 (百万元)					
负债合计	29311	35235	40358	38459	35719	净利润	6007	3062	4484	7308	8596
少数股东权益	19	34	53	85	123	资产减值准备	41	(29)	7	2	1
股东权益	19363	21117	24256	29371	35388	折旧摊销	1063	1499	2354	2930	3277
负债和股东权益总计	48692	56385	64667	67916	71230	公允价值变动损失	(2)	291	50	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	502	849	672	681	535
每股收益	3.49	0.91	1.33	2.17	2.55	营运资本变动	(3895)	1317	(199)	(66)	(151)
每股红利	0.57	0.66	0.40	0.65	0.77	其它	(36)	33	12	30	36
每股净资产	11.26	6.27	7.20	8.72	10.50	经营活动现金流	3179	6172	6709	10253	11809
ROIC	26%	15%	19%	25%	26%	资本开支	0	(4466)	(9100)	(5100)	(5100)
ROE	31%	15%	18%	25%	24%	其它投资现金流	71	28	0	0	0
毛利率	32%	17%	18%	22%	24%	投资活动现金流	90	(4595)	(9100)	(5100)	(5100)
EBIT Margin	26%	11%	12%	16%	18%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	15%	17%	22%	24%	负债净变化	4803	(2926)	2000	(2000)	(2000)
收入增长	165%	30%	26%	18%	2%	支付股利、利息	(974)	(2232)	(1345)	(2192)	(2579)
净利润增长率	262%	-49%	46%	63%	18%	其它融资现金流	(8443)	4629	1205	(961)	(595)
资产负债率	60%	63%	62%	57%	50%	融资活动现金流	(782)	(5687)	1859	(5153)	(5173)
息率	2.0%	4.6%	2.8%	4.5%	5.3%	现金净变动	2487	(4110)	(532)	0	1536
P/E	4.1	15.9	10.8	6.6	5.6	货币资金的期初余额	7154	9641	5532	5000	5000
P/B	1.3	2.3	2.0	1.7	1.4	货币资金的期末余额	9641	5532	5000	5000	6536
EV/EBITDA	6.5	14.9	11.1	7.4	6.3	企业自由现金流	0	2047	(1885)	5669	7095
						权益自由现金流	0	3751	721	2101	4024

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032