

需求复苏推涨 C3 价格，新产能有望投放

2023 年 03 月 22 日

➤ **事件：**截至 3 月 20 日，浙江卫星的丙烯酸/丙烯酸甲酯/丙烯酸乙酯/丙烯酸丁酯的出厂价格分别为 8550/11550/11550/11400 元/吨，环比上月分别增长 300/0/500/200 元/吨。

➤ **平湖丙烯酸及酯技改项目即将投产，下游需求复苏推涨 C3 价格。**公司深耕 C3 产业链，并不断向下延伸产业链，具备从丙烷—丙烯—丙烯酸及酯—高分子新材料的一体化优势。目前，公司在 C3 产业具有平湖丙烯酸及酯技改项目，我们预计将于 2023 年投产，投产后将贡献 18 万吨丙烯酸产能和 30 万吨丙烯酸酯产能。目前，丙烯酸酯主要用于制造胶粘剂、合成树脂等，随着下游需求的复苏，快递等行业将带动胶粘剂需求逐步回暖，且国内产业投资同比降幅逐渐收窄、基建投资增速不断加快，同时，近期政府发布的降准进一步释放了稳增长的强烈信号，未来下游需求有望加快复苏，带动胶粘剂、涂料等的需求增长，C3 价格有望持续上行，截至 3 月 20 日，丙烯酸酯产品价格均环比回升。

➤ **2023 年连云港 C2 项目产能爬坡和绿色产业园项目投产有望提升公司盈利能力。**公司连云港石化项目二阶段已于 2022 年 8 月投产，具备 125 万吨/年的乙烯生产能力，还包括 40 万吨/年高密度聚乙烯、73 万吨/年环氧乙烷、60 万吨/年苯乙烯以及 25 万吨/年的聚醚大单体，预计将成为 2022 年业绩增长的主要驱动因素之一。目前，公司绿色新材料产业园一期项目顺利开展，其中，产品包括 40 万吨/年聚苯乙烯装置、10 万吨/年乙醇胺装置、15 万吨/年电池级碳酸酯等。此外，公司 C2 产业采用乙烷裂解方式，原料成本和天然气价格联动性较强，近期天然气价格回落也进一步增强了 C2 产业盈利能力。

➤ **转型路径清晰，加速布局各种化工新材料。**在“双碳”目标的指引下，公司已形成清晰的转型发展路径，就是坚持以轻质化原料为核心，形成功能化学品、新能源、新材料三大业务板块，打造低碳化学新材料科技公司。公司依托 C2、C3 产业链平台，围绕新能源行业，布局化学新材料。其中，C2 产业方面，公司拥有完整的乙烯产业链优势，规划了 10 万吨/年的 α -烯烃与配套 POE，目前，公司 POE 处于研发阶段，已将实验室样品送至下游客户处测试，POE 核心原料 α -烯烃已建成年产 1000 吨装置，即将开启试生产。

➤ **投资建议：**我们预计，2022-2024 年公司将实现归母净利润 35.84/68.83/89.56 亿元，对应的 EPS 分别为 1.06/2.04/2.66 元/股，对应 2023 年 3 月 22 日收盘价的 PE 为 15/8/6 倍，考虑到 C2、C3 项目陆续投产带来的业绩增长，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格下跌的风险；项目投产进度不及预期的风险，需求复苏不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	28,557	35,814	51,276	61,421
增长率 (%)	165.1	25.4	43.2	19.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,007	3,584	6,883	8,956
增长率 (%)	261.6	-40.3	92.0	30.1
每股收益 (元)	1.78	1.06	2.04	2.66
PE	9	15	8	6
PB	2.7	2.4	1.9	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

15.65 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1. 卫星化学 (002648.SZ) 2021 年年报点评：新增项目陆续投产，成长性逐步兑现-2022/03/22
2. 卫星化学 (002648.SZ) 2021 年年度业绩预增公告点评：受益于 C2 化学品项目投产，公司业绩高增-2022/01/29
3. 卫星石化(002648):投产 C2，加码 C3，未来成长可期-2021/07/27
4. 卫星石化 (002648) 2020 年年报点评报告：毛利率小幅提升，净利同比增长 31%-2021/04/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	28,557	35,814	51,276	61,421
营业成本	19,500	28,417	38,983	46,202
营业税金及附加	95	119	171	205
销售费用	60	75	108	129
管理费用	510	639	915	1,096
研发费用	1,091	1,368	1,959	2,346
EBIT	7,351	5,262	9,238	11,559
财务费用	502	1,078	1,186	1,081
资产减值损失	-33	-40	-54	-64
投资收益	191	72	103	123
营业利润	6,977	4,216	8,100	10,538
营业外收支	17	5	5	9
利润总额	6,993	4,221	8,105	10,547
所得税	980	633	1,216	1,582
净利润	6,013	3,588	6,890	8,965
归属于母公司净利润	6,007	3,584	6,883	8,956
EBITDA	9,060	7,646	12,459	15,187

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,641	8,638	11,031	15,461
应收账款及票据	608	953	1,364	1,634
预付款项	181	335	460	545
存货	3,294	4,684	6,425	7,615
其他流动资产	2,890	2,321	3,194	3,767
流动资产合计	16,615	16,931	22,474	29,023
长期股权投资	2,082	2,153	2,256	2,379
固定资产	12,741	16,037	19,240	22,435
无形资产	998	997	995	992
非流动资产合计	32,078	43,082	43,945	45,261
资产合计	48,692	60,012	66,420	74,284
短期借款	1,423	1,223	1,023	823
应付账款及票据	3,968	5,450	7,476	8,861
其他流动负债	3,448	3,984	4,174	4,801
流动负债合计	8,839	10,656	12,673	14,485
长期借款	13,474	11,263	10,263	9,263
其他长期负债	6,998	16,484	15,918	15,797
非流动负债合计	20,472	27,747	26,181	25,060
负债合计	29,311	38,403	38,854	39,545
股本	1,720	3,369	3,369	3,369
少数股东权益	19	22	29	38
股东权益合计	19,381	21,609	27,565	34,739
负债和股东权益合计	48,692	60,012	66,420	74,284

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	165.09	25.41	43.17	19.79
EBIT 增长率	253.33	-28.41	75.54	25.13
净利润增长率	261.62	-40.33	92.02	30.12
盈利能力 (%)				
毛利率	31.72	20.65	23.97	24.78
净利率	21.03	10.01	13.42	14.58
总资产收益率 ROA	12.34	5.97	10.36	12.06
净资产收益率 ROE	31.02	16.60	25.00	25.81
偿债能力				
流动比率	1.88	1.59	1.77	2.00
速动比率	1.37	1.10	1.21	1.42
现金比率	1.09	0.81	0.87	1.07
资产负债率 (%)	60.20	63.99	58.50	53.24
经营效率				
应收账款周转天数	7.77	9.79	9.79	9.79
存货周转天数	61.65	60.64	60.64	60.64
总资产周转率	0.70	0.66	0.81	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	1.78	1.06	2.04	2.66
每股净资产	5.75	6.41	8.17	10.30
每股经营现金流	1.09	2.38	3.30	4.03
每股股利	0.35	0.28	0.53	0.69
估值分析				
PE	9	15	8	6
PB	2.7	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.33	9.71	5.56	4.19
股息收益率 (%)	2.23	1.77	3.40	4.42

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6,013	3,588	6,890	8,965
折旧和摊销	1,709	2,383	3,221	3,628
营运资金变动	-4,488	850	-251	-181
经营活动现金流	3,668	8,021	11,107	13,570
资本开支	-4,060	-2,905	-3,055	-3,324
投资	-49	0	0	0
投资活动现金流	-4,004	-2,905	-3,055	-3,324
股权募资	51	-0	0	0
债务募资	2,895	-2,600	-1,945	-1,200
筹资活动现金流	3,123	-6,120	-5,659	-5,815
现金净流量	2,789	-1,003	2,393	4,431

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026