

事项：

2024 年 12 月 28 日，国务院关税税则委员会发布《2025 年关税调整方案》，2025 年对 935 项商品（不含关税配额商品）实施低于最惠国税率的进口暂定税率。为推进绿色低碳发展，2025 年乙烷进口关税税率由 2%降低至 1%，同时将乙烷从饱和无环烃（税则号列 29011000）中单列，增列乙烷税则子目（税则号列 29011010）。

国信化工观点：

1) **乙烷进口关税下调，政策鼓励轻烃路线：**此次关税调整方案中，一方面将乙烷进口关税由 2%降低 1%，且增列乙烷税则子目，另一方面液化丙烷（税则号列 27111200）、其他液化丁烷（税则号列 27111390）2025 年进口关税税率继续维持 1%，低于 2025 年最惠国税率的 5%，我们认为一方面是国家对轻烃资源的进一步肯定，另一方面也体现国家持续推进绿色低碳发展的决心。公司目前具备乙烷制乙烯产能 250 万吨，对应乙烷进口量 300 万吨左右，进口关税下降 1%有望降低公司原材料成本 1 亿元左右，公司成本端优势有望继续维持。

2) **C2、C3 新增产能进展顺利，产业链配套持续完善：**C2 方面，公司总投资 266 亿元建设 α -烯烃综合利用高端新材料，向下游延伸布局，产能包含 170 万吨高端聚烯烃、60 万吨聚乙烯弹性体、3 万吨聚 α -烯烃等高附加值产品，目前项目一阶段目前已经全面开始建设，根据公司公告预计将于 2025 年底中交，2026 年初投产，利润增量有望逐步兑现。产业链配套方面，公司配套项目一阶段的 6 艘 VLEC 乙烷船预计在 2026 年初交付，项目二阶段的 8 艘 ULEC 乙烷运输船已经下单建造，预计于 2027 年内陆续实现交付，有力保障项目原料需求。C3 方面，公司 80 万吨多碳醇项目一阶段装置顺利投产，实现 C3 产业链耦合闭环，持续降低生产成本。

3) **丙烯酸景气度提升，有望增厚公司业绩。**丙烯酸由于装置检修较多且现货库存较低，12 月以来价格大幅上涨，推动产业链下游产品价格上涨。截至 12 月 27 日，丙烯酸市场价 7700 元/吨左右，较上月同期上涨约 1000 元/吨（+15.8%）；丙烯酸甲酯市场价 10150 元/吨，较上月同期上涨约 800 元/吨（+9.1%）；丙烯酸乙酯市场价 9550 元/吨，较上月同期上涨约 950 元/吨（+10.4%）；丙烯酸丁酯市场价 9200 元/吨，较上月同期上涨约 425 元/吨（+5.1%）。公司目前具备 84 万吨/年丙烯酸和 104 万吨/年丙烯酸酯产能，丙烯酸价格上行有望增厚公司业绩。

4) **投资建议：**我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 54.4/69.4/81.7 亿元的预测，对应 EPS 分别为 1.61/2.06/2.43 元，对应 PE 分别为 11.3/8.8/7.5 倍，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 乙烷进口关税下调，政策鼓励轻烃路线

此次关税调整方案中，一方面将乙烷进口关税由 2%降低 1%，且增列乙烷税则子目，另一方面液化丙烷（税则号列 27111200）、其他液化丁烷（税则号列 27111390）2025 年进口关税税率继续维持 1%，低于 2025 年最惠国税率的 5%，我们认为一方面是国家对轻烃资源的进一步肯定，另一方面也体现国家持续推进绿色低碳发展的决心。公司目前具备乙烷制乙烯产能 250 万吨，对应乙烷进口量 300 万吨左右，进口关税下降 1%有望降低公司原材料成本 1 亿元左右，公司成本端优势有望继续维持。

◆ C2、C3 新增产能进展顺利，产业链配套持续完善

C2 方面，公司总投资 266 亿元建设 α -烯烃综合利用高端新材料，向下游延伸布局，产能包含 170 万吨高端聚烯烃、60 万吨聚乙烯弹性体、3 万吨聚 α -烯烃等高附加值产品，目前项目一阶段目前已经全面开始建设，根据公司公告预计将于 2025 年底中交，2026 年初投产，利润增量有望逐步兑现。产业链配套方面，公司配套项目一阶段的 6 艘 VLEC 乙烷船预计在 2026 年初交付，项目二阶段的 8 艘 ULEC 乙烷运输船已经下单建造，预计于 2027 年内陆续实现交付，有力保障项目原料需求。C3 方面，公司 80 万吨多碳醇项目一阶段装置顺利投产，实现 C3 产业链耦合闭环，持续降低生产成本。

◆ 丙烯酸景气度提升，有望增厚公司业绩

丙烯酸由于装置检修较多且现货库存较低，12 月以来价格大幅上涨，推动产业链下游产品价格上涨。截至 12 月 27 日，丙烯酸市场价 7700 元/吨左右，较上月同期上涨约 1000 元/吨（+15.8%）；丙烯酸甲酯市场价 10150 元/吨，较上月同期上涨约 800 元/吨（+9.1%）；丙烯酸乙酯市场价 9550 元/吨，较上月同期上涨约 950 元/吨（+10.4%）；丙烯酸丁酯市场价 9200 元/吨，较上月同期上涨约 425 元/吨（+5.1%）。公司目前具备 84 万吨/年丙烯酸和 104 万吨/年丙烯酸酯产能，丙烯酸价格上行有望增厚公司业绩。

图1：丙烯酸价格



图2：丙烯酸酯价格



◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持对公司 2024-2026 年归母净利润 54.4/69.4/81.7 亿元的预测，对应 EPS 分别为 1.61/2.06/2.43 元，对应 PE 分别为 11.3/8.8/7.5 倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	21.88	1.68	1.96	2.40	16.4	11.2	9.1	1.5
000830.SZ	鲁西化工	优于大市	11.79	0.43	1.03	1.22	23.5	11.4	9.7	1.2
600989.SH	宝丰能源	优于大市	16.28	0.77	0.99	1.72	19.2	16.4	9.5	2.9
002648.SZ	卫星化学	优于大市	18.22	1.42	1.61	2.06	10.4	11.3	8.8	2.3

◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

相关研究报告：

- 《卫星化学（002648.SZ）-第三季度扣非归母净利润同比增长 32%，看好公司长期成长》——2024-10-22
- 《卫星化学（002648.SZ）-年产 80 万吨多碳醇项目投产，完善碳三产业链上下游一体化》——2024-07-16
- 《卫星化学（002648.SZ）2024 年一季报点评-归母净利润同比增长 46.6%，看好公司长期成长》——2024-04-23
- 《卫星化学（002648.SZ）-2023 年归母净利润同比增长 55%，新项目打开成长空间》——2024-03-27
- 《卫星化学（002648.SZ）-轻烃一体化龙头，积极落实“质量回报双提升”行动方案》——2024-03-04

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5532	6399	5000	5000	7463	营业收入	37044	41487	45457	52589	60236
应收款项	814	703	996	1153	1320	营业成本	30925	33257	36058	41125	47105
存货净额	3877	4233	4566	5193	5969	营业税金及附加	119	144	150	184	211
其他流动资产	1486	1325	2273	2629	3012	销售费用	88	145	136	158	181
流动资产合计	11735	12733	12908	14048	17837	管理费用	534	531	618	703	795
固定资产	23946	28445	34561	36107	37313	研发费用	1238	1626	1773	1998	2289
无形资产及其他	1265	1801	1829	1857	1884	财务费用	849	811	718	686	535
投资性房地产	17200	19132	19132	19132	19132	投资收益	399	(14)	100	100	100
长期股权投资	2239	2471	2471	2471	2471	资产减值及公允价值变动	(291)	196	0	(52)	(52)
资产总计	56385	64582	70901	73615	78638	其他收入	(1189)	(1403)	(1773)	(1998)	(2289)
短期借款及交易性金融负债	2351	3776	3552	2197	2000	营业利润	3448	5378	6105	7783	9170
应付款项	5570	5670	5479	6231	7163	营业外净收支	(3)	(10)	0	0	0
其他流动负债	2146	2468	3401	3870	4448	利润总额	3445	5368	6105	7783	9170
流动负债合计	10067	11915	12432	12298	13611	所得税费用	368	584	672	856	1009
长期借款及应付债券	10549	10839	12839	10839	8839	少数股东损益	15	(6)	(7)	(8)	(10)
其他长期负债	14619	16335	16335	16335	16335	归属于母公司净利润	3062	4789	5440	6936	8171
长期负债合计	25168	27174	29174	27174	25174	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	35235	39089	41606	39472	38785	净利润	3062	4789	5440	6936	8171
少数股东权益	34	28	23	15	6	资产减值准备	(29)	(4)	3	1	1
股东权益	21117	25465	29273	34128	39847	折旧摊销	1499	2282	2950	3473	3814
负债和股东权益总计	56385	64582	70901	73615	78638	公允价值变动损失	291	(196)	0	52	52
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	849	811	718	686	535
每股收益	0.91	1.42	1.61	2.06	2.43	营运资本变动	1317	115	(827)	82	184
每股红利	0.66	0.16	0.48	0.62	0.73	其它	33	(1)	(9)	(8)	(9)
每股净资产	6.27	7.56	8.69	10.13	11.83	经营活动现金流	6172	6986	7558	10535	12211
ROIC	15%	19%	19%	21%	24%	资本开支	0	(6938)	(9100)	(5100)	(5100)
ROE	15%	19%	19%	20%	21%	其它投资现金流	28	(45)	0	0	0
毛利率	17%	20%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(129)	(7217)	(9100)	(5100)	(5100)
EBIT Margin	11%	14%	15%	16%	16%	权益性融资	299	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	19%	21%	23%	22%	负债净变化	(2926)	290	2000	(2000)	(2000)
收入增长	30%	12%	10%	16%	15%	支付股利、利息	(2232)	(547)	(1632)	(2081)	(2451)
净利润增长率	-49%	56%	14%	27%	18%	其它融资现金流	(135)	1611	(224)	(1354)	(197)
资产负债率	63%	61%	59%	54%	49%	融资活动现金流	(10153)	1098	144	(5435)	(4648)
息率	3.6%	0.9%	2.7%	3.4%	4.0%	现金净变动	(4110)	867	(1399)	0	2463
P/E	20.0	12.8	11.3	8.8	7.5	货币资金的期初余额	9641	5532	6399	5000	5000
P/B	2.9	2.4	2.1	1.8	1.5	货币资金的期末余额	5532	6399	5000	5000	7463
EV/EBITDA	17.1	12.5	10.6	8.5	7.4	企业自由现金流	0	613	(993)	5950	7491
						权益自由现金流	0	2515	143	1985	4818