

烯烃增量渐近，高端新材料引领成长

华泰研究

2025 年 7 月 14 日 | 中国内地

深度研究

石油化工

投资评级(维持):

目标价(人民币):

增持

20.46

卫星化学拥有 C2 与 C3 轻烃一体化布局，成本优势领先同行。乙烷裂解制乙烯工艺成本优势明显，公司通过前瞻布局美国港口及 VLEC 船队保障乙烷供应，公司乙烯三/四期新项目迎来投产周期，叠加延伸布局高端聚烯烃提升高附加值产品竞争力，公司有望迎来新一轮成长。维持“增持”评级。

美国出口能力受限下乙烷资源壁垒长存，公司成本优势稳固

乙烷路线成本优势大幅优于油头/煤头路线，2024 年平均生产成本仅为石脑油裂解/MTO 的 49%/62%。但受资源禀赋差异，我国乙烷供给高度依赖自美国进口，而美国中短期内乙烷富裕出口能力已十分有限。公司通过在美自建港口及配套 VLEC 船队成功打通中国首条乙烷全球供应链，已形成 250 万吨气头乙烯产能并完成一体化配套，公司预计在建 250 万吨气头乙烯产能将于 26-27 年逐步投产并贡献增量业绩。中短期中国乙烷供给仍将面临美国出口能力刚性约束，凭借港口、运输及长协锁量优势，公司成本优势有望保持稳固。

烯烃行业景气反转叠加高端聚烯烃进口替代，长期弹性可期

25-26 年乙烯/丙烯仍有较多新增产能投放预期，至 27 年行业产能投放预计将接近尾声，行业价格价差已至历史低位，伴随下游需求恢复以及烯烃自给率的提升，烯烃行业有望迎来新一轮景气反转。其中乙烯产业链面临“低端过剩、高端紧缺”的结构性矛盾，2024 年 POE/mPE 进口依存度接近 100%/超过 80%，高端聚烯烃替代空间广阔。公司作为气头乙烯龙头积极布局 α -烯烃/POE/mPE 等高端乙烯产品，未来凭借产能优势享受行业景气反转，亦有望借助先发优势顺利实现高端替代，助力公司实现第三轮成长。

我们与市场观点不同之处

市场担忧中美贸易摩擦下乙烷进口或存不确定性。我们认为在中国政策支持下，乙烯生产的经济性及原料多元化供应仍是产业发展的导向；而美国方面，由于乙烷是典型的低敏中游化工原料，在军事和技术领域并不具备战略控制价值，限制出口行为本身缺乏合理性与持续性。目前乙烷已重回自由流通，我们认为乙烷资源风险相对可控。市场担忧在建气头项目或削弱公司成本优势，我们认为乙烷资源未来仍将是限制行业扩张的主要壁垒，凭借自有贸易体系，公司中长期成本优势不改。市场担忧行业景气承压，我们认为伴随下游需求恢复以及烯烃自给率的提升，行业有望逐步迎来景气反转。

盈利预测与估值

考虑烯烃产业链景气修复略低于我们预期，我们小幅下调主要产品毛利率等盈利预测指标，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 63/74/92 亿元(前值 64/83/92 亿元，下调 2%/11%/1%)，同比+3.1%/+18.4%/+23.6%，对应 EPS 为 1.86/2.20/2.72 元/股。参考可比公司 2025 年 Wind 一致预期 12xPE，考虑公司原材料对美依赖度较高，给予 25 年 11xPE(前值 12xPE)，目标价 20.46 元(前值 22.8 元)，维持“增持”评级。

风险提示：关税政策不确定性风险，下游需求不及预期，项目进度不及预期。

庄汀洲

研究员

SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

张雄

研究员

SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

杨文韬

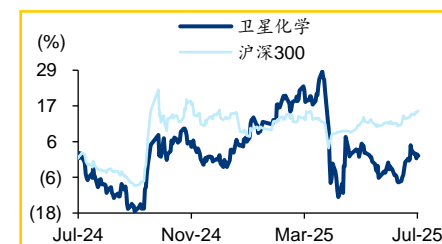
联系人

SAC No. S0570124070150 yangwentao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

| | |
|----------------------|-------------|
| 目标价(人民币) | 20.46 |
| 收盘价(人民币 截至 7 月 11 日) | 17.50 |
| 市值(人民币百万) | 58,951 |
| 6 个月平均日成交额(人民币百万) | 940.84 |
| 52 周价格范围(人民币) | 14.75-22.99 |
| BVPS(人民币) | 9.45 |

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

| 会计年度(人民币) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 45,648 | 47,366 | 50,503 | 55,562 |
| +/-% | 10.03 | 3.76 | 6.62 | 10.02 |
| 归属母公司净利润(百万) | 6,072 | 6,261 | 7,413 | 9,161 |
| +/-% | 26.77 | 3.12 | 18.39 | 23.59 |
| EPS(最新摊薄) | 1.80 | 1.86 | 2.20 | 2.72 |
| ROE(%) | 20.00 | 17.95 | 18.10 | 18.79 |
| PE(倍) | 9.71 | 9.42 | 7.95 | 6.43 |
| PB(倍) | 1.95 | 1.69 | 1.44 | 1.21 |
| EV EBITDA(倍) | 5.12 | 5.03 | 4.02 | 2.92 |
| 股息率(%) | 2.86 | 2.29 | 2.29 | 2.29 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 12,733 | 15,499 | 18,490 | 24,782 | 33,423 |
| 现金 | 6,399 | 8,507 | 10,327 | 16,025 | 23,081 |
| 应收账款 | 639.44 | 827.16 | 1,146 | 1,258 | 1,666 |
| 其他应收账款 | 63.22 | 28.03 | 66.70 | 34.30 | 76.82 |
| 预付账款 | 354.88 | 132.06 | 341.59 | 62.43 | 307.99 |
| 存货 | 4,233 | 4,398 | 4,773 | 5,513 | 6,363 |
| 其他流动资产 | 1,043 | 1,607 | 1,836 | 1,888 | 1,928 |
| 非流动资产 | 51,849 | 52,807 | 52,811 | 52,433 | 50,951 |
| 长期投资 | 2,471 | 2,405 | 2,655 | 2,905 | 3,155 |
| 固定投资 | 25,256 | 26,952 | 25,740 | 24,604 | 23,383 |
| 无形资产 | 1,801 | 2,331 | 2,721 | 3,101 | 3,472 |
| 其他非流动资产 | 22,321 | 21,118 | 21,695 | 21,823 | 20,940 |
| 资产总计 | 64,582 | 68,305 | 71,301 | 77,215 | 84,374 |
| 流动负债 | 11,915 | 15,372 | 13,641 | 14,540 | 15,535 |
| 短期借款 | 1,226 | 1,411 | 1,600 | 1,800 | 2,000 |
| 应付账款 | 5,037 | 5,421 | 5,574 | 5,988 | 6,472 |
| 其他流动负债 | 5,651 | 8,540 | 6,467 | 6,752 | 7,064 |
| 非流动负债 | 27,174 | 22,628 | 22,779 | 21,730 | 20,081 |
| 长期借款 | 10,839 | 7,246 | 7,397 | 6,348 | 4,698 |
| 其他非流动负债 | 16,335 | 15,382 | 15,382 | 15,382 | 15,382 |
| 负债合计 | 39,089 | 38,000 | 36,420 | 36,270 | 35,616 |
| 少数股东权益 | 28.42 | 18.78 | 18.16 | 17.42 | 16.50 |
| 股本 | 3,369 | 3,369 | 3,369 | 3,369 | 3,369 |
| 资本公积 | 4,465 | 4,488 | 4,488 | 4,488 | 4,488 |
| 留存公积 | 17,593 | 22,318 | 27,231 | 33,296 | 41,109 |
| 归属母公司股东权益 | 25,465 | 30,286 | 34,863 | 40,928 | 48,742 |
| 负债和股东权益 | 64,582 | 68,305 | 71,301 | 77,215 | 84,374 |

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 7,996 | 10,590 | 10,171 | 12,396 | 13,598 |
| 净利润 | 4,784 | 6,062 | 6,260 | 7,412 | 9,160 |
| 折旧摊销 | 4,170 | 4,725 | 4,025 | 4,380 | 4,841 |
| 财务费用 | 811.16 | 1,025 | 941.36 | 748.05 | 539.47 |
| 投资损失 | 13.78 | 108.41 | (50.00) | (50.00) | (50.00) |
| 营运资金变动 | (1,886) | (1,587) | (1,045) | (104.11) | (902.33) |
| 其他经营现金 | 103.65 | 257.96 | 40.10 | 10.25 | 9.78 |
| 投资活动现金 | (2,044) | (2,944) | (3,890) | (3,953) | (3,306) |
| 资本支出 | (2,406) | (3,140) | (2,333) | (2,069) | (1,092) |
| 长期投资 | (409.16) | (187.63) | (250.00) | (250.00) | (250.00) |
| 其他投资现金 | 771.58 | 383.89 | (1,307) | (1,634) | (1,964) |
| 筹资活动现金 | (5,072) | (5,401) | (4,462) | (2,745) | (3,236) |
| 短期借款 | 149.28 | 184.68 | 189.46 | 200.00 | 200.00 |
| 长期借款 | 290.44 | (3,593) | 150.83 | (1,049) | (1,649) |
| 普通股增加 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (517.83) | 23.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (4,994) | (2,016) | (4,802) | (1,896) | (1,787) |
| 现金净增加额 | 1,050 | 2,209 | 1,819 | 5,698 | 7,056 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|----------|--------|---------|---------|
| 营业收入 | 41,487 | 45,648 | 47,366 | 50,503 | 55,562 |
| 营业成本 | 33,257 | 34,891 | 36,682 | 38,574 | 41,568 |
| 营业税金及附加 | 143.51 | 283.48 | 284.20 | 303.02 | 333.37 |
| 营业费用 | 145.27 | 128.15 | 142.10 | 151.51 | 166.69 |
| 管理费用 | 530.82 | 756.86 | 615.76 | 656.54 | 722.31 |
| 财务费用 | 811.16 | 1,025 | 941.36 | 748.05 | 539.47 |
| 资产减值损失 | (8.61) | (288.02) | (9.47) | (10.10) | (11.11) |
| 公允价值变动收益 | 187.37 | 265.53 | 12.00 | 15.00 | 18.00 |
| 投资净收益 | (13.78) | (108.41) | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 营业利润 | 5,378 | 7,034 | 7,206 | 8,530 | 10,539 |
| 营业外收入 | 10.66 | 37.63 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 营业外支出 | 20.45 | 53.24 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 利润总额 | 5,368 | 7,018 | 7,196 | 8,520 | 10,529 |
| 所得税 | 584.27 | 956.12 | 935.47 | 1,108 | 1,369 |
| 净利润 | 4,784 | 6,062 | 6,260 | 7,412 | 9,160 |
| 少数股东损益 | (5.74) | (9.88) | (0.63) | (0.74) | (0.92) |
| 归属母公司净利润 | 4,789 | 6,072 | 6,261 | 7,413 | 9,161 |
| EBITDA | 10,521 | 12,658 | 12,162 | 13,647 | 15,910 |
| EPS (人民币, 基本) | 1.42 | 1.80 | 1.86 | 2.20 | 2.72 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 11.99 | 10.03 | 3.76 | 6.62 | 10.02 |
| 营业利润 | 55.97 | 30.79 | 2.45 | 18.37 | 23.56 |
| 归属母公司净利润 | 56.42 | 26.77 | 3.12 | 18.39 | 23.59 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 19.84 | 23.57 | 22.56 | 23.62 | 25.19 |
| 净利率 | 11.53 | 13.28 | 13.22 | 14.68 | 16.49 |
| ROE | 18.76 | 20.00 | 17.95 | 18.10 | 18.79 |
| ROIC | 17.87 | 20.44 | 20.65 | 23.91 | 29.30 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 60.53 | 55.63 | 51.08 | 46.97 | 42.21 |
| 净负债比率 (%) | 35.53 | 19.66 | 6.60 | (9.88) | (25.53) |
| 流动比率 | 1.07 | 1.01 | 1.36 | 1.70 | 2.15 |
| 速动比率 | 0.67 | 0.71 | 0.94 | 1.29 | 1.69 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.69 | 0.68 | 0.68 | 0.69 |
| 应收账款周转率 | 63.08 | 62.25 | 48.00 | 42.00 | 38.00 |
| 应付账款周转率 | 6.29 | 6.67 | 6.67 | 6.67 | 6.67 |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.42 | 1.80 | 1.86 | 2.20 | 2.72 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.37 | 3.14 | 3.02 | 3.68 | 4.04 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.56 | 8.99 | 10.35 | 12.15 | 14.47 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 12.31 | 9.71 | 9.42 | 7.95 | 6.43 |
| PB (倍) | 2.31 | 1.95 | 1.69 | 1.44 | 1.21 |
| EV EBITDA (倍) | 6.46 | 5.12 | 5.03 | 4.02 | 2.92 |

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 投资要点 | 6 |
| 始于 C3，发力 C2，成长于高端聚烯烃 | 7 |
| 气头路线成本优势明显，美国乙烷出口受限下公司有望长期受益 | 11 |
| 资源品属性下国内气头扩产受限，公司具备长期竞争优势 | 11 |
| 海外低成本乙烯冲击有限，全球贸易流向或将重塑 | 16 |
| PDH 红利已过，供需博弈下景气仍待复苏 | 18 |
| 进口替代空间广阔，高端聚烯烃引领成长 | 21 |
| α -烯烃：高端聚烯烃关键原料，高碳品种亟待突破 | 21 |
| POE：高度依赖进口，光伏需求引领下替代空间广阔 | 22 |
| 高端聚乙烯：中国产能投放在即，行业自给率有望提升 | 24 |
| 乙烯-丙烯酸酯类共聚物：国内空白，未来可期 | 25 |
| 需求复苏叠加自给率提升，烯烃有望景气反转 | 27 |
| 盈利预测与估值 | 29 |
| 风险提示 | 30 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：卫星化学产业链概览 | 7 |
| 图表 2：公司营业收入情况 | 8 |
| 图表 3：公司归母净利润情况 | 8 |
| 图表 4：公司固定资产情况 | 8 |
| 图表 5：公司经营活动现金流净额情况 | 8 |
| 图表 6：公司历年分红情况 | 8 |
| 图表 7：公司连云港项目历史情况 | 9 |
| 图表 8：Orbit 乙烷管线和码头情况 | 9 |
| 图表 9：美国乙烷管线与码头情况 | 9 |
| 图表 10： α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目产品规划 | 9 |
| 图表 11：卫星化学股价复盘 | 10 |
| 图表 12：不同工艺产品比例差别 | 11 |
| 图表 13：2024 年不同乙烯路线成本结构对比 | 11 |
| 图表 14：不同乙烯路线完全成本对比 | 11 |
| 图表 15：乙烷生产流程 | 12 |
| 图表 16：全球乙烷产量 | 12 |
| 图表 17：近年来我国鼓励支持烯烃原料轻质化的相关政策 | 12 |
| 图表 18：美国乙烷出口路线 | 13 |
| 图表 19：美国乙烷分港口出口情况 | 13 |

| | |
|--|----|
| 图表 20: 美国现有乙烷出口能力 (单位: 万吨) | 13 |
| 图表 21: 美国乙烷与天然气价格走势 | 14 |
| 图表 22: 美国乙烷产量与回注量情况 | 14 |
| 图表 23: 中国乙烯产能结构 | 14 |
| 图表 24: 中国乙烷进口目的地结构 | 14 |
| 图表 25: 国内气头乙烯装置情况 | 14 |
| 图表 26: 全球乙烷按贸易路线分布 | 15 |
| 图表 27: 全球 VLEC 船在航与在建情况 (单位: 艘) | 15 |
| 图表 28: 国内乙烷裂解在建/拟建/改造项目 | 15 |
| 图表 29: 2023 年全球乙烯现金成本曲线 | 16 |
| 图表 30: 2021 年全球乙烯产能分布 | 16 |
| 图表 31: 中国乙烯产能结构 | 16 |
| 图表 32: 中国乙烯当量需求量 | 17 |
| 图表 33: 中国乙烯供需情况 | 17 |
| 图表 34: 中国聚乙烯进口结构 | 17 |
| 图表 35: 中国塑料制品出口情况 | 17 |
| 图表 36: 沙特阿拉伯乙烯聚合物 (HS:3901) 出口流向 | 17 |
| 图表 37: 美国乙烯聚合物 (HS:3901) 出口流向 | 17 |
| 图表 38: 中国丙烯产能变化 | 18 |
| 图表 39: 中国丙烯进口当量及变化 | 18 |
| 图表 40: 中国丙烷需求结构变化 | 18 |
| 图表 41: 中国 LPG 产量与进口量情况 | 18 |
| 图表 42: 全球 LPG 产量 | 19 |
| 图表 43: 全球丙烷出口情况 | 19 |
| 图表 44: 2024 年中国丙烷进口结构 | 19 |
| 图表 45: 中国丙烷进口目的地拆分 | 19 |
| 图表 46: PDH 装置开工率变化 | 19 |
| 图表 47: 中国丙烯价差情况 | 19 |
| 图表 48: 丙烯酸供需平衡图 | 20 |
| 图表 49: 25 年 5 月丙烯酸在产企业产能分布 | 20 |
| 图表 50: 2023 年全球各地 α -烯烃产量与消费量情况 | 21 |
| 图表 51: 2023 年全球 α -烯烃消费结构 | 21 |
| 图表 52: 2024 年中国专产 α -烯烃装置 | 21 |
| 图表 53: 中国 α -烯烃供需情况 | 22 |
| 图表 54: 中国 α -烯烃进口情况 | 22 |
| 图表 55: 2022 年我国 POE 消费结构 | 22 |
| 图表 56: 中国 POE 进口量 | 22 |
| 图表 57: 2023-2030 年不同封装材料市场占比预测 | 23 |
| 图表 58: 2023 年全球 POE 生产企业产能情况 | 23 |
| 图表 59: POE 在建项目梳理 | 23 |

| | |
|--|----|
| 图表 60: 2022 年我国超高分子量聚乙烯需求结构 | 24 |
| 图表 61: 2023 年我国 UHMWPE 产能情况 | 24 |
| 图表 62: 2024 年我国 mPE 供给来源 | 25 |
| 图表 63: 2024 年我国 mPE 消费结构 | 25 |
| 图表 64: 茂金属聚乙烯现有与在建产能 | 25 |
| 图表 65: 2022 年全球 EAA 产能构成 | 26 |
| 图表 66: 2022 年我国乙烯-丙烯酸及酯类共聚物细分产品需求量占比 | 26 |
| 图表 67: 化工行业库存周期 | 27 |
| 图表 68: 中国丙烯供需平衡情况 | 27 |
| 图表 69: 中国乙烯供需平衡情况 | 27 |
| 图表 70: 中国聚丙烯供需平衡情况 | 28 |
| 图表 71: 中国聚乙烯供需平衡情况 | 28 |
| 图表 72: 中国乙二醇供需平衡情况 | 28 |
| 图表 73: 中国环氧乙烷供需平衡情况 | 28 |
| 图表 74: 乙烯主要下游产品价格差走势 | 28 |
| 图表 75: 丙烯主要下游产品价格差走势 | 28 |
| 图表 76: 公司产销情况预测 | 29 |
| 图表 77: 公司产品价格与毛利率预测 | 29 |
| 图表 78: 公司财务预测简表 | 30 |
| 图表 79: 可比公司估值表 | 30 |
| 图表 80: 报告中涉及的公司 | 31 |
| 图表 81: 卫星化学 PE-Bands | 31 |
| 图表 82: 卫星化学 PB-Bands | 31 |

投资要点

公司拥有 C2 与 C3 轻烃一体化产业链布局，成本优势领先同行。乙烷裂解制乙烯工艺成本优势明显，但受资源禀赋差异以及美国出口能力限制，我国乙烷供给存在刚性约束。公司通过前瞻布局美国港口及 VLEC 船队成功打通全球乙烷供应链，实现了第二次飞跃。公司依托乙烷优势进一步延伸布局高端聚烯烃，高端聚烯烃进口替代空间广阔，在建项目有望引领公司第三轮成长。

原油中枢下行下公司成本优势不改，看好乙烯自给率提升

近年来我国乙烯进入新一轮扩产周期，国内货源的扩充使得 2020 年以来乙烯自给率得到大幅提升，截至 2024 年自给率已达 73%，较 2020 年提升 23pct。伴随 25 年来原油价格中枢下移，国产乙烯制品经济性有望进一步提升，在下游需求驱动以及行业自给率的提升下，乙烯行业有望迎来新一轮景气反转周期。成本端方面，受益于更高的收率以及更低的原料成本，近年来除 2020 年 6 月前后，卫星化学乙烷法路线成本长期低于石脑油法与 MTO 法，中长期即使伴随原油价格与煤炭价格中枢下行，乙烷工艺仍将具备较好的成本优势。凭借成本壁垒公司有望穿越周期，充分享受行业景气反转带来的业绩弹性。

进口替代空间广阔，高端聚烯烃有望引领公司新一轮成长

我国聚烯烃行业面临“低端过剩、高端紧缺”的结构性矛盾，2024 年茂金属聚乙烯 (mPE) 进口量超 200 万吨（自给率不足 20%），POE 进口量达 91 万吨（进口依存度近 100%），进口替代亟待突破。公司布局 α -烯烃综合利用项目，借助乙烷资源优势建设 250 万吨乙烯装置，并向下游延伸 50 万吨 α -烯烃、70 万吨 POE、35 万吨 mPE 等产品，公司预计 26-27 年逐步释放产能。伴随项目投产，公司有望填补国内产能空缺，推动高端聚烯烃材料的国产化进程。

PDH 红利期已过，依托丙烯酸规模优势公司 C3 韧性仍存

近年来，我国丙烷脱氢 (PDH) 行业经历快速扩张后逐步进入产能消化周期，截至 2024 年 PDH 工艺在丙烯产能结构中占比已达 37%，较 2014 年提升 23pct。伴随原料进口依赖度较高及供需格局变化，行业盈利空间逐步转向承压。公司依托 90 万吨 PDH 产能构筑产业基础，通过纵向延伸形成丙烯酸及酯（84 万吨酸、105 万吨酯）、SAP（15 万吨）、高分子乳液（47 万吨）及上游丁辛醇（80 万吨）的全产业链闭环，84 万吨丙烯酸产能规模与协同效应位居国内首位。凭借龙头地位与规模优势，景气底部下公司 C3 产业链韧性仍存。

我们与市场观点不同之处

1、市场担忧中美贸易摩擦下乙烷进口或存不确定性。我们认为中国在促进烯烃原料轻质化、拓展轻质低碳富氢原料进口等政策支持下，乙烯生产的经济性及原料多元化供应仍是产业发展的导向；而美国方面，由于乙烷是典型的低敏中游化工原料，在军事和技术领域并不具备战略控制价值，限制出口行为本身缺乏合理性与持续性。目前乙烷已重回自由流通，我们认为乙烷资源风险将相对可控。

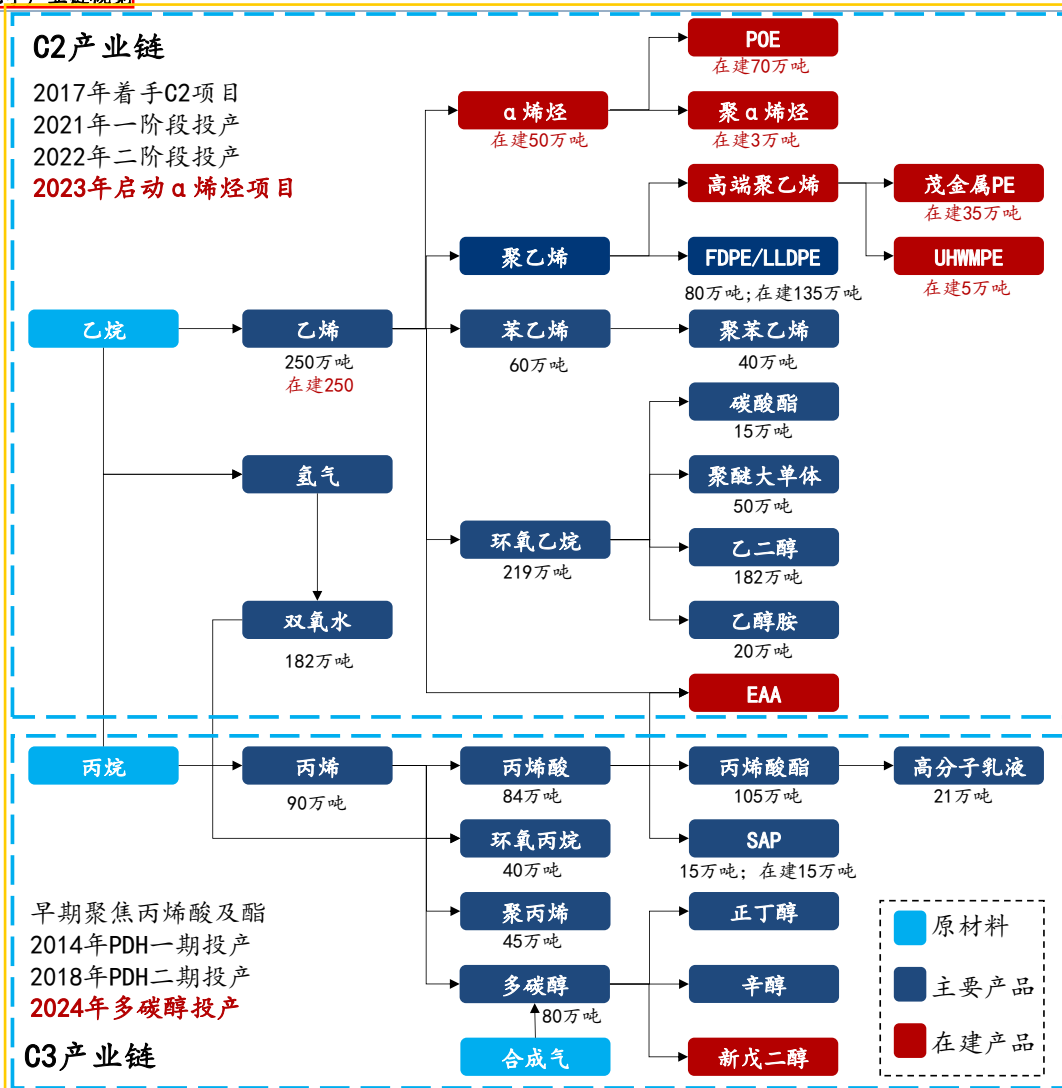
2、市场认为烯烃仍处产能投放高峰，行业景气将进一步承压。目前行业价格价差已至历史低位，盈利承压下部分在建项目或将面临延期投产，伴随下游需求恢复以及烯烃自给率的提升，行业开工率有望重回增长；叠加原油供需面逐步转向宽松下，中游大宗化工品价差有望得到修复。公司现有 250 万吨乙烯产能，在建 250 万吨预计 26-27 年逐步投产，作为国内气头乙烯龙头，有望充分享受行业景气反转带来的业绩弹性。

3、市场担忧在建气头项目或削弱公司成本优势。新建大型乙烷出口设施通常需要 3-4 年，短期美国乙烷出口能力不具备大量扩充基础，进而制约在建气头项目原料供给。美国乙烷出口受限下，在建项目多是通过第三方贸易商获得少量乙烷资源，成本高于公司；且在建项目多以混合进料为主，只能部分优化生产成本，无法复刻公司完全乙烷进料优势。乙烷资源未来仍将是限制行业扩张的主要壁垒。

始于 C3，发力 C2，成长于高端聚烯烃

公司立足 C3，发力 C2，依靠轻烃全球供应链，已成长为我国轻烃一体化产业链龙头。公司早期聚焦丙烯酸及酯业务，丙烯酸产能位居行业前列；2012 年公司着手布局 PDH 项目，2014 年国内首套 45 万吨 UOP 法 PDH 装置顺利投产，为后续轻烃一体化布局打下基础。2017 年公司制定“双五计划”，开启“立足轻烃一体化，打造低碳化学新材料科技公司”的发展之路，并开始建设国内首套百万吨级乙烷裂解制乙烯项目。2021-2022 年，公司连云港石化乙烷裂解制乙烯项目一二阶段相继投产，顺利完成 C3 到 C2 的轻烃一体化产业链布局。2023 年公司合并江苏嘉宏，并进一步启动 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，聚焦高端聚乙烯材料，推动产业链向高端化延伸。

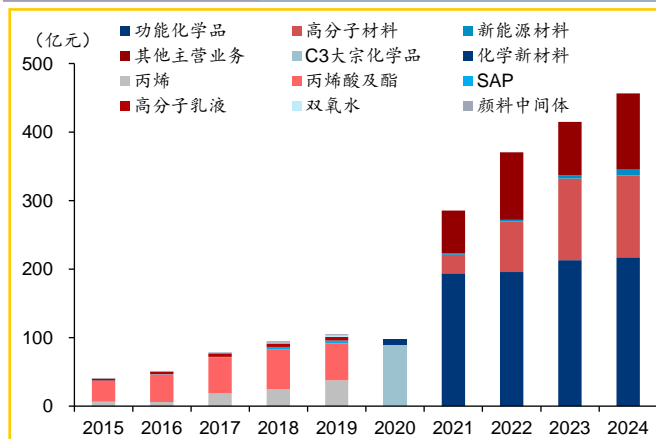
图表1：卫星化学产业链概览



资料来源：公司公告，华泰研究

伴随 2021 年乙烯装置投产，公司整体进入新发展阶段，盈利能力与资产规模实现较大幅度增长，其中叠加石化行业迎来景气周期影响，全年净利润涨幅明显。2022 年受主要产品价格周期性回调以及乙烷成本上涨，公司净利润有所回落；但伴随公司乙烯装置二阶段投产以及乙烷-乙烯价差修复，2023-2024 年公司业绩实现同比增长。考虑公司轻烃路线较传统石脑油路线成本优势明显，伴随 26-27 年 α -烯烃项目投产落地，公司收入与利润仍有望实现进一步增长。

图表2：公司营业收入情况



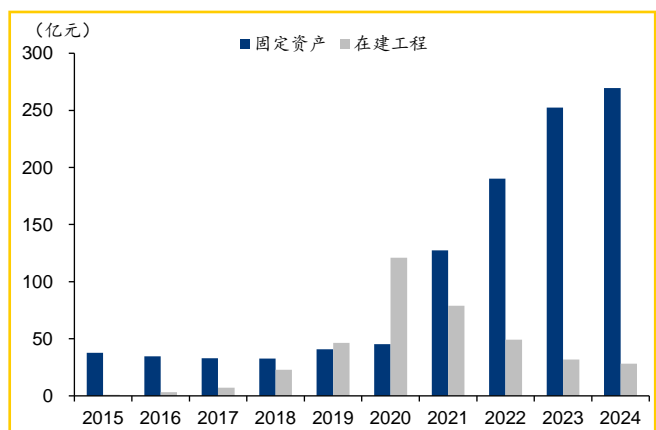
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：公司固定资产情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：公司经营活动现金流净额情况



资料来源：Wind，华泰研究

公司注重股东回报，积极分红，近三年累计现金分红金额 39.94 亿元，高于最近三个会计年度年均净利润的 30%。2024 年公司现金分红总额为 16.84 亿元，24 年年末收盘价对应股息率为 2.66%，未来伴随公司重要项目投产以及资本开支增速放缓，股利支付率有望进一步提高。2025 年 4 月公司拟进行首次回购股份，回购资金总额为 2-4 亿元，回购股份计划用于实施公司事业合伙人持股计划或其他股权激励计划，进一步彰显公司发展信心。截至 2025 年 6 月 30 日，公司累计回购金额为 2.18 亿元（不含交易费用），公司将继续在回购期限内实施回购方案。

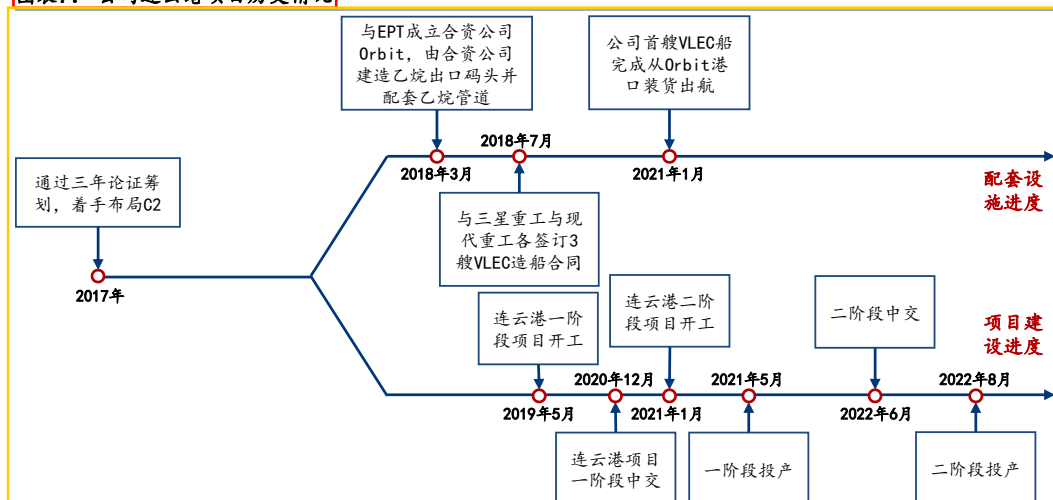
图表6：公司历年分红情况

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金分红总额（亿元） | 1.92 | 2.09 | 6.01 | 9.63 | 13.47 | 16.84 |
| 股利支付率 | 15.07% | 12.57% | 10.00% | 31.44% | 28.13% | 27.74% |
| 年收盘价对应股息率 | 1.10% | 0.65% | 0.87% | 2.58% | 2.71% | 2.66% |

资料来源：Wind，华泰研究

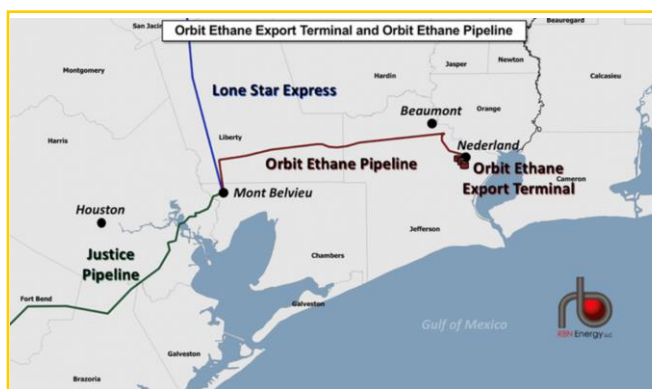
公司是国内首家在海外布局乙烷出口设施，并打通乙烷全球供应链的企业。经过三年论证筹划，公司于 2017 年决定着手推进乙烷裂解制乙烯项目。彼时美国仅有两处码头具备乙烷出口能力，且剩余出口能力已较为有限，为此公司 2018 年先后在美国与 Energy Transfer 成立 Orbit 合资公司，自建 Nederland 码头与管道并配套 6 艘 VLEC 船，以保障原料乙烷的供应。2021 年 1 月，公司首艘 VLEC 船 Seri Everest 号从美国港口完成乙烷装货并顺利出航；至 2021 年 5 月，公司连云港一阶段项目正式投产。目前公司 C2 板块共具备 250 万吨乙烯产能，下游配套 182 万吨乙二醇、219 万吨环氧乙烷、80 万吨聚乙烯、40 万吨聚苯乙烯、50 万吨聚酯大单体与表面活性剂、20 万吨乙醇胺等产品。

图表7：公司连云港项目历史情况



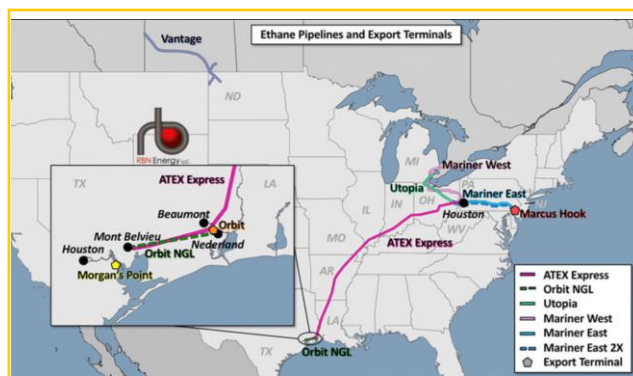
资料来源：公司公告，Energy Transfer，煤油一体化，石油化工论坛，华泰研究

图表8：Orbit 乙烷管线和码头情况



资料来源：RBN Energy，华泰研究

图表9：美国乙烷管线与码头情况



资料来源：RBN Energy，华泰研究

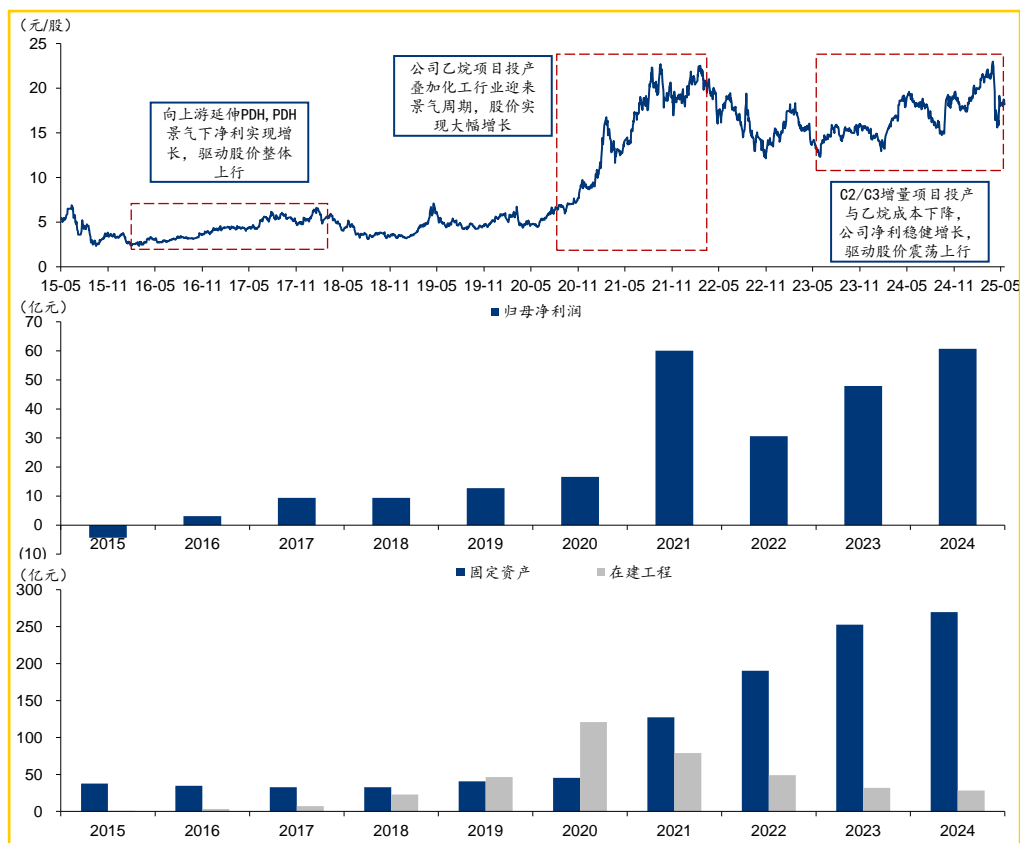
受国内乙烯产能快速增长影响，行业“低端过剩，高端紧缺”的结构性问题愈发突出，公司进一步布局高端聚烯烃领域，2023 年启动 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，2024 年 6 月项目正式开工建设，预计 2026-2027 年陆续建成投产。项目建设内容主要包括 250 万吨/年 α -烯烃轻烃配套原料装置、5 套 10 万吨/年 α -烯烃装置、3 套 20 万吨/年 POE 装置、35 万吨茂金属聚乙烯、3 万吨/年聚 α -烯烃装置、5 万吨/年超高分子量聚乙烯装置。高端聚烯烃产品技术壁垒较高、经济效益好，公司有望凭借先发优势顺利实现高端替代，助力公司实现进一步成长。

图表10： α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目产品规划

| | 主要产品 | 产能规划（万吨） |
|-----|--------------|----------|
| 一阶段 | 乙烯 | 125 |
| | α -烯烃 | 2*10 |
| | FDPE | 45 |
| | LLDPE | 45*2 |
| | POE | 10 |
| | m-PE | 35 |
| 二阶段 | 乙烯 | 125 |
| | α -烯烃 | 3*10 |
| | POE | 3*20 |
| | 超高分子量聚乙烯 | 5 |

资料来源：公司公告， α -烯烃项目环评，华泰研究

图表11：卫星化学股价复盘



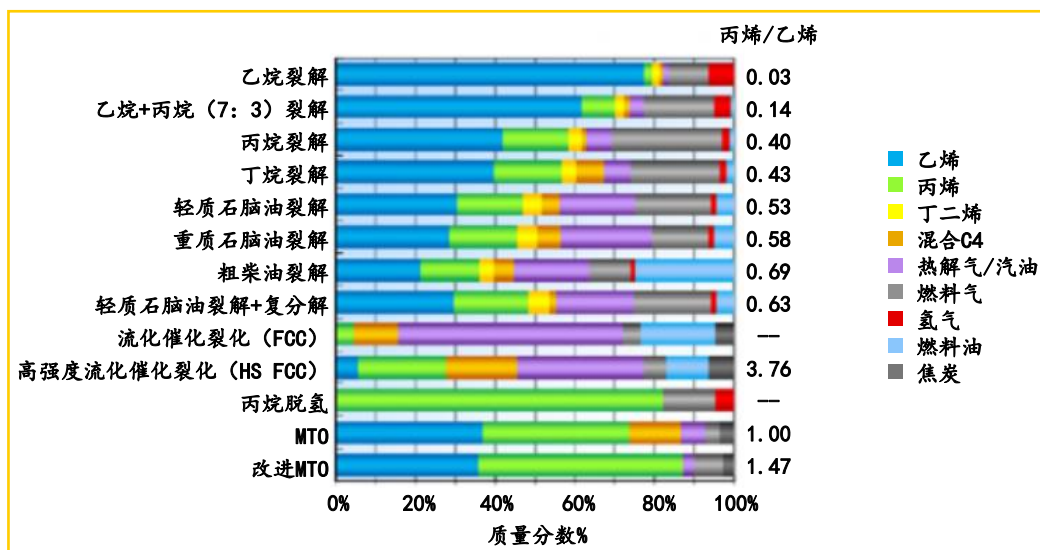
资料来源：Wind，华泰研究

气头路线成本优势明显，美国乙烷出口受限下公司有望长期受益

资源品属性下国内气头扩产受限，公司具备长期竞争优势

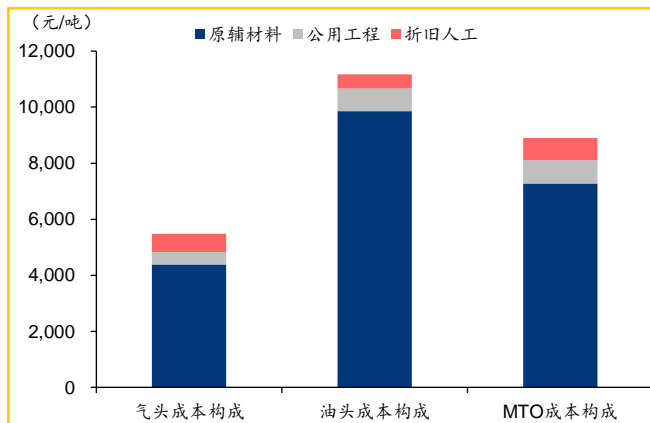
全球乙烯生产主流工艺包括轻烃裂解、石脑油裂解、煤制烯烃（MTO/CTO）等，其中以乙烷裂解路线效率最高，乙烯收率可达80%。伴随原料由轻到重，乙烯产量逐步降低，丁二烯、C4混合物、裂解重油等副产品比重则明显增加。从成本端来看，更高的收率则对应更低的单耗，更少的副产物则对应更简单的装置流程以及更低的投资，因此乙烷法综合成本相较油头、煤头更低。参考国内代表性乙烯项目成本情况，近年来除2020年6月前后（对应布伦特期货/甲醇/煤炭/乙烯价格分别为42.3美元/桶、1510元/吨、557元/吨、24美分/加仑），卫星化学乙烷法路线成本长期低于石脑油法与MTO法。我们认为中长期即使伴随原油价格与煤炭价格中枢下行，乙烷工艺仍将具备较好的成本优势。

图表12：不同工艺产品比例差别



资料来源：观研天下，华泰研究

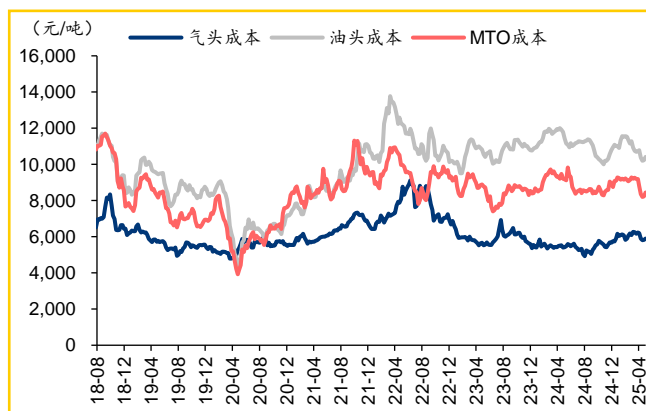
图表13：2024年不同乙烯路线成本结构对比



注：原辅材料价格参考2024年均价

资料来源：卫星化学环评，埃克森美孚惠州项目环评，斯尔邦MTO环评，百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

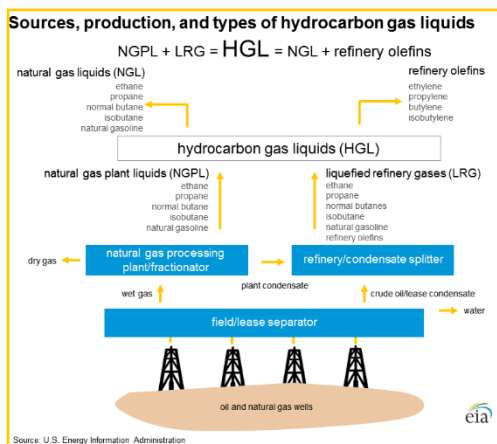
图表14：不同乙烯路线完全成本对比



资料来源：卫星化学环评，埃克森美孚惠州项目环评，斯尔邦MTO环评，百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

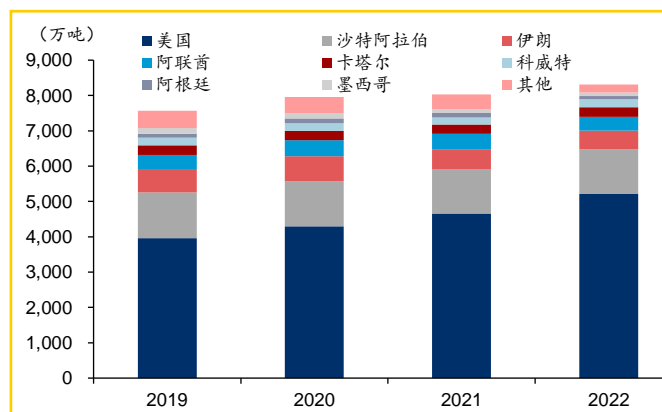
乙烷是天然气开采过程中的伴生气，具备较强的资源品属性，全球不同地区因资源禀赋差异乙烷生产能力差异较大。根据联合国统计科，美国是全球最主要的乙烷生产国，近年来全球超50%的乙烷均产自美国，其乙烷主要来自页岩气田，乙烷组分含量可达12%-35%。中东地区亦是全球重要的乙烷产地，占据大约30%左右的乙烷供应，其乙烷主要来自天然气田以及油田的伴生气，乙烷含量通常较低，约在5%-8%，所产乙烷全部自用。由于我国油气资源赋存结构差异，中国乙烷年产量尚不足200万吨，主要来源于长庆油田、塔里木油田，基本无商品量流通，所需乙烷几乎全部来源于自美国进口。

图15：乙烷生产流程



资料来源：EIA，华泰研究

图16：全球乙烷产量



资料来源：联合国统计科，华泰研究

中美贸易摩擦影响下，乙烷进口成本存在不确定性预期，但我们认为在促进烯烃原料轻质化、拓展轻质低碳富氢原料进口政策导向，及企业效益驱动下，乙烷仍是乙烯生产最具备经济性和可持续性的原料选择。2022年六部门联合印发《“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，《意见》中提出“引导烯烃原料轻质化”、“拓展石化原料供给渠道…适度增加轻质低碳富氢原料进口”等表述；2025年为推进绿色低碳发展，国务院在《2025年关税调整方案》中进一步对乙烷实施低于最惠国税率（2%）的进口暂定税率（1%）。美国是全球乙烷资源主要出口国，政策支持与导向下，国内乙烯生产的经济性及原料多元化供应仍是产业发展的导向。

2025年5月下旬，美国商务部工业与安全局（BIS）将液化乙烷列入对华出口许可管理清单，成为“国家安全战略物资”之一。6月25日BIS向出口商Enterprise Products发函，同意其装载乙烷并运往包括中国在内的外国港口，释放“限制将缓”信号；7月2日美国正式撤销针对乙烷的限制性许可要求。本次“乙烷限制”更多是一种政治信号释放，是安全主义逻辑在非战略品领域的过度外溢。然而事实上，乙烷在军事和技术领域并不具备战略控制价值，其出口限制更像是一种“态度表达”。我们认为美国限制出口行为缺乏合理性与可持续性，目前乙烷已恢复全球自由流通，回归产业规律，中美贸易摩擦中，乙烷资源风险将相对可控。

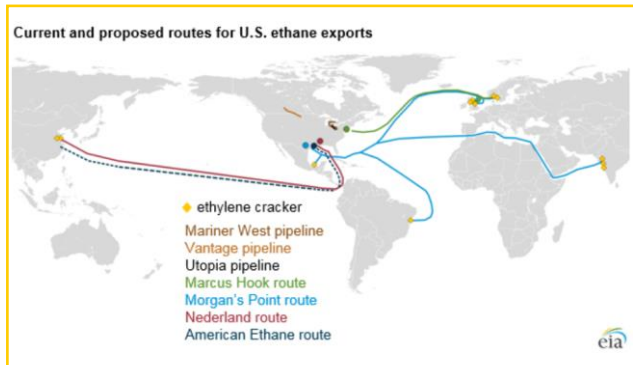
图17：近年来我国鼓励支持烯烃原料轻质化的相关政策

| 发文时间 | 发文单位 | 文件名称 | 相关表述 |
|----------|---------|-------------------------|--|
| 2021年10月 | 国务院 | 《2030年前碳达峰行动方案》 | 调整原料结构，控制新增原料用煤，拓展富氢原料进口来源，推动石化化工原料轻质化 |
| 2022年3月 | 工信部等六部门 | “十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见 | 引导烯烃原料轻质化；适度增加轻质低碳富氢原料进口 |
| 2023年8月 | 工信部等七部门 | 《石化化工行业稳增长工作方案》 | 积极拓展石化原料供给渠道，构建基础稳固、多元稳定的供给体系 |
| 2024年12月 | 国务院关税委 | 《2025年关税调整方案》 | 降低乙烷进口关税 |

资料来源：中国政府网，华泰研究

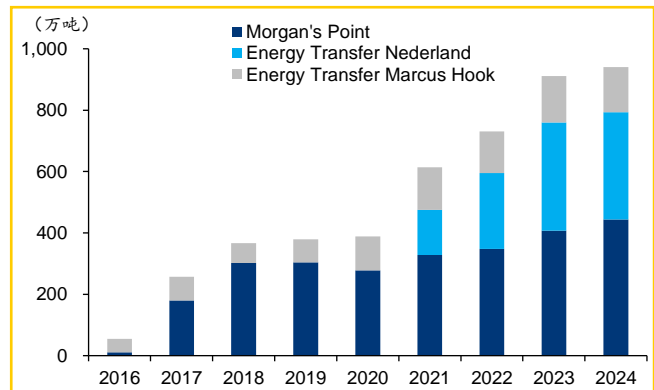
乙烷常温下为气体，其沸点为 -88.6°C ，较丙烷 (-42.1°C) 更低，因此运输与储存难度更大，对管道、码头、船只等要求更高；此外乙烷基本只能作为生产乙烯的原材料使用，缺乏额外的经济用途导致难以形成成熟的贸易市场，全球贸易多为点对点。鉴于乙烷的特殊性，全球仅有美国具备乙烷出口的能力。美国目前共有三处码头可供乙烷出口，分别是由 Enterprise Products Partners 运营的 Morgan's Point 港口、Energy Transfer 运营的 Marcus Hook 港口、Energy Transfer 与卫星化学合资公司 Orbit 运营的 Nederland 港口。Nederland 港口主要定向供应卫星化学，年出口能力约为 400 万吨；其余两处港口主要供应英力士、北欧化工、沙比克、印度信实等公司，出口能力基本已至极限。

图表18：美国乙烷出口路线



资料来源：EIA，华泰研究

图表19：美国乙烷分港口出口情况



资料来源：Kepler，华泰研究

图表20：美国现有乙烷出口能力（单位：万吨）

| 出口终端 | 合同公司 | 目的国 | 合同量 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------------------------|------|-----|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Marcus Hook (ETP) | 英力士 | 挪威 | 50 | 25 | 40 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| | 英力士 | 英国 | 65 | 5 | 15 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| | 北欧化工 | 瑞典 | 25 | - | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 出口合计 | | | 140/140 | 30 | 80 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| Morgan's Point (Enterprise) | 信实 | 印度 | 150 | - | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| | 英力士 | 英国 | 50 | 20 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| | 沙比克 | 英国 | 100 | - | 80 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | 布拉斯科 | 巴西 | 20 | - | 10 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| | 其他 | | 40 | - | - | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 出口合计 | | | 360/410 | 20 | 290 | 360 | 360 | 360 | 360 | 360 | 360 | 360 | 360 |
| Nederland (ETP) | 卫星化学 | 中国 | 300/400 | - | - | - | - | - | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |

资料来源：《美国乙烷制乙烯对中国现代煤化工的影响》（王强，徐向阳），《美国乙烷出口之困：复杂供应链与设施建设挑战？》（赵军），Enterprise Products Partners，Energy Transfer，华泰研究

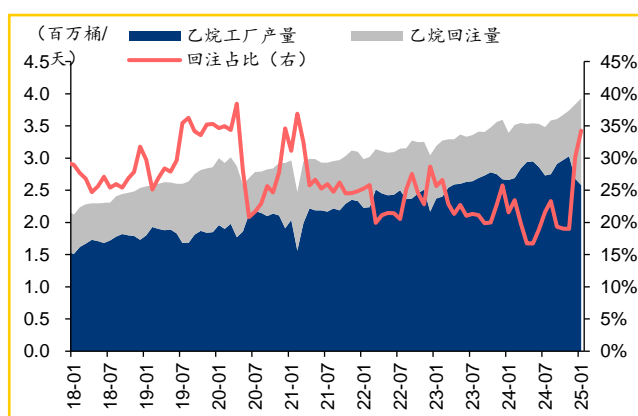
受管道气的运输热值限制，天然气湿气中丙烷、丁烷等高热值重烷烃组分需被分离，NGPL 中仅有乙烷可以留在天然气干气中作为燃料销售。当乙烷价格高时，生产商倾向于分离出乙烷单独销售；而乙烷价格低时，回注至天然气将更具备经济性，即天然气价格起到乙烷价格下限作用。据我们测算，近年来美国乙烷回注量长期保持 20% 以上，供给相对宽松下，历史乙烷与天然气价格保持较高相关性。考虑美国天然气产量增长预期带动下的乙烷供应增量，以及乙烷长期富裕回注量，我们预计未来美国乙烷供应仍将维持宽松，美国出口能力瓶颈将持续成为我国进口供给的核心约束。

图表21: 美国乙烷与天然气价格走势



资料来源: Bloomberg, 金联创, 华泰研究

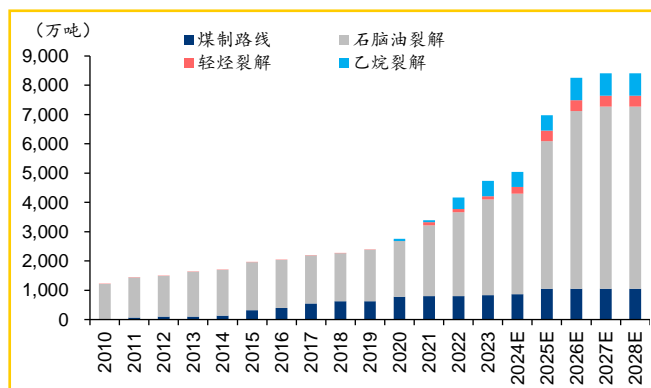
图表22: 美国乙烷产量与回注量情况



资料来源: EIA, 华泰研究预测

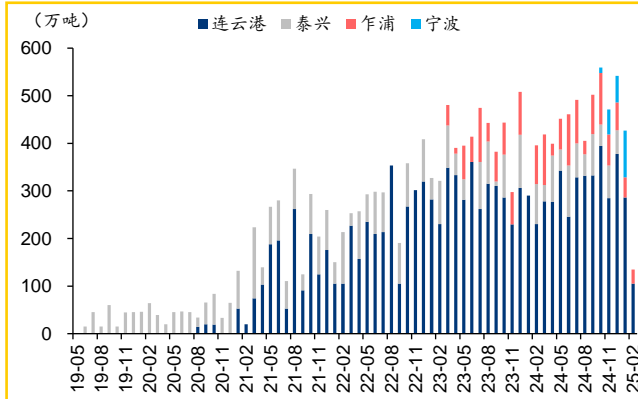
鉴于乙烷特殊的资源品属性以及美国出口能力限制, 目前我国乙烯产能结构中仍以石脑油路线为主, 乙烷裂解产能相对有限。在产企业中, 中石油塔里木石化、中石油兰州石化可依靠自产乙烷, 但装置规模相对较小; 新浦化学装置为乙丙烷混料, 乙烷采购自英力士, 来源相对稳定; 三江化工自 2023 年改进进料结构, 采用乙烷、丙烷、LPG、石脑油混合进料, 但乙烷进口能力相对有限; 华泰盛富于 2024 年底完成进料结构改造, 开始少量进口乙烷使用; 中英天津石化装置仍以石脑油进料为主, 少部分采用 LNG 分离出的乙烷/丙烷进料。卫星化学凭借美国自有港口以及自有 VLEC 船只优势, 乙烷进口来源稳定且充裕, 现有与在建产能均可实现完全乙烷进料。

图表23: 中国乙烯产能结构



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

图表24: 中国乙烷进口目的地结构



资料来源: Kepler, 华泰研究

图表25: 国内气头乙烯装置情况

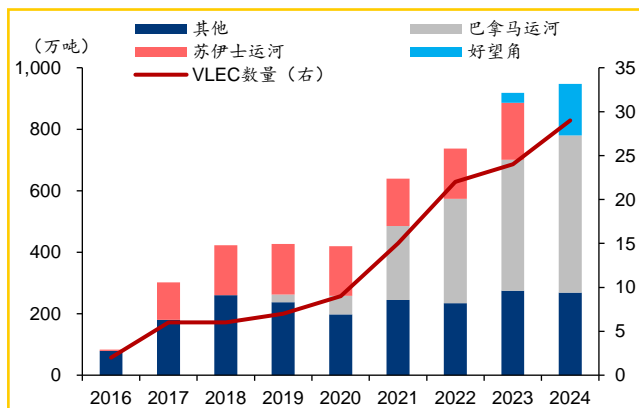
| 企业名称 | 产能 (万吨) | 投产时间 | 装置地点 | 乙烷来源 |
|-------------|---------|-------------|-------|----------------|
| 卫星化学 | 250 | 2021 年 5 月 | 江苏连云港 | 进口 |
| 新浦化学 | 65 | 2019 年 8 月 | 江苏泰兴 | 进口 (英力士) |
| 中石油塔里木石化分公司 | 60 | 2021 年 8 月 | 新疆巴州 | 塔里木油田 |
| 中石油兰州石化分公司 | 80 | 2021 年 8 月 | 陕西榆林 | 长庆油田 |
| 三江化工 | 100 | 2023 年 5 月 | 浙江嘉兴 | 进口 (混合进料) |
| 中英天津石化 | 120 | 2024 年 11 月 | 天津南港 | 石脑油为主+LNG 分离轻烃 |
| 华泰盛富 | 60 | 2024 年 12 月 | 浙江宁波 | 进口乙烷+丙烷 |
| 合计 | 735 | | | |

注: 华泰盛富 2024 年完成进料改造

资料来源: 公司公告, 中国化信, 石油和化工园区, 江苏化工网, 通州湾江海联动开发示范区, 华泰研究

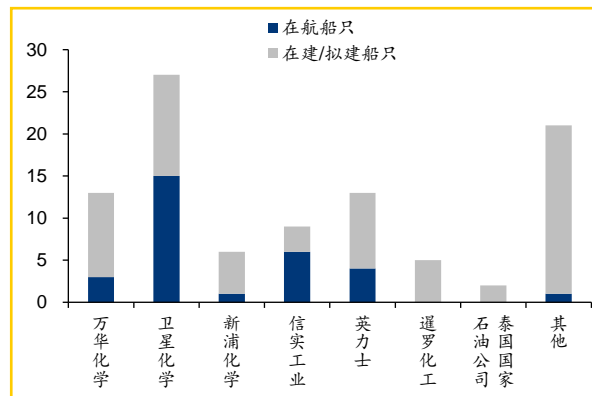
液化乙烷对运输要求十分严苛，需使用超大型乙烷船（VLEC）进行针对性运输。根据 Clarkson 数据，截至 2025 年 5 月，全球已交付 VLEC 共 30 艘，伴随卫星化学、万华化学等中国航队入局，现有航运能力已接近美国出口能力上限，运力紧张情况已基本缓解。受气头乙烯经济性带动，截至 2025 年 5 月，全球共有 66 艘 VLEC 订单，交付期已排至 2028 年。新增 VLEC 数量将大幅超过美国新增乙烷出口能力，船只产能过剩下，港口资源将成为未来进口乙烷博弈的关键。

图表26：全球乙烷按贸易路线分布



资料来源：Kepler，华泰研究

图表27：全球 VLEC 船在航与在建情况（单位：艘）



注：时间截至 2025 年 5 月

资料来源：Clarkson，华泰研究

考虑目前美国乙烷出口能力已较为有限，未来中国新增乙烷裂解项目将主要受制于美国乙烷出口能力的扩张。MontBelvieu 地区为美国最大的乙烷集散中心，而靠近 MB 地区的码头岸线资源已十分稀缺；新建管线与出口终端则需面对复杂繁琐的审批流程，除耗费必要的时间与金钱外，还需要权衡当地居民与政府部门的利益关系，进一步增加项目复杂性与执行难度。因此出口终端始终是制约美国乙烷出口最大的瓶颈，目前或仅有 Enterprise 与卫星 Orbit 具备扩能计划。根据 Enterprise 公告，其计划于 2025 年下半年在德克萨斯州开设一个日出口量 12 万桶的新码头，并于 2026 年上半年进一步扩建至 30 万桶。考虑 Enterprise 与英力士的合作关系以及英力士在建 145 万吨乙烷裂解项目，未来乙烷实际富裕出口能力仍将相对有限。

受乙烷原材料限制，目前我国乙烷裂解装置新建项目较少，多以技改增加乙烷进料为主，如万华化学、上海赛科；在建项目中包括中石油、卫星化学、万华万融新材料等，其中中石油主要依靠自有油气资源，卫星化学与万融新材料则依赖进口乙烷。为满足卫星化学的乙烷需求，ET 公司计划将于 2025 年中对 Nederland 港口增加 25 万桶/天的 NGL 出口能力，同时卫星化学已着手配套 6 艘 VLEC 与 8 艘 ULEC 船。综合来看，现有与在建乙烷裂解产能多是借助乙烷混料进料来优化生产成本，目前我国除中石油旗下公司外，仅有卫星化学可完全享受乙烷裂解的成本优势，乙烷资源未来仍将是限制行业扩张的主要壁垒，凭借自有港口公司长期竞争优势较强。

图表28：国内乙烷裂解在建/拟建/改造项目

| 在建/拟建/改造项目 | 涉及产能（万吨） | 预计投产时间 | 装置地点 | 乙烷来源 |
|------------|----------|-------------|---------|----------------|
| 万华化学一期 | 100 | 2025 年 | 山东烟台 | 进口（丙烷进料改造） |
| 万华化学二期 | 120 | 2025 年 | 山东烟台 | 进口（乙烷+石脑油） |
| 上海赛科 | 109 | 2026 年 | 上海 | 进口，英力士（混合进料改造） |
| 中石油塔里木石化 | 120 | 2026 年 | 新疆巴州 | 中石油 |
| 卫星化学连云港石化 | 250 | 2027-2028 年 | 江苏连云港 | 进口 |
| 中石油蓝海新材料 | 125 | 2028-2029 年 | 江苏南通 | LNG 分离+进口 |
| 中石油呼和浩特石化 | 120 | - | 内蒙古鄂尔多斯 | 中石油 |
| 万华化学万融新材料 | 160 | - | 福建福州 | 进口 |
| 合计 | 1104 | | | |

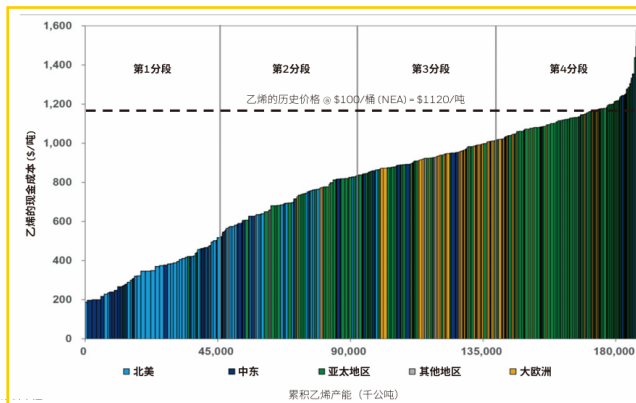
注：万华一期预计 2025 年完成进料改造；上海赛科预计 2026 年完成进料改造

资料来源：中国化信，石油和化工园区，江苏化工网，通州湾江海联动开发示范区，华泰研究

海外低成本乙烯冲击有限，全球贸易流向或将重塑

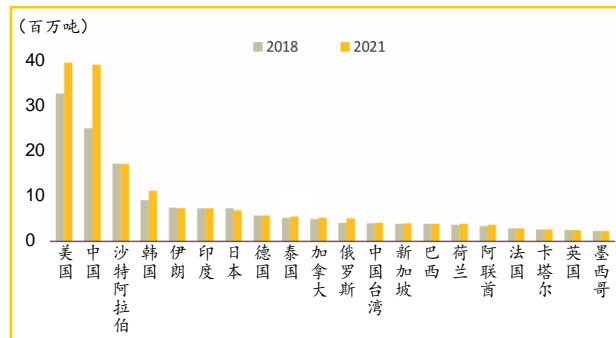
因资源禀赋差异，全球不同地区乙烯装置现金成本差异较大，其中中东、北美等具备低成本乙烷的地区现金成本最低，位于成本曲线左侧，具备全球竞争优势；亚太及欧洲地区仍以石脑油裂解为主要路线，位于成本曲线中侧与右侧。凭借成本优势中东与美国等地区乙烯产能快速扩张，富裕产能大量依赖出口。

图表29：2023 年全球乙烯现金成本曲线



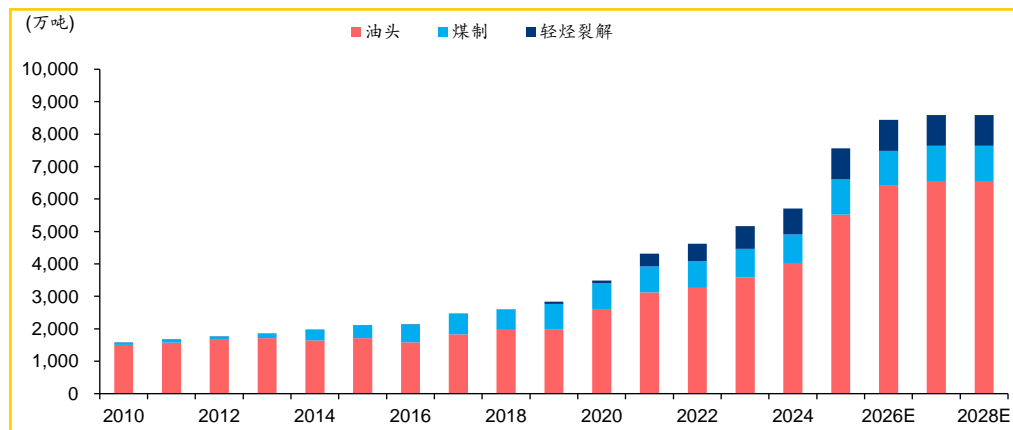
资料来源：Woodmac, Honeywell UOP, 华泰研究

图表30：2021 年全球乙烯产能分布



资料来源：Bloomberg, 《Thailand Industry Outlook 2024-26》(Krungsri Research), 华泰研究

图表31：中国乙烯产能结构

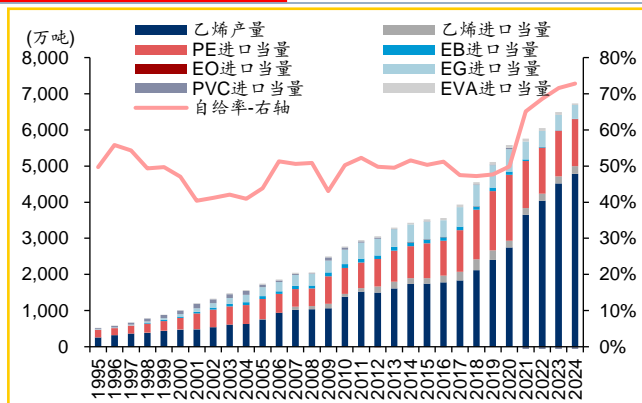


注：轻烃裂解产能包括混合进料装置

资料来源：隆众资讯, 华泰研究

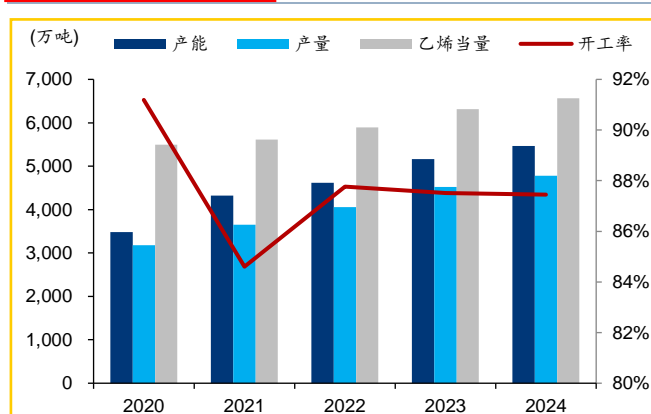
我国是 C2 产品进口大国，2020 年前我国乙烯产能多集中于中石油与中石化体系，国内产能供给相对有限，叠加中东、美国等地区具备原材料成本优势，长期以来乙烯制品大量依赖进口，乙烯自给率较为有限。2019 年来伴随民营炼化一体化项目的集中投产，我国乙烯产能进入新一轮扩产周期，国内货源的扩充使得 2020 年以来乙烯自给率得到大幅提升，截至 2024 年自给率已达 73%，较 2020 年提升 23pct，但目前聚乙烯、乙二醇等产品仍有较多进口需求。考虑 2022-2024 年原油-乙烷价差高位运行，国内石脑油法装置成本优势较弱，我们认为本阶段自给率的提升主要是受下游供应链稳定等因素驱动。伴随 25 年来原油价格回落，国产乙烯制品经济性有望进一步提升，我们预计中国乙烯自给率仍有较大提升空间。

图表32: 中国乙烯当量需求



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

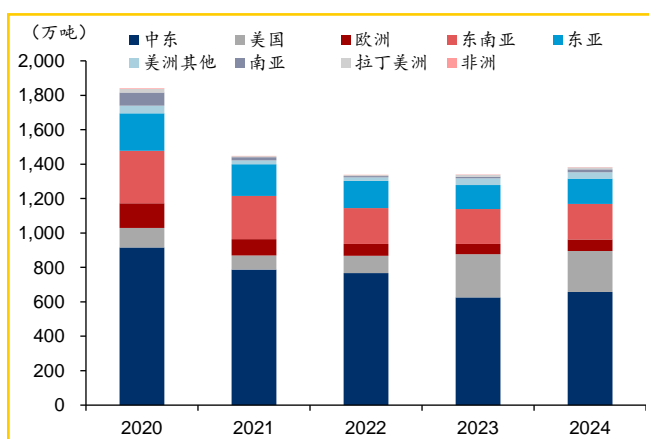
图表33: 中国乙烯供需情况



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

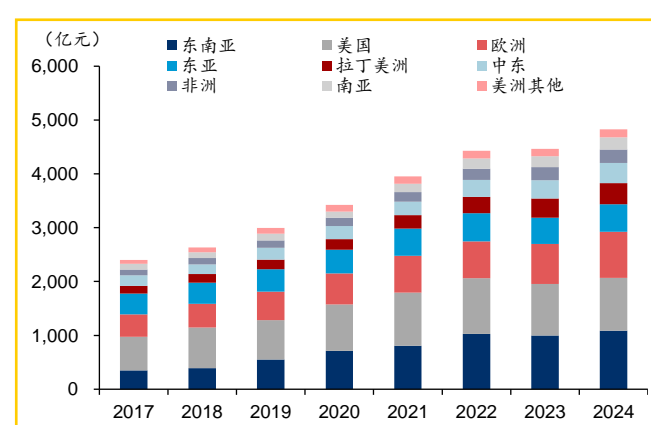
伴随中国乙烯产能的集中释放以及自给率提升，我们认为海外乙烯产能将通过调整贸易流向来弥补对中国出口减少。对于以沙特为代表的中东产能，近年来对中国及东南亚出口量存在较大下滑，出口结构预计将逐渐转向中东、独联体、以及南亚等地区。美国受乙烯产能大幅增长影响，整体出口量提升较快，考虑拉美地区乙烯产能较为有限，预计后续拉美地区仍将是美国最主要的出口地区；欧洲受能源与碳税成本影响，竞争优势近年来明显下降，预计美国对欧洲地区出口亦将延续增长趋势。中国乙烯制品直接出口成本竞争力较弱，考虑中国较强的本土制造能力，我们认为中国乙烯或将借助下游制品持续开拓海外市场。

图表34: 中国聚乙烯进口结构



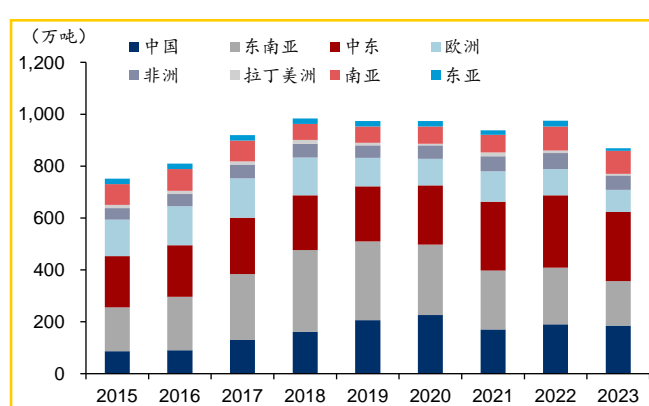
资料来源：海关总署，华泰研究

图表35: 中国塑料制品出口情况



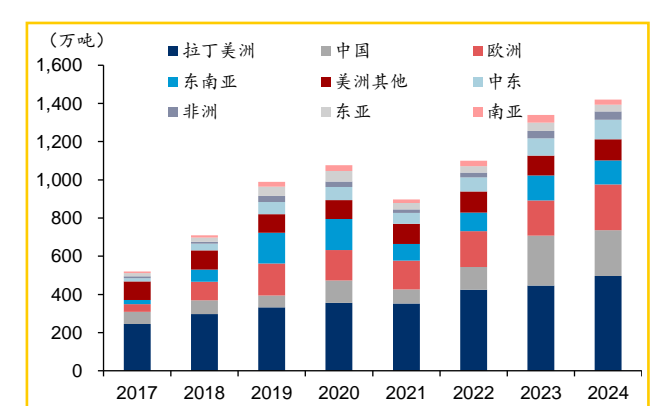
资料来源：海关总署，华泰研究

图表36: 沙特阿拉伯乙烯聚合物 (HS:3901) 出口流向



资料来源：SA Open Data，华泰研究

图表37: 美国乙烯聚合物 (HS:3901) 出口流向

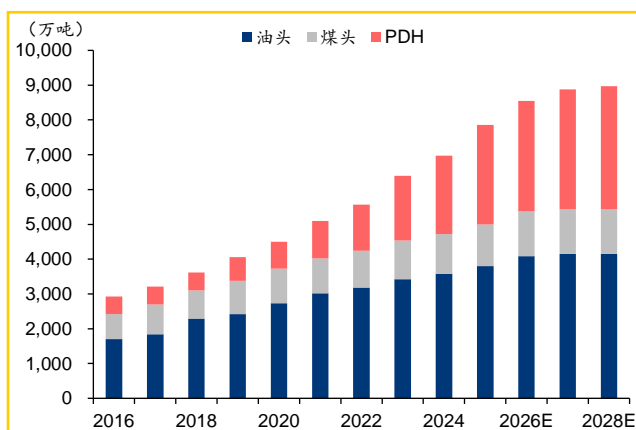


资料来源：USITC，华泰研究

PDH 红利已过，供需博弈下景气仍待复苏

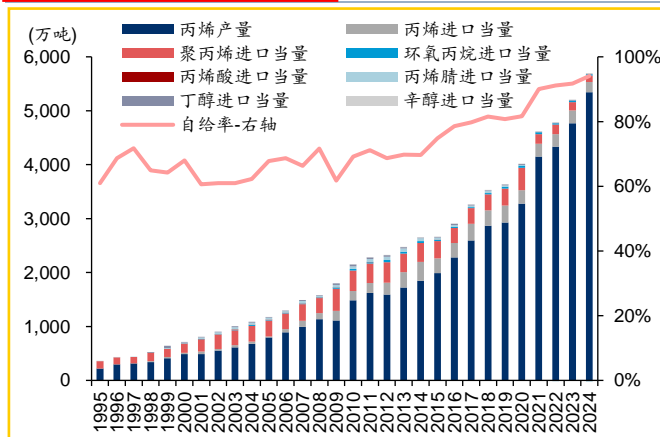
我国丙烷脱氢 (PDH) 工艺的发展可追溯至 2010 年前后。彼时国内丙烯装置主要依赖石油裂解，丙烯自给率较低下供给缺口逐步显现。PDH 凭借高丙烯收率、工艺流程短等优势逐步成为突破方向，天津渤海化工、绍兴三圆等率先通过引入海外工艺完成 PDH 装置的产业化导入。2015 年后，受益于丙烯-丙烷价差持续扩大，PDH 项目经济性显著优于传统炼化路径，行业迎来快速发展期。2021 年起，伴随轻烃原料加工政策松绑与“十四五”石化规划对 C3 产业链的扶持，PDH 行业进入第二轮扩产高峰，叠加煤制烯烃、炼化一体化项目集中投产，我国 C3 板块自给率在快速提升的同时，行业盈利情况亦逐步走向承压。至 2024 年，PDH 工艺在我国丙烯产能结构中占比已达 37%，较 2014 年提升 23pct。

图表38：中国丙烯产能变化



资料来源：隆众资讯，华泰研究

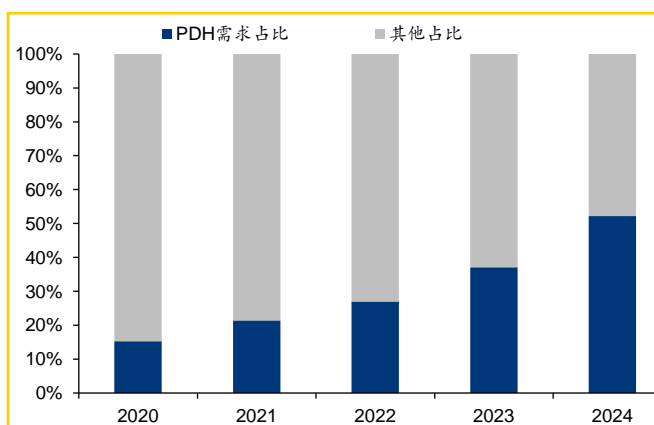
图表39：中国丙烯进口当量及变化



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

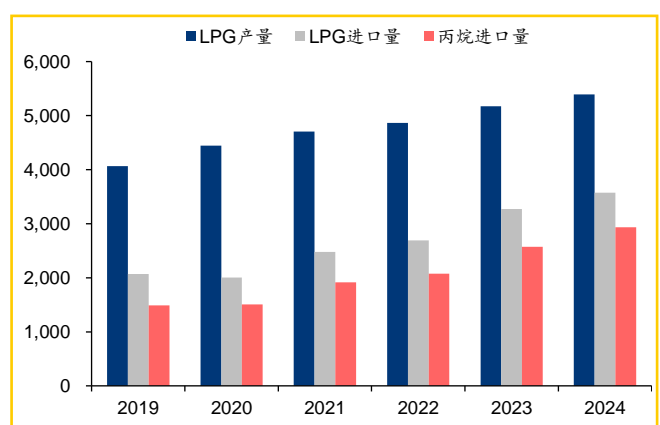
伴随 PDH 装置大量投产，我国化工用丙烷需求迅速提升。由于 PDH 装置对丙烷纯度要求较高，纯度要求达到 97%，杂质气态硫体积分数 100 $\mu\text{L/L}$ 以下，而我国丙烷主要来自炼油厂副产，LPG 硫含量较高，丙烷质量无法满足 PDH 工艺原料要求，因此 PDH 用丙烷供应高度依赖进口。2024 年我国丙烷进口量达 2932 万吨，较 2019 年增长 97%，增量进口几乎全部用于满足 PDH 装置需求。

图表40：中国丙烷需求结构变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

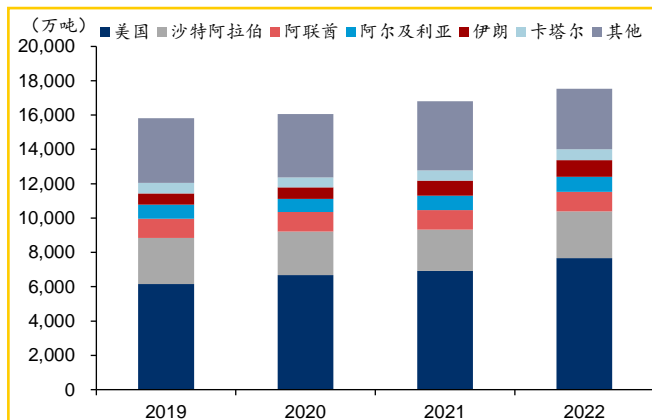
图表41：中国 LPG 产量与进口量情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

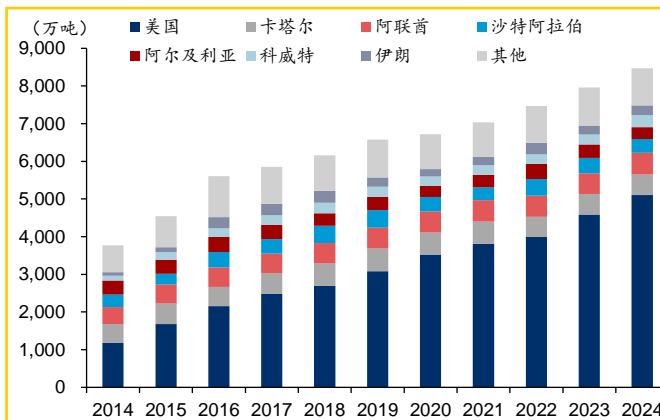
丙烷作为高度全球化的大宗商品，其充沛的产量供应与成熟的国际贸易体系为我国 PDH 产业规模化发展提供了关键支撑。美国页岩气革命释放的伴生丙烷与中东油气田伴生气分离丙烷构成全球主要供给源。根据 Kpler，2024 年全球丙烷出口量达 8471 万吨，其中美国出口占比达 60%，沙特、阿联酋、卡塔尔、科威特、伊朗五地合计出口占比 24%，全球出口结构与我国进口结构基本匹配。

图表42: 全球 LPG 产量



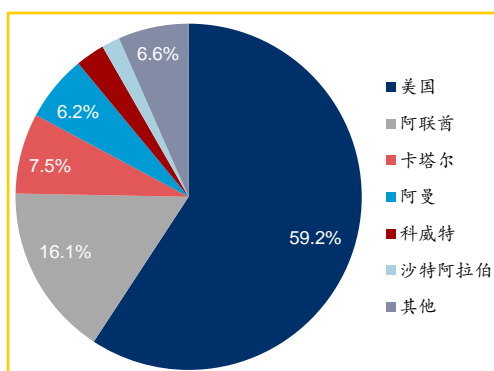
资料来源: 联合国统计司, 华泰研究

图表43: 全球丙烷出口情况



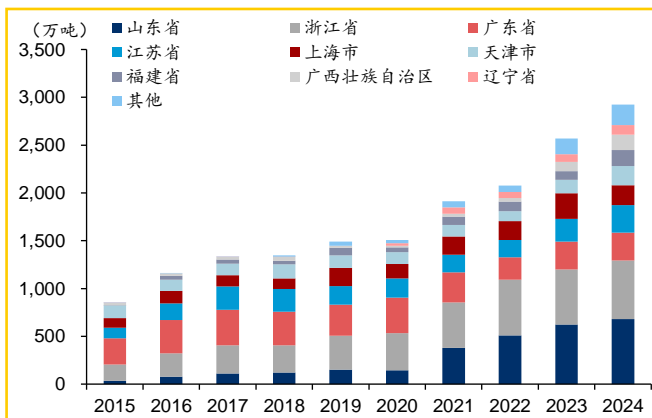
资料来源: Kpler, 华泰研究

图表44: 2024 年中国丙烷进口结构



资料来源: 海关总署, 华泰研究

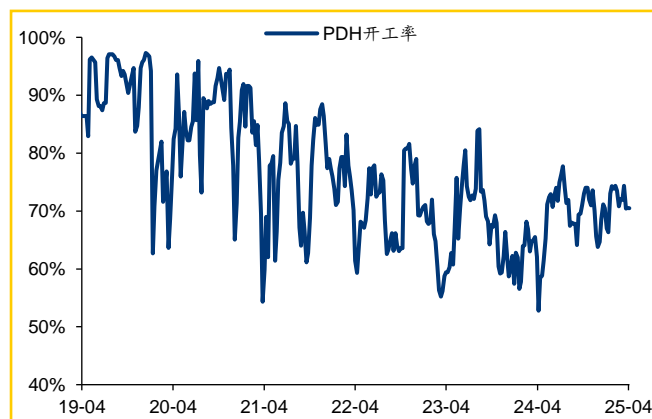
图表45: 中国丙烷进口目的地拆分



资料来源: 海关总署, 华泰研究

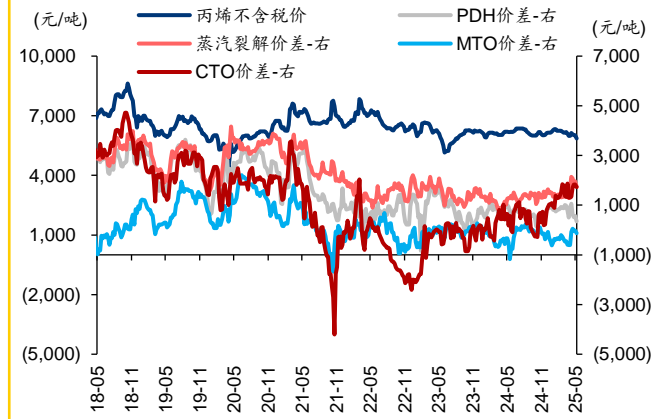
近年来受 PDH 装置集中投产影响, 丙烷价格中枢逐步抬升: 叠加丙烯供应偏松下, C3 行业产品价格上行受阻, 丙烯-丙烷价差持续收窄, 行业盈利空间承压下行。价差低位下, 部分装置采取主动降负以缓解经营压力, 行业开工率整体呈下滑态势。我们认为伴随下游需求修复以及原油中枢下移带来成本端改善, 行业景气有望逐步修复。

图表46: PDH 装置开工率变化



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

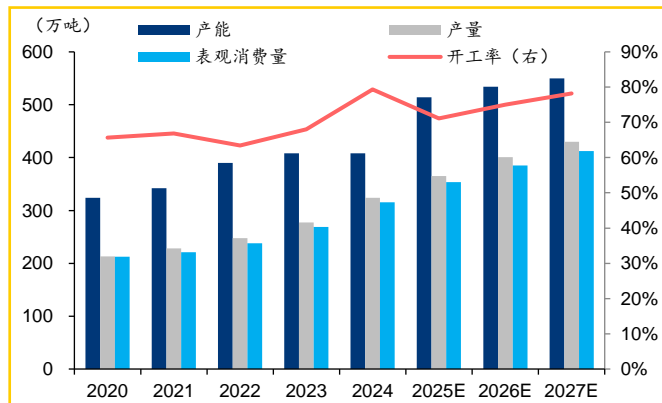
图表47: 中国丙烯价差情况



资料来源: 百川盈孚, 隆众资讯, 华泰研究

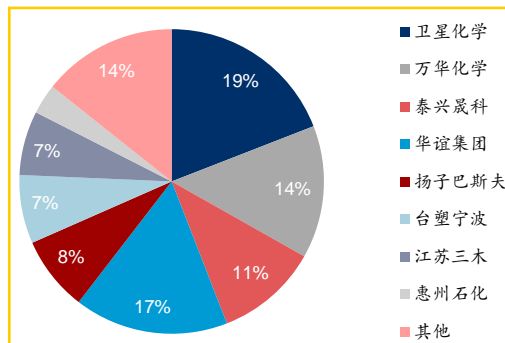
公司 C3 板块产品主要包括聚丙烯、环氧丙烷、丙烯酸及酯以及其下游 SAP、高分子乳液等产品。截至 2025 年 5 月，公司现有丙烯酸产能 84 万吨，丙烯酸酯 105 万吨，产能位居国内第一，下游配套 15 万吨 SAP、21 万吨高分子乳液，2024 年公司进一步向上游延伸布局 80 万吨丁辛醇，形成了丙烯酸及酯上下游产业链闭环。据隆众资讯，丙烯酸行业仍有较多产能投放预期，25-27 年增量产能预计分别为 106/20/16 万吨，受新增产能投放影响 25 年丙烯酸或将阶段性承压。伴随后续产能增速放缓以及下游地产需求恢复，预计丙烯酸行业有望得到逐步修复。公司凭借行业龙头地位以及完善的产业链配套，有望在行业供需博弈中脱颖而出。

图表48：丙烯酸供需平衡图



资料来源：隆众资讯，石油和化工园区，兴园化工园区研究院，化工新材料，华泰研究

图表49：25 年 5 月丙烯酸在产企业产能分布



注：时间截至 2025 年 5 月

资料来源：百川盈孚，华泰研究

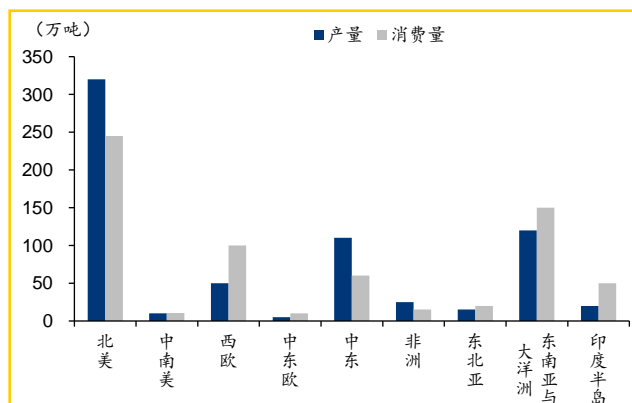
进口替代空间广阔，高端聚烯烃引领成长

近年来我国乙烯产能与自给率呈现快速增长态势，但行业仍存在“低端过剩，高端紧缺”的结构性问题，其中茂金属聚乙烯、POE 等高端聚烯烃产品高度依赖进口，据公司 2024 年年报，2024 年中国茂金属聚乙烯进口量超过 200 万吨，自给率不足 20%；POE 进口量达 91 万吨，进口依存度接近 100%。上述高端聚烯烃材料具备较好的经济效益，技术壁垒较高，公司提前布局相关领域，“ α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目”正积极推进，项目涉及 α -烯烃、POE、茂金属聚乙烯、超高分子量聚乙烯等高端聚烯烃产品，伴随项目投产，公司有望填补国内产能空缺，推动高端聚烯烃材料的国产化进程。

α -烯烃：高端聚烯烃关键原料，高碳品种亟待突破

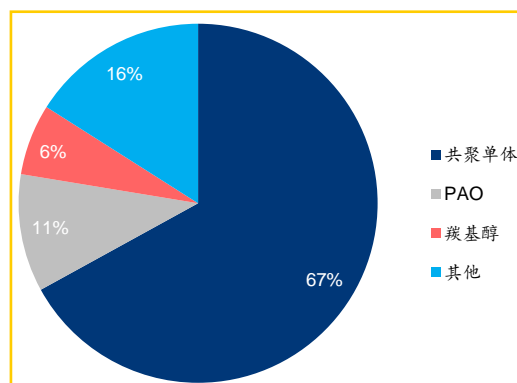
α -烯烃是指双键在分子链端部的直链单烯烃，碳原子数从 $C_4 \sim C_{30+}$ 不等，其中应用最广泛的以 C_4 (1-丁烯)、 C_6 (1-己烯)、 C_8 (1-辛烯) 为主。全球 α -烯烃供应主要来自于 α -烯烃专产装置以及炼油副产，根据《 α -烯烃生产技术与市场前景分析》(宋倩倩等，2025)，截至 2023 年底，全球 α -烯烃总产能为 910 万吨，其中专产产能 639 万吨，炼油副产 271 万吨，受海外对相关技术的封锁，目前主要供应来源于北美。2023 年全球 α -烯烃消费量为 678.7 万吨，其中约 67% 用于共聚单体，主要是 1-丁烯、1-己烯、1-辛烯等；其次分别为润滑油基础油聚 α -烯烃 (PAO) (10.6%)、洗涤剂醇与增塑剂醇的羰基醇 (6%)，受 α -烯烃供应限制，各地区消费量与产量大致匹配。

图表50：2023 年全球各地 α -烯烃产量与消费量情况



资料来源：《 α -烯烃生产技术与市场前景分析》(宋倩倩等，2025)，华泰研究

图表51：2023 年全球 α -烯烃消费结构



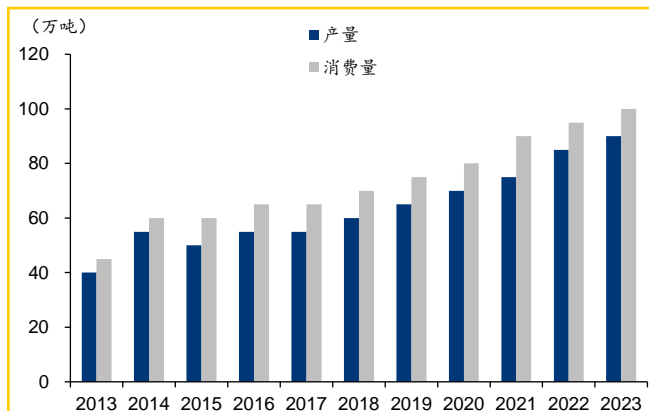
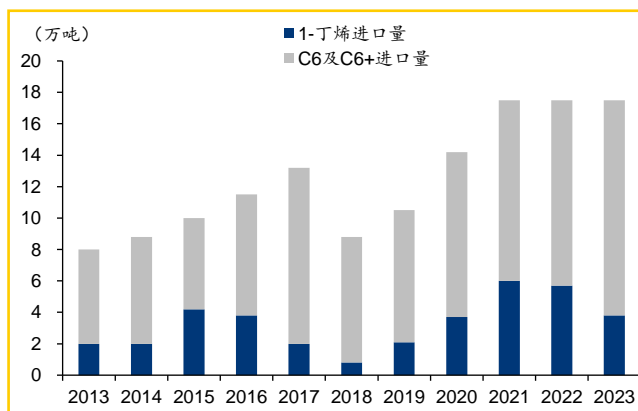
资料来源：《 α -烯烃生产技术与市场前景分析》(宋倩倩等，2025)，华泰研究

我国目前 α -烯烃产能主要集中于炼油副产，产品结构相对单一，1-丁烯供应充沛，据《 α -烯烃生产技术与市场前景分析》(宋倩倩等，2025)，2023 年 1-丁烯炼油副产产能为 107 万吨，约占其总产能 87%。除 1-丁烯外，只有少量 1-己烯可实现商业化生产， C_6 以上的高碳 α -烯烃仍主要依赖进口。高碳 α -烯烃供应不足已成为下游高端聚烯烃发展的首要制约，受下游需求增长以及产业政策鼓励支持，近年来国内除中石油、中石化外已涌现万华化学、卫星化学等诸多企业顺势布局。2023 年卫星化学千吨级 α -烯烃项目实现顺利投产，产出的 1-辛烯纯度指标达到国际领先水平，为进一步开发建设万吨级工业化装置奠定了坚实基础。

图表52：2024 年中国专产 α -烯烃装置

| 公司 | 碳链长度 | 产能 (万吨) | 投产时间 |
|--------|----------------------|---------|------|
| 燕山石化 | C_6 | 5 | 2007 |
| 大庆石化 | C_6 | 0.5 | 2008 |
| 山西潞安碳一 | C_{10}, C_8-C_{12} | 1 | 2014 |
| 独山子石化 | C_6 | 2 | 2014 |
| | C_5 | 3 | 2022 |
| 兰州石化 | C_4, C_6 | 3 | 2021 |
| 茂名石化 | C_6, C_8 | 1+0.6 | 2022 |

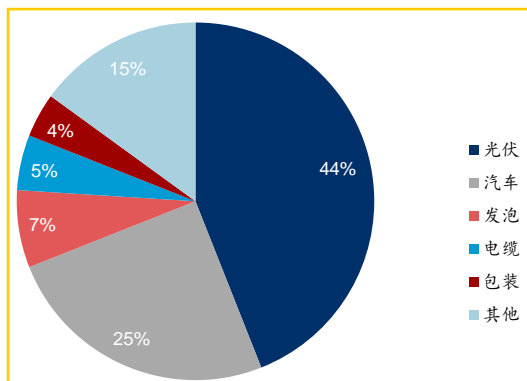
资料来源：《 α -烯烃生产技术与市场前景分析》(宋倩倩等，2025)，华泰研究

图表53：中国 α -烯烃供需情况资料来源：《 α -烯烃生产技术与市场前景分析》（宋倩倩等，2025），华泰研究图表54：中国 α -烯烃进口情况资料来源：《 α -烯烃生产技术与市场前景分析》（宋倩倩等，2025），华泰研究

POE：高度依赖进口，光伏需求引领下替代空间广阔

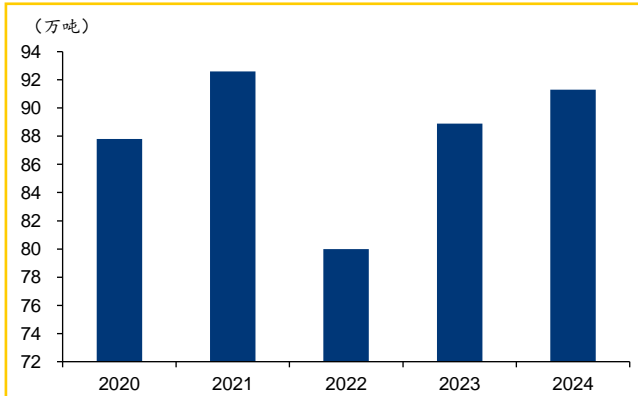
聚烯烃弹性体（POE）是指乙烯与高碳 α -烯烃（1-丁烯、1-己烯或1-辛烯）的无规共聚物弹性体，其中 α -烯烃作为第二种单体的含量不低于20%。工业应用中以乙烯、1-辛烯弹性体的综合性能最好，是目前POE的主流产品类型；乙烯、1-丁烯弹性体由于原料来源相对充裕，亦有部分企业生产该商品。POE分子量分布窄，支链结构短，因而具有高弹性、高强度、高伸长率等优异的物理力学性能和优异的耐低温性能，具有塑料和橡胶的双重优势。目前我国POE消费主要集中在汽车、光伏领域，发泡、电缆等领域亦有部分应用，主要产品仍依赖于对外进口。

图表55：2022年我国POE消费结构



资料来源：艾邦光伏网，华泰研究

图表56：中国POE进口量

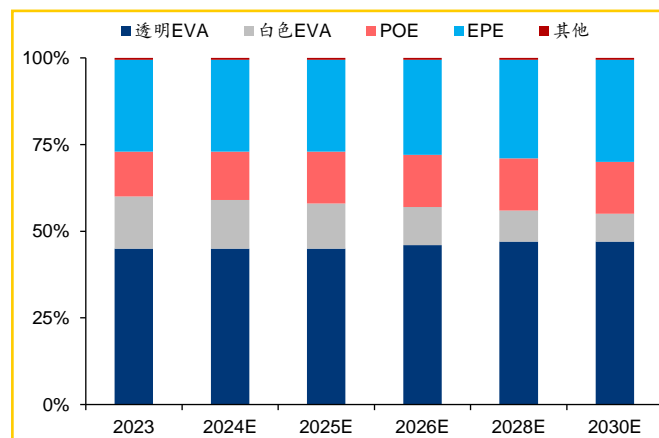


资料来源：百川盈孚，华泰研究

据 CPIA，光伏组件的长期可靠性受组件封装的影响较大，目前光伏组件主要的封装材料为EVA胶膜、POE胶膜以及EPE（EVA-POE-EVA）胶膜。POE胶膜与EPE胶膜具有高抗PID的性能和高阻水性能，可用于双玻组件以及TOPCon组件。据CPIA，23年国内透明EVA胶膜的使用占比降至42.5%左右，伴随TOPCon组件及双玻组件市场占比的提升，预计EVA市场份额未来仍会下降，而POE/EPE等性能更优异的产品预计渗透率将不断提升。

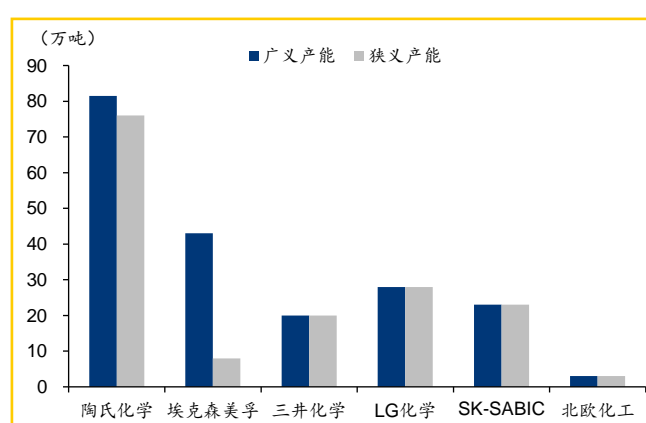
POE 生产壁垒较高，目前我国仅有万华化学、京博化学具备相关产能，生产壁垒主要集中于茂金属催化剂、高碳 α -烯烃以及溶液聚合工艺，其中核心为催化剂的开发。传统聚乙烯产品多使用 Z-N 催化剂，但 Z-N 催化剂存在多活性中心特点，得到的聚合物分子量分布和化学组成分布均较宽，共单体的插入能力有限；目前 POE 主流催化剂为茂金属催化剂，由于其单活性中心特性，聚合物具有较窄的分子量分布和更加均匀的共聚单体分布，并且可以制备 Z-N 催化剂难以实现的长支链结构。2024 年，卫星化学自主研发的高活性催化制聚乙烯弹性体（POE）绿色工艺技术成果经中国石化联合会专家组认定，总体达到国际先进水平，伴随公司 70 万吨相关产能陆续投产，有望填补国内产能空缺。

图表 57：2023-2030 年不同封装材料市场占比预测



资料来源：CPIA，华泰研究

图表 58：2023 年全球 POE 生产企业产能情况



注：广义产能包括丙烯基，狭义产能为乙烯基

资料来源：《我国 POE 行业发展现状及应用前景展望》（袁学玲，2023），华泰研究

图表 59：POE 在建项目梳理

| 企业名称 | POE 项目 | 产能（万吨） | 项目进度 |
|-----------|---------------------------------|--------|--|
| 万华化学 | 万华化学（蓬莱）有限公司 40 万吨/年聚烯烃弹性体项目 | 40 | 2025 年 3 月 1 日，年产 40 万吨/年聚烯烃弹性体项目正式开工 |
| 东方盛虹 | 10 万吨/年高端聚烯烃单体装置及配套设施项目 | 10+5 | 项目分阶段建设，第一阶段，新建 10 万吨/年 POE 装置；第二阶段，新建 5 万吨/年乙烯齐聚单元 |
| 卫星石化 | 绿色化学新材料产业园项目 | 10 | 项目计划于 2022 年 3 月 30 日前开工建设，已完成 POE 中试 |
| 卫星化学 | α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目 | 3*20 | |
| 鼎际得 | POE 高端新材料项目 | 20+20 | 建设期为 5 年，目前尚处于项目筹建阶段 |
| 茂名石化 | 茂名分公司 5 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）工业试验装置项目 | 5 | 1000 吨/年 POE 中试装置开车成功，预计 2025 年建成投产 |
| 荣盛石化(浙石化) | 浙江石油化工有限公司高端新材料项目 | 20+20 | 规划中 |
| 天津石化 | 中国石油化工有限公司天津分公司 50 万吨年高密度聚乙烯项目 | 10 | 已完成 POE 中试，预计 2024 年投产产业集群预计 2025 年建成 |
| 惠生新材料 | 聚乙烯弹性体中试研发项目 | 10 | 2024 年 9 月 26 日，年产 10 万吨 POE 项目正式开工建设 |
| 诚志股份 | POE（聚烯烃弹性体）项目 | 10+10 | 项目预计建设期为 3 年，步实施，目前处于项目报批阶段 |
| 独山子石化 | 气相法聚烯烃弹性体（POE）生产线吐出“塑料黄金” | 24.4 | 3 月独山子石化聚烯烃二部掌握“气相法聚烯烃弹性体（POE）生产线吐出“塑料黄金””技术 |
| 京博石化/贝欧亿 | 20 万吨/年高性能聚烯烃弹性体及配套项目 | 20 | 2025 年 1 月 24 日，通过关于“20 万吨/年高性能聚烯烃弹性体及配套项目”的投资项目备案许可申请 |
| 产能合计 | | 294.4 | |

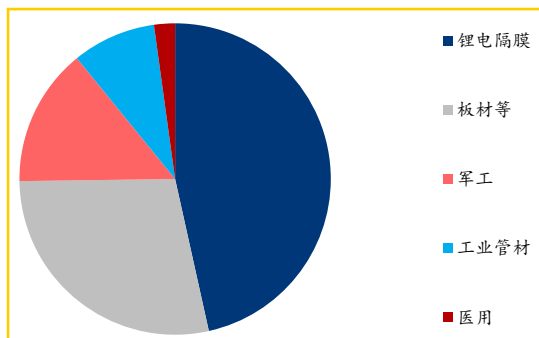
资料来源：百川盈孚，艾邦高分子，华泰研究

高端聚乙烯：中国产能投放在即，行业自给率有望提升

超高分子量聚乙烯（UHMWPE）一般是指相对分子质量在 150×10^4 以上的聚乙烯，是一种新型工程塑料，具备高强度、高耐冲击性、高耐磨损性、自润滑性、耐化学腐蚀性以及耐低温性等优异性能，下游应用广泛。根据《超高分子量聚乙烯行业分析与建议》（于佳玉等，中国海油集团能源经济研究院，2024），受我国新能源汽车发展带动，2022 年锂电隔膜已成为 UHMWPE 下游第一大领域，约有 95% 湿法隔膜采用 UHMWPE 作为原料，隔膜用占比接近 50%；板材、异型材与棒材等国生产工艺相对简单，为第二大消费领域，消费占比为 28%；防弹衣、战机、跨海大桥等军工国防应用占比约为 14%，高性能纤维料长期供不应求；工业管材、医用材料等领域因加工难度大，发展相对偏慢，应用占比分别为 9%/2%。

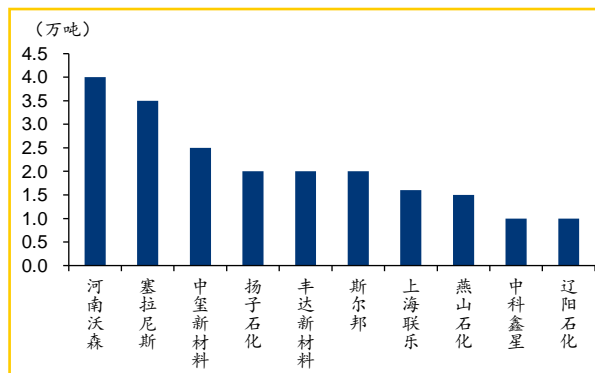
据《超高分子量聚乙烯行业分析与建议》（于佳玉等，中国海油集团能源经济研究院，2024），2023 年全球 UHMWPE 产能为 41.4 万吨，其中我国产能为 21.1 万吨，海外产能主要集中在塞拉尼斯与布拉斯科，其中塞拉尼斯是全球最大、产品体系最完整的 UHMWPE 制造商，向全球尤其是中国供应大量锂电池隔膜级 UHMWPE 产品。我国产能中，板材、管材料供应相对充足，但具备锂电池隔膜料生产能力的企业数量较少，部分产品品质与进口产品相比还存在差距，进口依赖度相对较高。未来伴随我国新增产能的投放以及产品品质的提升，UHMWPE 纤维料与隔膜料供应能力有望逐步增强。公司“ α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目”二阶段规划有 5 万吨产能，伴随相关产品投产，有望进一步助力国产替代。

图表60：2022 年我国超高分子量聚乙烯需求结构



资料来源：《超高分子量聚乙烯行业分析与建议》（于佳玉等，中国海油集团能源经济研究院，2024）华泰研究

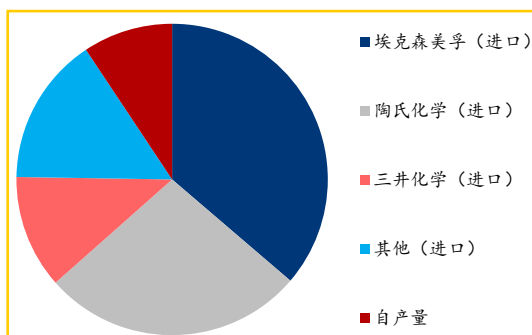
图表61：2023 年我国 UHMWPE 产能情况



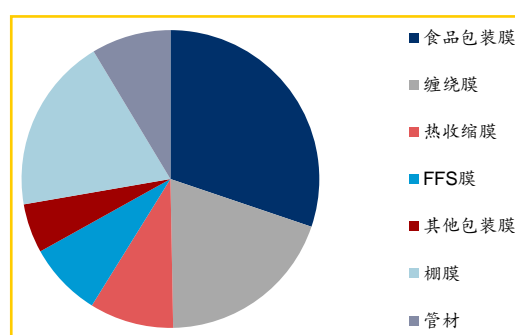
资料来源：《超高分子量聚乙烯行业分析与建议》（于佳玉等，中国海油集团能源经济研究院，2024）华泰研究

茂金属聚乙烯（mPE）是一种新颖热塑性塑料，具有分子量分布窄、结晶度高、透明度好等特点，应用领域较为广泛，但受技术壁垒我国 mPE 仍主要依赖进口。据《发展茂金属聚乙烯正当时》（钱斌，中国石化，2025），2023 年全球 mPE 产能达 1600 万吨，主要产能仍集中在海外企业中，主要生产商包括埃克森美孚、陶氏化学、雪佛龙菲利普斯化工等。2024 年我国 mPE 消费量约为 300 万吨，其中进口量为 272 万吨，自给率仍不足 10%，国内现有产能主要集中在中国石化、中国石油、沈阳化工等厂商。卫星化学共规划 35 万吨 mPE 产能，目前包括公司在内多个茂金属聚乙烯项目正快速推进，预计伴随中国产能的释放，mPE 自给率有望持续提升。

图表62：2024 年我国 mPE 供给来源



图表63：2024 年我国 mPE 消费结构



资料来源：《发展茂金属聚乙烯正当时》（钱斌，中国石化，2025），华泰研究

资料来源：《发展茂金属聚乙烯正当时》（钱斌，中国石化，2025），华泰研究

图表64：茂金属聚乙烯现有与在建产能

| | 企业名称 | 产能（万吨） | 预计投产时间 | 备注 |
|----|-----------|--------|--------|---------------|
| 现有 | 兰州石化 | 36 | | |
| | 中石化齐鲁分公司 | 19 | | |
| | 大庆石化 | 14 | | |
| | 沈阳化工 | 10 | | |
| 在建 | 埃克森美孚（惠州） | 120 | 2025 年 | |
| | 中海壳牌（三期） | 60 | 2027 年 | |
| | 中沙古雷 | 60 | 2026 年 | m-LLDPE/HDPE |
| | 洛阳石化 | 30 | | m-LLDPE |
| | 卫星化学 | 35 | 2027 年 | |
| | 荣盛石化 | 45 | | m-LLDPE |
| | 华泰盛富 | 40 | | 通用+茂金属催化剂双进料口 |

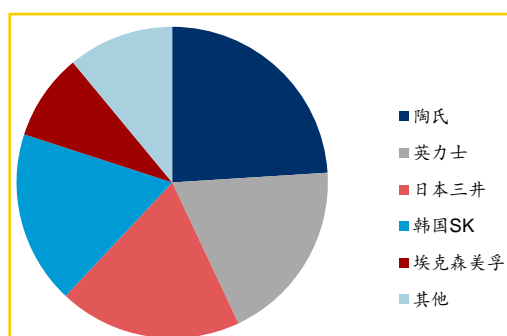
资料来源：百川盈孚，石油化工论坛，聚烯烃人，化工新材料，华泰研究

乙烯-丙烯酸酯类共聚物：国内空白，未来可期

乙烯-丙烯酸及酯共聚物主要包括乙烯-丙烯酸共聚物（EAA）、乙烯-丙烯酸甲酯共聚物（EMA）、乙烯-丙烯酸乙酯共聚物（EEA）、乙烯-甲基丙烯酸甲酯共聚物（EMMA）、离子型树脂（由乙烯和丙烯酸或甲基丙烯酸共聚后再与多价金属等进行交联）等。由于存在较多技术难点，世界上仅有少数几家企业可实现工业化生产。国内仅有卫星化学与韩国 SKGC 合作布局了 9 万吨 EAA 产能，生产技术由 SKGC 提供，其中一期 4 万吨计划于 2025 年投产，有望填补国内空白。

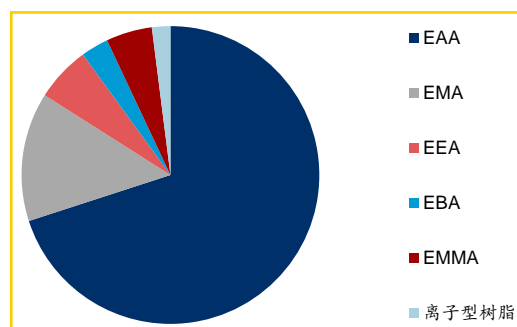
据中国化工信息周刊与化工新材料，截至 2023 年，全球 EAA 的需求量约为 40 万至 50 万吨，产品结构以 EAA 为主；国内需求目前全部依赖进口满足。EAA 相比传统乙烯聚合物，由于羧酸基的作用，具备优异的粘合性能，在我国主要被用于高端复合软包装材料。EMA 具有出色的柔韧性和韧性，同时又具备较高的透明度，在包装材料领域应用广泛。EBA 因加工性能与耐温性能较为优异，主要应用于高压电缆内外屏蔽料。受下游接受度相对有限、产品价格较高等影响，乙烯-丙烯酸酯类共聚物市场规模仍相对有限。据公司年报，2024 年公司聚丙烯酸树脂研发成果已达到工业化条件，实现技术瓶颈突破，伴随卫星化学装置投产，相关产品市场开拓有望加速推进，产品空间或将进一步扩大。

图表65: 2022 年全球 EAA 产能构成



资料来源：化工新材料，华泰研究

图表66: 2022 年我国乙烯-丙烯酸及酯类共聚物细分产品需求量占比

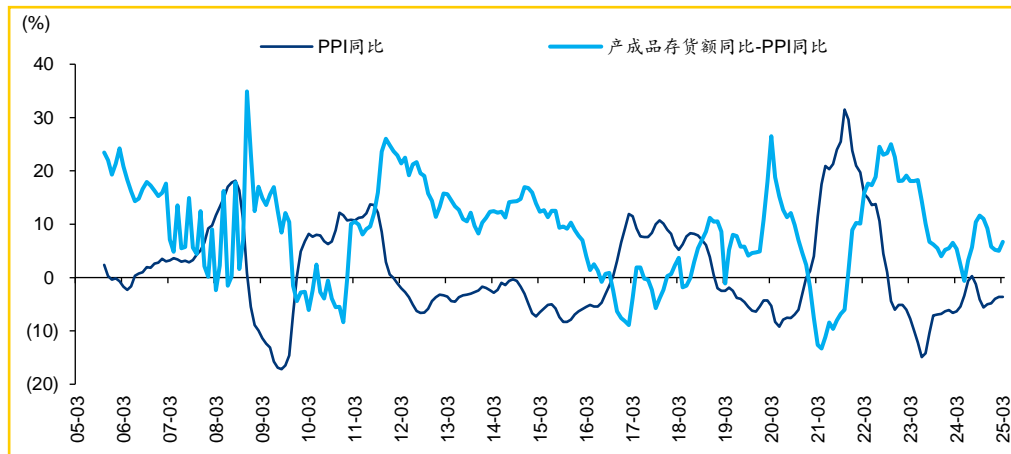


资料来源：化工新材料，华泰研究

需求复苏叠加自给率提升，烯烃有望景气反转

24Q4 以来化学原料与制品制造业 PPI 同比增速维持低位，产成品存货同比-PPI 同比（代表行业库存量变化趋势）整体维持下行趋势，我们认为受短期供需压力影响，行业整体由被动补库转向主动去库，行业阶段性盈利或处于偏弱水平。但伴随后续国内地产、消费等领域政策利好支撑以及亚非拉等地出口逐步增长，需求有望转向边际复苏；叠加供给端自发性调整，行业价格价差有望逐步企稳回升，驱动行业逐步转向景气回暖。

图表67：化工行业库存周期

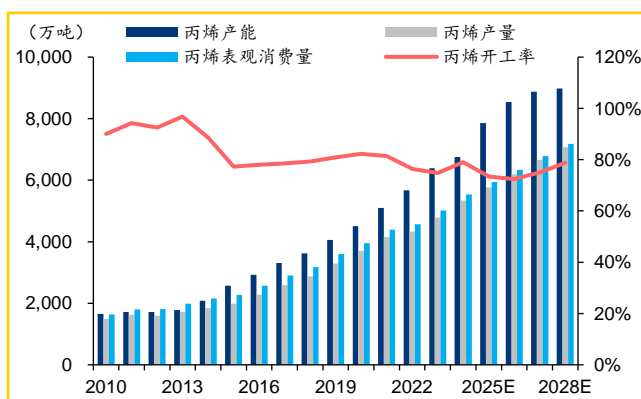


资料来源：国家统计局，华泰研究

注：PPI 为化学原料及化学制品制造业 PPI

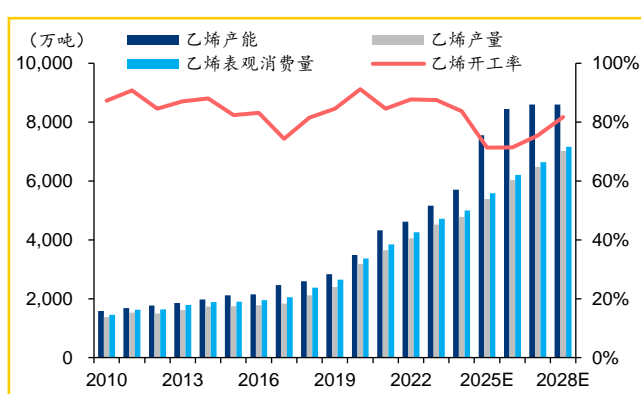
烯烃方面，2025-2026 年乙烯与丙烯仍存较多新增产能投产预期，但目前烯烃主要产品价格价差已降至历史相对低位，受盈利空间挤压部分在建项目或出现不同程度延期，实际产能增速或低于静态预测。伴随下游需求恢复以及乙烯/丙烯自给率的提升，行业景气度有望逐步回升。公司作为国内气头乙烯龙头，凭借成本优势有望穿越周期，充分享受行业景气反转带来的业绩弹性。

图表68：中国丙烯供需平衡情况



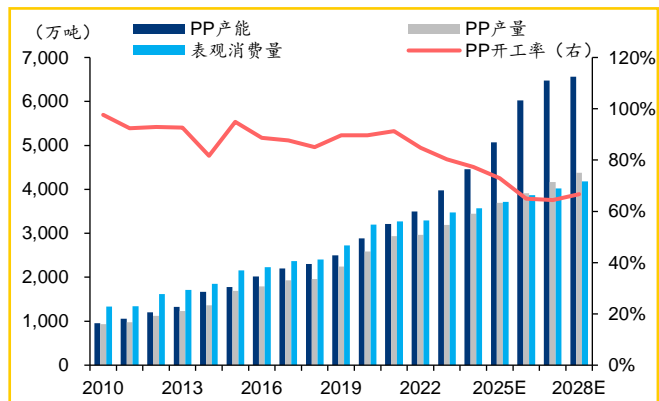
资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究预测

图表69：中国乙烯供需平衡情况



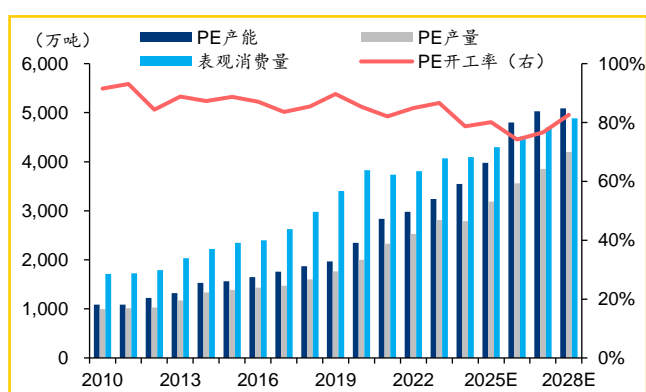
资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究预测

图表70: 中国聚丙烯供需平衡情况



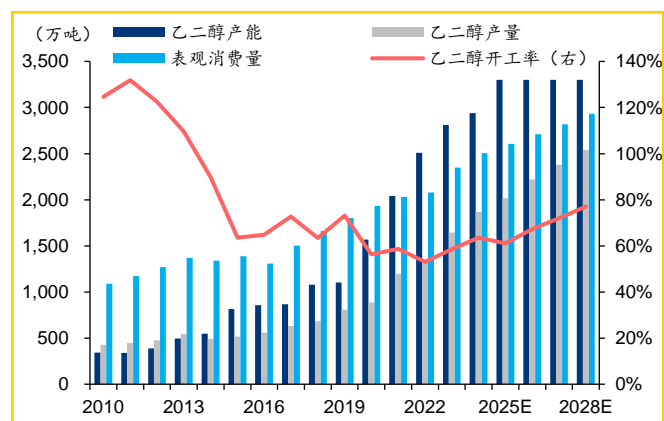
资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究预测

图表71: 中国聚乙烯供需平衡情况



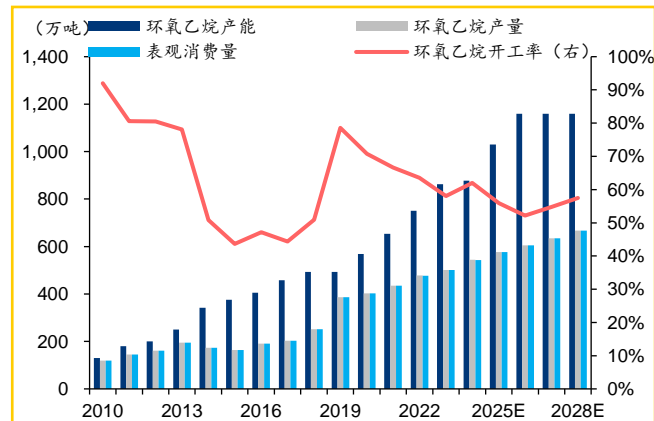
资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究预测

图表72: 中国乙二醇供需平衡情况



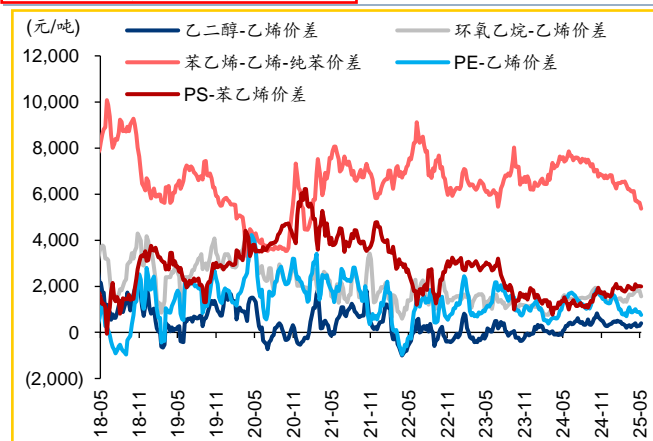
资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究预测

图表73: 中国环氧乙烷供需平衡情况



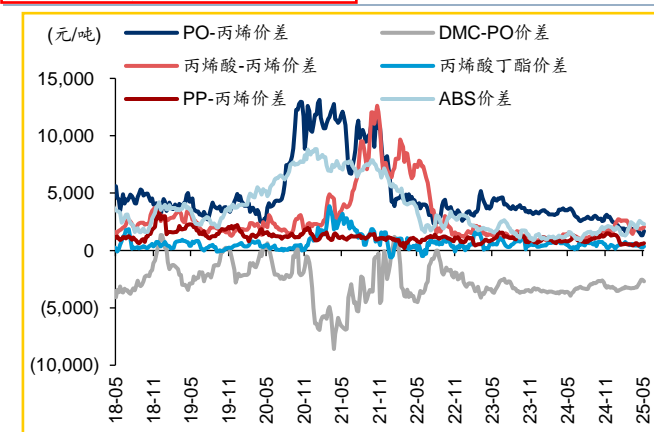
资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究预测

图表74: 乙烯主要下游产品价格走势



资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究

图表75: 丙烯主要下游产品价格走势



资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究

盈利预测与估值

(一) 销量假设

功能化学品：主要包括丙烯酸及酯、乙二醇、环氧乙烷等产品，2024 年公司新增 80 万吨丁辛醇产能，2025 年公司预计将新增 20 万吨精丙烯酸产能，伴随公司增量产能释放以及下游需求修复，预计 25-27 年功能化学品销量将分别为 600/614/627 万吨。

高分子聚合物：主要包括聚乙烯、高分子乳液和 SAP 等产品，2026-2027 年公司 α -烯烃项目投产有望贡献增量产能，叠加烯烃行业自给率提升以及行业需求的恢复性增长，预计 2025-2027 年销量分别为 187/220/285 万吨。

新能源材料：主要包括双氧水与碳酸酯系列产品，2023 年公司并购江苏嘉宏，双氧水产能相应提高，伴随需求修复以及负荷提升，预计新能源材料销量为 85/89/99 万吨。

其他：主要包括丙烯、聚丙烯等，相关产品开工率基本维持满负荷运行，近年来产销相对稳定，我们预计未来销量仍将维持相对稳定，25-27 年分别为 132/134/134 万吨。

图表76：公司产销情况预测

| | | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 产能 (万吨) | 功能化学品 | 290 | 368 | 478 | 662 | 682 | 682 | 682 |
| | 高分子聚合物 | 101 | 166 | 206 | 206 | 206 | 306 | 446 |
| | 新能源材料 | 22 | 22 | 82 | 198 | 198 | 198 | 198 |
| | 其他 | | | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 |
| 产销率 | 功能化学品 | 103% | 102% | 87% | 80% | 88% | 90% | 92% |
| | 高分子聚合物 | 64% | 88% | 95% | 83% | 91% | 72% | 64% |
| | 新能源材料 | 96% | 81% | 63% | 39% | 43% | 45% | 50% |
| | 其他 | | | 101% | 97% | 98% | 99% | 99% |
| 销量 (万吨) | 功能化学品 | 299 | 375 | 414 | 532 | 600 | 614 | 627 |
| | 高分子聚合物 | 64 | 146 | 196 | 171 | 187 | 220 | 285 |
| | 新能源材料 | 21 | 18 | 52 | 78 | 85 | 89 | 99 |
| | 其他 | 0 | 0 | 136 | 131 | 132 | 134 | 134 |

资料来源：公司年报，华泰研究预测

(二) 价格与毛利率假设

功能化学品：2025 年丙烯酸仍有较多新增产能投放预期，叠加 C3 板块景气整体偏弱，我们预计价格将有所下行，伴随 26-27 年下游需求逐渐修复，行业供需关系有望逐步好转，预计 2025-2027 年功能化学品均价为 3850/3900/3900 元/吨，对应毛利率为 19%/20%/20%。

高分子聚合物：受原油价格中枢下行以及乙烯、丙烯增量产能较多影响，预计产品景气将有所下行，但伴随公司 α -烯烃项目投产，受高端聚烯烃产品带动，公司产品盈利结构预计将有所改善，预计 25-27 年高分子聚合物均价为 6700/6800/6800 元/吨，对应毛利率为 34%/35%/37%。

新能源材料：受行业供需关系偏弱影响，主要产品价格仍处相对弱势，预计伴随下游逐步修复，产品价格与毛利率将逐步企稳，预计 25-27 年均价保持 1000 元/吨，毛利率保持 21%。

其他：受原油价格中枢下行影响，预计部分产品价格将回落后企稳，预计 25-27 年均价分别为 8200/8000/8000 元/吨，对应毛利率分别为 17%/16%/16%。

图表77：公司产品价格与毛利率预测

| | | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单价 (元/吨) | 功能化学品 | 6480 | 5226 | 5148 | 4078 | 3850 | 3900 | 3900 |
| | 高分子聚合物 | 4231 | 5040 | 6086 | 7012 | 6700 | 6800 | 6800 |
| | 新能源材料 | 1101 | 1298 | 898 | 1077 | 1000 | 1000 | 1000 |
| | 其他 | | | 5740 | 8455 | 8200 | 8000 | 8000 |
| 毛利率 | 功能化学品 | 38% | 21% | 16% | 20% | 19% | 20% | 20% |
| | 高分子聚合物 | 33% | 23% | 30% | 35% | 34% | 35% | 37% |
| | 新能源材料 | 47% | 38% | 37% | 22% | 21% | 21% | 21% |
| | 其他 | 12% | 1% | 16% | 18% | 17% | 16% | 16% |

资料来源：公司年报，华泰研究预测

(三) 费用率预测

公司销售费用率较低且较为稳定, 预计 25-27 年维持 0.3%: 2024 年公司计提事业合伙人激励费用, 管理费用率有所上升, 预测期内预计回归正常, 预计 25-27 年维持 1.3%: 公司近年来研发支出有所提升, 预计 25-27 年维持 4%。

图表78: 公司财务预测简表

| | | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 收入合计 | 28557 | 37044 | 41487 | 45648 | 47366 | 50503 | 55562 |
| | Yoy | | 29.72% | 11.99% | 10.03% | 3.76% | 6.62% | 10.02% |
| | 功能化学品 | 19385 | 19578 | 21289 | 21707 | 23106 | 23938 | 24470 |
| | 高分子聚合物 | 2719 | 7359 | 11916 | 11987 | 12560 | 14982 | 19410 |
| | 新能源材料 | 233 | 233 | 465 | 841 | 851 | 891 | 990 |
| | 其他 | 6219 | 9874 | 7817 | 11113 | 10849 | 10692 | 10692 |
| 毛利 (百万元) | 毛利合计 | 9057 | 6119 | 8230 | 10757 | 10684 | 11929 | 13994 |
| | Yoy | | -32.44% | 34.49% | 30.72% | -0.69% | 11.65% | 17.31% |
| | 功能化学品 | 7284 | 4197 | 3315 | 4417 | 4390 | 4788 | 4894 |
| | 高分子聚合物 | 903 | 1701 | 3522 | 4202 | 4270 | 5244 | 7182 |
| | 新能源材料 | 110 | 89 | 171 | 187 | 179 | 187 | 208 |
| | 其他 | 760 | 133 | 1222 | 1952 | 1844 | 1711 | 1711 |
| 费用率 | 销售费用率 | 0.21% | 0.24% | 0.35% | 0.28% | 0.30% | 0.30% | 0.30% |
| | 管理费用率 | 1.78% | 1.44% | 1.28% | 1.66% | 1.30% | 1.30% | 1.30% |
| | 研发费用率 | 3.82% | 3.34% | 3.92% | 3.84% | 4.00% | 4.00% | 4.00% |
| | 财务费用率 | 1.76% | 2.29% | 1.96% | 2.24% | 1.99% | 1.48% | 0.97% |
| | 营业利润 | 6977 | 3448 | 5378 | 7034 | 7206 | 8573 | 10425 |
| | 有效税率 | 14% | 11% | 11% | 14% | 13% | 13% | 13% |
| | 归母净利润 | 6007 | 3062 | 4789 | 6072 | 6261 | 7413 | 9161 |
| | Yoy | | -49.02% | 56.42% | 26.77% | 3.12% | 18.39% | 23.59% |
| | EPS | 1.78 | 0.91 | 1.42 | 1.80 | 1.86 | 2.20 | 2.72 |

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

考虑烯烃产业链景气修复略低于我们预期, 我们小幅下调主要产品毛利率等盈利预测指标, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 63/74/92 亿元 (前值 64/83/92 亿元, 下调 2%/11%/1%), 同比 +3.1%/+18.4%/+23.6%, 对应 EPS 为 1.86/2.20/2.72 元/股。参考可比公司 2025 年 Wind 一致预期 12xPE, 考虑公司原材料对美依赖度较高, 给予 25 年 11xPE (前值 12xPE), 目标价 20.46 元 (前值 22.8 元), 维持“增持”评级。

图表79: 可比公司估值表

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 (元/股) | 市值 (亿元) | EPS (元) | | | P/E (x) | | | P/B (x) | | | EV/EBIT (x) | | |
|------|-----------|-------------|------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|-------------|-------|-------|
| | | 7月11日 | 7月11日 | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 万华化学 | 600309 CH | 54.45 | 1710 | 4.92 | 5.90 | 6.07 | 11 | 9 | 9 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 9 | 8 | 7 |
| 恒力石化 | 600346 CH | 15.53 | 1093 | 1.18 | 1.39 | 1.59 | 13 | 11 | 10 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 7 | 6 | 6 |
| 中国石化 | 600028 CH | 5.7 | 6418 | 0.47 | 0.51 | 0.53 | 12 | 11 | 11 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 8 | 7 | 7 |
| 平均 | | | | | | | 12 | 11 | 10 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 8 | 7 | 7 |

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

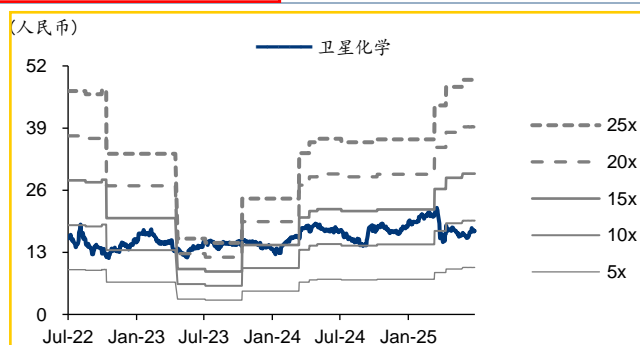
- 1) 关税政策不确定性风险:** 公司原材料乙烷、丙烷高度依赖自美国进口, 若中美关税政策出现不利变化, 或增加公司原材料采购成本, 进而影响公司业绩。
- 2) 下游需求不及预期:** 公司产品种类较多, 涉及下游应用广泛, 宏观经济波动及产业政策变化将在一定程度上影响行业开工率、产品价格、盈利能力等方面。
- 3) 项目进度不及预期:** 公司 α -烯烃综合利用项目是未来公司主要业绩增长来源, 若项目投产或爬坡进度不及预期, 将影响整体销量与利润增长。

图表80: 报告中涉及的公司

| 公司名称 | 股票代码 | 公司名称 | 股票代码 | 公司名称 | 股票代码 |
|------------------------------|-------------|-------|-----------|------|-----------|
| Energy Transfer | ET US | 渤海化工 | 未上市 | 绍兴三圆 | 未上市 |
| 万华化学 | 300309 CH | 泰兴晟科 | 未上市 | 华谊集团 | 600623 CH |
| 扬子巴斯夫 | 未上市 | 台塑宁波 | 未上市 | 江苏三木 | 未上市 |
| 惠州石化 | 未上市 | 埃克森美孚 | XOM US | 东方盛虹 | 000301 CH |
| 英力士 | 未上市 | 北欧化工 | 未上市 | 沙比克 | 未上市 |
| 信实 | RELIANCE IN | 布拉斯科 | 未上市 | 中国石油 | 601857 |
| 中国石化 | 600028 | 新浦化学 | 未上市 | 三江化工 | 2198 HK |
| 华泰盛富 | 未上市 | 上海赛科 | 未上市 | 壳牌 | SHEL US |
| 鼎际得 | 603255 CH | 荣盛石化 | 002493 CH | 陶氏化学 | DOW US |
| 雪佛龙菲利普斯 | CVX US | 中沙古雷 | 未上市 | 中海壳牌 | 未上市 |
| Enterprise Products Partners | EPD US | | | | |

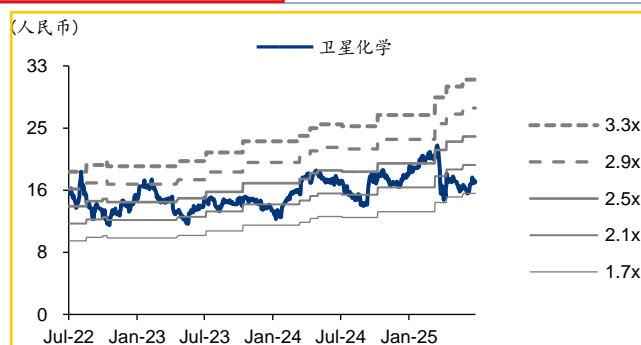
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表81: 卫星化学 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表82: 卫星化学 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司