

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-28

宏观策略

2023年06月28日

宏观点评 20230627: 房地产软着陆后, 美国经济衰退还有戏吗? 【勘误版】

当前种种迹象表明美国房地产正先于经济软着陆。尤其是二季度以来, 以新屋开工和成屋销售为代表的一系列指标持续回暖, 亚特兰大联储最新预测在连续8个季度下滑后, 住宅投资有望在今年二季度为美国GDP贡献正增长。鉴于美联储一年多来已累计加息500bp, 住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正, 显然是有悖于历史经验的。本次加息对房产的冲击不大, 需求经受住了加息的冲击, 而供给弱成为乐观的主要理由, 这一次美国经济陷入衰退“不容易”。风险提示: 地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期; 美联储超预期紧缩导致美国金融体系再次出现危机。

宏观点评 20230627: 房地产软着陆后, 美国经济衰退还有戏吗?

当前种种迹象表明美国房地产正先于经济软着陆。尤其是二季度以来, 以新屋开工和成屋销售为代表的一系列指标持续回暖, 亚特兰大联储最新预测在连续8个季度下滑后, 住宅投资有望在今年二季度为美国GDP贡献正增长。

固收金工

固收点评 20230627: 纽泰转债: 铝铸及塑料汽车零部件优势企业

我们预计纽泰转债上市首日价格在113.22~126.39元之间, 我们预计中签率为0.0011%。

固收点评 20230627: 海泰转债: 汽车模具优质企业

我们预计海泰转债上市首日价格在116.51~130.06元之间, 我们预计中签率为0.0012%。

行业

推荐个股及其他点评

中新集团 (601512): 园区开发龙头地位稳固, 新能源及投资业务高速发展

盈利预测与投资评级: 公司作为中新合资的园区开发运营企业, 园区开发业务处于业内领先地位。我们预计2023/2024/2025年营收为55.6/64.3/73.5亿元; 归母净利润为18.0/20.1/22.3亿元; 对应的EPS分别为1.20/1.34/1.49元/股。根据可比公司估值, 我们给予其2023年10.3倍PE估值, 对应目标价为12.4元/股。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 苏州及周边地区经济发展停滞风险; 土地市场下行风险; 宏观经济环境及政策风险。

桐昆股份 (601233): 开启炼化新征程

桐昆点评

新风鸣 (603225): 开启炼化新征程!

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评 20230627: 房地产软着陆后, 美国经济衰退还有戏吗? 【勘误版】

当前种种迹象表明美国房地产正先于经济软着陆。尤其是二季度以来, 以新屋开工和成屋销售为代表的一系列指标持续回暖, 亚特兰大联储最新预测在连续 8 个季度下滑后, 住宅投资有望在今年二季度为美国 GDP 贡献正增长。鉴于美联储一年多来已累计加息 500bp, 住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正, 显然是有悖于历史经验的 (图 1)。历史来看, 在 GDP 的组成部分中, 住宅投资的负增长历来是美国经济衰退的最佳预警信号 (图 2)。因此, 如果当前的美国房地产率先软着陆, 是否意味着美国经济已经躲过了衰退? 这对于美联储的货币政策又有何影响? 对此, 我们考察了自 1990 年以来的 4 次高利率导致美国房市大崩溃的原因。如图 4 所示, 由于不同程度的紧缩作用, 美国房地产最终“闪崩”的原因都是供需失衡, 其中需求端的因素更加关键。疲软需求, 加息幅度和利率水平都重要。在不断走高的利率下, 购房需求放缓的传导路径是: 高利率—高抵押贷款利率—高利息支付率—购房意愿及需求疲软。具体来看, 从加息周期开始, 消费者认为买房是个“错误选择”的想法就越来越强烈 (图 5)。其中 2008 年为历次以来影响最剧烈的一次: 大幅加息 425bp 过程中, 申请抵押贷款人数最大跌幅为 63%, 新屋销售快速下滑 76%。而如果加息是从低利率水平开始, 则对购房需求的削弱便不太明显: 2018 年不仅加息起点低, 且加息幅度也不大, 所以对地产的影响就较小, 房屋销量温和回落 23% (图 6-7)。超额供给, 是原因也是结果。历史上 4 次房价崩溃的相似之处都是在加息周期中累计了过量的库存。前期过量的发放房屋建筑许可制导致待售房屋数量激增 (图 8-9)。过去 4 次平均增加许可证发放量 73%, 带动了 64% 的待售房屋数量。从历史经验看, 需求比供给对地产的影响更重要。2018 年, 房屋许可证发放数量增加 176%, 带领待售房屋数量激增 146%。但是, 由于 2018 年加息起点低 (从 0 利率开始)+加息幅度并不极端 (累计 225bp), 美国居民购房需求并未被严重削弱。最终在需求的支撑下, 房产快速回暖, 也帮助美国避免了一次衰退。这次有何不同? 需求经受住了加息的冲击, 而供给弱成为乐观的主要理由, 这一次美国经济陷入衰退“不容易”。需求端, 在经历了“史诗级”加息后, 根据调查数据显示, 居民对于“负担不起”的抱怨仍明显低于此前衰退前的高位。这与疫情后美国家庭资产负债表明显改善以及就业保持韧性有关。而居民认为当前最主要的限制因素不是房价而是利率 (图 10-11), 随着加息接近尾声, 需求指标都开始触底反弹 (图 12); 二是供给端, 低库存加强开发商的建筑信心, 无论是营建许可还是新房开工均开始边际好转 (图 13); 除此之外, 从国际对比上看, 美国住宅投资以及房价的上涨幅度上, 远不及加拿大及瑞典, 在其他两国地产尚未出现问题时, 我们可以不用太担心美国 (图 14-15)。但值得注意的是, 房地产软着陆让通胀及就业的“隐忧”再起。美国通胀压力迟迟未解, 如果房地产成功软着陆, 那么美联储抗击通胀及就业的难度无疑将再进一步 (图 16)。在此基础上, 政策转向则不会太早, 也为未来经济和市场平添变数。风险提示: 地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期; 美联储超预期紧缩导致美国金融体系再次出现危机。

(证券分析师: 陶川 证券分析师: 邵翔)

宏观点评 20230627: 房地产软着陆后, 美国经济衰退还有戏吗?

当前种种迹象表明美国房地产正先于经济软着陆。尤其是二季度以来，以新屋开工和成屋销售为代表的一系列指标持续回暖，亚特兰大联储最新预测在连续 8 个季度下滑后，住宅投资有望在今年二季度为美国 GDP 贡献正增长。鉴于美联储一年多来已累计加息 500bp，住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正，显然是有悖于历史经验的（图 1）。历史来看，在 GDP 的组成部分中，住宅投资的负增长历来是美国经济衰退的最佳预警信号（图 2）。因此，如果当前的美国房地产率先软着陆，是否意味着美国经济已经躲过了衰退？这对于美联储的货币政策又有何影响？对此，我们考察了自 1990 年以来的 4 次高利率导致美国房市大崩溃的原因。如图 4 所示，由于不同程度的紧缩作用，美国房地产最终“闪崩”的原因都是供需失衡，其中需求端的因素更加关键。疲软需求，加息幅度和利率水平都重要。在不断走高的利率下，购房需求放缓的传导路径是：高利率—高抵押贷款利率—高利息支付率—购房意愿及需求疲软。具体来看，从加息周期开始，消费者认为买房是个“错误选择”的想法就越来越强烈（图 5）。其中 2008 年为历次以来影响最剧烈的一次：大幅加息 425bp 过程中，申请抵押贷款人数最大跌幅为 63%，新屋销售快速下滑 76%。而如果加息是从低利率水平开始，则对购房需求的削弱便不太明显：2018 年不仅加息起点低，且加息幅度也不大，所以对地产的影响就较小，房屋销量温和回落 23%（图 6-7）。超额供给，是原因也是结果。历史上 4 次房价崩溃的相似之处都是在加息周期中累计了过量的库存。前期过量的发放房屋建筑许可导致待售房屋数量激增（图 8-9）。过去 4 次平均增加许可证发放量 73%，带动了 64% 的待售房屋数量。从历史经验看，需求比供给对地产的影响更重要。2018 年，房屋许可证发放数量增加 176%，带领待售房屋数量激增 146%。但是，由于 2018 年加息起点低（从 0 利率开始）+加息幅度并不极端（累计 225bp），美国居民购房需求并未被严重削弱。最终在需求的支撑下，房产快速回暖，也帮助美国避免了一次衰退。这次有何不同？需求经受住了加息的冲击，而供给弱成为乐观的主要理由，这一次美国经济陷入衰退“不容易”。需求端，在经历了“史诗级”加息后，根据调查数据显示，居民对于“负担不起”的抱怨仍明显低于此前衰退前的高位。这与疫情后美国家庭资产负债表明显改善以及就业保持韧性有关。而居民认为当前最主要的限制因素不是房价而是利率，随着加息接近尾声，各项需求指标都开始触底反弹（图 10-11）；二是供给端，低库存加强开发商的建筑信心，无论是营建许可还是新房开工均开始边际好转（图 12-13）；除此之外，从国际对比上看，美国住宅投资以及房价的上漲幅度上，远不及加拿大及瑞典，在其他两国地产尚未出现问题时，我们可以不用太担心美国（图 14-15）。但值得注意的是，房地产软着陆让通胀及就业的“隐忧”再起。美国通胀压力迟迟未解，如果房地产成功软着陆，那么美联储抗击通胀及就业的难度无疑将再进一步（图 16）。在此基础上，政策转向则不会太早，也为未来经济和市场平添变数。风险提示：地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；美联储超预期紧缩导致美国金融体系再次出现危机。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230627：纽泰转债：铝铸及塑料汽车零部件优势企业

事件 纽泰转债（123201.SZ）于 2023 年 6 月 27 日开始网上申购：总发行规模为 3.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于高精密汽

车铝制零部件生产线项目、模具车间改造升级项目并补充流动资金。当前债底估值为 65.73 元，YTM 为 3.37%。纽泰转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 A/A，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.50%、0.70%、1.00%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A 中债企业债到期收益率 11.05%（2023-06-26）计算，纯债价值为 65.73 元，纯债对应的 YTM 为 3.37%，债底保护一般。当前转换平价为 99.77 元，平价溢价率为 0.23%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2024 年 01 月 03 日至 2029 年 06 月 26 日。初始转股价 29.88 元/股，正股纽泰格 6 月 26 日的收盘价为 29.81 元，对应的转换平价为 99.77 元，平价溢价率为 0.23%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.77%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 29.88 元计算，转债发行 3.50 亿元对总股本稀释率为 12.77%，对流通盘的稀释率为 25.56%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计纽泰转债上市首日价格在 113.22~126.39 元之间，我们预计中签率为 0.0011%。综合可比标的以及实证结果，考虑到纽泰转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20% 左右，对应的上市价格在 113.22~126.39 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%，建议积极申购。江苏纽泰格科技集团股份有限公司主要从事汽车悬架系统、汽车内外饰等领域的铝铸零部件和塑料件的研发、生产和销售。公司主要产品包括汽车悬架减震支撑、悬架系统塑料件、内外饰塑料件等适应汽车轻量化、节能环保趋势的汽车零部件产品。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 24.61%。2022 年，公司实现营业收入 6.92 亿元（同比+26.15%），实现归母净利润 0.41 亿元（同比-21.23%），主要系公司生产主要原材料铝锭和塑料粒子采购均价仍处高位，叠加天然气、电力能源价格上涨，公司营业成本提高。公司主要营收构成稳定，悬架系统零部件、内外饰塑料件、支架类铝铸件、模具为其主要营收来源，且支架类铝铸件的营收占比不断提升。2022 年，悬架系统零部件、内外饰塑料件、其他汽车零部件、支架类铝铸件和模具的营业收入占比分别为 56.05%、9.24%、9.04%、21.78%和 1.77%。公司销售净利率和毛利率近年呈下行趋势，费用率总体波动下行。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 17.72%、10.40%、11.59%、9.57%和 5.98%，销售毛利率分别为 42.23%、33.22%、28.74%、24.19%和 19.49%。2022 年度，受原材料、能源价格高企影响，尽管公司内部采取多项降本增效措施，但销售净利率和毛利率仍双降；财务费用率同比下降 0.36pcts 主要系本期利息收入增加。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230627：海泰转债：汽车模具优质企业

事件 海泰转债（123200.SZ）于 2023 年 6 月 27 日开始网上申购：总发行规模为 3.97 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 15 万吨高分子新材料项目。当前债底估值为 67.33 元，YTM 为 3.80%。海泰转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A/A，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.50%、0.70%、1.00%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 118.00%（含最后一期利息），以 6 年 A 中债企业债到期收益率 11.05%（2023-06-26）计算，纯债价值为 67.33 元，纯债对应的 YTM 为 3.80%，

债底保护一般。当前转换平价为 102.6 元，平价溢价率为-2.59%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2024 年 01 月 03 日至 2029 年 06 月 26 日。初始转股价 26.69 元/股，正股海泰科 6 月 26 日的收盘价为 27.40 元，对应的转换平价为 102.66 元，平价溢价率为-2.59%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 15.15%。下修条款为“15/30, 90%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 26.69 元计算，转债发行 3.97 亿元对总股本稀释率为 15.15%，对流通盘的稀释率为 25.94%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计海泰转债上市首日价格在 116.51~130.06 元之间，我们预计中签率为 0.0012%。综合可比标的以及实证结果，考虑到海泰转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右，对应的上市价格在 116.51~130.06 元之间。我们预计网上中签率为 0.0012%，建议积极申购。海泰科公司主要从事注塑模具及塑料零部件的研发、设计、制造和销售。公司坚持以注塑模具为本，不断提升模具制造的自动化和智能化水平，为现代制造业提供注塑模具和塑料零部件产品。2018-2021 年公司营收稳步增长，复合增速为 29.29%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2018-2021 年复合增速为 29.29%。2022 年，公司实现营业收入 5 亿元，同比减少 15.53%。与此同时，公司归母净利润出现波动，2021 年起均出现负增长，2018-2022 年复合增速为 24.12%。2022 年实现归母净利润 0.54 亿元，同比减少 9.88%。公司的主要营收构成变动较小，在披露的近两年，公司业务逐渐向新能源汽车转型。公司 90% 以上营业收入来自传统汽车的注塑模具，2022 年新能源汽车业务占比有所提高。公司销售净利率与毛利率整体下降；销售费用率略有上升、财务费用率波动、管理费用率先降后升。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 8.42%、15.85%、15.01%、10.18%和 10.87%，销售毛利率分别为 34.36%、34.01%、30.01%、22.41%和 22.51%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

中新集团 (601512): 园区开发龙头地位稳固, 新能源及投资业务高速发展

投资要点 中新合资的园区开发企业龙头：中新集团是一家中新合资成立的园区开发公司。2021 年公司优化“一体两翼”的发展格局，形成以园区开发运营为主体板块，以产业投资和绿色公用为两翼支撑板块的新发展格局。公司最终控制方为苏州工业园区管理委员会及苏州市人民政府，持股比例为 46.8%。公司高管团队由中方和新方组成，团队架构完备经验丰富。借鉴新加坡开发经验，深耕苏州工业园区：公司异地复制新加坡裕廊工业园区的发展经验，深耕苏州工业园区。园区已累计吸引各类外资项目 5000 多个，实际利用外资 323 亿美元，累计引进 92 家世界 500 强企业项目 156 个。2022 年苏州工业园区地区生产总值 3515.6 亿元，规模以上工业总产值达 6850.2 亿元。投资总额达 92.4 亿美元，进出口总额为 1077.9 亿美元。在产城融合园区

开发领域，截至 2020 年末，公司待出让商住用地 1285.7 公顷，粗略估计待出让商住土储可保证近十年一级土地开发。2022 年，土地一级开发存货为 109.9 亿元，后续业绩增长可期。区中园板块开发运营面积约 280 万平方米，其中约 160 万平方米已建成投运，均布局在长三角区域，区位优势明显。公司苏州工业园区内工业载体的出租率约为 95%，各类载体综合出租率超 90%。区中园业务租金收入每年超过 4 亿元，毛利率始终保持在 40% 以上。两翼齐飞，板块联动赋能园区开发运营主业：产业投资：在基金投资方面，截至 2022 年末，公司累计认缴投资了 38 支基金，合计认缴金额 35 亿元，累计拉动各园区总投资近 470 亿元。在科创直投方面，公司累计投资科技类项目 25 个，累计投资金额 4.4 亿元，拉动总投资 45 亿元。绿色公用：2022 年公司设立中新绿能运营光伏分布式能源站，目前累计装机容量超过 100 兆瓦，未来三年努力向 2GW 目标迈进。营收增长稳定，财务结构健康：公司 2022 全年实现营收 47.4 亿元，归母净利润 16.1 亿元。其中园区开发业务实现营收 38.7 亿元，绿色公用业务 7.6 亿元。2022 年公司实现毛利率 57.6%，净利率 46.0%。公司净负债率逐步提升至 24.9%，现金短债比下滑至 1.86，财务结构健康。盈利预测与投资评级：公司作为中新合资的园区开发运营企业，园区开发业务处于业内领先地位。我们预计 2023/2024/2025 年营收为 55.6/64.3/73.5 亿元；归母净利润为 18.0/20.1/22.3 亿元；对应的 EPS 分别为 1.20/1.34/1.49 元/股。根据可比公司估值，我们给予其 2023 年 10.3 倍 PE 估值，对应目标价为 12.4 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：苏州及周边地区经济发展停滞风险；土地市场下行风险；宏观经济环境及政策风险。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松)

桐昆股份 (601233)：开启炼化新征程

投资要点 事件：2023 年 6 月 26 日，公司公告拟携手新风鸣投资 86 亿美元，在印尼北加里曼丹工业园区建设 1600 万吨/年炼化一体化项目，项目建设周期为 4 年，投产后预计可实现年均营业收入 104 亿美元、年均税后净利润 13 亿美元。进军炼化补齐产业短板，减油增化竞争力突出。1) 项目方案：印尼项目规划建设 1600 万吨/年炼油装置，下游年产 430 万吨成品油、485 万吨 PX (最大产能可达 520 万吨)、170 万吨纯苯、52 万吨醋酸、45 万吨硫磺、70 万吨丙烷、72 万吨正丁烷、50 万吨 FDPE、37 万吨光伏级 EVA、24 万吨聚丙烯等。其中成品油、硫磺等产品由印尼国内市场消化，PX、醋酸、苯、丙烷等产品由中国市场消化，聚乙烯、EVA、聚丙烯等产品由中国、印尼及东盟市场共同消化。2) 产品结构：项目通过配套渣油加氢、柴蜡油加氢等重质原料加工装置，最大化生产化工原料，化工品收率超过 70%，其中 PX 收率超过 32% (PX 产能/炼化产能)，在同类型项目中位居前列。长丝巨头强强联合，股权协同开启共赢新篇章。1) 此次项目实施主体为泰昆石化，桐昆股份为实际控股股东。其中华灿国际和上海青翎分别持有泰昆石化 90%、10% 的股权，而桐昆香港 (桐昆股份全资子公司) 和罗科史巴克 (新风鸣全资子公司) 则分别持有华灿国际 51%、49% 的股权，桐昆股份通过桐昆香港和华灿国际两层股权架构，对印尼项目拥有实际控制权。2) 印尼项目的启动标志着两大长丝巨头的战略融合，未来双方还将在广西钦州布点炼化下游产品的深加工基地 (此前公司已公告收购广西桐昆 65% 的股权)，以满足国内云、贵、川以及广西、广东等省份及“一带一路”沿线国家对下游化工产品的需求。项目总投资 86 亿美元，建设周期 4 年，资本开支节奏可控。

根据公告披露，项目总投资金额为 86 亿美元，其中银团贷款融资 60 亿美元，自筹资金 26 亿美元，按持股比例换算，公司需承担的资本金部分为 11.9 亿美元，考虑到 4 年的建设周期，年均投资规模在 3 亿美元左右（公司近三年经营现金流均值为 24 亿元），整体资本开支节奏可控。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 35、51 和 67 亿元，按 2023 年 6 月 26 日收盘价计算，对应 PE 分别 8.9、6.1 和 4.6 倍。周期底部投资价值凸显，大炼化项目启动打开远期成长空间，维持“买入”评级。风险提示：审批进度不及预期、炼化市场竞争加剧、跨国经营风险

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢）

新凤鸣（603225）：开启炼化新征程！

投资要点 事件：2023 年 6 月 26 日，公司公告拟携手桐昆股份投资 86 亿美元，在印尼北加里曼丹工业园区建设 1600 万吨/年炼化一体化项目，项目建设周期为 4 年，投产后预计可实现年均营业收入 104 亿美元、年均税后净利润 13 亿美元。进军炼化补齐产业短板，减油增化竞争力突出。1) 项目方案：印尼项目规划建设 1600 万吨/年炼油装置，下游年产 430 万吨成品油、485 万吨 PX（最大产能可达 520 万吨）、170 万吨纯苯、52 万吨醋酸、45 万吨硫磺、70 万吨丙烷、72 万吨正丁烷、50 万吨 FDPE、37 万吨光伏级 EVA、24 万吨聚丙烯等。其中成品油、硫磺等产品由印尼国内市场消化，PX、醋酸、苯、丙烷等产品由中国市场消化，聚乙烯、EVA、聚丙烯等产品由中国、印尼及东盟市场共同消化。2) 产品结构：项目通过配套渣油加氢、柴蜡油加氢等重质原料加工装置，最大化生产化工原料，化工品收率超过 70%，其中 PX 收率超过 32%（PX 产能/炼化产能），在同类型项目中位居前列。长丝巨头强强联合，股权协同开启共赢新篇章。1) 此次项目实施主体为泰昆石化，其中华灿国际和上海青翎分别持有泰昆石化 90%、10% 的股权，而桐昆香港（桐昆股份全资子公司）和罗科史巴克（新凤鸣全资子公司）则分别持有华灿国际 51%、49% 的股权。2) 印尼项目的启动标志着两大长丝巨头的战略融合，未来双方还将在广西钦州布点炼化下游产品的深加工基地（此前公司已公告拟收购广西桐昆 35% 的股权），以满足国内云、贵、川以及广西、广东等省份及“一带一路”沿线国家对下游化工产品的需求。项目总投资 86 亿美元，建设周期 4 年，资本开支节奏可控。根据公告披露，项目总投资金额为 86 亿美元，其中银团贷款融资 60 亿美元，自筹资金 26 亿美元，按持股比例换算，公司需承担的资本金部分为 11.5 亿美元，考虑到 4 年的建设周期，年均投资规模在 3 亿美元左右（公司近三年经营现金流均值为 31.7 亿元），整体资本开支节奏可控。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 10、16 和 20 亿元，按 2023 年 6 月 26 日收盘价计算，对应 PE 分别 15.6、9.7 和 8.1 倍。周期底部投资价值凸显，大炼化项目启动打开远期成长空间，维持“买入”评级。风险提示：审批进度不及预期、炼化市场竞争加剧、跨国经营风险

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢）

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>