

2023年08月27日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

联系人

张磊

zjlei@longone.com.cn

数据日期	2023/08/25
收盘价	10.17
总股本(万股)	148,636
流通A股/B股(万股)	22,190/0
资产负债率(%)	28.01%
市净率(倍)	2.13
净资产收益率(加权)	4.51
12个月内最高/最低价	12.89/9.48

**相关研究**

《华润材料(301090)：夯实瓶片业务，开拓新材料领域——公司简评报告》 2023.04.26

《华润材料(301090) 公司季报简评：2022Q3业绩延续向好态势》 2022.10.25

华润材料 (301090)：营收持续扩张，新材料产品稳步布局

——公司简评报告

投资要点

- **公司2023年上半年营收持续扩张，产品价差压缩致利润承压：**华润材料2023年上半年实现营业收入90.40亿元，同比+12.12%；实现归母净利润3.21亿元，同比-25.64%；上半年聚酯瓶片行业产能增加明显，产品价差空间受到压缩，公司利润端短期承压。
- **聚酯瓶片出口保持增长，国内需求存在一定程度反弹修复：**短期来看，暑期期间旅行、探亲等出行需求旺盛，加之持续的高温天气，有利于终端软饮料的消费，国内需求形成了萎缩后的集中释放。长期看好聚酯瓶片对于纸张、木材、铝材等在细分领域的需求替代。海外市场维持平稳，聚酯瓶片出口小幅增长，据隆众石化统计，2023年1-6月国内聚酯瓶片出口总量至222万吨左右，同比增长3.2%。
- **瓶片产量高速增长，公司规模优势凸显：**2023年聚酯瓶片行业产量增速维持高位，据隆众石化统计，国内上半年聚酯瓶片产量达619万吨，同比增速达12.06%；公司目前整体PET聚酯瓶片产能规模达到210万吨/年，继续保持行业领先地位。公司充分利用不同区域、不同规模生产线优势，多措并举提高营销综合能力，提升公司市场占有率。2023年上半年公司完成聚酯瓶片产量110.94万吨，较上年同期提升21.64%，产销率达114%。
- **公司长期看点：聚焦新材料产品开发，成长空间值得期待。**1) 公司一期年产5万吨PETG特种聚酯已正式投产，销量稳步提升，下游应用成功进入多个领域，其中化妆品包装市场的销量占比达到40%以上。2) PET泡沫方面，公司自主研发的应用于风电领域的CR-HP100泡沫、全新特种PET泡沫CR-HP300JP产品已获得国内外客户试用。公司目前也在开发系列创新型特种PET泡沫产品应用于室内装饰材料，同时与国内新能源车厂家合作探索PET泡沫在新能源车后备箱盖板上的应用，引领国内PET泡沫材料非风电应用新产品的开发及市场开拓。3) 高性能热塑性复合材料项目目前主要产品包括三明治PET复合板、PET及PP实芯板和PP蜂窝板，产品应用领域涵盖家具、建材、新能源车等。
- **盈利预测与估值：**公司背靠大央企华润集团，海外龙头BP、英力士参股协作，在夯实聚酯主业的同时，加强新材料布局，拓宽聚酯产品链，未来新材料有望成为重要增长点。考虑到市场开拓和产能投放进度，我们预计公司2023-2025年归母净利润预计分别为8.10亿元、9.41亿元和10.05亿元，EPS分别为0.55、0.63、0.68元。维持买入评级。

风险提示：原料价格大幅波动；下游需求不及预期；新材料项目研发及投产进度不及预期。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	12380.41	12585.28	17326.85	17928.24	18360.73	18910.66
增长率 (%)	-0.03	1.65	37.68	3.47	2.41	3.00
归母净利润 (百万元)	628.98	482.25	823.81	810.31	940.50	1005.15
增长率 (%)	52.02	-23.33	70.83	-1.64	16.07	6.87
EPS (元/股)	0.42	0.32	0.55	0.55	0.63	0.68
市盈率 (P/E)	24.03	31.35	18.35	18.65	16.07	15.04
ROE (%)	18.37	7.81	11.86	10.56	11.04	10.66

资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所（截至2023年8月27日）

1. 营收持续扩张，新材料产品稳步布局

公司 2023 年上半年营收持续扩张，产品价差压缩致利润承压。华润材料 2023 年上半年实现营业收入 90.40 亿元，同比+12.12%；实现归母净利润 3.21 亿元，同比-25.64%；上半年聚酯瓶片行业产能增加明显，产品价差空间受到压缩，公司利润端短期承压。

图1 华润材料 2020—2023 年 H1 半年度营收情况

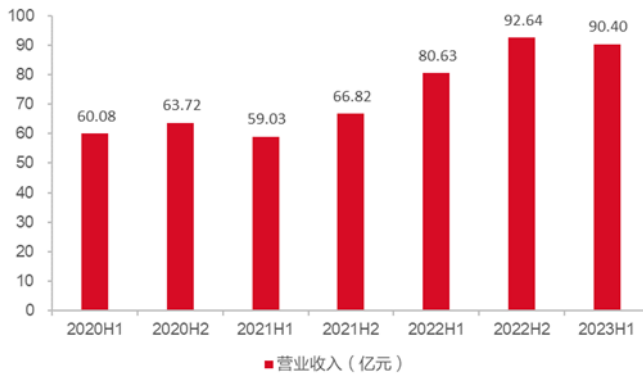
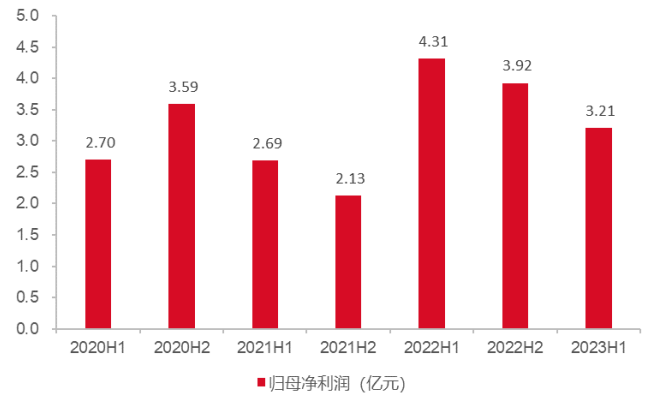


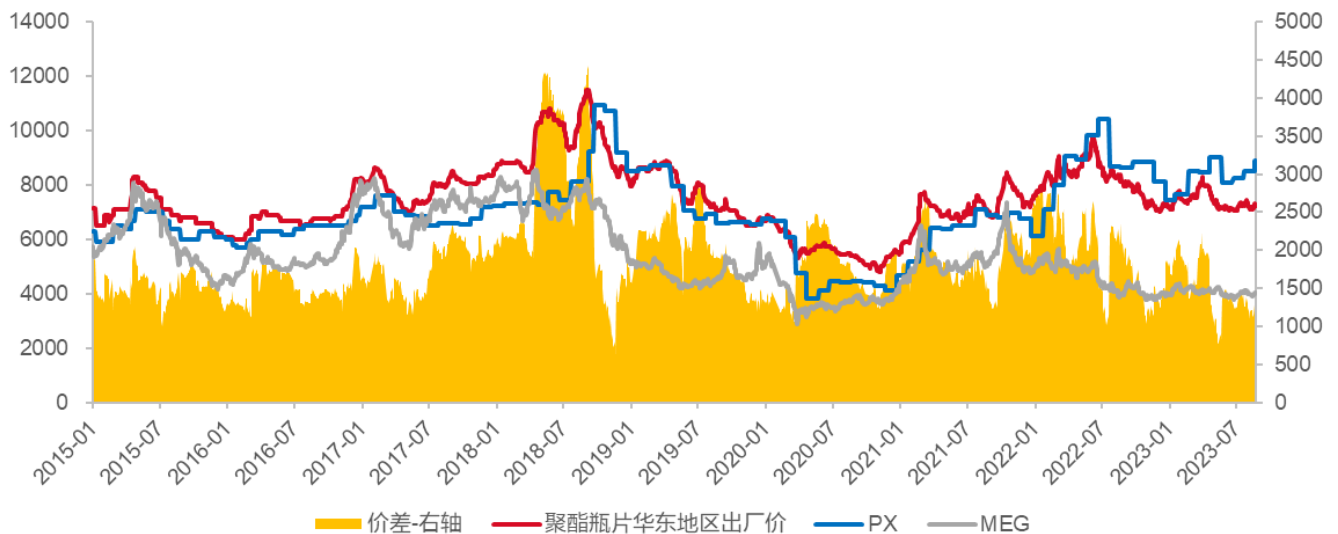
图2 华润材料 2020—2023 年 H1 半年度归母净利润情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

资料来源：公司公告，东海证券研究所

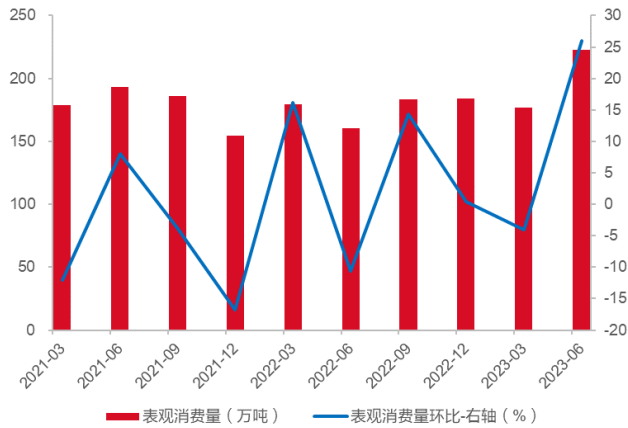
图3 聚酯瓶片价差变动趋势 (单位：元/吨)



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

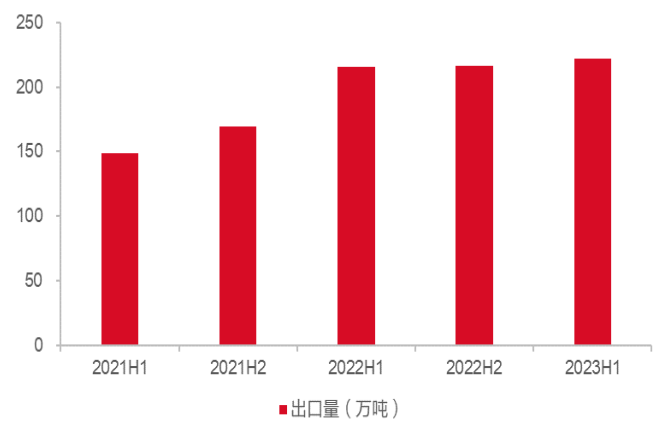
聚酯瓶片出口保持增长，国内需求存在一定程度反弹修复。短期来看，暑期期间旅行、探亲等出行需求旺盛，加之持续的高温天气，有利于终端软饮料的消费，国内需求形成了萎缩后的集中释放。长期看好聚酯瓶片对于纸张、木材、铝材等在细分领域的需求替代。海外市场维持平稳，聚酯瓶片出口小幅增长，据隆众石化统计，2023 年 1-6 月国内聚酯瓶片出口总量至 222 万吨左右，同比增长 3.2%。

图4 聚酯瓶片 2021-2023 年表观消费量及增速变化



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

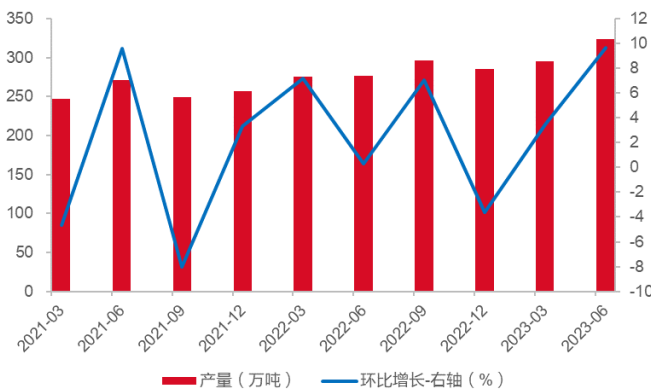
图5 聚酯瓶片 2021-2023 年出口量变化



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

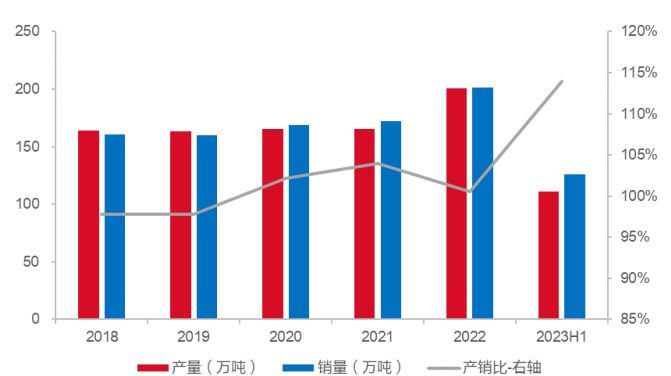
瓶片产量高速增长，公司规模优势凸显。2023 年聚酯瓶片行业产量增速维持高位，据隆众石化统计，国内上半年聚酯瓶片产量达 619 万吨，同比增速达 12.06%；公司目前整体 PET 聚酯瓶片产能规模达到 210 万吨/年，继续保持行业领先地位。公司充分利用不同区域、不同规模生产线优势，多措并举提高营销综合能力，提升公司市场占有率。2023 年上半年公司完成聚酯瓶片产量 110.94 万吨，较上年同期提升 21.64%，实现聚酯瓶片销量 126.12 万吨，较上年同期提升 35.82%，产销率达 114%。

图6 国内聚酯瓶片 2021-2023 年二季度产量及增速变化



资料来源：隆众石化，东海证券研究所

图7 华润材料 2018-2023 年 H1 产销情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司长期看点：聚焦新材料产品开发，成长空间值得期待。

1) 公司目前累计获得发明专利 21 项，2023 年上半年围绕差异化聚酯、泡沫及复合材料等方向，共计新立项研发项目近 10 项。

2) 一期年产 5 万吨 PETG 特种聚酯已正式投产，销量稳步提升，下游应用成功进入多个领域，其中化妆品包装市场的销量占比达到 40%以上。

3) PET 泡沫方面，公司自主研发的应用于风电领域的 CR-HP100 泡沫、全新特种 PET 泡沫 CR-HP300JP 产品已获得国内外客户试用。公司目前也在开发系列创新型特种 PET 泡沫产品应用于室内装饰材料，同时与国内新能源车厂家合作探索 PET 泡沫在新能源车后备箱盖板上的应用，引领国内 PET 泡沫材料非风电应用新产品的开发及市场开拓。

4) 高性能热塑性复合材料项目目前主要产品包括三明治 PET 复合板、PET 及 PP 实心板和 PP 蜂窝板，产品应用领域涵盖厢式货车、家具、建材、新能源车等。

2.盈利预测与估值

公司背靠大央企华润集团，海外龙头 BP、英力士参股协作，在夯实聚酯主业的同时，加强新材料布局，拓宽聚酯产品链，未来新材料有望成为重要增长点。考虑到市场开拓和产能投放进度，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预计分别为 8.10 亿元、9.41 亿元和 10.05 亿元，EPS 分别为 0.55、0.63、0.68 元。维持买入评级。

表1 华润材料分业务盈利预测（百万元；%）

		2022	2023E	2024E	2025E
聚酯瓶片	销售收入	14,884.15	14,700.00	14,700.00	14,700.00
	成本	13,744.34	13,597.50	13,524.00	13,524.00
	毛利率	7.66%	7.50%	8.00%	8.00%
原料销售	销售收入	2,420.03	2,541.03	2,668.08	2,801.49
	成本	2,343.20	2,413.98	2,534.68	2,661.41
	毛利率	3.17%	5.00%	5.00%	5.00%
PETG	销售收入		625.00	800.00	1,125.00
	成本		531.25	640.00	900.00
	毛利率		15.00%	20.00%	20.00%
PET 泡沫	销售收入		35.00	160.00	245.00
	成本		29.75	131.20	200.90
	毛利率		15.00%	18.00%	18.00%

资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

注：2022 年 PETG 和 PET 泡沫业务公司未单独列示，随着新材料业务开展，预测以 2023 年为始

3.风险提示

- 1) 伴随国际原油价格的波动，公司主要原材料 PTA、MEG 等石化产品采购成本存在不确定性风险；
- 2) 下半年国内外聚酯瓶片产能继续扩张，行业竞争加剧，若下游需求不及预期，或影响公司业绩；
- 3) 公司创新业务发展不及预期，新材料项目研发及投产进度不及预期风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2567.49	3614.03	4458.34	5327.37
应收票据及账款	746.41	804.99	824.40	849.10
预付账款	442.57	342.98	351.25	361.77
其他应收款	55.54	40.44	41.41	42.66
存货	2262.58	2371.98	2408.85	2474.22
其他流动资产	1846.05	1578.69	1614.94	1661.04
流动资产总计	7920.63	8753.10	9699.21	10716.16
长期股权投资	0.00	40.00	40.00	40.00
固定资产	2210.35	2158.07	2141.77	2122.01
在建工程	18.82	49.41	40.00	50.00
无形资产	246.90	235.73	225.39	214.93
长期待摊费用	16.62	8.31	0.00	0.00
其他非流动资产	39.56	40.18	39.87	39.56
非流动资产合计	2532.25	2531.71	2487.03	2466.50
资产总计	10452.88	11284.81	12186.24	13182.66
短期借款	7.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	2154.28	2143.42	2176.74	2235.82
其他流动负债	1075.55	1199.05	1223.69	1258.91
流动负债合计	3236.84	3342.48	3400.43	3494.73
长期借款	10.42	7.73	5.10	2.96
其他非流动负债	256.46	256.46	256.46	256.46
非流动负债合计	266.88	264.19	261.56	259.43
负债合计	3503.72	3606.67	3662.00	3754.15
股本	1479.42	1479.42	1479.42	1479.42
资本公积	3360.13	3360.13	3360.13	3360.13
留存收益	2105.37	2834.82	3681.46	4586.31
归属母公司权益	6944.91	7674.37	8521.01	9425.86
少数股东权益	4.24	3.77	3.23	2.65
股东权益合计	6949.15	7678.14	8524.24	9428.51
负债和股东权益合计	10452.88	11284.81	12186.24	13182.66

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	822.39	736.54	866.64	931.26
折旧与摊销	179.59	122.40	126.54	122.39
财务费用	-92.12	-10.23	-13.82	-16.93
其他经营资金	64.50	92.73	92.73	92.73
经营性现金净流量	749.73	1248.23	1008.33	1055.90
投资性现金净流量	474.01	-121.36	-81.36	-101.36
筹资性现金净流量	-75.48	-80.33	-82.67	-85.51
现金流量净额	1207.40	1046.55	844.31	869.03

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17326.85	17928.24	18360.73	18910.66
营业成本	16088.21	16573.84	16831.51	17288.27
营业税金及附加	25.32	37.75	38.66	39.82
销售费用	76.91	79.58	81.50	83.94
管理费用	222.54	229.10	234.63	241.66
研发费用	43.71	49.25	50.44	51.95
财务费用	-92.12	-10.23	-13.82	-16.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	51.81	19.92	19.92	19.92
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1055.85	1044.77	1213.27	1296.96
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1061.37	1048.83	1217.33	1301.02
所得税	238.99	238.98	277.37	296.44
净利润	822.39	809.85	939.96	1004.57
少数股东损益	-1.42	-0.47	-0.54	-0.58
归属母公司股东净利润	823.81	810.31	940.50	1005.15
EBITDA	1148.84	1161.01	1330.05	1406.48
NPOLAT	746.25	797.10	924.44	986.66
EPS(元)	0.55	0.55	0.63	0.68

主要财务比率

单位：%	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收益率	37.68%	3.47%	2.41%	3.00%
EBIT增长率	54.52%	7.15%	15.88%	6.69%
EBITDA增长率	51.42%	1.06%	14.56%	5.75%
净利润增长率	70.83%	-1.64%	16.07%	6.87%
盈利能力				
毛利率	7.15%	7.55%	8.33%	8.58%
净利率	4.75%	4.52%	5.12%	5.31%
ROE	11.86%	10.56%	11.04%	10.66%
ROA	7.88%	7.18%	7.72%	7.62%
ROIC	13.59%	13.16%	15.97%	16.92%
估值倍数				
P/E	18.35	18.65	16.07	15.04
P/S	0.87	0.84	0.82	0.80
P/B	2.18	1.97	1.77	1.60
股息率	0.81%	0.53%	0.62%	0.66%
EV/EBIT	14.44	12.74	10.33	9.04
EV/EBITDA	12.18	11.40	9.34	8.25
EV/NOPLAT	18.75	16.60	13.44	11.77

资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所（数据截至 2023 年 8 月 27 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089