

## 三季度业绩亏损，周期底部等待反转

### 核心观点

- **三季度业绩承压：**公司发布 22 年三季度报告，前三季度实现营收 471.89 亿元，同比-6.27%，其中 Q3 实现营收 173.37 亿元，同比-14.01%。公司前三季度实现归母净利润 19.35 亿元，同比-68.59%，其中 Q3 实现归母净利润-3.66 亿元，同比-118.06%，是 2018 年后首次出现单季度业绩亏损。
- **虽然价差有所恢复，但油价下跌造成库存损失：**三季度，涤纶长丝的价差其实有所恢复，POY 的价差为 1236 元/吨，环比 Q2 提升 28.04%。但行业库存高企，下游需求不及预期，长丝库存整个 Q3 季度维持在 30 天以上，影响销售。此外，原油价格在 Q3 震荡下行，从季度初的 120 美元/桶左右跌至季末的 90 美元/桶左右，导致库存损失。投资收益方面，公司持有浙石化 20% 的股权，2020Q3 后各季度贡献至少 6 亿的投资收益，但本季度炼化景气度也受影响，公司的投资收益仅 7000 余万元。我们认为，四季度公司业绩有望逐步回升，纺服需求的好转将带动长丝环节的景气度反转。
- **公司长期成长性仍在：**长期来看，公司的成长性仍然可观。从中报可见，公司的在建工程包含福建恒浩年产 60 万吨绿色多功能片材项目、恒欣新材料 60 万吨智能化仿真纤维及 30 万吨差别化功能性建设项目，恒超化纤年产 60 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目、嘉通能源年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10000 吨苯甲酸、5600 吨乙醛石化聚酯一体化项目、嘉通能源年产 250 万吨 PTA、180 万吨多功能片材、120 万吨功能性短纤维、20000 吨增塑剂、7000 吨乙醛石化聚酯一体化项目。新项目一方面能提高公司在长丝领域的市占率，另一方面也使公司拓展到了其他聚酯产业链环节。

### 盈利预测与投资建议

- 基于当下长丝的景气度以及浙石化的盈利情况，我们下调公司的盈利预期，预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.10/1.57/2.05 元（原预测 4.28/5.39/-元），按照 22 年可比公司平均 13 倍市盈率，给予目标价 14.30 元，维持买入评级。

### 风险提示

行业景气度长期处于低谷，原油价格波动的风险，炼化景气度下滑导致投资收益不及预期，项目进度不及预期。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	45,833	59,131	70,660	76,027	77,144
同比增长(%)	-9.4%	29.0%	19.5%	7.6%	1.5%
营业利润(百万元)	2,960	7,995	2,792	3,989	5,199
同比增长(%)	-21.2%	170.1%	-65.1%	42.9%	30.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,837	7,332	2,655	3,790	4,938
同比增长(%)	-1.6%	158.4%	-63.8%	42.8%	30.3%
每股收益(元)	1.18	3.04	1.10	1.57	2.05
毛利率(%)	6.3%	11.0%	7.0%	8.3%	9.6%
净利率(%)	6.2%	12.4%	3.8%	5.0%	6.4%
净资产收益率(%)	12.7%	23.8%	7.2%	9.7%	11.6%
市盈率	10.6	4.1	11.4	8.0	6.1
市净率	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

买入（维持）

股价（2022年10月31日）	12.1元
目标价格	14.30元
52周最高价/最低价	23.3/11.84元
总股本/流通A股（万股）	241,112/228,753
A股市值（百万元）	29,175
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2022年11月01日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.97	-10.38	-16.14	-38.02
相对表现	-0.54	-2.6	-0.28	-9.5
沪深300	-3.43	-7.78	-15.86	-28.52



### 证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
袁帅	yuanshuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522070002

由于炼油景气度下滑，主要体现在成本上升但需求不佳，故下调浙石化的投资收益。鉴于纺服产业链景气度下滑，也主要体现在成本上升但需求不佳，故下调部分的毛利率。

**表 1：核心假设调整**

人民币百万元	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>核心假设</b>						
投资净收益	6000	8294		2579	3372	4065
变动幅度				-57.02%	-59.35%	
<b>分项目盈利预测</b>						
<b>涤纶长丝</b>						
销售收入	56,525	60,567		61,302	66,667	67,782
变动幅度				8.45%	10.07%	
毛利率	13.70%	13.73%		8.01%	9.38%	10.87%
变动幅度				-5.69%	-4.36%	
<b>PTA</b>						
销售收入	2,449	2,449		168	170	171
变动幅度				-93.12%	-93.06%	
毛利率	3.46%	3.46%		2.41%	3.29%	4.16%
变动幅度				-1.05%	-0.16%	
<b>其他业务</b>						
销售收入	9,936	9,936		9,190	9,190	9,190
变动幅度				-7.51%	-7.51%	
毛利率	2.62%	2.62%		0.52%	0.52%	0.52%
变动幅度				-2.10%	-2.10%	
<b>销售收入合计</b>	<b>68,909</b>	<b>72,950</b>		<b>70,660</b>	<b>76,027</b>	<b>77,144</b>
变动幅度				<b>2.54%</b>	<b>4.22%</b>	
<b>综合毛利率</b>	<b>11.43%</b>	<b>11.59%</b>		<b>7.02%</b>	<b>8.29%</b>	<b>9.62%</b>
变动幅度				<b>-4.41%</b>	<b>-3.30%</b>	

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 2：盈利预测调整**

人民币百万元	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	68,909	72,950		70,660	76,027	77,144
变动幅度				2.54%	4.22%	
营业利润	10,533	13,219		2,792	3,989	5,199
变动幅度				-73.49%	-69.82%	
归属母公司净利润	10,316	12,984		2,655	3,790	4,938
变动幅度				-74.26%	-70.81%	
毛利率(%)	11.43%	11.59%		7.02%	8.29%	9.62%
变动幅度				-4.41%	-3.30%	
净利率(%)	14.97%	17.80%		3.76%	4.98%	6.40%
变动幅度				-11.21%	-12.81%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 3: 可比公司估值 (2022/10/31)**

公司	每股收益 (元)			市盈率		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
恒逸石化	0.68	0.98	1.18	9.9	6.9	5.7
恒力石化	2.04	2.62	3.25	7.5	5.9	4.7
新凤鸣	0.55	1.12	1.76	14.7	7.2	4.6
台华新材	0.59	0.91	1.17	14.4	9.4	7.3
荣盛石化	0.79	1.30	1.67	13.6	8.2	6.4
调整后平均				13	7	6

资料来源: 朝阳永续, 东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,726	11,332	7,066	7,603	7,714	营业收入	45,833	59,131	70,660	76,027	77,144
应收票据及应收账款	440	792	947	1,019	1,034	营业成本	42,937	52,615	65,698	69,723	69,723
预付账款	313	578	691	743	754	营业税金及附加	93	147	176	189	192
存货	2,865	5,341	6,669	7,077	7,077	营业费用	79	80	96	103	104
其他	232	698	708	713	714	管理费用及研发费用	1,734	2,454	2,933	3,156	3,202
<b>流动资产合计</b>	<b>10,576</b>	<b>18,741</b>	<b>16,081</b>	<b>17,155</b>	<b>17,294</b>	财务费用	327	327	1,594	2,288	2,837
长期股权投资	12,657	17,129	19,708	23,080	27,145	资产、信用减值损失	(4)	33	33	33	33
固定资产	18,765	18,665	23,606	29,127	34,158	公允价值变动收益	50	(20)	(20)	(20)	(20)
在建工程	2,306	9,088	19,595	23,357	25,931	投资净收益	2,173	4,438	2,579	3,372	4,065
无形资产	1,655	1,990	1,903	1,817	1,730	其他	71	101	101	101	101
其他	1,105	4,082	3,990	3,990	3,990	<b>营业利润</b>	<b>2,960</b>	<b>7,995</b>	<b>2,792</b>	<b>3,989</b>	<b>5,199</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>36,487</b>	<b>50,954</b>	<b>68,802</b>	<b>81,370</b>	<b>92,953</b>	营业外收入	36	40	33	37	36
<b>资产总计</b>	<b>47,063</b>	<b>69,695</b>	<b>84,883</b>	<b>98,525</b>	<b>110,247</b>	营业外支出	2	58	25	30	29
短期借款	7,637	12,776	25,530	35,478	43,037	<b>利润总额</b>	<b>2,994</b>	<b>7,977</b>	<b>2,799</b>	<b>3,996</b>	<b>5,207</b>
应付票据及应付账款	6,525	8,566	10,696	11,351	11,351	所得税	147	625	137	196	255
其他	2,002	5,481	3,931	3,965	3,972	<b>净利润</b>	<b>2,847</b>	<b>7,352</b>	<b>2,662</b>	<b>3,800</b>	<b>4,951</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>16,164</b>	<b>26,822</b>	<b>40,156</b>	<b>50,794</b>	<b>58,360</b>	少数股东损益	10	20	7	10	14
长期借款	3,608	6,376	6,376	6,376	6,376	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,837</b>	<b>7,332</b>	<b>2,655</b>	<b>3,790</b>	<b>4,938</b>
应付债券	1,176	0	0	0	0	每股收益(元)	1.18	3.04	1.10	1.57	2.05
其他	290	492	492	492	492						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,074</b>	<b>6,868</b>	<b>6,868</b>	<b>6,868</b>	<b>6,868</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>21,238</b>	<b>33,690</b>	<b>47,024</b>	<b>57,662</b>	<b>65,228</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	82	169	176	186	200	<b>成长能力</b>					
股本	2,197	2,411	2,411	2,411	2,411	营业收入	-9.4%	29.0%	19.5%	7.6%	1.5%
资本公积	10,728	13,732	13,732	13,732	13,732	营业利润	-21.2%	170.1%	-65.1%	42.9%	30.3%
留存收益	12,646	19,681	21,540	24,534	28,676	归属于母公司净利润	-1.6%	158.4%	-63.8%	42.8%	30.3%
其他	172	13	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>25,825</b>	<b>36,005</b>	<b>37,859</b>	<b>40,863</b>	<b>45,019</b>	毛利率	6.3%	11.0%	7.0%	8.3%	9.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>47,063</b>	<b>69,695</b>	<b>84,883</b>	<b>98,525</b>	<b>110,247</b>	净利率	6.2%	12.4%	3.8%	5.0%	6.4%
						ROE	12.7%	23.8%	7.2%	9.7%	11.6%
						ROIC	8.9%	16.1%	6.5%	7.8%	8.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	45.1%	48.3%	55.4%	58.5%	59.2%
净利润	2,847	7,352	2,662	3,800	4,951	净负债率	22.1%	27.6%	66.9%	85.0%	93.7%
折旧摊销	2,001	2,198	2,099	2,789	3,549	流动比率	0.65	0.70	0.40	0.34	0.30
财务费用	327	327	1,594	2,288	2,837	速动比率	0.48	0.50	0.23	0.20	0.17
投资损失	(2,173)	(4,438)	(2,579)	(3,372)	(4,065)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,298	(180)	590	149	(20)	应收账款周转率	202.4	212.1	168.1	160.1	155.5
其它	(956)	(2,465)	107	23	20	存货周转率	15.4	12.8	10.9	10.1	9.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,344</b>	<b>2,794</b>	<b>4,474</b>	<b>5,677</b>	<b>7,273</b>	总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
资本支出	(4,363)	(9,142)	(17,461)	(11,986)	(11,067)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(5,841)	(4,458)	(2,579)	(3,372)	(4,065)	每股收益	1.18	3.04	1.10	1.57	2.05
其他	5,626	3,079	2,559	3,352	4,045	每股经营现金流	1.52	1.16	1.86	2.35	3.02
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,579)</b>	<b>(10,521)</b>	<b>(17,481)</b>	<b>(12,005)</b>	<b>(11,087)</b>	每股净资产	10.68	14.86	15.63	16.87	18.59
债权融资	(168)	3,709	(1,623)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	4,851	3,218	0	0	0	市盈率	10.6	4.1	11.4	8.0	6.1
其他	(1,931)	3,614	10,364	6,865	3,926	市净率	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,751</b>	<b>10,541</b>	<b>8,741</b>	<b>6,865</b>	<b>3,926</b>	EV/EBITDA	10.6	5.3	8.6	6.2	4.8
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.0	6.7	12.7	8.9	6.9
<b>现金净增加额</b>	<b>1,516</b>	<b>2,812</b>	<b>(4,266)</b>	<b>537</b>	<b>112</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)