

上半年整装待发，下半年开足马力

核心观点

- 上半年集中检修：**公司发布 2024 年中报，报告期内实现营业收入 194.0 亿元，同比下滑 4.59%；实现归母净利 20.6 亿元，同比增长 12.51%。24H1 营收略有下滑的主要原因是连云港基地和平湖基地进行了较长时间检修，导致产销量收到一定影响。不过受益原料乙烷价格在 24H1 有一定下跌，公司归母净利仍实现同比增长。公司连云港基地自 2021 年投产以来，主要装置以连续高负荷运行三年，今年进行大规模检修是为了未来持续稳定生产的常规操作。而且公司在检修过程中对装置进行了进一步优化，有望对未来的经营效果起到积极作用。
- 下半年有望实现高盈利：**目前公司连云港基地和平湖基地的检修都已完成，并恢复正常生产，我们预计下半年产销量环比上半年将有明显提升。同时，公司的 80 万吨碳醇项目的一阶段也与近日开车成功，预计下半年也将开始贡献增量。
- 新项目有序推进：**公司已在连云港与嘉兴建立了从乙烷和丙烷出发，一体化程度较高的化工生产基地。目前连云港 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目也在有序推进中，未来将进一步拓宽公司产品系列，向下游高端产品领域延伸，加快构建功能化学品、高分子新材料、新能源材料三大业务板块

盈利预测与投资建议

- 根据上半年企业检修情况，我们调整公司 2024-2026 年每股收益预测为 1.60、2.01、2.13 元（原预测 1.72、2.01、2.13 元）。按照可比公司 24 年平均 16 倍 PE，对应目标价为 22.72 元（原目标价 22.36 元），维持买入评级。

风险提示

- 乙烷价格大幅波动；丙烷价格维持高位；产品需求下滑；地缘政治风险；假设变化对测算结果影响的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37,043	41,487	45,470	52,617	53,337
同比增长(%)	29.7%	12.0%	9.6%	15.7%	1.4%
营业利润(百万元)	3,448	5,378	6,151	7,721	8,187
同比增长(%)	-50.6%	56.0%	14.4%	25.5%	6.0%
归属母公司净利润(百万元)	3,096	4,789	5,399	6,779	7,189
同比增长(%)	-48.5%	54.7%	12.7%	25.6%	6.0%
每股收益(元)	0.92	1.42	1.60	2.01	2.13
毛利率(%)	16.5%	19.8%	20.0%	20.9%	21.4%
净利率(%)	8.4%	11.5%	11.9%	12.9%	13.5%
净资产收益率(%)	14.9%	20.1%	19.2%	19.8%	17.4%
市盈率	19.5	12.6	11.2	8.9	8.4
市净率	2.7	2.4	2.0	1.6	1.3

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（2024年07月17日）	17.91 元
目标价格	22.72 元
52 周最高价/最低价	19.72/12.48 元
总股本/流通 A 股（万股）	336,865/336,639
A 股市值（百万元）	60,332
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2024 年 07 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.13	0.11	-5.61	14.99
相对表现%	-0.99	1.09	-3.82	24.44
沪深 300%	2.12	-0.98	-1.79	-9.45



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

23 年逆势增长，有望持续受益原料下行	2024-03-26
成本端压力缓解，布局氢能、新材料谋求 新增长	2023-03-28

表 1：可比公司估值（截止 2024 年 7 月 17 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
万华化学	5.36	6.27	7.40	8.32	15.37	13.12	11.13	9.90
东华能源	0.10	0.19	0.34	0.59	85.34	42.94	24.06	13.85
宝丰能源	0.77	1.14	1.84	2.01	22.28	15.06	9.35	8.55
东方盛虹	0.11	0.54	0.77	1.00	74.56	14.93	10.48	8.11
金能科技	0.16	0.38	0.60	0.80	31.85	13.53	8.60	6.48
荣盛石化	0.11	0.46	0.74	0.88	84.27	20.92	13.02	10.93
调整后平均						16.00	11.00	9.00

数据来源：Wind，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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,554	6,399	17,673	27,050	36,187	营业收入	37,043	41,487	45,470	52,617	53,337
应收票据、账款及款项融资	1,412	1,445	701	811	822	营业成本	30,922	33,257	36,379	41,624	41,927
预付账款	464	355	389	450	456	营业税金及附加	121	144	157	182	185
存货	3,877	4,233	4,631	5,298	5,337	营业费用	88	145	159	184	187
其他	492	301	277	288	289	管理费用及研发费用	1,781	2,157	2,455	2,841	2,880
流动资产合计	11,797	12,733	23,670	33,898	43,091	财务费用	840	811	810	707	614
长期股权投资	2,239	2,471	2,471	2,471	2,471	资产、信用减值损失	15	11	0	0	0
固定资产	19,033	25,256	26,240	24,888	22,357	公允价值变动收益	(291)	187	100	100	100
在建工程	7,729	2,890	1,902	1,914	2,935	投资净收益	399	(14)	300	300	300
无形资产	1,477	1,801	1,761	1,722	1,683	其他	64	242	242	242	242
其他	17,489	19,431	18,871	18,527	18,184	营业利润	3,448	5,378	6,151	7,721	8,187
非流动资产合计	47,966	51,849	51,246	49,523	47,631	营业外收入	12	11	11	11	11
资产总计	59,764	64,582	74,916	83,420	90,722	营业外支出	14	20	20	20	20
短期借款	1,077	1,226	1,226	1,226	1,226	利润总额	3,445	5,368	6,141	7,711	8,177
应付票据及应付账款	6,418	5,670	10,914	12,487	12,578	所得税	334	584	737	925	981
其他	3,475	5,018	5,100	5,245	5,260	净利润	3,111	4,784	5,404	6,786	7,196
流动负债合计	10,969	11,915	17,239	18,958	19,064	少数股东损益	15	(6)	5	7	7
长期借款	11,982	10,839	10,839	10,839	10,839	归属于母公司净利润	3,096	4,789	5,399	6,779	7,189
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.92	1.42	1.60	2.01	2.13
其他	14,619	16,335	15,979	15,979	15,979						
非流动负债合计	26,601	27,174	26,818	26,818	26,818	主要财务比率					
负债合计	37,570	39,089	44,057	45,776	45,881		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	34	28	34	41	48	成长能力					
实收资本(或股本)	3,369	3,369	3,369	3,369	3,369	营业收入	29.7%	12.0%	9.6%	15.7%	1.4%
资本公积	5,959	4,455	4,465	4,465	4,465	营业利润	-50.6%	56.0%	14.4%	25.5%	6.0%
留存收益	12,804	17,593	22,992	29,771	36,959	归属于母公司净利润	-48.5%	54.7%	12.7%	25.6%	6.0%
其他	28	47	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	22,194	25,493	30,859	37,645	44,840	毛利率	16.5%	19.8%	20.0%	20.9%	21.4%
负债和股东权益总计	59,764	64,582	74,916	83,420	90,722	净利率	8.4%	11.5%	11.9%	12.9%	13.5%
						ROE	14.9%	20.1%	19.2%	19.8%	17.4%
						ROIC	10.7%	14.4%	14.3%	15.2%	13.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	62.9%	60.5%	58.8%	54.9%	50.6%
净利润	3,111	4,784	5,404	6,786	7,196	净负债率	39.6%	32.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,720	2,569	3,424	3,760	3,929	流动比率	1.08	1.07	1.37	1.79	2.26
财务费用	840	811	810	707	614	速动比率	0.72	0.71	1.10	1.51	1.98
投资损失	(399)	14	(300)	(300)	(300)	营运能力					
营运资金变动	2,650	(213)	5,631	869	49	应收账款周转率	57.7	63.1	67.9	69.6	65.3
其它	(2,033)	32	(287)	(100)	(100)	存货周转率	8.6	8.2	8.2	8.4	7.9
经营活动现金流	5,888	7,996	14,682	11,721	11,387	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
资本支出	(8,702)	(4,013)	(3,037)	(2,037)	(2,037)	每股指标(元)					
长期投资	(187)	(283)	0	0	0	每股收益	0.92	1.42	1.60	2.01	2.13
其他	4,742	2,252	430	400	400	每股经营现金流	1.75	2.37	4.36	3.48	3.38
投资活动现金流	(4,147)	(2,044)	(2,607)	(1,637)	(1,637)	每股净资产	6.58	7.56	9.15	11.16	13.30
债权融资	(1,737)	134	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,122	(1,504)	9	0	0	市盈率	19.5	12.6	11.2	8.9	8.4
其他	(5,983)	(3,702)	(810)	(707)	(614)	市净率	2.7	2.4	2.0	1.6	1.3
筹资活动现金流	(6,598)	(5,072)	(801)	(707)	(614)	EV/EBITDA	11.4	7.8	6.6	5.6	5.4
汇率变动影响	299	169	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.0	11.1	9.8	8.1	7.8
现金净增加额	(4,558)	1,050	11,274	9,378	9,136						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。