

行业景气底部优势凸显

核心观点

- 中期业绩同比增长:** 公司披露 2024 年中报, 报告期内实现营业收入 137.44 亿元, 同比增长 8.89%; 实现归母净利润 15.18 亿元, 同比增长 11.74%。其中二季度实现营业收入 70.87 亿元, 同比增长 10.2%; 实现归母净利润 8.35 亿元, 同比增长 14.86%。收入与利润实现同比增长的主要原因是公司上半年主要产品氨纶与己二酸的产能得到有效释放, 产销量同比增长。
- 景气底部优势明显:** 根据我们跟踪, 2024 年上半年的氨纶与己二酸单位价差水平相比 2023 年同期均有明显下降, 其中氨纶同比减少约 1400 元/吨, 己二酸同比减少约 1200 元/吨。在行业形势如此严峻的情况下, 公司仍通过以量补价、优化成本的方式实现了逆势增长, 凸显了公司在行业中的强大竞争力。
- 新项目有序推进:** 公司 30 万吨差别化氨纶项目后续还有产能持续释放, 同时 110 万吨天然气一体化项目与 24 万吨 PTMEG 项目也已开始建设。其中氨纶项目将继续推动公司核心产品产销量增长, 天然气一体化项目与 PTMEG 项目则将深化公司氨纶产业链一体化优势, 进一步提升公司成本竞争力。

盈利预测与投资建议

- 结合公司中报情况与近期氨纶与己二酸行业变化, 我们调整了公司氨纶与己二酸产销量、价格与单位毛利的预测。我们调整公司 2024-2025 年每股收益 EPS 为 0.54、0.60 元 (原预测 0.53、0.61 元), 并添加 2026 年 EPS 预测为 0.68 元。按照可比公司 24 年 15 倍 PE, 调整目标价为 8.10 元, 维持买入评级。

风险提示

- 需求不及预期; 原材料价格大涨; 新项目进度不及预期; 氨纶扩产对行业盈利中枢的影响。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,884	26,298	29,165	31,655	33,797
同比增长(%)	-8.8%	1.6%	10.9%	8.5%	6.8%
营业利润(百万元)	3,203	2,768	3,142	3,449	3,884
同比增长(%)	-65.4%	-13.6%	13.5%	9.8%	12.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,844	2,478	2,694	2,970	3,361
同比增长(%)	-64.2%	-12.9%	8.7%	10.3%	13.2%
每股收益(元)	0.57	0.50	0.54	0.60	0.68
毛利率(%)	17.9%	15.3%	16.2%	16.8%	17.4%
净利率(%)	11.0%	9.4%	9.2%	9.4%	9.9%
净资产收益率(%)	13.5%	10.3%	10.4%	10.6%	11.1%
市盈率	13.1	15.1	13.9	12.6	11.1
市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

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。

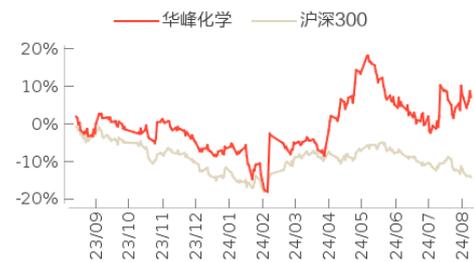
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2024 年 08 月 09 日)	7.53 元
目标价格	8.1 元
52 周最高价/最低价	8.37/5.46 元
总股本/流通 A 股 (万股)	496,254/495,199
A 股市值 (百万元)	37,368
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2024 年 08 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.13	6.51	-8.09	4.38
相对表现%	1.69	9.66	1	20.41
沪深 300%	-1.56	-3.15	-9.09	-16.03



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

业绩环比改善, 成本优势支撑明显	2023-08-16
华峰集团旗下新材料平台, 逆周期扩张稳	2022-12-19
固龙头地位	

表 1：可比公司估值（截止到 2024 年 8 月 9 日）

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
泰和新材	8.26	0.39	0.49	0.65	0.78	21.42	16.91	12.68	10.63
神马股份	6.06	0.12	0.36	0.56	0.71	51.27	16.92	10.81	8.48
万华化学	75.61	5.36	6.26	7.38	8.32	14.12	12.07	10.24	9.09
华鲁恒升	23.48	1.68	2.21	2.66	3.04	13.94	10.61	8.83	7.73
新乡化纤	3.79	-0.02	0.24	0.34	0.43	-152.82	15.66	11.09	8.78
调整后平均							15.00	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	10,541	10,169	11,278	12,241	13,069	营业收入	25,884	26,298	29,165	31,655	33,797
应收票据、账款及款项融资	4,531	5,348	6,259	6,793	7,253	营业成本	21,242	22,262	24,451	26,352	27,908
预付账款	524	676	750	814	869	销售费用	169	194	204	222	237
存货	2,840	3,621	3,977	4,286	4,539	管理费用	449	430	525	570	608
其他	233	238	242	245	248	研发费用	1,062	901	1,000	1,085	1,158
流动资产合计	18,668	20,053	22,506	24,380	25,979	财务费用	(203)	(146)	1	129	125
长期股权投资	650	759	759	759	759	资产、信用减值损失	97	69	11	9	29
固定资产	8,073	11,368	11,790	13,392	19,903	公允价值变动收益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
在建工程	3,712	1,511	5,776	7,664	558	投资净收益	106	94	94	94	94
无形资产	1,169	1,159	1,131	1,103	1,075	其他	31	90	79	70	61
其他	483	658	251	241	230	营业利润	3,203	2,768	3,142	3,449	3,884
非流动资产合计	14,087	15,455	19,709	23,158	22,525	营业外收入	35	8	8	8	8
资产总计	32,755	35,508	42,215	47,538	48,504	营业外支出	56	157	157	157	157
短期借款	2,184	2,645	7,872	10,635	8,803	利润总额	3,181	2,619	2,993	3,300	3,735
应付票据及应付账款	3,964	4,556	5,004	5,393	5,711	所得税	339	140	299	330	373
其他	815	1,777	1,788	1,798	1,807	净利润	2,842	2,479	2,694	2,970	3,361
流动负债合计	6,964	8,978	14,665	17,826	16,322	少数股东损益	(2)	1	0	0	0
长期借款	1,611	370	370	370	370	归属于母公司净利润	2,844	2,478	2,694	2,970	3,361
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.57	0.50	0.54	0.60	0.68
其他	1,033	1,237	327	327	327						
非流动负债合计	2,643	1,607	697	697	697	主要财务比率					
负债合计	9,607	10,584	15,362	18,523	17,019		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	2	2	2	2	成长能力					
实收资本(或股本)	4,963	4,963	4,963	4,963	4,963	营业收入	-8.8%	1.6%	10.9%	8.5%	6.8%
资本公积	3,897	3,897	3,897	3,897	3,897	营业利润	-65.4%	-13.6%	13.5%	9.8%	12.6%
留存收益	14,309	16,043	17,992	20,154	22,624	归属于母公司净利润	-64.2%	-12.9%	8.7%	10.3%	13.2%
其他	(21)	19	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	23,147	24,924	26,853	29,015	31,485	毛利率	17.9%	15.3%	16.2%	16.8%	17.4%
负债和股东权益总计	32,755	35,508	42,215	47,538	48,504	净利率	11.0%	9.4%	9.2%	9.4%	9.9%
						ROE	13.5%	10.3%	10.4%	10.6%	11.1%
						ROIC	11.0%	8.9%	8.7%	8.3%	8.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	29.3%	29.8%	36.4%	39.0%	35.1%
净利润	2,842	2,479	2,694	2,970	3,361	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	927	1,271	1,407	1,687	2,361	流动比率	2.68	2.23	1.53	1.37	1.59
财务费用	(203)	(146)	1	129	125	速动比率	2.27	1.83	1.26	1.13	1.31
投资损失	(106)	(94)	(94)	(94)	(94)	营运能力					
营运资金变动	577	(1,279)	(887)	(514)	(445)	应收账款周转率	12.5	11.4	11.1	11.0	10.9
其它	(1,467)	236	(511)	11	32	存货周转率	6.1	6.8	6.4	6.3	6.3
经营活动现金流	2,570	2,469	2,610	4,191	5,340	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
资本支出	(4,193)	(2,512)	(6,065)	(5,144)	(1,755)	每股指标(元)					
长期投资	(99)	(71)	0	0	0	每股收益	0.57	0.50	0.54	0.60	0.68
其他	1,850	975	91	91	91	每股经营现金流	0.52	0.50	0.53	0.84	1.08
投资活动现金流	(2,442)	(1,608)	(5,974)	(5,053)	(1,664)	每股净资产	4.66	5.02	5.41	5.85	6.34
债权融资	563	(201)	(9)	0	0	估值比率					
股权融资	2,770	0	0	0	0	市盈率	13.1	15.1	13.9	12.6	11.1
其他	(991)	(744)	4,481	1,825	(2,848)	市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
筹资活动现金流	2,342	(945)	4,473	1,825	(2,848)	EV/EBITDA	8.1	8.1	7.0	6.0	5.0
汇率变动影响	80	77	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.5	12.1	10.1	8.8	7.9
现金净增加额	2,549	(8)	1,108	963	828						

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。