

二季度业绩同环比增长显著，静待新项目落地

核心观点

- 二季度业绩同环比增长显著。**公司近期发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 37.3 亿元，同比+26.1%；实现归母净利润 2.0 亿元，同比-7.0%。单二季度来看，公司实现营业收入 19.1 亿元（同比+29.4%，环比+5.2%），实现归母净利润 1.3 亿元（同比+17.1%，环比+76.8%）。二三季度是调油产品需求旺季，且去年二季度上游原料供应商检修影响同期利润，公司今年二季度业绩实现同环比显著增长。
- 异辛烷盈利改善：**异辛烷自去年 7 月开始被正式纳入消费税征收范围，尽管所在能源类板块毛利率同比显著增长，但扣除税金后的实际单吨盈利有所下滑。不过从今年年初至今的扣税后价差表现来看，异辛烷盈利正在逐步修复中，今年上半年公司能源类板块毛利率也较去年下半年增长约 5.3pct。且公司大多异辛烷卖给中海油，有固定价差，后续还有调油项目有望进一步改善利润。
- 技术改造调整项目建设，静待多项目落地：**报告期内，公司乙酸仲丁酯装置提质扩能项目顺利投产，贡献利润增长。同时，由于短期内 BDO 行业供给过剩，公司及时进行项目调整，将 BDO 装置与丁酮装置联合改造为年产 10 万吨丁酮联产 6.5 万吨乙醇装置，进一步打开了丁酮项目的利润空间，并再次体现了公司产品结构灵活调整的领先技术优势。未来公司多个项目等待落地，特别是具有更低成本优势的新建顺酐装置将于明年投产，其丁烷单耗有望进一步降低，公司顺酐产业链的竞争力也将进一步提升。

盈利预测与投资建议

- 市场情况多变，公司及时对部分项目进行灵活调整，以获得远期更高收益，因此我们适当调整了部分新建项目的投产时间和产品价格，我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 4.36、7.26、9.98 亿（原 24-25 年为 6.95、8.89 亿），每股 EPS 分别 1.14、1.89、2.60 元，给予可比公司 24 年调整后平均 14 倍 PE，对应目标价 15.96 元，维持买入评级。

风险提示：部分新产品产能过剩；原材料价格波动风险；消费税政策变化；油品市场景气度下行；项目建设进度不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,263	6,609	7,707	10,563	14,263
同比增长(%)	95.6%	5.5%	16.6%	37.1%	35.0%
营业利润(百万元)	496	539	487	871	1,219
同比增长(%)	216.1%	8.8%	-9.7%	78.8%	40.0%
归属母公司净利润(百万元)	430	454	436	726	998
同比增长(%)	205.2%	5.5%	-3.9%	66.4%	37.5%
每股收益(元)	1.12	1.18	1.14	1.89	2.60
毛利率(%)	12.8%	16.6%	20.1%	19.5%	18.2%
净利率(%)	6.9%	6.9%	5.7%	6.9%	7.0%
净资产收益率(%)	19.2%	14.6%	10.9%	15.9%	18.6%
市盈率	10.3	9.8	10.2	6.1	4.5
市净率	1.8	1.2	1.1	0.9	0.8

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26日）	12.07元
目标价格	15.96元
52周最高价/最低价	18.43/9.65元
总股本/流通A股（万股）	38,421/29,978
A股市值（百万元）	4,637
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2024年08月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	23.16	21.06	-12.67	-28.61
相对表现%	24.14	23.56	-4.97	-18.23
沪深300%	-0.98	-2.5	-7.7	-10.38



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

钴研技术显成本优势，业绩增长有韧性	2023-11-07
检修事项压制整体利润，新项目投产在即	2023-08-09
技术与区域优势并肩，国六机会再助力	2023-05-26

表 1：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 26 日）

公司	最新价格	每股收益			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
万华化学	69.80	5.92	7.03	8.01	11.79	9.93	8.71
金发科技	6.74	0.40	0.67	0.84	16.73	10.08	8.05
齐翔腾达	5.11	0.19	0.47	0.70	27.08	10.79	7.27
华峰化学	7.19	0.62	0.72	0.81	11.67	9.94	8.83
濮阳惠成	12.26	0.94	1.12	1.32	13.09	10.98	9.32
调整后平均					13.87	10.27	8.53

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	625	1,463	770	1,055	1,424	营业收入	6,263	6,609	7,707	10,563	14,263
应收票据、账款及款项融资	80	197	230	315	425	营业成本	5,459	5,512	6,155	8,506	11,667
预付账款	104	112	130	178	241	销售费用	31	49	63	81	109
存货	200	316	353	488	669	管理费用	92	99	124	158	213
其他	24	202	608	609	611	研发费用	175	163	190	227	306
流动资产合计	1,033	2,289	2,091	2,645	3,371	财务费用	(11)	18	49	69	81
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	6	3	7	8
固定资产	1,272	2,056	3,262	5,219	6,648	公允价值变动收益	4	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	837	1,168	1,185	553	16	投资净收益	(9)	15	15	15	15
无形资产	351	345	339	333	327	其他	(13)	(237)	(648)	(658)	(672)
其他	346	573	335	315	305	营业利润	496	539	487	871	1,219
非流动资产合计	2,806	4,143	5,122	6,420	7,295	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	3,839	6,432	7,213	9,066	10,666	营业外支出	4	2	2	2	2
短期借款	90	63	598	1,333	1,405	利润总额	492	539	487	870	1,219
应付票据及应付账款	356	959	1,070	1,479	2,029	所得税	68	92	73	131	183
其他	315	770	461	473	489	净利润	424	447	414	740	1,036
流动负债合计	761	1,791	2,129	3,286	3,923	少数股东损益	(6)	(7)	(23)	14	38
长期借款	500	741	741	741	741	归属于母公司净利润	430	454	436	726	998
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.12	1.18	1.14	1.89	2.60
其他	29	42	42	42	42						
非流动负债合计	529	784	783	783	783	主要财务比率					
负债合计	1,290	2,575	2,912	4,069	4,706		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	98	98	75	89	127	成长能力					
实收资本(或股本)	228	384	384	384	384	营业收入	95.6%	5.5%	16.6%	37.1%	35.0%
资本公积	987	1,802	1,870	1,870	1,870	营业利润	216.1%	8.8%	-9.7%	78.8%	40.0%
留存收益	1,233	1,573	1,971	2,653	3,579	归属于母公司净利润	205.2%	5.5%	-3.9%	66.4%	37.5%
其他	2	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,549	3,857	4,300	4,997	5,960	毛利率	12.8%	16.6%	20.1%	19.5%	18.2%
负债和股东权益总计	3,839	6,432	7,213	9,066	10,666	净利率	6.9%	6.9%	5.7%	6.9%	7.0%
						ROE	19.2%	14.6%	10.9%	15.9%	18.6%
						ROIC	15.3%	11.1%	8.3%	12.2%	14.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	33.6%	40.0%	40.4%	44.9%	44.1%
净利润	424	447	414	740	1,036	净负债率	0.0%	0.0%	17.2%	23.8%	15.0%
折旧摊销	161	205	224	356	495	流动比率	1.36	1.28	0.98	0.81	0.86
财务费用	(11)	18	49	69	81	速动比率	1.09	1.10	0.82	0.66	0.69
投资损失	9	(15)	(15)	(15)	(15)	营运能力					
营运资金变动	118	214	26	147	203	应收账款周转率	138.0	47.5	36.6	39.3	39.1
其它	11	(193)	222	9	10	存货周转率	32.3	21.3	18.4	20.2	20.2
经营活动现金流	712	675	920	1,305	1,811	总资产周转率	1.9	1.3	1.1	1.3	1.4
资本支出	(899)	(1,248)	(1,422)	(1,656)	(1,372)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.12	1.18	1.14	1.89	2.60
其他	(28)	(63)	(393)	13	13	每股经营现金流	3.12	1.76	2.39	3.40	4.71
投资活动现金流	(928)	(1,311)	(1,814)	(1,643)	(1,359)	每股净资产	6.38	9.78	11.00	12.77	15.18
债权融资	501	710	(314)	0	0	估值比率					
股权融资	(2)	971	68	0	0	市盈率	10.3	9.8	10.2	6.1	4.5
其他	(43)	(241)	447	623	(82)	市净率	1.8	1.2	1.1	0.9	0.8
筹资活动现金流	456	1,440	201	623	(82)	EV/EBITDA	8.2	7.0	7.0	4.1	3.0
汇率变动影响	8	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.0	9.5	9.9	5.7	4.1
现金净增加额	249	805	(693)	285	369						

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。