

主业稳步增长，石化板块有望逐步减亏

核心观点

- 盈利能力有望逐步回升。**公司近期发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 233.5 亿元，同比+14.7%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比-19.0%。单二季度来看，公司实现营业收入 128.4 亿元（同比+20.4%，环比+22.1%），实现归母净利润 2.8 亿元（同比+62.1%，环比+166.8%）。公司主业改性塑料板块持续稳步增长，绿色石化板块开始减亏，整体盈利能力有望逐步回升。
- 主业改性塑料板块稳步增长，下游刺激性政策加码需求。**24H1 公司改性塑料板块整体销量 109.3 万吨，同比增长 27.43%，其中车用、家电、电子电工材料销量分别同比增长 19.43%、37.61%、38.56%。整体板块毛利率 22.45%，盈利能力稳定。今年国内大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案陆续出台，特别是近期家电行业补贴力度超预期，预计上游改性塑料需求有望受益。
- 绿色石化板块环比减亏，技改降本，专用料开发打开盈利空间。**24H1 辽宁金发和宁波金发分别亏损 6.3 亿和 2.0 亿，分别环比减亏 3.5 亿和 0.8 亿。今年上半年辽宁金发完成了首期技改技措项目，单位加工费用大幅降低。同时产品端公司持续开发 PP 和 ABS 专用料，并提高专用料销售占比，力争在价格端进一步打开盈利空间。绿色石化板块是公司主业改性塑料的上游，对主业降本和高端改性产品的研发都有重要协同作用。待管理和生产持续优化后，预计板块整体盈利能力有望逐步改善。
- 新材料项目持续发力。**公司持续培育特种工程塑料技术、产品和市场开发，积极实现高端材料国产替代，新项目产能投产在即。公司年产 0.6 万吨 PPSU/PES 合成树脂装置已于 2024 年 6 月试车成功，另有年产 1.5 万吨 LCP 合成树脂项目计划于 2024 年第四季度逐步投产。

盈利预测与投资建议

- 目前公司绿色石化和医疗健康板块盈利能力仍较弱，部分产品价格表现不佳，故下调盈利预测，同时调整了费用率和税率。后续公司持续的优化降本和新产品开发将逐步改善盈利。我们预测 24-26 年公司归母净利润为 9.98、16.32 和 22.07 亿元（原 24-25 年预测为 19.91 和 24.17 亿元），按照可比公司 24 年 21 倍 PE，给予目标价 7.98 元并维持增持评级。

风险提示：下游需求疲软风险；产品和原材料价格波动；新项目产能投放不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,412	47,941	49,253	53,973	59,466
同比增长(%)	0.5%	18.6%	2.7%	9.6%	10.2%
营业利润(百万元)	2,042	191	1,046	1,908	2,690
同比增长(%)	6.5%	-90.7%	448.5%	82.3%	41.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,992	317	998	1,632	2,207
同比增长(%)	19.9%	-84.1%	215.0%	63.6%	35.2%
每股收益(元)	0.76	0.12	0.38	0.62	0.84
毛利率(%)	15.2%	12.0%	13.3%	14.4%	15.4%
净利率(%)	4.9%	0.7%	2.0%	3.0%	3.7%
净资产收益率(%)	12.6%	1.9%	5.9%	9.1%	11.6%
市盈率	10.0	62.8	19.9	12.2	9.0
市净率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

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

增持（维持）

股价（2024年09月04日）	7.54 元
目标价格	7.98 元
52 周最高价/最低价	8.14/5.54 元
总股本/流通 A 股（万股）	263,661/257,362
A 股市值（百万元）	19,880
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024 年 09 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.43	15.64	5.14	-6.3
相对表现%	5.47	19.55	15.19	9.21
沪深 300%	-1.04	-3.91	-10.05	-15.51



证券分析师

万里扬	021-63325888*2504 wanliyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

业绩阶段性承压，新项目稳步推进	2023-09-07
-----------------	------------

表 1：可比公司估值（截至 2024/9/4）

公司	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
国恩股份	18.36	2.34	3.00	3.95	7.84	6.12	4.65
东华能源	8.24	0.18	0.32	0.59	45.98	25.92	14.01
卫星化学	15.81	1.72	2.06	2.66	9.18	7.66	5.95
普利特	7.75	0.43	0.60	0.80	17.96	12.94	9.63
长鸿高科	11.83	0.33	0.52	0.79	36.22	22.88	15.04
调整后平均					21.12	14.50	9.86

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	3,977	3,735	3,920	5,303	6,696	营业收入	40,412	47,941	49,253	53,973	59,466
应收票据、账款及款项融资	8,517	11,258	11,567	12,675	13,965	营业成本	34,269	42,186	42,705	46,198	50,317
预付账款	419	430	442	485	534	销售费用	514	773	794	871	959
存货	5,549	6,039	6,114	6,614	7,203	管理费用	1,200	1,448	1,488	1,630	1,796
其他	2,038	1,831	1,834	1,848	1,864	研发费用	1,454	1,973	2,027	2,221	2,447
流动资产合计	20,500	23,294	23,877	26,924	30,262	财务费用	1,017	1,119	1,228	1,257	1,264
长期股权投资	804	793	806	806	806	资产、信用减值损失	258	474	185	84	161
固定资产	12,031	20,544	22,477	23,265	26,776	公允价值变动收益	1	(3)	(3)	(3)	(3)
在建工程	13,201	8,100	5,859	4,516	0	投资净收益	68	17	17	17	17
无形资产	3,444	3,596	3,476	3,356	3,236	其他	274	210	206	182	155
其他	5,453	5,248	4,943	4,760	4,760	营业利润	2,042	191	1,046	1,908	2,690
非流动资产合计	34,934	38,281	37,561	36,702	35,578	营业外收入	21	24	24	24	24
资产总计	55,434	61,575	61,438	63,625	65,840	营业外支出	35	51	51	51	51
短期借款	3,109	5,728	6,228	6,228	6,228	利润总额	2,028	164	1,020	1,881	2,663
应付票据及应付账款	7,181	9,131	9,096	9,920	10,761	所得税	27	95	255	470	666
其他	10,751	8,488	8,496	8,529	8,567	净利润	2,000	69	765	1,411	1,998
流动负债合计	21,041	23,348	23,820	24,677	25,556	少数股东损益	9	(248)	(233)	(222)	(209)
长期借款	12,957	17,003	17,491	17,979	18,468	归属于母公司净利润	1,992	317	998	1,632	2,207
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.76	0.12	0.38	0.62	0.84
其他	3,148	3,310	1,324	1,324	1,324						
非流动负债合计	16,105	20,313	18,815	19,303	19,791	主要财务比率					
负债合计	37,147	43,660	42,635	43,980	45,348		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1,758	1,566	1,333	1,112	903	成长能力					
实收资本(或股本)	2,657	2,672	2,637	2,637	2,637	营业收入	0.5%	18.6%	2.7%	9.6%	10.2%
资本公积	2,900	3,022	3,412	3,412	3,412	营业利润	6.5%	-90.7%	448.5%	82.3%	41.0%
留存收益	10,975	10,691	11,421	12,485	13,540	归属于母公司净利润	19.9%	-84.1%	215.0%	63.6%	35.2%
其他	(3)	(36)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	18,287	17,915	18,803	19,645	20,492	毛利率	15.2%	12.0%	13.3%	14.4%	15.4%
负债和股东权益总计	55,434	61,575	61,438	63,625	65,840	净利率	4.9%	0.7%	2.0%	3.0%	3.7%
						ROE	12.6%	1.9%	5.9%	9.1%	11.6%
						ROIC	8.3%	1.3%	3.8%	5.1%	6.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	67.0%	70.9%	69.4%	69.1%	68.9%
净利润	2,000	69	765	1,411	1,998	净负债率	87.9%	123.5%	121.9%	112.2%	103.1%
折旧摊销	1,404	1,915	2,381	2,510	2,710	流动比率	0.97	1.00	1.00	1.09	1.18
财务费用	1,017	1,119	1,228	1,257	1,264	速动比率	0.70	0.73	0.74	0.81	0.89
投资损失	(68)	(17)	(17)	(17)	(17)	营运能力					
营运资金变动	247	(2,498)	(549)	(873)	(1,142)	应收账款周转率	7.3	7.3	6.4	6.6	6.6
其它	(1,169)	1,819	(1,791)	87	164	存货周转率	6.2	7.0	6.8	7.0	7.0
经营活动现金流	3,432	2,406	2,016	4,374	4,976	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
资本支出	(6,952)	(5,432)	(1,668)	(1,669)	(1,670)	每股指标(元)					
长期投资	(504)	(432)	(19)	0	0	每股收益	0.76	0.12	0.38	0.62	0.84
其他	622	1,425	8	14	14	每股经营现金流	1.29	0.90	0.76	1.66	1.89
投资活动现金流	(6,834)	(4,439)	(1,678)	(1,655)	(1,656)	每股净资产	6.27	6.20	6.63	7.03	7.43
债权融资	2,961	3,192	488	488	488	估值比率					
股权融资	80	137	355	0	0	市盈率	10.0	62.8	19.9	12.2	9.0
其他	208	(1,853)	(995)	(1,825)	(2,415)	市净率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
筹资活动现金流	3,249	1,476	(152)	(1,337)	(1,927)	EV/EBITDA	9.2	12.8	8.9	7.3	6.2
汇率变动影响	84	(28)	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.5	31.5	18.1	13.0	10.4
现金净增加额	(69)	(585)	185	1,382	1,394						

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。