石化归母利润减亏，改性业务持续增长

核心观点

- **石化板块归母利润减亏。**公司近期发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 404.6 亿元，同比+18.0%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比+41.0%。单三季度来看，公司实现营业收入 171.2 亿元（同比+22.8%，环比+33.4%），实现归母净利润 3.0 亿元（同比+1886.4%，环比+9.8%）。公司单三季度毛利率 10.8%，环比-2.6pct。公司 Q3 石化产品销量环比增长 40%，带动整体营收大幅增长，但也一定程度上打压综合毛利率表现。今年 6 月底，公司解除了对金石基金等投资于辽宁金发股权的回购义务，使得公司对辽宁金发的直接和间接持股比例从 76.13%下调至 45.20%，Q3 石化归母利润明显减亏。同时大股东持有的腾曦晨受让金石基金持有的平台公司 29.7521%股权，并承接公司相关回购责任，减少公司负债，利于公司降低负债率。
- **改性业务持续增长，海外基地再添一子。**公司 Q3 改性塑料销量环比增长 11%，收入环比增长 5%，抓住金九银十机会稳步放量。今年 7 月底，公司越南基地顺利投产，规划总产能 60 万吨/年，公司国际化进程再进一步。未来公司还将加快波兰、墨西哥等海外产能建设，进一步抢占海外市场制高点，提升全球竞争力。
- **公司经营层面信心十足，看好业绩长期增长。**今年 7 月，公司公告拟以自有资金通过集中竞价交易方式回购公司股份，回购价格不超过 9.58 元/股（含），回购金额在 3 至 5 亿元，截至 9 月底已支付金额 3.69 亿元。同期公司 13 位董监高也完成增持计划。目前公司石化板块正在逐步减亏，盈利稳定的主业改性塑料业务继续稳步增长，新材料业务继续发力，医疗板块未来有望减亏，整体业绩已基本渡过艰难底部，看好公司未来长期增长。

盈利预测与投资建议

- 我们根据公司三季报经营情况调整预测 24-26 年公司归母净利润为 9.92、16.25 和 22.04 亿元（原 24-26 年预测为 9.98、16.32、22.07 亿元），按照可比公司 24 年 24 倍 PE，给予目标价 9.12 元并维持增持评级。

风险提示：下游需求疲软风险；产品和原材料价格动；新项目产能投放不及预期。

投资评级	增持（维持）
股价（2024 年 10 月 30 日）	8.74 元
目标价格	9.12 元
52 周最高价/最低价	9.22/5.54 元
总股本/流通 A 股（万股）	263,661/259,723
A 股市值（百万元）	23,044
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.72	4.3	41.42	16.44
相对表现%	8.83	7.5	25.98	7.91
沪深 300%	-2.11	-3.2	15.44	8.53

证券分析师

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

相关报告

主业稳步增长，石化板块有望逐步减亏	2024-09-06
业绩阶段性承压，新项目稳步推进	2023-09-07

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	1,039	1,898	2,687
同比增长(%)	*6.5%*	*-90.7%*	*444.4%*	*82.8%*	*41.5%*
归属母公司净利润(百万元)	1,992	317	992	1,625	2,204
同比增长(%)	*19.9%*	*-84.1%*	*213.2%*	*63.8%*	*35.6%*
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%	9.0%	11.6%
市盈率	11.6	72.8	23.2	14.2	10.5
市净率	1.4	1.4	1.3	1.2	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。

表 1：可比公司（截至 2024/10/30）

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	22.04	1.85	2.34	2.76	11.91	9.41	7.98
东华能源	8.89	0.14	0.26	0.53	61.78	34.32	16.80
卫星化学	18.93	1.65	2.00	2.56	11.44	9.47	7.39
普利特	8.29	0.36	0.47	0.61	23.35	17.72	13.70
长鸿高科	12.20	0.33	0.52	0.79	37.35	23.60	15.51
调整后平均					**24.21**	**16.93**	**12.40**

数据来源：Wind，东方证券研究所

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。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,977	3,735	3,837	4,973	6,369
应收票据、账款及款项融资	8,517	11,258	11,567	12,675	13,965
预付账款	419	430	442	485	534
存货	5,549	6,039	6,114	6,614	7,203
其他	2,038	1,831	1,834	1,848	1,864
流动资产合计	**20,500**	**23,294**	**23,794**	**26,594**	**29,935**
长期股权投资	804	793	806	806	806
固定资产	12,031	20,544	22,477	23,265	26,776
在建工程	13,201	8,100	5,859	4,516	0
无形资产	3,444	3,596	3,476	3,356	3,236
其他	5,453	5,248	4,943	4,760	4,760
非流动资产合计	**34,934**	**38,281**	**37,561**	**36,702**	**35,578**
资产总计	**55,434**	**61,575**	**61,355**	**63,296**	**65,512**
短期借款	3,109	5,728	6,471	6,228	6,228
应付票据及应付账款	7,181	9,131	9,096	9,920	10,761
其他	10,751	8,488	8,496	8,529	8,567
流动负债合计	**21,041**	**23,348**	**24,063**	**24,677**	**25,556**
长期借款	12,957	17,003	17,491	17,979	18,468
应付债券	0	0	0	0	0
其他	3,148	3,310	1,004	1,004	1,004
非流动负债合计	**16,105**	**20,313**	**18,495**	**18,983**	**19,471**
负债合计	**37,147**	**43,660**	**42,558**	**43,660**	**45,028**
少数股东权益	1,758	1,566	1,333	1,112	903
实收资本（或股本）	2,657	2,672	2,637	2,637	2,637
资本公积	2,900	3,022	3,412	3,412	3,412
留存收益	10,975	10,691	11,415	12,475	13,533
其他	(3)	(36)	0	0	0
股东权益合计	**18,287**	**17,915**	**18,797**	**19,636**	**20,485**
负债和股东权益总计	**55,434**	**61,575**	**61,355**	**63,296**	**65,512**

现金流量表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,000	69	759	1,404	1,995
折旧摊销	1,404	1,915	2,381	2,510	2,710
财务费用	1,017	1,119	1,236	1,266	1,268
投资损失	(68)	(17)	(17)	(17)	(17)
营运资金变动	247	(2,498)	(549)	(873)	(1,142)
其它	(1,169)	1,819	(2,111)	87	164
经营活动现金流	**3,432**	**2,406**	**1,698**	**4,376**	**4,977**
资本支出	(6,952)	(5,432)	(1,668)	(1,669)	(1,670)
长期投资	(504)	(432)	(19)	0	0
其他	622	1,425	8	14	14
投资活动现金流	**(6,834)**	**(4,439)**	**(1,678)**	**(1,655)**	**(1,656)**
债权融资	2,961	3,192	488	488	488
股权融资	80	137	355	0	0
其他	208	(1,853)	(760)	(2,074)	(2,414)
筹资活动现金流	**3,249**	**1,476**	**83**	**(1,586)**	**(1,925)**
汇率变动影响	84	(28)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(69)**	**(585)**	**102**	**1,136**	**1,396**

利润表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	**40,412**	**47,941**	**49,253**	**53,973**	**59,466**
营业成本	34,269	42,186	42,705	46,198	50,317
销售费用	514	773	794	871	959
管理费用	1,200	1,448	1,488	1,630	1,796
研发费用	1,454	1,973	2,027	2,221	2,447
财务费用	1,017	1,119	1,236	1,266	1,268
资产、信用减值损失	258	474	185	84	161
公允价值变动收益	1	(3)	(3)	(3)	(3)
投资净收益	68	17	17	17	17
其他	274	210	206	182	155
营业利润	**2,042**	**191**	**1,039**	**1,898**	**2,687**
营业外收入	21	24	24	24	24
营业外支出	35	51	51	51	51
利润总额	**2,028**	**164**	**1,012**	**1,872**	**2,660**
所得税	27	95	253	468	665
净利润	**2,000**	**69**	**759**	**1,404**	**1,995**
少数股东损益	9	(248)	(233)	(222)	(209)
归属于母公司净利润	**1,992**	**317**	**992**	**1,625**	**2,204**
每股收益（元）	0.76	0.12	0.38	0.62	0.84

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	0.5%	18.6%	2.7%	9.6%	10.2%
营业利润	6.5%	-90.7%	444.4%	82.8%	41.5%
归属于母公司净利润	19.9%	-84.1%	213.2%	63.8%	35.6%
获利能力					
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%
ROE	12.6%	1.9%	5.9%	9.0%	11.6%
ROIC	8.3%	1.3%	3.8%	5.1%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	67.0%	70.9%	69.4%	69.0%	68.7%
净负债率	87.9%	123.5%	123.7%	113.9%	104.7%
流动比率	0.97	1.00	0.99	1.08	1.17
速动比率	0.70	0.73	0.72	0.80	0.88
营运能力					
应收账款周转率	7.3	7.3	6.4	6.6	6.6
存货周转率	6.2	7.0	6.8	7.0	7.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	0.76	0.12	0.38	0.62	0.84
每股经营现金流	1.29	0.90	0.64	1.66	1.89
每股净资产	6.27	6.20	6.62	7.03	7.43
估值比率					
市盈率	11.6	72.8	23.2	14.2	10.5
市净率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.2	14.1	9.8	8.0	6.8
EV/EBIT	14.8	34.7	20.0	14.4	11.5

资料来源：东方证券研究所

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。

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。

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。

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。