

关注油价上涨弹性与长期分红能力

核心观点

- **油价反弹带来短期弹性。**受到美国加大对伊朗与俄罗斯原油销售运输的管制影响，近期油价持续走强，布伦特油价从2024年12月初的71美金/桶，上涨到约80美元/桶。在油价反弹的作用下，近期国内成品油市场价快速上调。包括汽柴煤油在内的各种油品，普遍在短期内大幅上调了500元/吨以上，甚至已经超过了24年三季度油价相当时期的价格。再叠加炼化项目较大的原油库存受益，我们预计公司短期盈利有望迎来明显环比改善。
- **长期分红能力愈加凸显。**公司高强度资本开支周期已基本进入尾声，在建的160万吨高性能树脂及新材料项目、500万吨PTA项目进入投产阶段；功能性薄膜、功能性塑料项目、及新材料产业园项目剩余的资本开支也较少。我们预计公司2025年的资本开支将进一步下降，这意味着公司将有更加充裕的资金用于分红、回购等股东回报行为。我们在前期深度报告《重新审视化工企业长期分红能力》中就重点分析了恒力石化，认为未来公司有望成为化工行业中较早一批表现出强大分红能力的制造业企业，并获得市场认可。

盈利预测与投资建议

- 结合2024年产品价格情况，以及公司已披露的生产经营与各项费率情况，我们调整公司2024-2025年每股收益EPS分别为0.92、1.10元（原预测1.67、1.92元），并添加2026年预测为1.14元。按照可比公司2025年平均PE为18倍，对应目标价为19.81元，维持买入评级。

风险提示

- 油价大幅波动；行业景气度下行；新材料项目发展不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	222,324	234,791	232,200	240,681	240,820
同比增长(%)	12.3%	5.6%	-1.1%	3.7%	0.1%
营业利润(百万元)	2,325	8,900	8,366	10,039	10,357
同比增长(%)	-88.3%	282.8%	-6.0%	20.0%	3.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,318	6,905	6,459	7,748	7,993
同比增长(%)	-85.1%	197.8%	-6.5%	20.0%	3.2%
每股收益(元)	0.33	0.98	0.92	1.10	1.14
毛利率(%)	8.2%	11.2%	10.5%	11.1%	11.1%
净利率(%)	1.0%	2.9%	2.8%	3.2%	3.3%
净资产收益率(%)	4.2%	12.2%	10.5%	11.9%	11.3%
市盈率	45.1	15.1	16.2	13.5	13.1
市净率	2.0	1.7	1.7	1.5	1.4

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（2025年01月13日）	14.84元
目标价格	19.81元
52周最高价/最低价	17.23/10.71元
总股本/流通A股（万股）	703,910/703,910
A股市值（百万元）	104,460
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2025年01月14日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.2	-3.07	-0.74	24.47
相对表现%	0.03	2.29	3.5	11.12
沪深300%	-1.23	-5.36	-4.24	13.35



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

三季度业绩改善，新材料项目陆续投产	2023-11-01
一季度业绩改善，新材料加快推进	2023-05-04

表 1: 可比公司估值 (截止到 2025-1-13)

公司	每股收益 (元)				市盈率			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
荣盛石化	0.11	0.20	0.44	0.64	76.22	43.40	19.89	13.59
恒逸石化	0.12	0.16	0.26	0.39	50.67	37.23	23.38	15.38
东方盛虹	0.11	-0.09	0.31	0.55	76.59	-91.22	26.45	14.98
新凤鸣	0.71	0.78	1.17	1.46	16.76	15.36	10.22	8.20
桐昆股份	0.33	0.74	1.19	1.56	36.00	16.11	10.02	7.63
调整后平均						23.00	18.00	12.00

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	28,076	20,469	20,243	20,983	20,995	营业收入	222,324	234,791	232,200	240,681	240,820
应收票据及应收账款	2,660	4,708	2,322	2,407	2,408	营业成本	204,078	208,384	207,710	214,001	214,001
预付账款	1,997	1,736	2,039	2,113	2,114	销售费用	393	293	395	409	409
存货	37,836	31,268	31,166	32,110	32,110	管理费用	1,889	1,997	2,090	2,166	2,167
其他	5,775	7,903	8,179	8,216	8,216	研发费用	1,185	1,371	1,625	1,685	1,686
流动资产合计	76,344	66,083	63,950	65,829	65,844	财务费用	4,287	5,365	5,809	6,043	6,006
长期股权投资	559	646	600	600	600	资产、信用减值损失	3,131	702	403	341	352
固定资产	118,719	129,987	172,245	192,864	195,129	公允价值变动收益	(46)	371	0	0	0
在建工程	25,624	47,031	28,221	17,143	14,986	投资净收益	(0)	(37)	1	1	1
无形资产	8,925	9,035	8,834	8,633	8,432	其他	(4,990)	(8,113)	(5,802)	(5,998)	(5,842)
其他	11,260	7,817	9,709	9,091	8,474	营业利润	2,325	8,900	8,366	10,039	10,357
非流动资产合计	165,087	194,516	219,609	228,332	227,621	营业外收入	105	80	20	20	20
资产总计	241,430	260,599	283,559	294,161	293,465	营业外支出	21	106	4	4	4
短期借款	69,317	66,995	96,284	100,243	94,092	利润总额	2,410	8,873	8,382	10,054	10,373
应付票据及应付账款	29,473	27,601	23,282	23,987	23,987	所得税	92	1,969	1,911	2,292	2,365
其他	27,063	29,266	24,773	25,081	25,086	净利润	2,318	6,904	6,471	7,762	8,008
流动负债合计	125,853	123,862	144,339	149,311	143,165	少数股东损益	(0)	(0)	12	14	14
长期借款	58,347	70,621	70,621	70,621	70,621	归属于母公司净利润	2,318	6,905	6,459	7,748	7,993
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.33	0.98	0.92	1.10	1.14
其他	4,310	6,118	6,100	6,100	6,100						
非流动负债合计	62,657	76,739	76,721	76,721	76,721	主要财务比率					
负债合计	188,510	200,600	221,061	226,032	219,886		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	58	6	18	32	46	成长能力					
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039	营业收入	12.3%	5.6%	-1.1%	3.7%	0.1%
资本公积	18,687	18,764	18,764	18,764	18,764	营业利润	-88.3%	282.8%	-6.0%	20.0%	3.2%
留存收益	27,185	34,090	36,678	42,294	47,731	归属于母公司净利润	-85.1%	197.8%	-6.5%	20.0%	3.2%
其他	(48)	100	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	52,920	59,999	62,498	68,129	73,580	毛利率	8.2%	11.2%	10.5%	11.1%	11.1%
负债和股东权益总计	241,430	260,599	283,559	294,161	293,465	净利率	1.0%	2.9%	2.8%	3.2%	3.3%
						ROE	4.2%	12.2%	10.5%	11.9%	11.3%
						ROIC	3.5%	5.5%	4.9%	5.1%	5.1%
						偿债能力					
						资产负债率	78.1%	77.0%	78.0%	76.8%	74.9%
						净负债率	205.9%	217.7%	249.8%	233.9%	208.2%
						流动比率	0.61	0.53	0.44	0.44	0.46
						速动比率	0.28	0.28	0.22	0.22	0.22
						营运能力					
						应收账款周转率	147.4	515.5	162.4	101.8	100.0
						存货周转率	5.5	5.7	6.5	6.5	6.4
						总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.33	0.98	0.92	1.10	1.14
						每股经营现金流	3.69	3.34	2.52	3.95	4.24
						每股净资产	7.51	8.52	8.88	9.67	10.45
						估值比率					
						市盈率	45.1	15.1	16.2	13.5	13.1
						市净率	2.0	1.7	1.7	1.5	1.4
						EV/EBITDA	14.2	9.8	9.4	7.9	7.4
						EV/EBIT	36.1	16.7	16.8	14.8	14.6

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。