

静待氨纶筑底回暖，一体化布局再强化

核心观点

- 四季度盈利承压。**公司近期发布 2024 年年报，全年实现营业收入 269.3 亿元，同比+2.4%；实现归母净利润 22.2 亿元，同比-10.4%。单四季度来看，公司实现营业收入 65.6 亿元，同比-0.9%，环比-1.1%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比-62.7%，环比-58.6%。公司四季度业绩延续下滑，主要是因为氨纶价差缩窄以及年末资产减值损失较大。
- 主营产品持续筑底，龙头逆势扩张。**从产品价差角度来看，根据我们测算，24Q4 氨纶单吨价差同环比分别-258/-723 元，己二酸单吨价差同环比分别-769/+191 元。近年来氨纶和己二酸行业因供大于求而竞争加剧，价差持续筑底，从 25Q1 价格价差表现来看，氨纶价格有所回暖但价差表现仍弱，己二酸价格价差仍在下滑。公司拥有行业左侧成本优势，后续仍将在行业底部稳步扩张，从而有望在下一轮景气周期中获得更大利润弹性。
- 一体化布局再强化。**公司在建 110 万吨天然气一体化项目与 24 万吨 PTMEG 项目将强化公司氨纶上游原料一体化布局，未来有望进一步提升公司成本竞争力。

盈利预测与投资建议

- 我们结合公司四季度情况及近期氨纶与己二酸行业变化，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 2025-2027 年每股收益 EPS 为 0.46、0.53、0.58 元（原 25-26 年预测为 0.60、0.68 元），按照可比公司 25 年 20 倍 PE，调整目标价为 9.20 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,298	26,931	26,114	27,506	28,943
同比增长(%)	1.6%	2.4%	-3.0%	5.3%	5.2%
营业利润(百万元)	2,768	2,563	2,634	3,029	3,301
同比增长(%)	-13.6%	-7.4%	2.8%	15.0%	9.0%
归属母公司净利润(百万元)	2,478	2,220	2,282	2,632	2,872
同比增长(%)	-12.9%	-10.4%	2.8%	15.3%	9.1%
每股收益(元)	0.50	0.45	0.46	0.53	0.58
毛利率(%)	15.3%	13.8%	13.9%	15.0%	15.5%
净利率(%)	9.4%	8.2%	8.7%	9.6%	9.9%
净资产收益率(%)	10.3%	8.6%	8.4%	9.1%	9.3%
市盈率	15.5	17.3	16.8	14.6	13.4
市净率	1.5	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（2025年04月01日）	7.74 元
目标价格	9.20 元
52 周最高价/最低价	9.24/6.59 元
总股本/流通 A 股（万股）	496,254/495,199
A 股市值（百万元）	38,410
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2025 年 04 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.3	-6.3	-5.38	12.01
相对表现%	-5.17	-6.24	-4.18	3.89
沪深 300%	-1.13	-0.06	-1.2	8.12



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

行业景气底部优势凸显	2024-08-11
业绩环比改善，成本优势支撑明显	2023-08-16

表 1：可比公司估值（截至 2025/4/1）

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
泰和新材	10.11	0.27	0.43	0.57	37.91	23.70	17.87
神马股份	8.51	0.03	0.14	0.20	257.88	59.59	43.20
万华化学	67.10	4.15	5.78	6.93	16.17	11.61	9.68
华鲁恒升	22.70	1.84	2.14	2.48	12.35	10.63	9.14
新乡化纤	4.28	0.14	0.17	0.23	29.64	24.97	18.50
调整后平均					27.91	20.09	15.35

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					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,169	7,068	6,853	7,219	7,595
应收票据、账款及款项融资	5,348	5,723	5,549	5,845	6,150
预付账款	676	778	755	795	837
存货	3,621	3,718	3,600	3,744	3,917
其他	238	1,609	1,550	1,551	1,551
流动资产合计	20,053	18,895	18,307	19,153	20,050
长期股权投资	759	852	852	852	852
固定资产	11,368	10,817	10,371	10,083	14,926
在建工程	1,511	1,665	4,446	6,930	2,809
无形资产	1,159	1,380	1,338	1,296	1,255
其他	658	2,357	2,235	2,216	2,216
非流动资产合计	15,455	17,071	19,242	21,377	22,058
资产总计	35,508	35,966	37,550	40,530	42,108
短期借款	2,645	2,795	2,975	3,884	3,116
应付票据及应付账款	4,556	4,266	4,132	4,296	4,494
其他	1,777	955	948	959	971
流动负债合计	8,978	8,016	8,054	9,139	8,581
长期借款	370	2	2	2	2
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,237	1,396	1,396	1,396	1,396
非流动负债合计	1,607	1,398	1,398	1,398	1,398
负债合计	10,584	9,414	9,452	10,537	9,979
少数股东权益	2	98	105	113	122
实收资本（或股本）	4,963	4,963	4,963	4,963	4,963
资本公积	3,897	3,897	3,897	3,897	3,897
留存收益	16,043	17,518	19,056	20,944	23,071
其他	19	76	76	76	76
股东权益合计	24,924	26,552	28,097	29,993	32,129
负债和股东权益总计	35,508	35,966	37,550	40,530	42,108

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,479	2,227	2,290	2,640	2,881
折旧摊销	1,271	1,637	1,574	1,616	2,109
财务费用	(146)	(136)	(60)	(41)	(47)
投资损失	(94)	(127)	(127)	(127)	(127)
营运资金变动	(1,279)	(709)	233	(305)	(311)
其它	236	133	1	(2)	9
经营活动现金流	2,469	3,025	3,911	3,781	4,513
资本支出	(2,512)	(1,202)	(3,750)	(3,750)	(2,800)
长期投资	(71)	(1,884)	0	0	0
其他	975	(1,302)	130	130	130
投资活动现金流	(1,608)	(4,389)	(3,620)	(3,620)	(2,670)
债权融资	(201)	(1,386)	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(744)	(501)	(505)	205	(1,465)
筹资活动现金流	(945)	(1,887)	(505)	205	(1,465)
汇率变动影响	77	27	-0	-0	-0
现金净增加额	(8)	(3,224)	(214)	365	377

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,298	26,931	26,114	27,506	28,943
营业成本	22,262	23,205	22,473	23,369	24,446
销售费用	194	212	206	217	228
管理费用	430	408	395	416	438
研发费用	901	809	785	827	870
财务费用	(146)	(136)	(60)	(41)	(47)
资产、信用减值损失	69	184	(2)	0	11
公允价值变动收益	(3)	2	2	2	2
投资净收益	94	127	127	127	127
其他	90	185	188	182	176
营业利润	2,768	2,563	2,634	3,029	3,301
营业外收入	8	24	24	24	24
营业外支出	157	74	74	74	74
利润总额	2,619	2,514	2,584	2,980	3,252
所得税	140	287	295	340	371
净利润	2,479	2,227	2,290	2,640	2,881
少数股东损益	1	7	7	8	9
归属于母公司净利润	2,478	2,220	2,282	2,632	2,872
每股收益（元）	0.50	0.45	0.46	0.53	0.58

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1.6%	2.4%	-3.0%	5.3%	5.2%
营业利润	-13.6%	-7.4%	2.8%	15.0%	9.0%
归属于母公司净利润	-12.9%	-10.4%	2.8%	15.3%	9.1%
获利能力					
毛利率	15.3%	13.8%	13.9%	15.0%	15.5%
净利率	9.4%	8.2%	8.7%	9.6%	9.9%
ROE	10.3%	8.6%	8.4%	9.1%	9.3%
ROIC	8.9%	7.4%	7.5%	8.1%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	29.8%	26.2%	25.2%	26.0%	23.7%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.23	2.36	2.27	2.10	2.34
速动比率	1.83	1.89	1.82	1.68	1.88
营运能力					
应收账款周转率	11.4	10.8	10.5	11.0	11.0
存货周转率	6.8	6.3	6.1	6.3	6.3
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）					
每股收益	0.50	0.45	0.46	0.53	0.58
每股经营现金流	0.50	0.61	0.79	0.76	0.91
每股净资产	5.02	5.33	5.64	6.02	6.45
估值比率					
市盈率	15.5	17.3	16.8	14.6	13.4
市净率	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.4	8.1	7.9	7.1	6.1
EV/EBIT	12.5	13.5	12.8	11.0	10.1

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。