

因多拉玛

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

IVL TB

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

泰国能源行业

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

各业务单元普遍疲弱

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 3 月 2 日发布的题为《Weak across business units》的报告，因多拉玛公布 2025 年四季度净亏损 47 亿泰铢（每股亏损 0.88 泰铢），较三季度 8.18 亿泰铢亏损扩大，主要由于销量下降及库存损失所导致。行业供过于求局面叠加去杠杆计划延迟可能对今年净利润构成进一步压力。

2025 年四季度净亏损 47 亿泰铢（每股亏损 0.88 泰铢），三季度亏损 8.18 亿泰铢

主要亮点包括：受美国 PO/MTBE 装置检修（11 月中旬重启）影响，公司销量环比下降 4%（同比降 9%）至 310 万吨，拖累整体开工率降至 72%（三季度为 74%），包装、Indovinya 和纤维业务表现疲弱。亚洲 PET 价差从第三季度的每吨 113 美元微升至 116 美元，而西方地区价差环比下降至每吨 337 美元（三季度 362 美元）。MTBE 价差因检修季因素环比回升至每吨 268 美元（三季度 262 美元），但仍低于 300 美元的盈亏平衡点。MEG 价差环比走弱至每吨 322 美元（三季度 396 美元）。销量与价差双降导致公司调整后 Ebitda 环比下降 21% 至 2.21 亿美元，其中 CPET 业务贡献下降 17% 至 1.32 亿美元，Indovinya 下降 21% 至 6,100 万美元，纤维业务下降 18% 至 2,500 万美元。公司四季度确认 9.74 亿泰铢库存损失（三季度 4.32 亿泰铢）。综上，公司四季度净亏损 47 亿泰铢（三季度 8.18 亿泰铢），2025 全年亏损 74 亿泰铢（每股亏损 1.47 泰铢），2024 年亏损 193 亿泰铢。

2026 年 1 月 PET 价差反弹

因中国生产商削减开工率，2026 年 1 月 PET 价差反弹至每吨 147 美元。但研究指出考虑到新增产能将匹配需求增长，价差回升或难持续，预示今年行业开工率将持平。同期 MTBE 价差在 2026 年 1 月环比下跌。

油价上涨挤压利润率 但库存收益形成缓冲

中东局势将产生两方面影响：一是油价上涨，这将在 2026 年一季度带来库存盈利，但利润率将进一步被压缩，从而产生负面影响。研究表明，在供应过剩情况下更高的成本将难以向下游传导。

去杠杆进程延迟将压制净利润

因多拉玛今年盈利部分依赖去杠杆计划，该计划最早或于 2026 年下半年实施。若进一步延迟，可能对公司净利润构成压力。

催化因素

主要催化因素包括中国消费复苏及包装与 Indovinya 业务成功分拆上市。

投资风险

中国经济复苏乏力可能限制 PET 价差上行空间。若全球金融市场疲弱，或影响公司通过分拆包装与 Indovinya 业务实施去杠杆的计划。

公司概况

公司业务分为三大板块：复合/一体化 PET (CPET)、Indovinya (原一体化氧化物衍生物 IOD) 及纤维。作为全球最大 PET 生产商，公司现有 630 万吨 PET 产能，同时以 530 万吨产能位列全球前 20 大 PTA 生产商。公司拥有 380 万吨一体化氧化物衍生物产能及 230 万吨聚酯纤维产能。

收入按产品分类

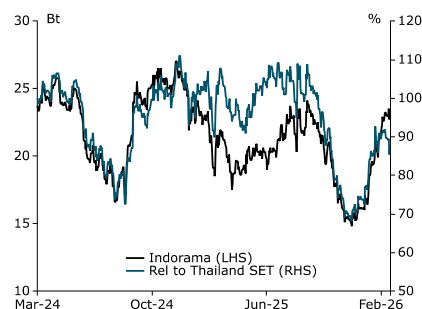
复合 PET	63.0%
纤维	20.9%
Indovinya	16.1%
例外项目	0.0%

资料来源: CLSA

收入按地区分类

亚洲	21.3%
美洲	47.1%
欧洲	23.3%
中东及非洲	8.3%

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 27 日): 22.9 泰铢

12 个月最高/最低价: 24.1 泰铢/14.8 泰铢

市值: 41.50 亿美元

3 个月日均成交额: 15.53 百万美元

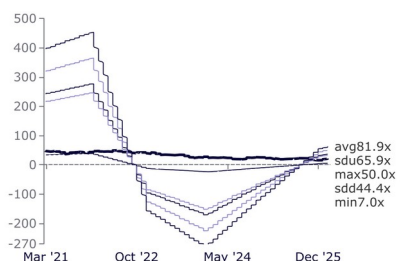
市场共识目标价 (路孚特): 22.59 泰铢

主要股东:

Indorama Resources Ltd 64.74%

Thai NVDR Co Ltd 9.06%

市盈率区间



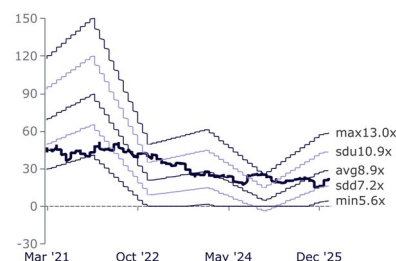
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
瑞翁	4205 JP	28.7	2141.00	16.8	16.5	13.9	1.4	1.3	1.2	3.3	3.4	3.5	8.4	8.0	8.8

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 27 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。