

减值计提拖累业绩，重组提升值得期待

核心观点

- **2025 年业绩下滑较多：**公司 2025 年全年实现营业收入 460.73 亿元，同比下滑 6.4%，归母净利润 5.55 亿元，同比下降 47.7%。业绩下滑的主要原因有两点：1) 受二季度美国发起的关税争端影响，化工行业景气度表现较差；2) 下半年公司因上海吴泾基地关停，及北美 CMA 公司反倾销诉讼损失等原因发生较多减值计提。
- **中东冲突推升能化与新材料景气度：**26 年 3 月以来由于地缘局势问题，油气及下游化工品价格大幅上涨。公司能化与新材料板块产品价格也随之上涨，甲醇、醋酸、丙烯酸等截止 4 月 20 日价格分别比 2 月底上涨 49%、50%、78%。其中受益较突出的是能源化工板块，公司以煤炭为原料，价格与供应相对稳定，因此公司盈利能力得到明显提升。虽然我们难以判断中东局势的变化，但即使冲突很快结束，冲突对于中东地区的油气生产与石化装置都已造成破坏。后续全球范围内的石油开采、库存物流、生产加工等各环节都需要不断的时间来恢复正常水平。因此我们认为 2026 年公司能化与新材料板块盈利将有所提升。
- **广西能化重组值得期待：**因同业竞争原因，公司控股股东承诺在广西能化公司投产并获得盈利后，将广西公司 100% 股权根据评估确认价值转让给上市公司或其指定主体，目前已达到承诺条件。广西能化主业与上市公司内能化板块基本一致，为煤制甲醇与醋酸，且规模与竞争力明显强于上市公司现有水平。我们预计在 26 年的市场环境下，广西能化有望获得非常好的盈利水平。而上市公司以往几次收购资产，均采用资产法定价。如果后续重组广西能化也采用资产法定价，我们认为对于上市公司股东较为有利。

盈利预测与投资建议

- 结合近期化工品价格变化，我们调整了公司相关产品的价格预测，并调整公司 2026-2027 年每股收益 EPS 为 0.64、0.60 元（原预测 0.60、0.60 元），并添加 2028 年 EPS 预测为 0.63 元。按照可比公司 2026 年 23 倍 PE，对应目标价为 14.72 元，维持买入评级。

风险提示

- 宏观经济波动风险；新项目投产低于预期；能源品价格波动；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	49,243	46,073	50,376	51,124	52,178
同比增长(%)	20.5%	-6.4%	9.3%	1.5%	2.1%
营业利润(百万元)	1,831	899	2,742	2,811	3,254
同比增长(%)	14.9%	-50.9%	204.9%	2.5%	15.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,060	555	1,365	1,277	1,337
同比增长(%)	23.1%	-47.7%	146.1%	-6.5%	4.7%
每股收益(元)	0.50	0.26	0.64	0.60	0.63
毛利率(%)	8.2%	7.6%	9.8%	9.8%	10.6%
净利率(%)	2.2%	1.2%	2.7%	2.5%	2.6%
净资产收益率(%)	4.3%	2.3%	5.9%	5.2%	5.2%
市盈率	19.9	38.0	15.5	16.5	15.8
市净率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8

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。

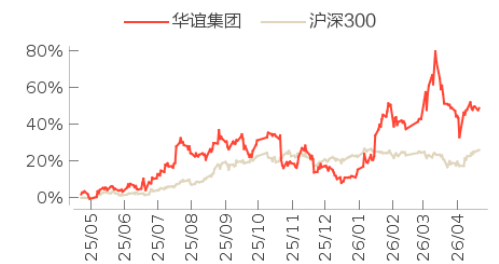
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月21日）	9.94 元
目标价格	14.72 元
52 周最高价/最低价	12.26/6.54 元
总股本/流通 A 股（万股）	212,283/211,913
A 股市值（百万元）	21,101
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026 年 04 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.2	-1.68	7.23	48.66
相对表现%	-1.62	-6.08	6.28	22.69
沪深 300%	1.42	4.4	0.95	25.97



证券分析师

倪吉 执业证书编号：S0860517120003
nijj@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

业绩稳步增长，资产结构持续优化 2025-08-25
广西基地成型与强化市值管理，有望驱动 2025-06-02
公司价值重估

表 1：可比公司估值（截止到 2026 年 4 月 21 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
万华化学	4.16	4.36	5.36	6.24	16.37	15.63	12.72	10.92
荣盛石化	0.07	0.28	0.46	0.61	135.72	34.65	21.53	16.01
金能科技	-0.07	0.15	0.27	0.39	-116.98	53.99	29.20	20.47
巨化股份	0.73	1.58	1.96	2.30	47.80	22.02	17.68	15.08
贵州轮胎	0.40	0.40	0.52	0.66	11.77	11.71	8.99	7.07
调整后平均						39.00	23.00	18.00

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	15,916	12,961	14,180	15,414	17,259	营业收入	49,243	46,073	50,376	51,124	52,178
应收票据、账款及款项融资	3,278	3,728	2,749	2,790	2,848	营业成本	45,182	42,558	45,437	46,097	46,646
预付账款	475	446	487	494	505	销售费用	623	608	605	613	626
存货	6,184	5,568	5,944	6,031	6,103	管理费用	1,263	1,567	1,285	1,304	1,331
其他	2,477	3,833	3,844	3,846	3,849	研发费用	1,170	1,213	1,310	1,329	1,357
流动资产合计	28,330	26,535	27,205	28,575	30,563	财务费用	328	362	204	192	177
长期股权投资	5,434	5,053	5,053	5,053	5,053	资产、信用减值损失	239	154	135	114	120
固定资产	21,936	20,374	28,541	31,467	32,770	公允价值变动收益	17	131	25	25	25
在建工程	6,803	9,861	4,162	2,452	1,940	投资净收益	822	519	800	800	800
无形资产	2,288	2,193	2,064	1,935	1,806	其他	554	639	515	511	506
其他	9,202	7,409	7,186	6,992	6,925	营业利润	1,831	899	2,742	2,811	3,254
非流动资产合计	45,663	44,890	47,006	47,899	48,492	营业外收入	58	59	50	50	50
资产总计	73,993	71,425	74,211	76,474	79,055	营业外支出	25	150	50	50	50
短期借款	2,900	2,557	2,557	2,557	2,557	利润总额	1,865	808	2,742	2,811	3,254
应付票据及应付账款	8,242	8,708	9,297	9,432	9,545	所得税	344	251	685	703	813
其他	17,409	19,016	19,132	19,152	19,181	净利润	1,520	558	2,056	2,108	2,440
流动负债合计	28,551	30,282	30,987	31,142	31,283	少数股东损益	460	3	691	832	1,103
长期借款	9,330	8,423	8,423	8,423	8,423	归属于母公司净利润	1,060	555	1,365	1,277	1,337
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.50	0.26	0.64	0.60	0.63
其他	1,770	1,902	1,902	1,902	1,902						
非流动负债合计	11,099	10,325	10,325	10,325	10,325	主要财务比率					
负债合计	39,650	40,607	41,312	41,467	41,608		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	8,165	8,443	9,135	9,966	11,069	成长能力					
实收资本(或股本)	2,131	2,123	2,114	2,114	2,114	营业收入	20.5%	-6.4%	9.3%	1.5%	2.1%
资本公积	11,188	7,156	7,188	7,188	7,188	营业利润	14.9%	-50.9%	204.9%	2.5%	15.7%
留存收益	13,061	13,217	14,582	15,859	17,196	归属于母公司净利润	23.1%	-47.7%	146.1%	-6.5%	4.7%
其他	(202)	(120)	(120)	(120)	(120)	获利能力					
股东权益合计	34,343	30,819	32,899	35,007	37,448	毛利率	8.2%	7.6%	9.8%	9.8%	10.6%
负债和股东权益总计	73,993	71,425	74,211	76,474	79,055	净利率	2.2%	1.2%	2.7%	2.5%	2.6%
						ROE	4.3%	2.3%	5.9%	5.2%	5.2%
						ROIC	4.0%	1.9%	5.0%	4.9%	5.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	53.6%	56.9%	55.7%	54.2%	52.6%
净利润	1,520	558	2,056	2,108	2,440	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	2,021	(196)	2,476	3,120	3,419	流动比率	0.99	0.88	0.88	0.92	0.98
财务费用	328	362	204	192	177	速动比率	0.78	0.69	0.67	0.70	0.76
投资损失	(822)	(519)	(800)	(800)	(800)	营运能力					
营运资金变动	274	1,078	511	(96)	(121)	应收账款周转率	28.3	20.5	19.3	17.8	17.7
其它	597	503	139	89	95	存货周转率	7.9	7.2	7.6	7.0	7.0
经营活动现金流	3,918	1,784	4,586	4,614	5,210	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(6,578)	(5,161)	(4,013)	(4,013)	(4,013)	每股指标(元)					
长期投资	(396)	400	0	0	0	每股收益	0.50	0.26	0.64	0.60	0.63
其他	3,272	1,595	825	825	825	每股经营现金流	1.84	0.84	2.17	2.18	2.46
投资活动现金流	(3,703)	(3,167)	(3,188)	(3,188)	(3,188)	每股净资产	12.33	10.54	11.19	11.80	12.43
债权融资	478	(760)	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,232	(4,041)	24	0	0	市盈率	19.9	38.0	15.5	16.5	15.8
其他	(2,753)	3,326	(204)	(192)	(177)	市净率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
筹资活动现金流	(1,044)	(1,475)	(180)	(192)	(177)	EV/EBITDA	3.1	12.3	2.4	2.1	1.9
汇率变动影响	40	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.1	10.4	4.4	4.4	3.8
现金净增加额	(788)	(2,857)	1,218	1,234	1,846						

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。