

投资评级 优于大市 维持

供需改善，预计 2023 年同比扭亏

股票数据

01月12日收盘价(元)	12.77
52周股价波动(元)	9.75-14.54
总股本/流通A股(百万股)	1529/1529
总市值/流通市值(百万元)	19531/19531

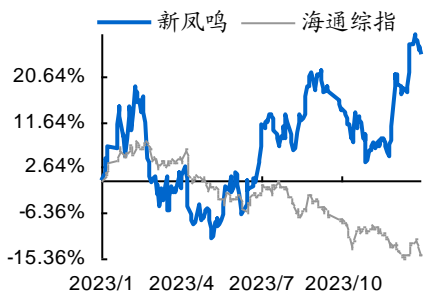
相关研究

《长丝价差改善、盈利修复》2023.10.28

《2Q23 长丝产销增长，盈利继续修复》

2023.08.25

《启动印尼炼化一体化项目，推动全产业链布局》2023.06.27

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.9	9.6	-0.2
相对涨幅 (%)	-1.7	18.0	11.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23185718

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23185963

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23185616

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23185607

Email:zhr14674@haitong.com

投资要点:

- 公司预计 2023 年同比扭亏。**公司发布 2023 年年度业绩预盈公告，预计 2023 年度实现归母净利润 10.3-11.3 亿元，同比扭亏为盈。2023 年随着国内稳增长政策的持续发力，行业供需边际明显改善，公司产销与价差有所扩大，景气度提升。按此计算，公司 4Q23 单季度实现归母净利润 1.4-2.4 亿元。
- 聚酯纤维产销量同比稳定增长。**2023 年前三季度，公司聚酯纤维（长丝+短纤）产销量分别为 579 万吨、571 万吨，分别同比增长 22.6%、28.2%。其中，涤纶长丝产销量分别为 495 万吨、489 万吨，分别同比增长 12.1%、17.1%；短纤产销量分别为 85 万吨、83 万吨，分别同比增长 173.6%、191.0%。
- 产能稳步扩张。**根据公司 2023 半年报，公司拥有民用涤纶长丝产能 740 万吨/年，较 2022 年底新增 110 万吨，国内市场占有率超过 12%；涤纶短纤产能 120 万吨/年。此外，公司拥有 500 万吨 PTA 产能，规划 540 万吨 PTA 产能，预计到 2026 年上半年，公司 PTA 达到 1000 万吨。2024 年 1 月 10 日，公司发布公告，全资子公司中鸿新材料拟规划投资 200 亿元，建设年产 250 万吨差别化聚酯纤维材料、10 万吨聚酯膜材料项目；其中一期项目拟投资约 35 亿元，建设 25 万吨/年聚酯生产装置（阳离子纤维产品）、40 万吨/年聚酯生产装置（差别化纤维产品）。
- 启动 1600 万吨/年印尼炼化一体化项目。**公司发布公告，拟启动泰昆石化印尼北加炼化一体化项目。泰昆石化由华灿国际、上海青翊分别持股 90%、10%，其中桐昆股份、新凤鸣分别持有华灿国际 51%、49% 股权。项目报批总投资 86.24 亿美元（其中自筹 26.15 亿美元、国内外银行贷款 60.09 亿美元），拟投资建设 1600 万吨/年炼油、520 万吨/年 PX、80 万吨/年乙烯。根据公司公告，项目建成后年均营业收入 104.38 亿美元，年均税后利润 13.28 亿美元，税后财务内部收益率 16.68%。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023~2025 年 EPS 分别为 0.70 元、1.23 元、1.61 元，2023 年 BPS 10.97 元，按照 2023 年 EPS 以及 18-20 倍 PE，对应合理价值区间 12.60-14.00 元（对应 2023 年 PB 1.1-1.3 倍），维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示：**项目建设进展不及预期；产品价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44770	50787	53632	56396	55908
(+/-)YoY(%)	21.1%	13.4%	5.6%	5.2%	-0.9%
净利润(百万元)	2254	-205	1074	1874	2461
(+/-)YoY(%)	273.8%	-109.1%	623.8%	74.5%	31.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.47	-0.13	0.70	1.23	1.61
毛利率(%)	10.5%	3.7%	6.7%	8.3%	9.7%
净资产收益率(%)	13.7%	-1.3%	6.4%	10.0%	11.7%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
601233.SH	桐昆股份	326	0.05	0.70	1.55	270.20	19.30	8.72	0.9
002493.SZ	荣盛石化	978	0.33	0.20	0.71	29.27	48.30	13.61	2.0
000301.SZ	东方盛虹	636	0.08	0.55	0.94	120.25	17.49	10.23	1.7
	均值		0.15	0.48	1.07	139.91	28.36	10.85	1.5

注: 收盘价为 2024 年 1 月 12 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 项目建设进展不及预期; 产品价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	50787	53632	56396	55908
每股收益	-0.13	0.70	1.23	1.61	营业成本	48904	50016	51688	50467
每股净资产	10.27	10.97	12.19	13.80	毛利率%	3.7%	6.7%	8.3%	9.7%
每股经营现金流	2.08	3.02	3.72	4.35	营业税金及附加	90	107	113	112
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	84	91	96	95
P/E	-95.25	18.18	10.42	7.94	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.24	1.16	1.05	0.93	管理费用	652	686	722	716
P/S	0.38	0.36	0.35	0.35	管理费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
EV/EBITDA	12.04	7.58	5.81	4.72	EBIT	-21	1605	2594	3344
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	549	620	680	737
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%
毛利率	3.7%	6.7%	8.3%	9.7%	资产减值损失	-165	-20	-20	-20
净利润率	-0.4%	2.0%	3.3%	4.4%	投资收益	22	24	25	25
净资产收益率	-1.3%	6.4%	10.0%	11.7%	营业利润	-529	1204	2145	2836
资产回报率	-0.5%	2.5%	4.1%	5.2%	营业外收支	64	60	60	60
投资回报率	0.0%	3.6%	5.6%	6.9%	利润总额	-466	1264	2205	2896
盈利增长 (%)					EBITDA	2520	4472	5774	6837
营业收入增长率	13.4%	5.6%	5.2%	-0.9%	所得税	-260	190	331	434
EBIT 增长率	-100.7%	7615.3%	61.6%	28.9%	有效所得税率%	55.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-109.1%	623.8%	74.5%	31.3%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-205	1074	1874	2461
资产负债率	62.0%	61.4%	59.1%	55.3%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	0.78	0.80	0.88	1.04	货币资金	6289	6500	7000	7500
速动比率	0.51	0.52	0.58	0.70	应收账款及应收票据	576	588	618	613
现金比率	0.41	0.43	0.48	0.59	存货	3719	3803	3931	3838
经营效率指标					其它流动资产	1321	1321	1339	1327
应收帐款周转天数	4.14	4.00	4.00	4.00	流动资产合计	11905	12212	12887	13277
存货周转天数	27.76	27.76	27.76	27.76	长期股权投资	327	327	327	327
总资产周转率	1.23	1.23	1.24	1.18	固定资产	22615	23818	24713	25301
固定资产周转率	2.25	2.25	2.28	2.21	在建工程	3063	3563	4063	4563
					无形资产	1745	1875	2000	2120
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	非流动资产合计	29399	31232	32752	33959
净利润	-205	1074	1874	2461	资产总计	41304	43444	45639	47236
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	8491	8362	7513	5769
非现金支出	2711	2887	3200	3513	应付票据及应付账款	3854	3974	4107	4010
非经营收益	456	582	646	711	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	224	79	-24	-31	其它流动负债	2850	2926	2964	2939
经营活动现金流	3185	4622	5695	6654	流动负债合计	15196	15262	14583	12718
资产	-5370	-4640	-4640	-4640	长期借款	7356	8356	9356	10356
投资	-22	0	0	0	其它长期负债	3053	3053	3053	3053
其他	-23	24	25	25	非流动负债合计	10408	11408	12408	13408
投资活动现金流	-5414	-4616	-4615	-4615	负债总计	25604	26670	26991	26127
债权募资	23346	871	151	-743	实收资本	1529	1529	1529	1529
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	15700	16774	18648	21109
其他	-20340	-666	-731	-796	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	3006	205	-581	-1540	负债和所有者权益合计	41304	43444	45639	47236
现金净流量	816	211	500	500					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 12 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 行业二部
胡歆 石油化工行业
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 华峰化学,恒力石化,卫星化学,滨化股份,湘潭电化,华光新材,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,亚香股份,赛轮轮胎,桐昆股份,广汇能源,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,嘉化能源,华锦股份,聚合顺,松井股份,中国石油,新和成,新奥股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。