

评级: 买入 (维持)

市场价格: 12.77

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

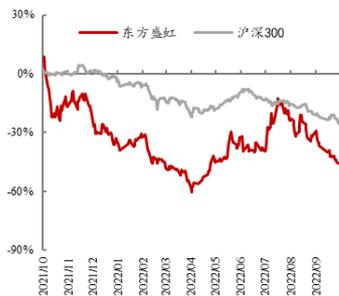
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	22,777	51,722	75,826	158,817	169,059
增长率 yoy%	-8%	127%	47%	109%	6%
净利润 (百万元)	316	4,544	2,356	10,992	12,649
增长率 yoy%	-80%	1336%	-48%	367%	15%
每股收益 (元)	0.05	0.73	0.38	1.77	2.04
每股现金流量	0.33	0.86	2.42	1.94	6.70
净资产收益率	1%	15%	8%	27%	24%
P/E	250.8	17.5	33.7	7.2	6.3
PEG	4.5	2.9	2.8	2.1	1.6
P/B	22,777	51,722	75,826	158,817	169,059

备注: 股价取自 2022/10/28

基本状况

总股本(百万股)	6,213
流通股本(百万股)	4,835
市价(元)	12.77
市值(亿元)	79,343
流通市值(亿元)	61,743

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 事件: 10月28日, 公司发布2022三季报。**2022Q1-3 公司实现营业收入 467.1 亿元, 同比增长 16.2%; 实现归属母公司净利润 15.8 亿元, 同比降低 60.0%。其中 2022Q3, 公司单季度实现营业收入 164.7 亿元, 同比增长 17.1%, 环比下降 0.02%; 单季度实现归母净利润-0.59 亿元, 同比下降 105.8%, 环比下降 106.2%。
- 点评:**
- 疫情影响下游需求, 上半年业绩略有承压。**2022Q1-3 公司实现归母净利润 15.8 亿元, 同比降低 60.0%。盈利方面, 前三季度公司毛利率为 8.71%, 同比下降 2.45pct; 净利率为 3.37%, 同比下降 2.30pct。受疫情反复及油价上移影响, 公司盈利能力略有下滑。期间费用方面, 前三季度公司期间费用率合计为 5.39%, 同比增加 1.50pct。其中, 销售费用率为 0.30%, 同比增加 0.12pct, 管理费用 (含研发费用, 可比口径) 率为 1.95%, 同比下降 0.01pct, 财务费用率为 3.15%, 同比增加 1.40pct。
- 整合斯尔邦产业链, EVA 持续景气贡献业绩。**价格方面, 2022 前三季度 EVA 均价 23480 元/吨, 同比上涨 20.39%。其中 Q3 单季度 EVA 均价 24079 元/吨, 环比-6.28%, 同比+19.44%。价差方面, 2022 前三季度 EVA (28%) 和 EVA、乙烯价差为 14615 元/吨, 同比上涨 25.30%。其中 Q3 单季度 EVA (28%) 和 EVA、乙烯价差为 16354 元/吨, 环比+3.15%, 同比+34.34%。产量方面, 斯尔邦具备 30 万吨/年光伏级 EVA 产能以及丙烯腈产能 78 万吨/年、MMA 产能 17 万吨/年, 环氧乙烷产能 30 万吨/年。公司收购斯尔邦 100% 股权, 成为全国最大的光伏级 EVA 生产商, 同时公司规划有合计 75 万吨/年新建 EVA 产能, 预计将从 2024 年底陆续投产。随着光伏行业持续高景气叠加较高的技术壁垒, 光伏 EVA 前景向好, 公司作为其龙头或将充分受益。
- 成本催升需求承压, 产品利润短期承压。**2022Q1-3 原油均价 (Brent) 为 102.5 美元/桶, 同比上涨 51.06%, 2022Q3 单季度原油均价 97.7 美元/桶, 同比上涨 33.42%, 环比-12.75%。价格方面, 根据中纤网, 2022 前三季度 PTA 均价为 6173 元/吨, 同比+1556 元/吨 (+33.70%); 涤纶长丝 DTY 均价为 9546 元/吨, 同比+758 元/吨 (+8.62%)。2022Q3 单季度 PTA 均价为 6236 元/吨, 环比-424 元/吨 (-6.37%), 同比+1153 元/吨 (+22.67%); 涤纶长丝 DTY 均价为 9358 元/吨, 环比-343 元/吨 (-3.53%), 同比+290 元/吨 (+3.20%)。价差方面, 2022Q1-3, PTA-PX 均价差为

427 元/吨，同比-1.47%；DTY 与 PTA、乙二醇均价差为 2763 元/吨，同比-14.28%。2022Q3 单季度，PTA-PX 均价差为 534 元/吨，环比+53.77%，同比+1.90%；POY 与 PTA、乙二醇均价差为 1103 元/吨，环比+30.60%，同比-13.82%；DTY 与 PTA、乙二醇均价差为 2320 元/吨，环比+10.59%，同比-10.65%。**产能方面：**目前公司拥有 PTA 产能 390 万吨/年，并规划 240 万吨/年新建 PTA 产能；公司具有以 DTY 为主的差别化纤维 260 万吨/年，规划 175 万吨/年新建产能。

- **大炼化即将全面投产，三个“百万吨”布局未来。**盛虹炼化一体化项目具备炼油能力 1600 万吨/年，是我国规模最大的单套炼油装置，同时配套有 280 万吨/年 PX 和 110 万吨/年乙烯裂解装置及下游应用。该项目在工艺路线、规模经济、降油增化等方面具有明显优势。今年 5 月常减压蒸馏装置一次开车成功，对于以聚酯长丝为主营业务的企业来说，向上游发展炼化一体化使得企业能够获取“炼化-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链利润，增强公司议价和抗风险能力。依据现有产品结构及公司发展规划，公司提出打造三个“百万吨”的战略规划，包括“百万吨”的 EVA，“百万吨”的丙烯腈和“百万吨”的可降解材料：

(1) **百万吨 EVA：**目前 EVA 产能 30 万吨/年，公司将继续建设 75 万吨 EVA 产能，以光伏级产品为主，EVA 总产能将超过 100 万吨/年，继续巩固领先地位。同时今年 10 月份会有 800 吨的 POE 中试装置，若中试理想，公司或将规划大型产能。

(2) **百万吨丙烯腈：**公司目前具有 78 万吨/年丙烯腈产能，明年将再投产一套 26 万吨/年的丙烯腈装置，丙烯腈合计产能达到 104 万吨/年。同时，公司计划在尼龙 66 和碳纤维两个方向中匹配丙烯腈下游装置。

(3) **百万吨可降解材料：**依托炼化平台，公司规划建设 34 万吨/年顺酐，30 万吨/年 BDO 和 18 万吨/年 PBAT，未来打造百万吨级绿色可降解塑料项目。

- **盈利预测：**受地缘政治和疫情反复等影响，2022 年前三季度公司盈利能力下滑，我们下调 2022 年公司业绩预期。由于国际油价长期处于高位，前三季度均价为 102.53 美元/桶，同比上涨 51.06%，而产品终端需求走弱，化学品和长丝价差持续走弱，考虑到 Q4 原油价格或将持续在高位震荡影响公司成本，同时公司大炼化项目投产时间略有推迟，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 23.56 亿元（原值为 63.71 亿元）、109.9 亿元（原值为 130.67 亿元）和 126.5 亿元（145.57 亿元），维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 疫情反复影响宏观经济下行风险；2) 国际原油价格大幅下跌风险；3) 项目投产不及预期风险；4) 地缘政治带来经济下行风险。

图表 1: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	13,398	22,748	47,645	50,718	营业收入	51,722	75,826	158,817	169,059
应收票据	349	0	0	0	营业成本	43,073	66,304	131,064	138,555
应收账款	531	172	360	383	税金及附加	209	307	643	685
预付账款	739	995	1,966	2,078	销售费用	155	228	477	508
存货	6,086	8,965	40,577	23,927	管理费用	642	942	1,972	2,099
合同资产	0	0	0	0	研发费用	427	607	1,271	1,368
其他流动资产	3,914	1,014	1,968	2,086	财务费用	1,092	4,262	4,651	4,249
流动资产合计	25,017	33,893	92,517	79,192	信用减值损失	-14	1	1	-2
其他长期投资	1,135	1,135	1,135	1,135	资产减值损失	-216	-106	-135	-152
长期股权投资	140	140	140	140	公允价值变动收益	20	-6	-13	0
固定资产	31,187	28,772	26,635	24,750	投资收益	-23	74	55	35
在建工程	56,845	56,945	56,945	56,845	其他收益	108	108	108	108
无形资产	3,055	3,551	4,038	4,474	营业利润	6,017	3,267	18,772	21,603
其他非流动资产	14,624	14,625	14,627	14,631	营业外收入	53	29	29	29
非流动资产合计	106,985	105,167	103,520	101,975	营业外支出	11	11	11	11
资产合计	132,003	139,060	196,036	181,167	利润总额	6,059	3,285	18,790	21,621
短期借款	11,640	13,221	33,832	2,487	所得税	973	668	6,576	7,567
应付票据	5,793	8,889	19,202	21,411	净利润	5,086	2,617	12,214	14,054
应付账款	12,696	12,404	24,912	26,752	少数股东损益	543	262	1,221	1,405
预收款项	34	960	1,244	969	归属母公司净利润	4,543	2,355	10,993	12,649
合同负债	884	1,365	2,859	3,043	NOPLAT	6,003	6,013	15,237	16,816
其他应付款	2,583	2,583	2,583	2,583	EPS (按最新股本摊薄)	0.73	0.38	1.77	2.04
一年内到期的非流动负债	5,071	5,071	5,071	5,071					
其他流动负债	1,084	1,532	2,943	3,113					
流动负债合计	39,786	46,025	92,645	65,428					
长期借款	52,374	52,424	52,354	52,434					
应付债券	3,928	3,928	3,928	3,928					
其他非流动负债	6,507	6,507	6,507	6,507					
非流动负债合计	62,808	62,858	62,788	62,868					
负债合计	102,595	108,883	155,433	128,297					
归属母公司所有者权益	27,615	28,122	37,327	48,188					
少数股东权益	1,793	2,055	3,277	4,682					
所有者权益合计	29,408	30,177	40,604	52,870					
负债和股东权益	132,003	139,060	196,036	181,167					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,334	15,014	12,073	41,615
现金收益	8,288	10,040	19,855	21,147
存货影响	-3,357	-2,879	-31,612	16,651
经营性应收影响	-880	558	-1,025	17
经营性应付影响	12,378	3,729	23,104	3,774
其他影响	-11,094	3,565	1,751	27
投资活动现金流	-41,008	-1,247	-1,278	-1,242
资本支出	-64,501	-1,342	-1,340	-1,295
股权投资	-68	0	0	0
其他长期资产变化	23,561	95	62	53
融资活动现金流	29,412	-4,418	14,102	-37,300
借款增加	46,012	1,631	20,540	-31,264
股利及利息支付	-3,885	-6,393	-6,947	-6,679
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-12,715	344	509	643

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	127.1%	46.6%	109.4%	6.4%
EBIT增长率	696.7%	5.5%	210.6%	10.4%
归母公司净利润增长率	1336.4%	-48.2%	366.6%	15.1%
获利能力				
毛利率	16.7%	12.6%	17.5%	18.0%
净利率	9.8%	3.5%	7.7%	8.3%
ROE	15.5%	7.8%	27.1%	23.9%
ROIC	7.7%	7.9%	18.6%	24.2%
偿债能力				
资产负债率	77.7%	78.3%	79.3%	70.8%
债务权益比	270.4%	268.9%	250.4%	133.2%
流动比率	0.6	0.7	1.0	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.8	0.9
应收账款周转天数	3	2	1	1
应付账款周转天数	68	68	51	67
存货周转天数	37	41	68	84
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.38	1.77	2.04
每股经营现金流	0.86	2.42	1.94	6.70
每股净资产	4.44	4.53	6.01	7.76
估值比率				
P/E	17	34	7	6
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	58	50	20	19

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。