

评级：买入（维持）

市场价格：14.30 元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2411
流通股本(百万股)	2288
市价(元)	14.30
市值(百万元)	34479
流通市值(百万元)	32712

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【事件点评】股权激励彰显信心，旺季已至景气向上 (20230926)

【公司点评】长丝主业量价齐升，出海布局蓄势成长 (20230926)

【行业深度】低库存迎复苏弹性，长周期格局已优化 (20230807)

公司盈利预测及估值

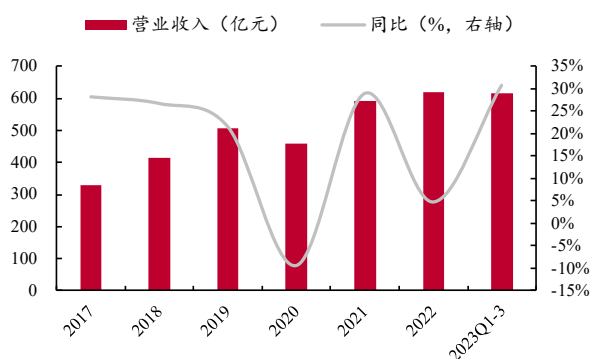
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	59,131	61,993	85,371	103,766	111,630
增长率 yoy%	29%	5%	38%	22%	8%
归母净利润 (百万元)	7,332	130	1,574	3,357	5,139
增长率 yoy%	158%	-98%	1109%	113%	53%
每股收益 (元)	3.04	0.05	0.65	1.39	2.13
净资产收益率	20%	0%	4%	8%	12%
P/E	4.7	264.8	21.9	10.3	6.7
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

备注：股价取自 2023 年 11 月 3 日收盘价；每股指标按照最新股本数全面摊薄

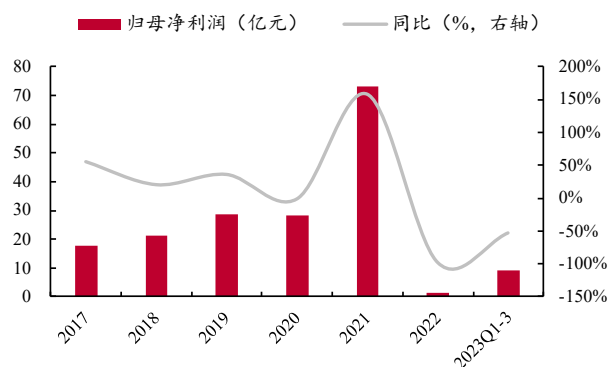
投资要点

- 事件：公司发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度公司实现营业收入 617.42 亿元，同比+30.8%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比-53.2%；实现扣非归母净利润 7.22 亿元，同比-61.5%。Q3 单季实现营业收入 248.45 亿元，同比+43.3%，环比+18.4%；实现归母净利润、扣非归母净利润 7.98、7.02 亿元，环比+34.1%、+29.8%，同比均已实现扭亏。**
- 长丝主业量价齐升，旺季已至景气回暖。**根据公告，2023Q3 公司长丝主流品种 POY、FDY、DTY 的销量分别为 221.07、38.15、25.67 万吨，环比+12.8%、+17.3%、+4.8%。价格方面，2023Q3 各产品不含税售价分别约 7004、7827、8472 元/吨，环比+3.0%、+2.7%、+1.8%。价差方面，今年三季度公司 POY、FDY、DTY 价差均值分别为 1266、2088、2733 元/吨，环比+24.1%、+13.4%、+7.7%。金九银十传统旺季，市场氛围回暖升温。根据卓创资讯，2023Q3 国内长丝出口 105.68 万吨，同比+32.6%，环比+0.8%。近期，随旺季采购潮渐止，长丝价差季节性收窄。根据 Wind，截至 11 月 3 日，POY、FDY、DTY 价差分别为 838、1558、2208 元/吨，周环比-319、-254、-274 元/吨。在我们此前《涤纶长丝行业深度：低库存迎复苏弹性，长周期格局已优化》的研究报告中提出，当前行业投产高峰已过，伴随格局优化与需求持续复苏，公司有望在本轮周期中迎来弹性。
- 浙石化盈利修复，投资收益持续向上。**根据公告，2023Q3 公司实现投资收益 4.26 亿元，环比+2.35 亿元。我们认为，投资收益连续三个季度的环比向上主要得益于浙石化盈利表现的持续回暖。一方面，受俄罗斯、沙特等国减产政策持续影响，国际油价呈阶段性上涨，Q3 单季 Brent 油价均值为 85.83 美元/桶，环比+10.1%，油价上行背景下，浙石化库存收益显著增加。另一方面，随着人民币汇率的逐步趋稳以及汽柴油价差的中高位维持，炼油收益的持续强劲带动公司业绩大幅回暖。往后看，考虑到全球原油供需紧平衡格局延续，公司投资收益有望继续贡献增量。
- 股权激励计划落地，远期发展信心充足。**9 月 25 日，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟向 484 名激励对象授予限制性股票 1818.35 万股，占公司总股本的 0.75%，授予价格为 8.24 元/股。根据业绩考核要求，此次激励计划的考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，以 2020-2022 年净利润（扣除浙石化投资收益后的归母净利润）均值为基数，设定目标分别为 2023 年净利润增长率不低于 40.5%、2023-2024 年净利润累计值的增长率不低于 200.5%、2023-2025 年净利润累计值的增长率不低于 450.5%。按此增长率测算，对应公司 2023、2023-2024、2023-2025 年净利润目标值分别约 11.28、24.12、44.19 亿元。我们认为，本次激励计划的落地有助于企业吸引和留住优秀人才，充分绑定员工利益，进一步调动核心骨干的生产积极性。

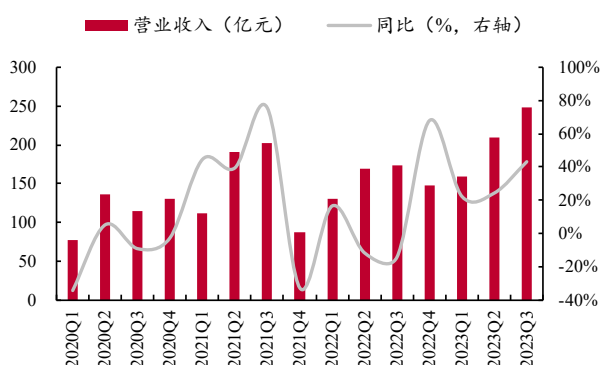
- **落子印尼延链拓链，增量兑现成长可期。**根据 CCFEI，今年三季度公司江苏恒阳基地再投产 60 万吨长丝产能，南通基地 30 万吨长丝产能也于 11 月初顺利投产，当前公司六大长丝生产基地合计年产能已达 1260 万吨，稳居国内之首。根据规划，新疆基地 120 万吨天然气制乙二醇（一期 60 万吨）产能预计也将于今年年内投产贡献增量，长期成长性凸显。**强强联手出海布局：**今年 6 月，公司联手新凤鸣共同启动印尼北加炼化一体化项目，合计拟出资约 86.24 亿美元（折 624.09 亿元）新建 1600 万吨/年炼油、520 万吨/年 PX、80 万吨/年乙烯产能，预计建成后年均可实现营收、税后利润 104.38、13.28 亿美元，补齐短板延伸布局，迈向星辰大海。
- **盈利预测与投资建议：**结合当前景气度判断以及公司后续投产节奏，我们调整了 2023-2025 年的盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 15.74、33.57、51.39 亿元（原值分别为 23.14/44.40/59.72 亿元），对应 PE 分别为 21.9/10.3/6.7 倍，对应 PB 分别为 1.0/0.9/0.8 倍（对应 2023/11/3 收盘价），维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价波动；产品价格大幅波动；产能投放超预期；下游需求不及预期；浙石化盈利不及预期；信息更新不及时等。

图表 1: 23Q1-3 公司营收 617 亿元, 同比+30.8%


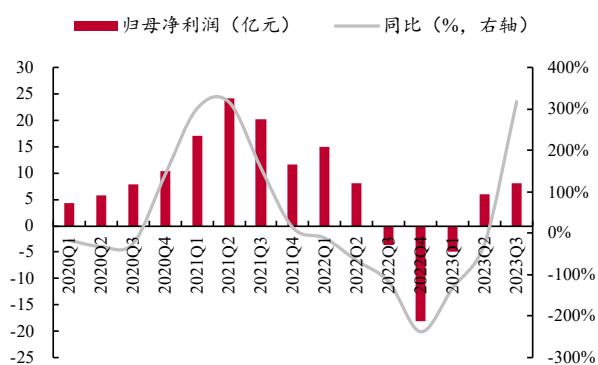
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 23Q1-3 公司归母净利润 9.0 亿元, 同比-53.2%


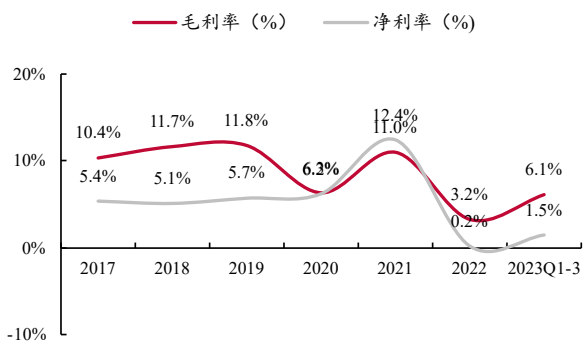
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 23Q3 公司营收 248 亿元, 同比+43.3%


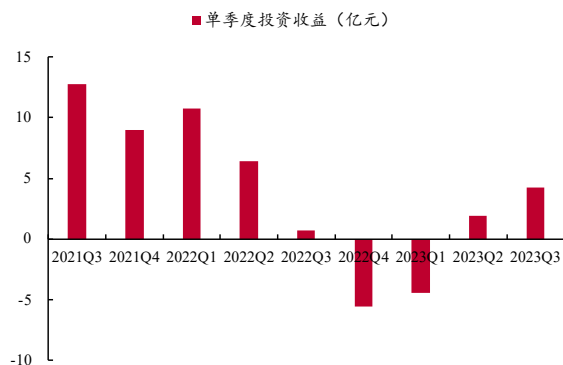
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 23Q3 公司归母净利润 8.0 亿元, 同比扭亏


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司毛利率与净利率水平


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 23Q3 公司投资收益约 4.26 亿元


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表7：盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,670	14,185	17,241	18,548	营业收入	61,993	85,371	103,766	111,630
应收票据	0	134	0	0	营业成本	59,988	79,578	95,650	102,317
应收账款	795	592	714	769	税金及附加	152	209	255	274
预付账款	380	830	998	1,068	销售费用	101	128	125	112
存货	7,386	7,439	8,942	9,565	管理费用	1,193	1,366	1,453	1,340
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,655	2,390	2,802	3,014
其他流动资产	2,232	1,642	1,996	2,147	财务费用	427	529	623	614
流动资产合计	22,462	24,824	29,892	32,097	信用减值损失	-34	0	0	0
其他长期投资	44	44	44	44	资产减值损失	-140	0	0	0
长期股权投资	18,502	18,502	18,502	18,502	公允价值变动收益	30	0	0	0
固定资产	23,399	63,120	74,581	72,821	投资收益	1,232	598	1,000	2,000
在建工程	20,483	20,483	20,483	20,483	其他收益	88	77	87	86
无形资产	2,294	2,404	2,560	2,678	营业利润	-363	1,841	3,942	6,040
其他非流动资产	2,957	2,957	2,957	2,957	营业外收入	46	36	40	39
非流动资产合计	67,678	107,509	119,127	117,484	营业外支出	8	22	25	23
资产合计	90,140	132,333	149,019	149,582	利润总额	-325	1,855	3,957	6,056
短期借款	19,507	48,597	52,355	40,108	所得税	-461	275	587	897
应付票据	3,163	5,742	6,937	7,173	净利润	136	1,580	3,370	5,159
应付账款	9,335	12,384	14,885	15,923	少数股东损益	6	6	13	20
预收款项	11	111	40	53	归属母公司净利润	130	1,574	3,357	5,139
合同负债	1,118	1,537	1,868	2,009	NOPLAT	-42	2,031	3,901	5,682
其他应付款	461	461	461	461	EPS (按最新股本摊薄)	0.05	0.65	1.39	2.13
一年内到期的非流动负债	3,345	3,345	3,345	3,345					
其他流动负债	2,136	2,705	3,164	3,331					
流动负债合计	39,077	74,882	83,054	72,403					
长期借款	15,315	20,123	25,628	32,046					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	741	741	741	741					
非流动负债合计	16,056	20,864	26,369	32,787					
负债合计	55,134	95,747	109,424	105,189					
归属母公司所有者权益	34,698	36,272	39,267	44,045					
少数股东权益	308	315	328	348					
所有者权益合计	35,006	36,586	39,595	44,392					
负债和股东权益	90,140	132,333	149,019	149,582					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,073	11,044	13,526	14,049
现金收益	3,274	5,264	12,124	15,352
存货影响	-2,045	-54	-1,502	-623
经营性应收影响	-93	-382	-155	-124
经营性应付影响	3,960	5,727	3,625	1,286
其他影响	-4,023	489	-565	-1,842
投资活动现金流	-16,292	-41,898	-18,748	-5,937
资本支出	-19,144	-42,986	-19,748	-7,937
股权投资	-1,373	0	0	0
其他长期资产变化	4,225	1,088	1,000	2,000
融资活动现金流	12,825	33,369	8,278	-6,805
借款增加	16,892	33,898	9,263	-5,829
股利及利息支付	-1,806	0	0	0
股东融资	141	0	0	0
其他影响	-2,402	-529	-985	-976

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	4.8%	37.7%	21.5%	7.6%
EBIT增长率	-98.8%	2252.7%	92.1%	45.7%
归母公司净利润增长率	-98.2%	1108.8%	113.3%	53.1%
获利能力				
毛利率	3.2%	6.8%	7.8%	8.3%
净利率	0.2%	1.9%	3.2%	4.6%
ROE	0.4%	4.3%	8.5%	11.6%
ROIC	0.1%	2.7%	4.6%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	61.2%	72.4%	73.4%	70.3%
债务权益比	111.1%	199.0%	207.3%	171.7%
流动比率	0.6	0.3	0.4	0.4
速动比率	0.4	0.2	0.3	0.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	3	3	2	2
应付账款周转天数	41	49	51	54
存货周转天数	38	34	31	33
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.65	1.39	2.13
每股经营现金流	0.45	4.58	5.61	5.83
每股净资产	14.39	15.04	16.29	18.27
估值比率				
P/E	264.8	21.9	10.3	6.7
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	27.7	21.0	10.0	7.5

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。