

## 评级：买入（维持）

市场价格：70.01元

分析师：孙颖

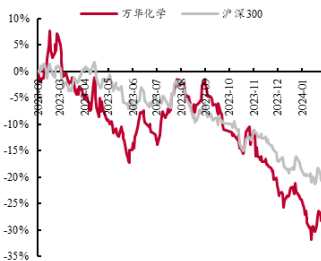
执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	3140
流通股本(百万股)	3140
市价(元)	70.01
市值(百万元)	219814
流通市值(百万元)	219814

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 【公司点评】三季度业绩符合预期，高资本开支驱动成长 (20231105)
- 【公司点评】盈利环比持续修复，项目落地成长可期 (20230731)
- 【公司点评】底部反转白马先行，收购巨力稳坐龙头 (20230520)
- 【公司点评】周期底部凸显盈利韧性，看好景气复苏量价齐升 (20230216)

## 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,538	165,565	175,361	200,172	232,468
增长率 yoy%	98.2%	13.8%	5.9%	14.1%	16.1%
归母净利润(百万元)	24,649	16,234	16,814	20,378	23,727
增长率 yoy%	145.5%	-34.1%	3.6%	21.2%	16.4%
每股收益(元)	7.85	5.17	5.36	6.49	7.56
净资产收益率	34.4%	20.0%	17.1%	17.1%	16.5%
P/E	8.9	13.5	13.1	10.8	9.3
P/B	3.2	2.9	2.4	1.9	1.6

备注：股价取自2024年2月5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年业绩快报。2023年全年公司实现营业收入1753.61亿元，同比+5.9%；实现归母净利168.14亿元，同比+3.6%；实现扣非归母净利164.08亿元，同比+3.9%。23Q4单季公司实现营业收入428.07亿元，同比+21.8%，环比-4.7%；实现归母净利41.11亿元，同比+56.6%，环比-0.6%；实现扣非归母净利39.80亿元，同比+65.3%，环比-3.3%。
- **聚氨酯：Q4挂牌价同比提涨，龙头扩张步履不停。**价格上看，根据公告，23Q4公司纯MDI和聚合MDI的挂牌价均价分别为24500和18500元/吨，同比+11.4%和+3.9%，环比+1.9%和-4.0%。价差上看，根据Wind，2023年纯MDI和聚合MDI的价差均值分别为12910和8727元/吨，同比-0.5%和-6.8%。行业整体承压下，公司作为全球聚氨酯绝对龙头，一体化规模竞争实力凸显。截至2023年底，公司已具备MDI、TDI产能310、95万吨（剔除莱阳基地8万吨停产产能），位居全球市占率之首。在建产能方面，公司现有MDI在建产能百万吨（宁波60+福建40），福建基地33万吨TDI二期扩能项目同样已于2023年9月进行一次环评公示。
- **石化：景气低位拖累业绩，在建项目投产在即。**受前期高盈利驱动，基础化工品扩产潮持续，供过于求导致产品价格价差仍处相对区间。价格方面，根据Wind，2023年丙烯、环氧丙烷、MTBE、丙烯酸、新戊二醇、PVC（乙烯法）、环氧乙烷的市场均价分别为6960、9625、7238、6383、9848、6152、6507元/吨，同比-10.1%、-6.1%、-1.0%、-38.5%、-25.8%、-20.7%、-11.6%。价差方面，各产品2023年价差均值分别为1683、3411、694、1372、3029、2875、1859元/吨，同比-5.1%、+18.2%、扭亏、-71.4%、-29.1%、-25.2%、-11.6%。根据规划，蓬莱工业园区和大乙烯二期预计在2024年6月和10月起陆续投产放量，持续完善石化网络布局。
- **新材料：高端产品进口替代，多元布局新增长极。**公司作为国内较早开展POE项目布局的生产企业，先后于2021年9月和2022年3月完成中试装置建设并产出合格中试产品，备受瞩目的“0-1突破”POE单品预计在2024H1率先投产，另有α-烯烃、柠檬醛、香精香料等新材料在建项目也在稳步推进建设过程中。此外，近年来公司大力发展新材料产品，ADI、PA12等多类型产品打破海外技术封锁。产业链高度协同下，对标化工巨头巴斯夫，迈向全球化知名新材料平台型公司。
- **强化落实股东回报，彰显长期发展信心。**根据公司2021-2023年股东回报规划，分红率指标要求不低于30%。从实际执行效果上看，2020-2022年公司分红率分别为40.65%、31.84%、30.95%。若以2022年分红率测算，预计公司2023年度股息率为2.4%。未来，公司将在保证正常经营的前提下，坚持为投资者提供持续、稳定的现金分红，并结合公司经营现状和业务发展目标，按照公司的战略规划在相关领域继续加

大项目投资，为股东带来长期的投资回报。

- **盈利预测与投资建议：**结合近期市场情况和公司未来发展规划，我们调整公司的盈利预测，调整后 2023-2025 年公司归母净利润分别为 168.14/203.78/237.37 亿元（原值为 175.52/227.99/259.44 亿元），对应 PE 分别为 13.1/10.8/9.3 倍（对应 2024/2/5 收盘价），维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行；全球供应链不稳定性加剧；产品、原料价格大幅波动；项目投资进度不达预期；安全环保因素；信息更新不及时等。

**图表 1: 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	18,989	41,210	47,040	66,283	营业收入	165,565	175,361	200,172	232,468
应收票据	0	0	0	0	营业成本	138,132	146,083	164,502	190,650
应收账款	9,060	9,971	11,381	13,218	税金及附加	913	967	1,104	1,282
预付账款	1,277	1,626	1,831	2,122	销售费用	1,153	1,315	1,501	1,744
存货	18,185	19,232	21,657	25,099	管理费用	1,966	2,297	2,602	2,906
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3,420	3,805	5,004	6,277
其他流动资产	4,021	2,894	3,298	3,830	财务费用	1,235	1,561	1,701	1,860
流动资产合计	51,532	74,933	85,208	110,552	信用减值损失	-65	-65	-65	-65
其他长期投资	894	947	1,081	1,256	资产减值损失	-192	-192	-192	-192
长期股权投资	6,229	6,540	6,867	7,211	公允价值变动收益	173	0	0	0
固定资产	78,558	92,788	96,724	95,178	投资收益	408	428	450	472
在建工程	34,727	48,534	54,179	57,771	其他收益	740	814	814	814
无形资产	9,980	10,904	11,750	12,671	营业利润	19,839	20,318	24,764	28,781
其他非流动资产	18,922	18,618	19,316	20,046	营业外收入	45	34	34	33
非流动资产合计	149,311	178,331	189,918	194,132	营业外支出	343	348	348	348
<b>资产合计</b>	<b>200,843</b>	<b>253,264</b>	<b>275,125</b>	<b>304,684</b>	利润总额	19,541	20,004	24,450	28,466
短期借款	44,019	56,868	49,875	45,719	所得税	2,499	2,353	3,057	3,558
应付票据	11,139	11,780	13,265	15,374	净利润	17,042	17,651	21,393	24,908
应付账款	13,067	13,819	15,561	18,034	少数股东损益	808	837	1,015	1,181
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	16,234	16,814	20,378	23,727
合同负债	5,392	5,711	6,519	7,571	NOPLAT	18,119	19,028	22,882	26,535
其他应付款	1,340	1,340	1,340	1,340	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>5.17</b>	<b>5.36</b>	<b>6.49</b>	<b>7.56</b>
一年内到期的非流动负债	3,198	3,198	3,198	3,198					
其他流动负债	16,862	17,925	19,978	22,780					
流动负债合计	95,017	110,640	109,736	114,015					
长期借款	15,968	35,968	37,968	38,968					
应付债券	200	0	0	0					
其他非流动负债	8,321	8,321	8,321	8,321					
非流动负债合计	24,489	44,289	46,289	47,289					
<b>负债合计</b>	<b>119,506</b>	<b>154,929</b>	<b>156,025</b>	<b>161,304</b>					
归属母公司所有者权益	76,845	93,005	112,756	135,855					
少数股东权益	4,492	5,330	6,344	7,526					
<b>所有者权益合计</b>	<b>81,337</b>	<b>98,335</b>	<b>119,100</b>	<b>143,380</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>200,843</b>	<b>253,264</b>	<b>275,125</b>	<b>304,684</b>					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,337	30,091	35,423	40,156
现金收益	26,557	28,782	34,308	38,493
存货影响	97	-1,047	-2,425	-3,442
经营性应收影响	-133	-1,067	-1,424	-1,936
经营性应付影响	3,941	1,393	3,228	4,582
其他影响	5,874	2,030	1,737	2,459
投资活动现金流	-34,325	-38,330	-22,270	-15,269
资本支出	-31,274	-38,530	-21,641	-14,692
股权投资	-2,299	-311	-327	-343
其他长期资产变化	-752	511	-302	-234
融资活动现金流	-17,188	30,460	-7,322	-5,644
借款增加	-10,352	32,648	-4,993	-3,156
股利及利息支付	-10,490	-683	-828	-963
股东融资	850	625	625	625
其他影响	2,804	-2,130	-2,126	-2,150

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13.8%	5.9%	14.1%	16.1%
EBIT增长率	-32.2%	3.8%	21.3%	16.0%
归母公司净利润增长率	-34.1%	3.6%	21.2%	16.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.6%	16.7%	17.8%	18.0%
净利率	10.3%	10.1%	10.7%	10.7%
ROE	20.0%	17.1%	17.1%	16.5%
ROIC	16.6%	12.4%	13.9%	14.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.5%	61.2%	56.7%	52.9%
债务权益比	88.2%	106.1%	83.4%	67.1%
流动比率	0.5	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	19	20	19	19
应付账款周转天数	32	33	32	32
存货周转天数	48	46	45	44
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.17	5.36	6.49	7.56
每股经营现金流	11.57	9.58	11.28	12.79
每股净资产	24.47	29.62	35.91	43.27
<b>估值比率</b>				
P/E	13.5	13.1	10.8	9.3
P/B	2.9	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	11.0	10.7	8.8	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。