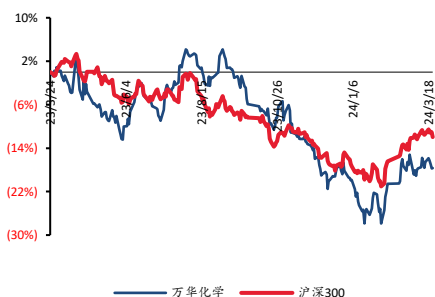


未来三大板块均有项目陆续落地，夯实公司成长基础

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	31/31
总市值/流通(亿元)	2,425/2,425
12个月内最高/最低价(元)	100/67

相关研究报告

- <<新材料业务持续高增，拟收购铜化集团化工业务>>--2023-11-17
- <<Q2业绩环比改善，新项目稳步推进助力成长>>--2023-08-02

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190522120001

证券分析师：王海涛

E-MAIL: wanght@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523010001

公司发布 2023 年年报，全年实现营业收入 1753.61 亿元，同比增长 5.92%；实现归母净利润 168.16 亿元，同比增长 3.59%。公司拟每 10 股派息 16.25 元。维持“买入”评级。

公司业绩小幅增长，四季度改善明显。2023 年，公司实现营业收入 1753.61 亿元，同比增长 5.92%；实现归母净利润 168.16 亿元，同比增长 3.59%。其中，公司第四季度实现营业收入 428.07 亿元，同比增长 21.80%，实现归母净利润 41.13 亿元，同比增长 56.65%。盈利能力改善是第四季度利润增幅高于收入增幅的主要原因，第四季度公司毛利率是 16.86%，同比提升 0.85 个百分点，净利率是 10.38%，同比提升 2.39 个百分点。

产能释放对冲价格下滑带来的不利影响。2023 年，公司聚氨酯系列产品销量 489 万吨，同比增长 16.93%，实现收入 673.86 亿元，同比增长 7.14%；石化系列产品销量 472 万吨，同比增长 4.02%，实现收入 693.28 亿元，同比下滑 0.44%；精细化学及新材料系列产品销量 159 万吨，同比增长 67.84%，实现收入 238.36 亿元，同比增长 18.42%。2023 年聚氨酯产品价格整体呈下行趋势，根据百川盈孚数据，2023 年纯 MDI 和聚合 MDI 市场均价分别为 20099 元/吨和 15989 元/吨，分别同比下滑 2.95%和 7.72%。石化产品整体下降，丙烯、丁二烯、MTBE、正丁醇、丙烯酸和丙烯酸丁酯均价分别为 6959 元/吨、8432 元/吨、7221 元/吨、7941 元/吨、6281 元/吨和 9235 元/吨，同比下跌 10.13%、5.44%、1.59%、7.38%、38.48%和 21.64%。在价格下跌的情况下，公司以量补价，实现了收入的整体增长。

三大板块未来均有项目陆续落地，夯实持续成长基础。(内容见下页)。

投资建议：预计公司 2024-2026 年实现 EPS 分别为 6.1 元、7.0 元和 8.0 元。公司作为国内化工行业的龙头企业，目前已形成聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群，通过持续加大技术创新、不断延伸产业链、扩大高端化产品生产，公司有望进一步夯实龙头地位，实现持续高效发展。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格剧烈波动风险；项目工程进度、收益不及预期；欧美经济需求走弱导致出口不及预期风险；国内宏观经济复苏不及预期风险；行业竞争加剧风险；不可抗力风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175,361	196,636	222,368	254,262
营业收入增长率(%)	5.92%	12.13%	13.09%	14.34%
归母净利(百万元)	16,816	19,111	22,016	25,328
净利润增长率(%)	3.59%	13.65%	15.20%	15.04%
摊薄每股收益(元)	5.36	6.09	7.01	8.07
市盈率(PE)	14.33	12.69	11.02	9.57

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司三大板块业务未来均有项目陆续落地，夯实持续成长的基础。从石化板块来看，3月9日公司120万吨/年乙烯项目开工仪式在万华烟台工业园乙烯裂解施工现场顺利举行，该项目下游规划高端聚烯烃，主要包括乙烯裂解装置、低密度聚乙烯（LDPE）装置、聚烯烃弹性体（POE）等装置；从聚氨酯板块来看，公司福建MDI装置将通过技术改造，在现有基础上，将MDI产能由40万吨/年扩至80万吨/年，将TDI产能由25万吨/年扩至33万吨/年，进一步巩固公司在全球MDI和TDI领域的龙头地位；从精细化学品板块来看，近年来公司在高端化工新材料方面持续获得突破，自主研发的异氰酸酯固化剂、聚醚胺、甲基胺、卡波姆装置一次性开车成功。医疗用PMMA新产品开发成功，销量逐步提升。XLPE、MS树脂等中试开车，为工业化做好储备。另外，根据环评公示，公司在蓬莱规划20万吨POE一期项目，这标志着公司突破国际技术封锁，可以生产具有自主知识产权的POE产品，有望填补国内空白。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,989	23,710	34,481	49,337	73,369
应收和预付款项	10,338	11,347	12,692	14,352	16,414
存货	18,185	20,650	22,857	25,847	29,582
其他流动资产	4,021	6,157	7,136	8,320	9,858
流动资产合计	51,532	61,864	77,165	97,857	129,223
长期股权投资	6,229	7,046	8,956	10,632	12,100
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	78,558	98,764	105,885	111,787	116,254
在建工程	37,064	50,455	60,410	67,363	74,339
无形资产开发支出	9,980	10,786	12,080	13,445	14,600
长期待摊费用	29	29	19	16	11
其他非流动资产	68,983	85,962	104,403	127,982	162,099
资产总计	200,843	253,040	291,753	331,225	379,403
短期借款	44,019	43,526	45,287	42,425	41,893
应付和预收款项	24,205	45,594	50,465	57,069	65,315
长期借款	15,968	39,811	49,140	60,306	75,085
其他负债	35,313	29,655	31,716	32,323	30,438
负债合计	119,506	158,586	176,608	192,123	212,731
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,160	1,816	1,816	1,816	1,816
留存收益	72,055	83,848	102,852	124,866	150,201
归母公司股东权益	76,845	88,656	107,660	129,674	155,009
少数股东权益	4,492	5,798	7,485	9,428	11,663
股东权益合计	81,337	94,454	115,144	139,102	166,672
负债和股东权益	200,843	253,040	291,753	331,225	379,403

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	36,337	26,797	38,475	42,053	45,358
投资性现金流	-34,325	-44,830	-37,351	-33,740	-33,205
融资性现金流	-17,188	22,809	9,754	6,544	11,872
现金增加额	-15,202	4,684	10,788	14,858	24,025

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	165,565	175,361	196,636	222,368	254,262
营业成本	138,132	145,926	161,518	182,654	209,044
营业税金及附加	913	960	1,076	1,217	1,392
销售费用	1,153	1,346	1,510	1,707	1,952
管理费用	1,966	2,450	2,747	3,107	3,552
财务费用	1,235	1,676	3,562	3,803	4,020
资产减值损失	-192	-135	-342	-161	-172
投资收益	408	621	696	787	900
公允价值变动	173	82	0	0	0
营业利润	19,839	20,389	23,059	26,529	30,481
其他非经营损益	-298	-379	-317	-331	-343
利润总额	19,541	20,010	22,741	26,198	30,139
所得税	2,499	1,710	1,944	2,239	2,576
净利润	17,042	18,300	20,798	23,959	27,563
少数股东损益	808	1,484	1,687	1,943	2,235
归母股东净利润	16,234	16,816	19,111	22,016	25,328

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	16.57%	16.79%	17.86%	17.86%	17.78%
销售净利率	9.80%	9.59%	9.72%	9.90%	9.96%
销售收入增长率	13.76%	5.92%	12.13%	13.09%	14.34%
EBIT 增长率	-34.58%	3.77%	23.05%	14.05%	13.86%
净利润增长率	-34.14%	3.59%	13.65%	15.20%	15.04%
ROE	21.13%	18.97%	17.75%	16.98%	16.34%
ROA	8.08%	6.65%	6.55%	6.65%	6.68%
ROIC	11.93%	10.11%	10.58%	10.48%	10.22%
EPS (X)	5.17	5.36	6.09	7.01	8.07
PE (X)	17.92	14.33	12.69	11.02	9.57
PB (X)	3.79	2.72	2.25	1.87	1.56
PS (X)	1.76	1.38	1.23	1.09	0.95
EV/EBITDA (X)	11.39	9.66	7.96	6.96	6.04

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。