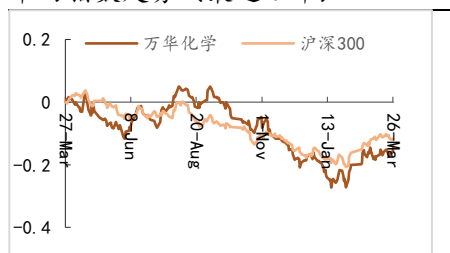


评级： 买入

翟绪丽  
 首席分析师  
 SAC 执证编号: S0110522010001  
 zhaixuli@sczq.com.cn  
 电话: 010-81152683

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

### 公司基本数据

最新收盘价 (元)	80.01
一年内最高/最低价 (元)	99.78/66.78
市盈率 (当前)	14.94
市净率 (当前)	2.83
总股本 (亿股)	31.40
总市值 (亿元)	2,512.11

资料来源: 聚源数据

### 相关研究

- 短期业绩韧性较强，长期成长属性强
- Q2 盈利继续修复，资本支出持续高增长
- 成本需求两端均修复，一季度盈利超预期

### 核心观点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报，报告期内，实现营业收入 1753.61 亿元，同比+5.92%，实现归母净利润 168.16 亿元，同比+3.59%，其中 Q1-Q4 单季度归母净利润分别为 40.53/45.15/41.35/41.13 亿元，同比分别为 -24.58%/-9.86%/+28.21%/+56.65。
- **产品产销量和整体盈利能力提升，利润同比持续改善。** 2023 年，公司 PC 项目产能增加至 48 万吨/年，收购巨力化学新增 TDI 产能 15 万吨/年，福建新增 TDI 产能 25 万吨/年，BC 工业园 MDI 产能由 35 万吨/年增加至 40 万吨/年。因此各主要产品产销量均同比增长，聚氨酯板块的产销量分别为 499/489 万吨，同比+19.78%/+16.93%，石化板块产销量分别为 4745/472 万吨，同比+5.66%/+4.02%，精细化学品及新材料板块产销量分别为 165/159 万吨，同比+67.42%/+67.84%。尽管受需求疲弱等影响产品价格大多同比下滑，但是主要原料端成本亦同比下降，2023 年公司整理销售毛利率 16.79%，同比回升 0.22pct，销售净利率 10.44%，同比回升 0.15pct，在周期低谷体现出十足的韧性。
- **聚氨酯产品仍为公司业绩的压舱石，新材料成长曲线日渐清晰。** 2023 年，公司聚氨酯板块营收 673.86 亿元，占比 38.43%，较 2022 年回升 0.44pct，毛利达到 186.61 亿元，占比达到 63.40%，其毛利率达到 27.69%，较 2022 年提升 3.24pct，依然是公司业绩的压舱石。精细化学品及新材料板块的产销量大幅增长，带来营收的增长以及营收占比的提升，但由于需求疲软价格低位，实现毛利 51.05 亿元，较 2022 年的 55.61 亿元降低 8.2%，毛利率较 2022 年降低 6.21pct 至 21.42%，未来随着更多新材料的落地以及需求的复苏，未来增量值得期待。
- **资本支出持续高增长保障长期成长。** 尽管 2022 年和 2023 年受宏观经济影响，公司业绩承压，但是并没有阻碍公司大踏步前进的步伐。2022 年资本开支 326.57 亿元，同比+20.95%，2023 年资本开支 430.98 亿元，同比+31.97%。未来宁波 MDI 技改项目、匈牙利 TDI 扩产项目、乙烯二期项目、蓬莱工业园高性能新材料等项目全力推进，成长空间广阔。
- **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 193.96/242.58/281.34 亿元，EPS 分别为 6.18/7.73/8.93 元，对应 PE 分别为 13/10/9 倍，考虑公司虽身处周期行业，但自我造血，持续强资本支出推动公司中长期成长，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑，新项目进展不及预期。

### 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	1753.61	2020.96	2280.25	2475.47
营收增速 (%)	5.9%	15.2%	12.8%	8.6%
归母净利润 (亿元)	168.16	193.96	242.58	281.34
归母净利润增速 (%)	3.6%	15.3%	25.1%	16.0%
EPS (元/股)	5.36	6.18	7.73	8.96
PE	14.94	12.95	10.36	8.93

资料来源: Wind, 首創證券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	61,864	102,615	139,134	188,858	经营活动现金流	26,797	30,540	39,345	45,990
现金	23,710	56,187	89,582	136,471	净利润	16,816	19,396	24,258	28,134
应收账款	9,144	12,746	13,075	14,066	折旧摊销	10,145	11,818	10,747	9,787
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2,825	3,213	3,601	2,661
预付账款	2,203	2,120	2,270	2,436	投资损失	-621	-752	-805	-835
存货	20,650	24,870	27,024	28,077	营运资金变动	-3,769	-4,927	-589	3,743
其他	6,157	6,692	7,183	7,808	其它	-83	80	-9	16
非流动资产	191,176	183,225	176,426	169,527	投资活动现金流	-44,830	-3,664	-3,743	-2,722
长期投资	7,046	7,750	8,525	8,525	资本支出	-44,092	-2,050	-1,972	-1,729
固定资产	98,764	88,130	78,652	70,204	长期投资	-817	-705	-775	0
无形资产	10,786	11,651	12,354	12,744	其他	79	-909	-996	-993
其他	25,867	26,821	27,867	28,909	筹资活动现金流	22,809	5,601	-2,206	3,621
资产总计	253,040	285,840	315,560	358,385	短期借款	28,485	10,683	2,629	8,126
流动负债	108,657	118,440	117,736	125,467	长期借款	29,178	5,548	3,429	8,726
短期借款	43,526	48,662	47,862	47,262	其他	3,250	2,433	3,439	3,252
应付账款	14,980	19,463	19,169	20,629	现金净增加额	4,776	32,477	33,395	46,889
其他	1,516	1,600	1,700	1,800					
非流动负债	49,929	54,485	61,964	70,240	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	39,811	45,392	52,321	60,048	成长能力				
其他	10,118	9,093	9,643	10,192	营业收入	5.9%	15.2%	12.8%	8.6%
负债合计	158,586	172,925	179,700	195,707	营业利润	2.8%	20.1%	25.3%	16.0%
少数股东权益	5,798	7,510	9,651	12,134	归属母公司净利润	3.6%	15.3%	25.1%	16.0%
归属母公司股东权益	88,656	105,405	126,209	150,544	获利能力				
负债和股东权益	253,040	285,840	315,560	358,385	毛利率	16.8%	18.7%	20.3%	20.9%
					净利率	10.4%	10.4%	11.6%	12.4%
					ROE	17.8%	17.2%	17.9%	17.3%
					ROIC	13.2%	14.2%	15.5%	15.0%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	175,361	202,096	228,025	247,547	资产负债率	62.7%	60.5%	57.0%	54.6%
营业成本	145,926	164,315	181,716	195,916	净负债比率	108.0%	98.9%	84.5%	75.9%
营业税金及附加	960	1,213	1,313	1,408	流动比率	0.6	0.9	1.2	1.5
营业费用	1,346	1,819	2,280	2,475	速动比率	0.4	0.7	1.0	1.3
研发费用	4,081	5,052	5,929	6,931	营运能力				
管理费用	2,450	3,031	3,648	3,961	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
财务费用	1,676	3,213	3,601	2,661	应收账款周转率	19.3	18.5	17.7	18.2
资产减值损失	-135	-473	-469	-317	应付账款周转率	10.4	9.5	9.4	9.8
公允价值变动收益	82	100	120	150	每股指标(元)				
投资净收益	621	652	685	685	每股收益	5.36	6.18	7.73	8.96
营业利润	20,389	24,492	30,693	35,592	每股经营现金	8.53	9.73	12.53	14.65
营业外收入	65	70	50	100	每股净资产	28.24	33.57	40.20	47.95
营业外支出	444	300	400	500	估值比率				
利润总额	20,010	24,262	30,343	35,192	P/E	14.94	12.95	10.36	8.93
所得税	1,710	3,154	3,944	4,575	P/B	2.83	2.38	1.99	1.67
净利润	18,300	21,108	26,399	30,617					
少数股东损益	1,484	1,712	2,141	2,483					
归属母公司净利润	16,816	19,396	24,258	28,134					
EBITDA	31,831	39,293	44,692	47,640					
EPS (元)	5.36	6.18	7.73	8.96					

## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 4 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅—5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现