

评级：买入（维持）

市场价格：28.40元

分析师：孙颖

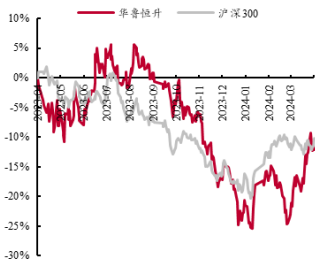
执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,123
流通股本(百万股)	2,115
市价(元)	28.40
市值(百万元)	60,302
流通市值(百万元)	60,078

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】价差修复业绩高增，荆州一期成功投料（20231106）

【公司点评】煤价回落价差修复，新项目助力高成长（20230903）

【公司点评】周期筑底盈利向上，荆州基地投产在即（20230520）

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,245	27,260	33,971	38,810	41,907
增长率 yoy%	13%	-10%	25%	14%	8%
归母净利润(百万元)	6,289	3,576	4,497	5,688	6,415
增长率 yoy%	-13%	-43%	26%	26%	13%
每股收益(元)	2.96	1.68	2.12	2.68	3.02
净资产收益率	23%	12%	13%	15%	14%
P/E	9.7	17.0	13.4	10.6	9.4
P/B	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3

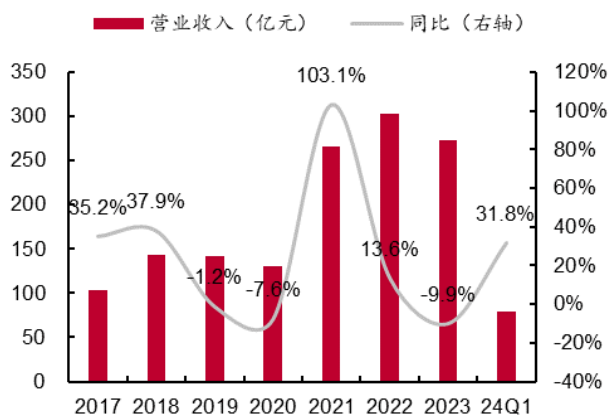
备注：股价取自2024年4月26日收盘价；每股指标按照最新股本数全面摊销

投资要点

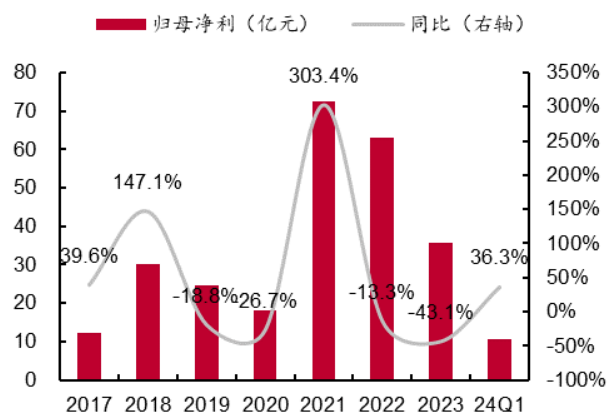
- 事件 1: 公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 272.6 亿元，同比-9.9%；归母净利润 35.8 亿元，同比-43.1%；扣非归母净利润 37.0 亿元，同比-42.3%。单四季度实现营收 79.1 亿元，同比+9.4%，环比+13.3%；归母净利润 6.5 亿元，同比-14.1%，环比-46.7%；扣非归母净利润 8.0 亿元，同比-14.5%，环比-33.9%。**
- 事件 2: 公司发布 2024 年一季报。一季度公司实现营收 79.8 亿元，同比+31.8%，环比+0.8%；归母净利润 10.7 亿元，同比+36.3%，环比+64.2%；扣非归母净利润 10.7 亿元，同比+37.7%，环比+33.5%。**
- 价跌煤涨计提费用，Q4 利润空间收窄。**一方面，受淡季期需求疲弱和供给端高产能释放期的双重影响，公司尿素、醋酸、DMF、己二酸、DMC 等多数核心产品景气下行、价格下跌；叠加原料端煤炭迎传统采暖高峰期，需求旺盛下煤价环比有所提升，价差收窄挤压公司盈利空间；另一方面，受前期诉讼影响，本期共摊销三聚氰胺项目装置运营补偿金 1.54 亿元。随工资及工资性费用的增加，公司 Q4 销售及管理费用合计同环比+1.2 和+0.1 亿元。具体看，原料方面，根据 Wind，23Q4 国内动力煤市场价 957.7 元/吨，环比+91.5 元/吨（+10.6%）。价差方面，23Q4 尿素、醋酸、DMF、己二酸、己内酰胺、DMC 的价差均值分别约 1480、1936、1997、716、5345、337 元/吨，同比+27.0%、+26.6%、-34.2%、-66.0%、+10.3%、-83.3%，环比-8.8%、-18.6%、-16.8%、-49.3%、+2.2%、-64.4%。
- 荆州基地量增显著，Q1 业绩大幅高增。**根据华鲁集团，24Q1 公司荆州第二基地实现满负荷高效运转，日均收入 2000 万元、利润突破 400 万元。分板块看，化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品分别实现收入 18.07、6.19、9.80、38.03 亿元，同比+26.1%、-10.7%、+139.0%、+18.5%，环比+0.4%、-9.9%、+30.3%、-7.7%。销量上看，四大板块分别实现销量 106.28、13.65、36.64、54.11 万吨，同比+43.0%、+13.0%、+143.9%、+24.1%，环比+7.7%、-3.5%、+39.6%、-6.6%。协同发展、拓市扩销下，公司在一定程度上弥补本期因尿素、醋酸、DMF 等核心产品价差收窄带来的盈利损失，以量补价带动业绩盈利同环比提升。
- 一体两翼并肩发展，看好远期高质成长。**公司是国内煤化工龙头标杆，以煤气化平台为基础，现已形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，低成本竞争优势突出。23-24 年是公司产能增量大年：德州基地方面，高端溶剂项目（60 万吨 DMC+30 万吨 EMC+5 万吨 DEC）、3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉项目及部分配套技改项目于 2023 年顺利投产，丰富产品品类、强化提质增效。24 年 4 月，尼龙 66 高端新材料项目一期装置进入调试阶段，投产后有望进一步夯实自身尼龙新材料群竞争优势。荆州基地方面，23 年 11 月，一期项目（100 万吨尿素+100 万吨醋酸+15 万吨 DMF+15 万吨

混甲胺)实现一次开车成功并创建设、投产、盈利行业最快纪录。二期工程(52万吨尿素、20万吨BDO、16万吨NMP、3万吨PBAT、10万吨醋酐等)已于23年9月开工,目前也正在按期推进建设过程中,中长期成长确定性强。

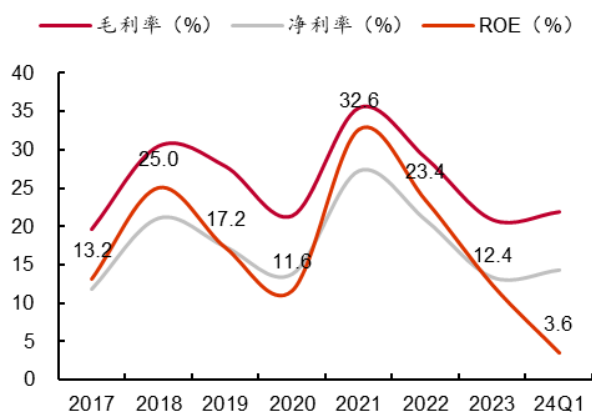
- **盈利预测与投资建议:** 基于公司年报披露数据及2024年煤化工价格市场预期,我们调整盈利预测,预计公司24-26年归母净利分别为45.0、56.9、64.2亿元(前次预测24-25年分别为61.6、74.5亿元),当前股价对应PE分别为13.4、10.6、9.4倍,对应PB分别为1.8、1.5、1.3倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、新项目进度不及预期、竞争加剧、信息更新不及时等。

图表 1: 24Q1 实现营收 79.8 亿元, 同比+31.8%


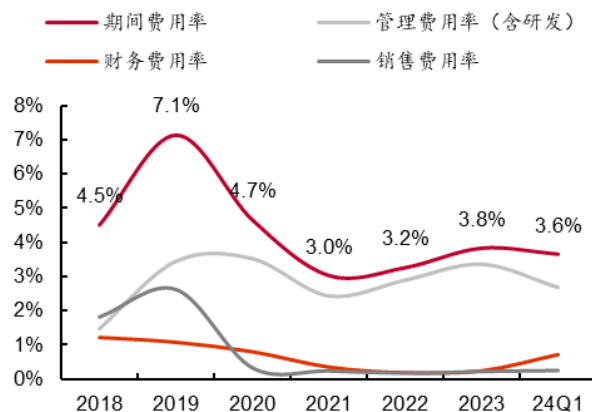
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 24Q1 实现归母净利 10.7 亿元, 同比+36.3%


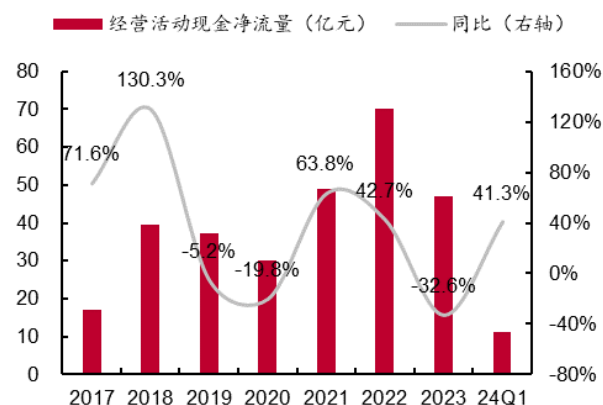
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 24Q1 实现 ROE (摊薄) 3.6%, 同比+0.7pct


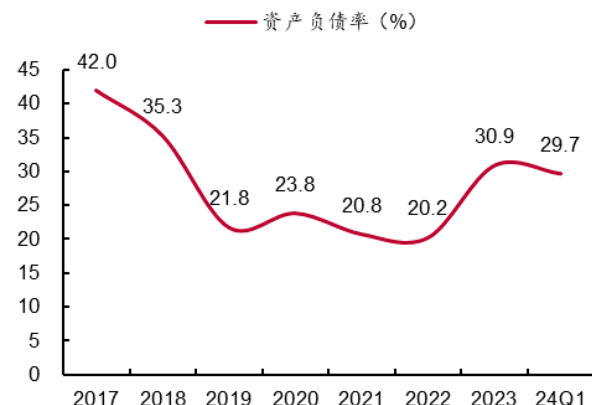
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 24Q1 期间费用率约 3.6%, 同比-0.7pct


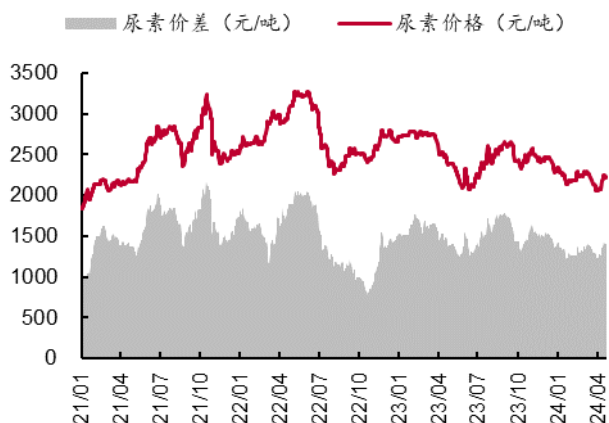
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 24Q1 经营活动产生的现金流量净额约 11.3 亿元, 同比+41.3%


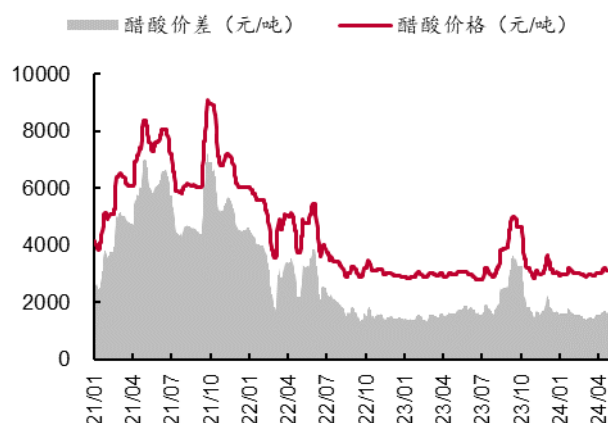
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 24Q1 末, 公司资产负债率约 29.7%


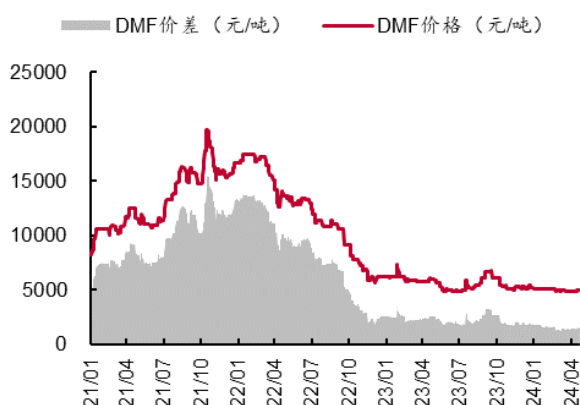
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 24Q1 尿素价差约 1323 元/吨, 环比-10.6%


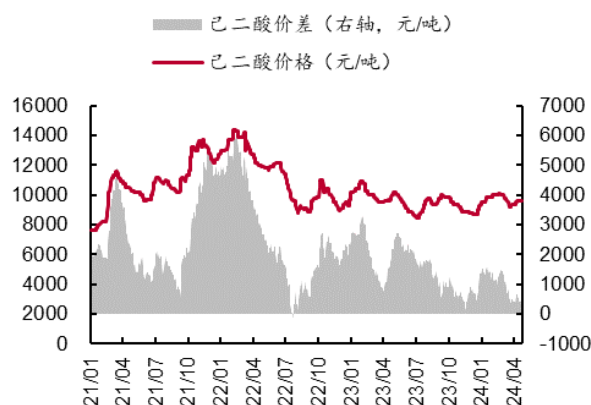
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 24Q1 醋酸价差约 1560 元/吨, 环比-19.4%


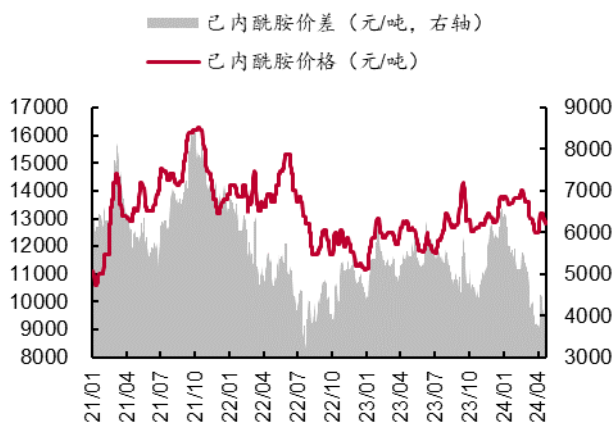
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 24Q1 DMF 价差约 1551 元/吨, 环比-22.3%


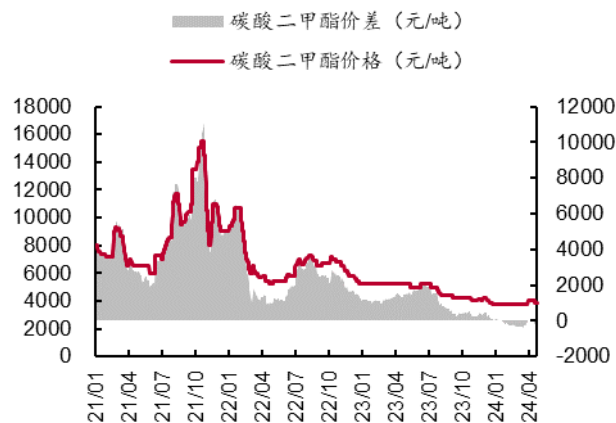
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 24Q1 己二酸价差约 1169 元/吨, 环比+63.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 24Q1 己内酰胺价差均值约 5253 元/吨, 环比-1.7%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 24Q1 碳酸二甲酯价差均值约-169 元/吨, 环比-150.3%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,041	2,544	5,677	10,333	营业收入	27,260	33,971	38,810	41,907
应收票据	16	0	0	0	营业成本	21,576	27,094	30,363	32,527
应收账款	57	71	81	87	税金及附加	190	237	271	292
预付账款	492	618	693	742	销售费用	60	82	97	105
存货	1,493	1,875	2,101	2,251	管理费用	336	408	446	469
合同资产	0	0	0	0	研发费用	578	679	737	754
其他流动资产	3,823	4,764	5,443	5,877	财务费用	68	75	78	75
流动资产合计	7,923	9,872	13,994	19,291	信用减值损失	-2	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-33	-33	-33	-33
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-6	0	0	0
固定资产	28,941	34,623	37,745	39,956	投资收益	8	11	14	18
在建工程	3,084	3,131	3,224	3,306	其他收益	10	10	10	10
无形资产	1,947	2,156	2,366	2,576	营业利润	4,428	5,384	6,809	7,680
其他非流动资产	2,157	2,331	2,523	2,734	营业外收入	9	0	0	0
非流动资产合计	36,129	42,242	45,858	48,572	营业外支出	156	0	0	0
资产合计	44,051	52,114	59,852	67,862	利润总额	4,281	5,384	6,809	7,680
短期借款	200	480	150	100	所得税	659	828	1,047	1,182
应付票据	493	619	693	743	净利润	3,622	4,556	5,762	6,498
应付账款	3,314	4,162	4,664	4,997	少数股东损益	47	59	74	83
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,575	4,497	5,688	6,415
合同负债	676	842	962	1,039	NOPLAT	3,680	4,619	5,827	6,562
其他应付款	253	278	306	337	EPS (按最新股本摊薄)	1.68	2.12	2.68	3.02
一年内到期的非流动负债	282	310	341	375	主要财务比率				
其他流动负债	570	604	652	687	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动负债合计	5,788	7,295	7,769	8,278	成长能力				
长期借款	7,348	9,348	10,848	11,848	营业收入增长率	-9.9%	24.6%	14.2%	8.0%
应付债券	0	0	0	0	EBIT增长率	-41.8%	25.5%	26.2%	12.6%
其他非流动负债	478	480	483	486	归母公司净利润增长率	-43.1%	25.8%	26.5%	12.8%
非流动负债合计	7,826	9,828	11,331	12,334	获利能力				
负债合计	13,614	17,124	19,100	20,612	毛利率	20.9%	20.2%	21.8%	22.4%
归属母公司所有者权益	28,891	33,385	39,073	45,488	净利率	13.3%	13.4%	14.8%	15.5%
少数股东权益	1,547	1,605	1,679	1,763	ROE	12.4%	13.5%	14.6%	14.1%
所有者权益合计	30,438	34,990	40,752	47,251	ROA	9.2%	9.5%	10.3%	10.2%
负债和股东权益	44,051	52,114	59,852	67,862	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	30.9%	32.9%	31.9%	30.4%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	27.3%	30.3%	29.0%	27.1%
经营活动现金流	4,715	6,827	8,535	9,625	流动比率	1.4	1.4	1.8	2.3
现金收益	5,743	7,085	8,766	9,761	速动比率	1.1	1.1	1.5	2.1
存货影响	-320	-382	-226	-150	营运能力				
经营性应收影响	312	-90	-51	-22	总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
经营性应付影响	2,175	999	605	413	应收账款周转天数	1	1	1	1
其他影响	-3,195	-785	-559	-376	应付账款周转天数	41	50	52	53
投资活动现金流	-7,280	-8,557	-6,528	-5,881	存货周转天数	22	22	24	24
资本支出	-13,812	-8,394	-6,351	-5,689	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.68	2.12	2.68	3.02
其他长期资产变化	6,532	-163	-177	-192	每股经营现金流	2.22	3.22	4.02	4.53
融资活动现金流	2,658	2,233	1,126	912	每股净资产	13.61	15.72	18.40	21.42
借款增加	4,101	2,308	1,201	984	估值比率				
股利及利息支付	-1,935	-861	-1,056	-1,180	P/E	16.9	13.4	10.6	9.4
股东融资	500	500	500	500	P/B	2.1	1.8	1.5	1.3
其他影响	-8	286	481	608	EV/EBITDA	11.2	9.5	7.5	6.5

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。