

评级：买入（维持）

市场价格：90.33元

分析师：孙颖

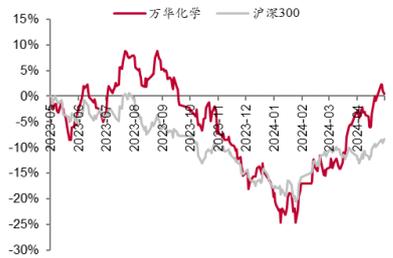
执业证书编号：S0740519070002

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)	90.33
市值(百万元)	283613
流通市值(百万元)	283613

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 【公司点评】业绩表现超预期，提质增效重回回报（20240205）
- 【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

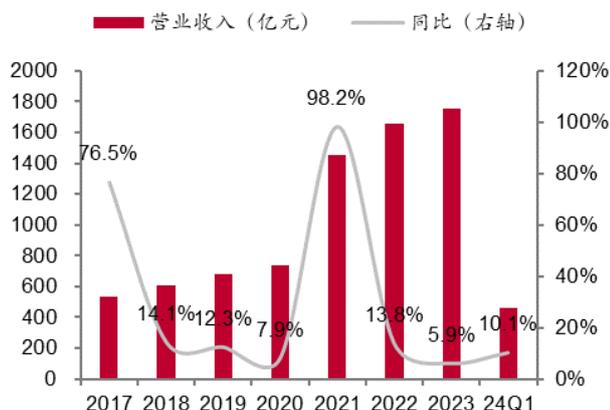
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	194,854	220,816	252,765
增长率 yoy%	13.8%	5.9%	11.1%	13.3%	14.5%
归母净利润(百万元)	16,234	16,816	18,526	21,198	25,818
增长率 yoy%	-34.1%	3.6%	10.2%	14.4%	21.8%
每股收益(元)	5.17	5.36	5.90	6.75	8.22
净资产收益率	21.1%	19.0%	17.4%	16.7%	17.0%
P/E	17.5	16.9	15.3	13.4	11.0
P/B	3.7	3.2	2.7	2.2	1.9

备注：股价取自 2024/5/9，每股指标按照最新股本数全面摊薄

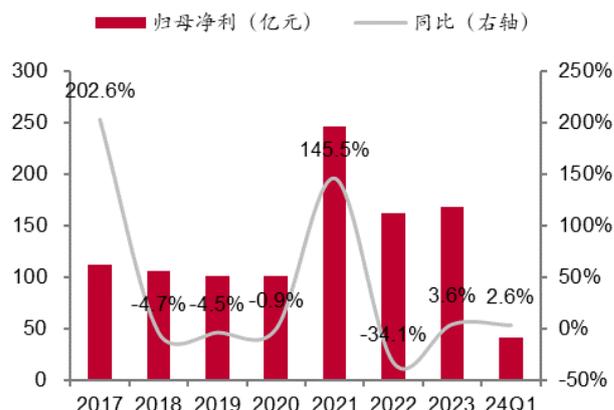
投资要点

- **事件 1:** 3月18日，公司发布2023年年报。2023年公司实现营收1753.6亿元，同比+5.9%；归母净利润168.2亿元，同比+3.6%；扣非归母净利润164.4亿元，同比+4.1%。单四季度营业收入428.1亿元，同比+21.8%，环比-4.7%；归母净利润41.1亿元，同比+56.6%，环比-0.5%；扣非归母净利润40.1亿元，同比+66.6%，环比-2.6%。
- **事件 2:** 4月18日，公司发布2024年一季报。一季报公司实现营收461.6亿元，同比+10.1%，环比+7.8%；归母净利润41.6亿元，同比+2.6%，环比+1.1%；扣非归母净利润41.3亿元，同比+3.5%，环比+2.9%。
- **聚氨酯：海外装置扰动再起，MDI景气底部回暖。**
 - **经营情况：**23年聚氨酯板块实现营收674亿元，同比+7.1%；逐季看，23Q4和24Q1分别实现营收173和175亿元，同比+23.3%和+11.5%，环比-0.03%和+1.1%。
 - **产销方面：**随MDI和TDI新产能陆续释放，聚氨酯业务产销规模持续性扩增。23年全年产销量分别为499和489万吨，同比+20.0%和+17.0%；23Q4和24Q1产量分别为134和136万吨，同比+34.0%和+17.2%，环比+12.6%和+1.5%；销量分别为130和131万吨，同比+25.0%和+18.0%，环比+4.8%和+0.8%。
 - **价格价差：**23年看，MDI产品价格随原料纯苯、动力煤价涨跌有所回落，尽管海内外终端需求逐步回暖，价差表现整体略有收窄。纯MDI挂牌均价、产品价和价差同比分别+0.6%、-4.3%、+0.8%；聚合MDI同比-6.5%、-8.8%、-5.1%。进入24年，纯MDI和聚合MDI景气上行，24Q1挂牌均价同比+9.9%和+2.9%，环比+1.0%和+0.9%；市场均价同比+7.3%和+3.0%，环比-2.5%和+3.2%；价差均值同比+7.7%和+0.5%，环比-6.1%和+1.5%。
 - **近期变化：**截至4月30日，国内纯MDI和聚合MDI价格分别为19000和16700元/吨，较年初-3.3%和+8.4%，位于09年以来的25.8%和21.7%分位；价差分别为11951和9651元/吨，较年初-11.2%和+4.8%，位于09年以来9.9%和12.7%分位。近期，全球多套MDI装置非计划内停产，累计关停产能超百万吨，预计约占全球总产能的11%至12%。海外装置不确定性强化下，国内聚合MDI出口大增，叠加成交承压下地产逆周期政策频出及新一轮“以旧换新”政策催化，聚合MDI景气度有望进一步回升。
- **龙头领军：**随4月底福建基地40万吨MDI技改产能的投产，公司现有MDI产能350万吨（烟台110+宁波120+福建80+匈牙利40），是全球最大的MDI生产商，全球市占率高达33.1%。未来，公司还计划在宁波、福建基地分别扩能60、70万吨，远期市占率有望达到35%-40%。TDI方面，23年公司在完成烟台巨力47.81%股权收购的基础上，福建基地新增15万吨产能增量，当前名义总产能数达95万吨，在建/规划产能41万吨，待产能全部放量后，全球市占率有望增至38.4%，成就MDI+TDI双龙头。

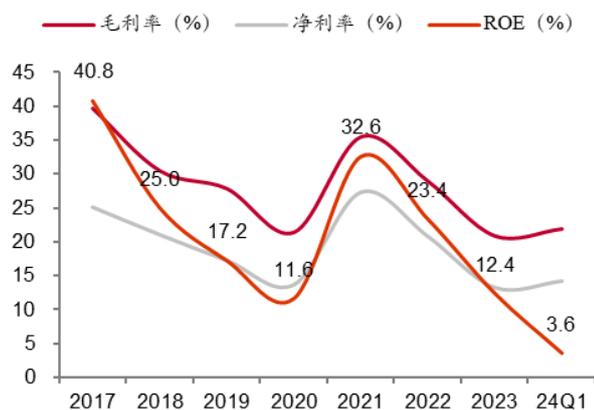
- **石化：成本释压磨底改善，优质项目投产在即。**
 - **经营情况：**23 年石化系列产品及 LPG 贸易营收 693 亿元，同比-0.4%；逐季看，23Q4 和 24Q1 分别实现营收 175 和 185 亿元，同比+31.1%和+1.8%，环比+11.0%和+6.0%。
 - **价差表现：**受前期化工行业高景气驱使，基础化工品仍处产能高速扩张期，行业整体供过于求，价格价差仍处底部磨底阶段。23 年全年，丙烯、环氧丙烷、MTBE、丙烯酸、PVC（乙烯法）、环氧乙烷价差同比分别-5.1%、+18.2%、扭亏、-71.4%、-25.2%、-11.6%。24Q1，公司主要原料动力煤、丙烷、乙烷同比分别-18.5%、-10.4%和-10.5%，成本端释压叠加国际油价的上行，部分产品价差有所增扩。根据 Wind，24Q1 丙烯、环氧丙烷、MTBE、丙烯酸、PVC（乙烯法）、环氧乙烷价差同比分别-10.6%、-11.0%、扭亏、-42.8%、-30.2%、-21.9%；环比分别+21.9%、+5.4%、-0.01%、+11.1%、-11.1%、-10.4%。
 - **工程建设：**截至 23 年底，蓬莱园区一期工程已全部由土建工程转入设备安装阶段，大乙烯二期如期推进建设过程中。按规划，蓬莱一期 90 万吨/年丙烷脱氢项目预计 24Q4 陆续投产，烟台 120 万吨/年乙烯项目预计于 24 年底至 25 年初陆续投产。待优质项目投产放量，公司有望进一步完善 C2-C4 产业链条，一体化新石化平台呼之欲出。
- **新材料：高端材料进口替代，电池产业谋定新篇。**
 - **经营情况：**23 年精细化学品及新材料营收 238 亿元，同比+18.4%；逐季看，23Q4 和 24Q1 分别实现 62 和 61 亿元，同比+28.5%和+14.3%，环比-1.4%和-2.2%。
 - **产销方面：**23 年全年产销量分别为 165 和 159 万吨，同比+68.4%和+67.4%；23Q4 和 24Q1 产量分别为 47 和 47 万吨，同比+74.1%和+23.7%，环比+20.5%和持平；销量分别为 42 和 44 万吨，同比+55.6%和+25.7%，环比-2.3%和+4.8%。
 - **工程进度：**高附加值新材料产品进口替代进程加速，备受瞩目的“0-1 突破”POE 项目（一期产能 20 万吨/年）预计 24Q2 投产，二期蓬莱基地 40 万吨/年 POE 项目现已开建，预计到 25 年末公司 POE 总产能将达到 60 万吨。在此基础上，4.8 万吨/年柠檬醛-香精香料项目也有望在 24Q3 投产，长期成长目标明确，迈向全球平台型化工新材料企业。
 - **电池材料构建第二增长曲线：**迎新能源高速发展风口，公司切入电池产业，现已完成正极、负极、电解液全系列产品布局，深度打造电池材料生态圈。24 年 4 月，公司全资子公司万华电池完成铜化集团所持安纳达和六国化工 15.2%和 5.0%股权过户登记，进一步向上延伸完善锂电池原料产业链布局，增强电池产业尤其是磷酸铁锂产业的核心竞争力。与此同时，万华电池协同安纳达领先的钛白粉业务，持续强化公司现有涂料、塑料和油墨领域的运营实力，打造长期发展新亮点。
- **盈利预测与投资建议：**基于公司年报披露数据，结合近期 MDI 行业市场情况和公司未来发展规划，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 185.3、212.0、258.2 亿元（前次预测 24-25 年分别为 203.8、237.4 亿元），当前股价对应 PE 分别为 15.3、13.4、11.0 倍，对应 PB 分别为 2.7、2.2、1.9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行；产品、原料价格大幅波动；新项目进度不及预期；下游需求不及预期；信息更新不及时等。

图表 1: 24Q1 实现营收 461.6 亿元, 同比+10.1%


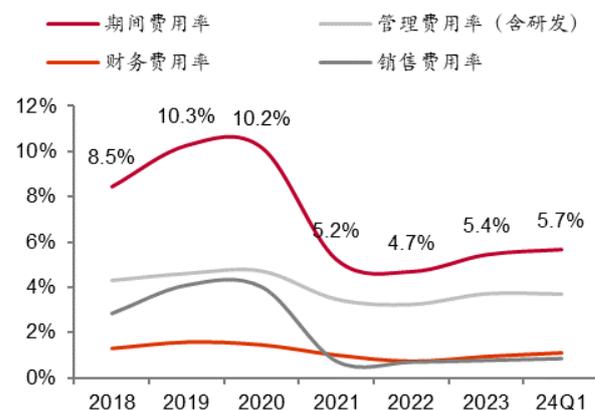
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 24Q1 实现归母净利润 41.6 亿元, 同比+2.6%


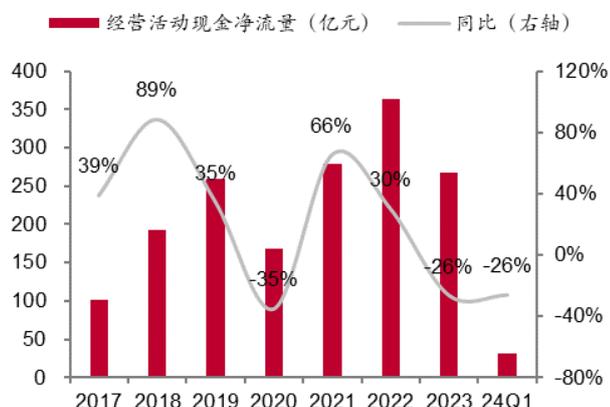
来源: Wind, 中泰证券研究所

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 5.7%, 同比+0.3pct


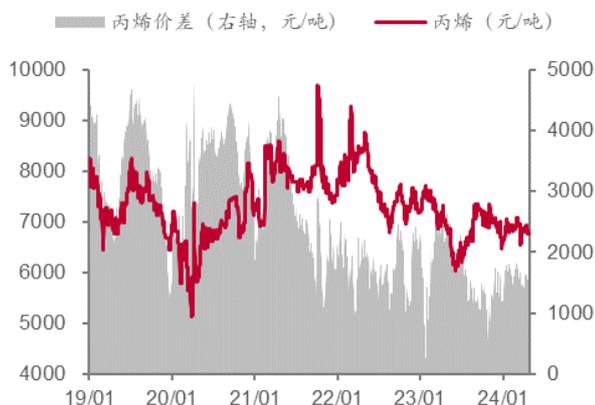
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 24Q1 经营活动产生的现金流量净额约 30.8 亿元, 同比-10.8 亿元


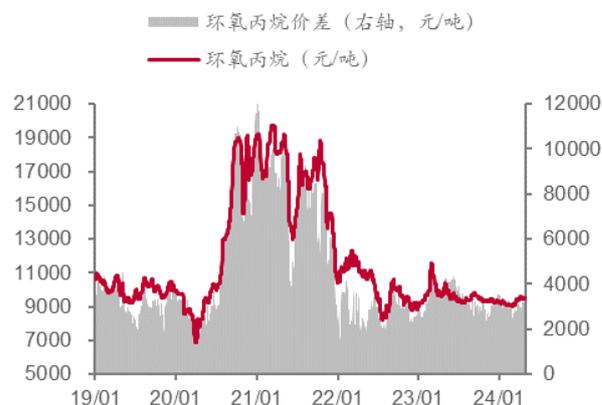
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 24Q1 末, 公司资产负债率约 64.5%

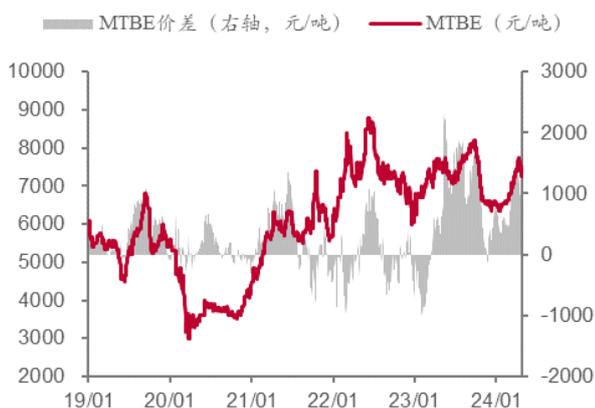

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 24Q1 丙烯价差 1588 元/吨, 环比+21.9%


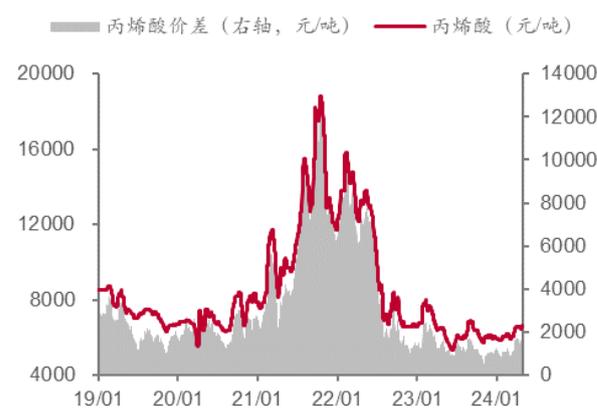
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 24Q1 环氧丙烷价差 3099 元/吨, 同比+5.4%


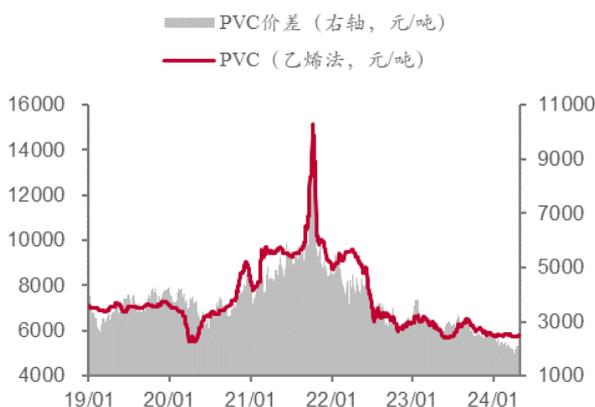
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 24Q1 MTBE 价差 670 元/吨, 环比-0.01%


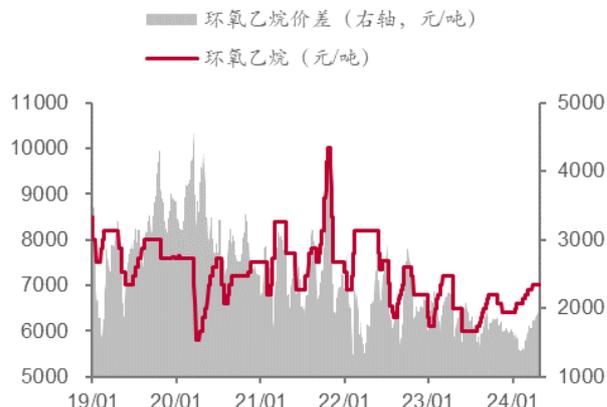
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 24Q1 丙烯酸价差 1100 元/吨, 环比+11.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

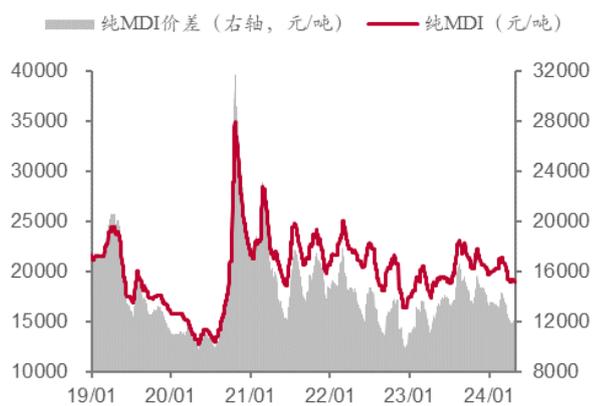
图表 11: 24Q1 PVC (乙烯法) 价差 2239 元/吨, 环比-11.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 24Q1 环氧乙烷价差 1564 元/吨, 环比-10.4%


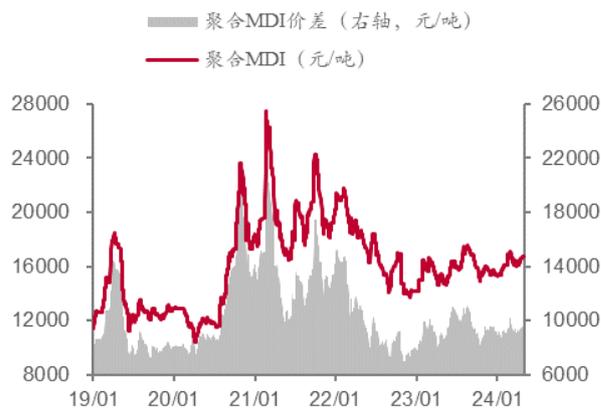
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 24Q1 纯MDI 价差 13526 元/吨, 环比-6.1%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 24Q1 聚合MDI 价差 9276 元/吨, 环比+1.5%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 盈利预测

资产负债表					单位:百万元				利润表				单位:百万元						
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	23,710	48,840	85,623	131,568	营业收入	175,361	194,854	220,816	252,765	营业成本	145,926	161,402	182,263	206,188					
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	960	1,066	1,208	1,383	销售费用	1,346	1,559	1,789	2,073					
应收账款	9,144	10,389	11,773	13,477	管理费用	2,450	2,631	2,915	3,286	研发费用	4,081	4,579	5,741	7,077					
预付账款	2,203	1,954	2,207	2,496	财务费用	1,676	1,793	1,987	2,149	信用减值损失	-43	-43	-43	-43					
存货	20,650	22,840	25,792	29,178	资产减值损失	-135	-135	-135	-135	公允价值变动收益	82	82	82	82					
合同资产	0	0	0	0	投资收益	621	652	685	719	其他收益	943	712	799	818					
其他流动资产	6,157	3,758	4,253	4,868	营业利润	20,389	23,095	26,309	32,054	营业外收入	65	69	60	64					
流动资产合计	61,864	87,781	129,648	181,587	营业外支出	444	386	391	407	利润总额	20,010	22,778	25,978	31,711					
其他长期投资	1,050	1,166	1,322	1,513	所得税	1,710	2,617	2,909	3,615	净利润	18,300	20,161	23,069	28,096					
长期股权投资	7,046	7,398	7,768	8,156	少数股东损益	1,484	1,635	1,871	2,278	归属母公司净利润	16,816	18,526	21,198	25,818					
固定资产	98,764	110,908	112,959	114,151	NOPLAT	19,833	21,748	24,834	29,999	EPS (按最新股本摊薄)	5.36	5.90	6.75	8.22					
在建工程	47,663	61,470	67,116	72,503	主要财务比率														
无形资产	10,786	11,439	12,117	12,525	会计年度														
其他非流动资产	25,868	25,566	26,547	27,586	2023 2024E 2025E 2026E														
非流动资产合计	191,176	217,947	227,829	236,434	成长能力														
资产合计	253,040	305,728	357,477	418,021	营业收入增长率 5.9% 11.1% 13.3% 14.5%														
短期借款	43,526	47,140	44,895	45,187	EBIT增长率 4.4% 13.3% 13.8% 21.1%														
应付票据	30,614	33,860	38,237	43,256	归母公司净利润增长率 3.6% 10.2% 14.4% 21.8%														
应付账款	14,980	16,569	18,710	21,166	获利能力														
预收款项	0	0	0	0	毛利率 16.8% 17.2% 17.5% 18.4%														
合同负债	5,674	6,305	7,145	8,179	净利率 10.4% 10.3% 10.4% 11.1%														
其他应付款	1,516	1,516	1,516	1,516	ROE 19.0% 17.4% 16.7% 17.0%														
一年内到期的非流动负债	8,533	8,533	8,533	8,533	ROA 8.1% 7.2% 7.0% 7.2%														
其他流动负债	3,814	4,054	4,406	4,840	偿债能力														
流动负债合计	108,657	117,977	123,442	132,676	资产负债率 62.7% 62.7% 61.8% 60.8%														
长期借款	39,811	63,653	87,496	111,338	债务权益比 108.0% 113.6% 110.7% 106.9%														
应付债券	0	0	0	0	流动比率 0.6 0.7 1.1 1.4														
其他非流动负债	10,118	10,118	10,118	10,118	速动比率 0.4 0.6 0.8 1.1														
非流动负债合计	49,929	73,771	97,614	121,456	营运能力														
负债合计	158,586	191,748	221,056	254,133	总资产周转率 0.8 0.7 0.7 0.7														
归属母公司所有者权益	88,656	106,547	127,117	152,306	应收账款周转天数 19 18 18 18														
少数股东权益	5,798	7,433	9,304	11,582	应付账款周转天数 35 35 35 35														
所有者权益合计	94,454	113,980	136,421	163,889	存货周转天数 48 49 48 48														
负债和股东权益	253,040	305,728	357,477	418,021	每股指标 (元)														
现金流量表					单位:百万元														
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	每股收益 5.36 5.90 6.75 8.22														
经营活动现金流	26,797	37,967	39,967	45,691	每股经营现金流 8.53 12.09 12.73 14.55														
现金收益	30,121	33,758	38,243	43,720	每股净资产 28.24 33.93 40.49 48.51														
存货影响	-2,465	-2,190	-2,952	-3,386	估值比率														
经营性应收影响	-874	-861	-1,502	-1,858	P/E 16.9 15.3 13.4 11.0														
经营性应付影响	21,564	4,835	6,518	7,475	P/B 3.2 2.7 2.2 1.9														
其他影响	-21,549	2,425	-340	-260	EV/EBITDA 13.1 11.7 10.2 8.6														
投资活动现金流	-44,830	-37,872	-22,167	-21,104															
资本支出	-44,092	-38,408	-21,561	-20,463															
股权投资	-817	-352	-370	-388															
其他长期资产变化	79	888	-236	-253															
融资活动现金流	22,809	25,035	18,983	21,358															
借款增加	28,485	27,456	21,598	24,134															
股利及利息支付	-9,002	-753	-861	-1,049															
股东融资	76	76	76	76															
其他影响	3,250	-1,744	-1,830	-1,803															

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。