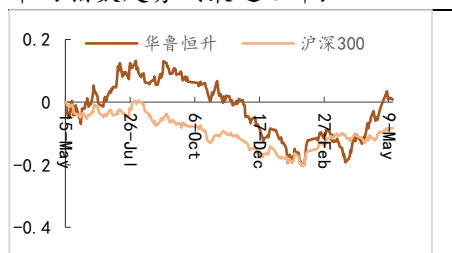


评级： 买入

 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)	30.37
一年内最高/最低价 (元)	35.03/23.32
市盈率 (当前)	16.71
市净率 (当前)	2.15
总股本 (亿股)	21.23
总市值 (亿元)	644.85

资料来源: 聚源数据

相关研究

- Q3 单季度业绩继续修复，新项目将陆续贡献增量
- 单季度业绩持续修复，新项目将陆续贡献增量
- 周期底部韧性十足，看好复苏和产能扩张的业绩弹性

核心观点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报，报告期内实现营业收入 272.60 亿元，同比-9.87%，实现归母净利润 35.76 亿元，同比-43.14%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 7.82/9.28/12.18/6.49 亿元，分别同比-67.82%/-55.40%/+18.84%/-14.09。
- **2023 年产品产销量同比增长，但价格下滑拖累业绩下滑。**2023 年 11 月，荆州项目一期建成投产，新增尿素产能 100 万吨/年，醋酸产能 100 万吨/年，DMF 产能 15 万吨/年，混甲胺产能 15 万吨/年，2023 年 12 月德州基地高端溶剂项目投产，新增碳酸二甲酯产能 30 万吨/年，碳酸甲乙酯产能 30 万吨/年，碳酸二乙酯产能 5 万吨/年。根据公司经营数据公告，公司 2023 年肥料/有机胺系列产品/醋酸及衍生品/新材料相关产品销量分别为 325.97/52.16/71.54/217.91 万吨，同比+14.89%/+8.80%/+24.20%/+20.20%，销售均价分别为 1741/5128/2868/7102 元/吨，同比-10.47%/-58.99%/-21.55%/-12.13%。分产品来看，2023 年尿素/醋酸/己二酸/DMF/异辛醇/碳酸二甲酯/己内酰胺的均价分别为 2474/3496/9546/5643//10679/4562/12605 元/吨，同比-8.96%/-24.00%/-15.41%/-53.63%/-0.70%/-28.54%/-4.20%。受此影响，2023 年公司销售毛利率为 20.85%，同比下降 8.09ct，销售净利率为 13.29%，同比下降 7.5pct。
- **煤气化平台的持续降本和柔性生产使得公司业绩兼具韧性和弹性。**2020 年全球疫情蔓延的极端情况下，公司业绩表现出强大的韧性。之后随着全球经济复苏，公司盈利快速修复并大幅上涨，在周期高处表现出强大的弹性。虽然 2023 年需求疲弱行业景气下行带来公司业绩下滑，我们依然看好公司未来的盈利能力以及景气修复之后的业绩弹性。
- **新建项目确保长期成长。**2023 年公司固定资产投资达到 87.11 亿元，同比+24.98%，处于规模快速扩张期。高端溶剂项目、荆州基地一期项目 2023 年已顺利投产，2023 年 3 月 29 日荆州基地启动新一批高端化工项目，德州基地尼龙 66 项目如期推进，将保障公司长期成长性。
- **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 48.38/70.99/92.65 亿元，EPS 分别为 2.28/3.34/4.36 元，对应 PE 分别为 13/9/7 倍，考虑公司虽然具有周期性，但是周期低谷有韧性、周期高处有弹性，同时兼具成长性，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)	272.60	323.02	392.26	438.42
营收增速 (%)	-9.9%	18.5%	21.4%	11.8%
归母净利润 (亿元)	35.76	48.38	70.99	92.65
归母净利润增速 (%)	-43.1%	35.3%	46.7%	30.5%
EPS (元/股)	1.68	2.28	3.34	4.36
PE	18.03	13.33	9.08	6.96

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	7,923	23,283	34,505	46,541	经营活动现金流	4,715	7,706	8,947	11,221
现金	2,041	17,802	27,699	38,867	净利润	3,576	4,838	7,099	9,265
应收账款	57	67	80	81	折旧摊销	2,053	2,665	2,469	2,310
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	91	97	110	95
预付账款	492	698	867	894	投资损失	-25	-2	-3	-3
存货	1,493	1,282	1,662	1,757	营运资金变动	-1,007	-92	-814	-595
其他	3,824	3,429	4,190	4,932	其它	-19	138	-6	28
非流动资产	36,128	33,814	31,818	29,984	投资活动现金流	-7,280	-379	-467	-472
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-13,812	-439	-405	-422
固定资产	28,941	26,631	24,513	22,572	长期投资	0	0	0	0
无形资产	1,947	2,031	2,085	2,138	其他	6,532	60	-62	-50
其他	2,156	2,068	2,136	2,190	筹资活动现金流	2,658	8,433	1,416	419
资产总计	44,051	57,097	66,323	76,525	短期借款	4,101	7,641	1,700	900
流动负债	5,787	8,314	8,918	9,418	长期借款	3,901	7,718	2,500	1,500
短期借款	200	124	-676	-1,276	其他	-8	1,122	202	165
应付账款	3,314	3,036	3,379	3,538	现金净增加额	94	15,761	9,897	11,168
其他	253	278	306	337					
非流动负债	7,826	14,177	16,321	17,494	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	7,348	12,348	14,348	15,348	成长能力				
其他	478	1,829	1,973	2,146	营业收入	-9.9%	18.5%	21.4%	11.8%
负债合计	13,613	22,491	25,239	26,912	营业利润	-41.8%	34.9%	44.8%	29.7%
少数股东权益	1,547	1,610	1,702	1,822	归属母公司净利润	-43.1%	35.3%	46.7%	30.5%
归属母公司股东权益	28,891	32,996	39,382	47,791	获利能力				
负债和股东权益	44,051	57,097	66,323	76,525	毛利率	20.9%	24.5%	28.4%	31.9%
					净利率	13.3%	15.2%	18.3%	21.4%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	11.7%	14.0%	17.3%	18.7%
营业收入	27,260	32,302	39,226	43,842	ROIC	11.9%	11.8%	14.6%	16.2%
营业成本	21,576	24,377	28,078	29,851	偿债能力				
营业税金及附加	190	216	254	300	资产负债率	30.9%	39.4%	38.1%	35.2%
营业费用	60	129	196	219	净负债比率	27.3%	50.0%	46.6%	40.7%
研发费用	578	581	785	877	流动比率	1.4	2.8	3.9	4.9
管理费用	336	872	1,098	1,228	速动比率	1.1	2.6	3.7	4.8
财务费用	68	97	110	95	营运能力				
资产减值损失	-33	-27	-32	-30	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
公允价值变动收益	-6	-6	-6	-6	应收账款周转率	570.8	523.6	535.2	543.7
投资净收益	8	9	9	9	应付账款周转率	8.7	7.7	8.8	8.6
营业利润	4,428	5,973	8,651	11,218	每股指标(元)				
营业外收入	9	10	15	20	每股收益	1.68	2.28	3.34	4.36
营业外支出	156	350	400	450	每股经营现金	2.22	3.63	4.21	5.28
利润总额	4,281	5,633	8,266	10,788	每股净资产	13.61	15.54	18.55	22.51
所得税	659	732	1,075	1,402	估值比率				
净利润	3,622	4,901	7,191	9,386	P/E	18.03	13.33	9.08	6.96
少数股东损益	47	63	92	121	P/B	2.23	1.95	1.64	1.35
归属母公司净利润	3,576	4,838	7,099	9,265					
EBITDA	6,402	8,395	10,844	13,193					
EPS (元)	1.68	2.28	3.34	4.36					

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
1. 投资建议的比较标准		
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
2. 投资建议的评级标准	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