

**评级：买入（维持）**

市场价格：70.80 元

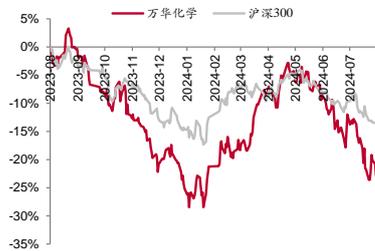
分析师：孙颖

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)	70.80
市值(百万元)	222294
流通市值(百万元)	222294

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【公司点评】聚氨酯龙头发展稳健，多元化赋能长期成长（20240510）

【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	191,239	215,486	247,311
增长率 yoy%	13.8%	5.9%	9.1%	12.7%	14.8%
归母净利润(百万元)	16,234	16,816	16,958	20,707	24,453
增长率 yoy%	-34.1%	3.6%	0.8%	22.1%	18.1%
每股收益(元)	5.17	5.36	5.40	6.59	7.79
净资产收益率	21.1%	19.0%	16.2%	16.6%	16.4%
P/E	13.7	13.2	13.1	10.7	9.1
P/B	2.9	2.5	2.1	1.8	1.5

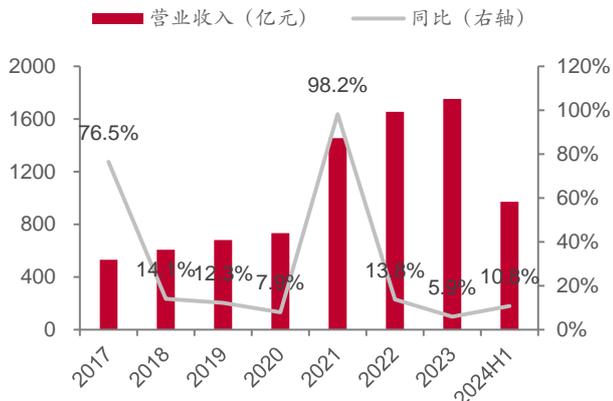
备注：股价取自 2024/8/14，每股指标按照最新股本数全面摊薄

**投资要点**

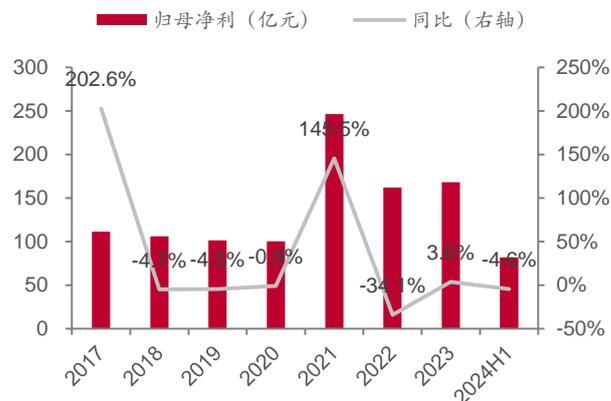
- 事件：**8月12日，公司发布2024年中报。2024H1公司实现营收970.7亿元，同比+10.8%；归母净利润81.7亿元，同比-4.6%；扣非归母净利润81.0亿元，同比-2.5%。2024Q2单季实现营收509.1亿元，同比+11.4%，环比+10.3%；归母净利润40.2亿元，同比-11.0%，环比-3.4%；扣非归母净利润39.7亿元，同比-8.1%，环比-3.8%。
- 聚氨酯产能陆续释放，提供发展可靠安全垫。**2024H1公司聚氨酯板块实现销售收入354.6亿元，同比+8.2%；2024Q2单季销售收入179.5亿元，同比+5.1%，环比+2.6%。二季度公司销售收入实现环比提升主要得益于公司MDI产能的持续扩张。根据公告，2024年4月底，公司福建基地40万吨MDI技改扩能顺利投产，MDI总产能提升至350万吨/年，全球市占率升至33.1%。对应到产销量上看，2024H1公司聚氨酯板块（包含MDI、TDI、聚醚多元醇等）产销量分别为283和269万吨，同比+15.0%和+14.5%；2024Q2产销量分别为147和138万吨，同比+13.1%和+11.3%，环比+8.1%和+5.3%。价上看，公司Q2聚氨酯系列产品均价13010元/吨，同比-5.5%，环比-2.6%。叠加原料纯苯价格上行，价差表现有所承压。根据Wind，2024Q2国内纯MDI和聚合MDI均价分别约18920和17086元/吨，环比一季度分别-7.0%和+6.1%，位于2009年以来的26.8%和22.7%分位；价差分别约11647和9812元/吨，环比一季度分别-13.9%和+5.8%，位于2009年以来的11.4%和14.0%分位。近期受装置不可抗力/调货/检修预期影响，欧洲MDI供应趋紧带动纯MDI价格价差有所增扩，聚合MDI维持震荡。中长期看，全球MDI格局高度寡占，后续扩产计划以公司为主导，有望进一步巩固全球第一大MDI生产商地位。在MDI新兴领域应用渗透率提升+“以旧换新”等消费政策催化的背景下，产品景气度或有所回升，量增价稳构筑公司业绩盈利基本盘。
- 石化产品涨跌互现，核心项目年内陆续投产。**2024H1公司石化系列产品和LPG贸易实现销售收入395.7亿元，同比+9.5%；2024Q2单季销售收入210.6亿元，同比+17.4%，环比+13.8%。产量上看，2024H1公司石化系列产品累计产量277万吨，同比+23.1%；2024Q2实现销量138万吨，同比+29.0%，环比-0.7%。价差上看，2024Q2，丙烯、环氧丙烷、MTBE、丙烯酸、PVC（乙烯法）、环氧乙烷价差同比分别-31.7%、-24.7%、-24.7%、+28.1%、-16.7%、+2.5%；环比-5.4%、-0.7%、+20.4%、+41.8%、+7.2%、+28.5%。2024年6月，公司将现有100万吨/年乙烯装置原料由丙烷变为乙烷，在降低原料成本的同时提高乙烯收率。7月，公司和万融新材料与ADNOC、北欧化工、博禄化学共同启动福建160万吨/年特种聚烯烃一体化项目。依托各方专长，在凸显乙烷原料经济性的同时，进一步完善自身乙烷原料采购运力保障，提高公司国际市场竞争力。在建工程方面，2024H1，公司蓬莱工业园PDH、POCHP、EO、聚醚、

EOD、储运等一期装置均已进入管道试压和电缆敷设攻坚阶段，按计划将于 2024Q4 陆续投产；烟台 120 万吨/年乙烯项目预计 2024 年年底至 2025 年年初陆续投产。项目投产后，公司将进一步强化自身石化产业链协同效应，巩固自身成本&一体化优势。

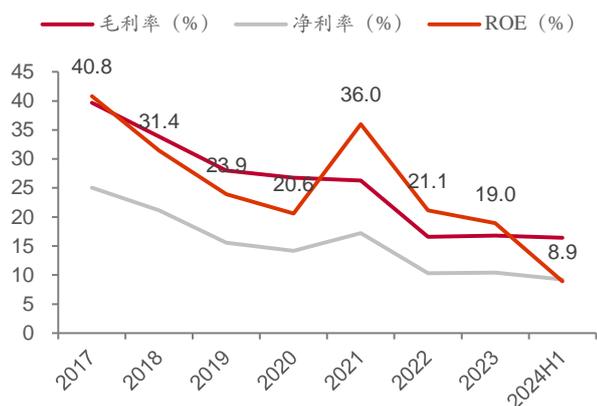
- **POE 实现国产化替代，柠檬醛等项目投产在即。**2024 年公司精细化学品及新材料系列实现销售收入 129.8 亿元，同比+15.2%；2024Q2 单季销售收入 68.7 亿元，同比+16.0%，环比+12.6%。产销量上看，2024H1 公司精细化学品及新材料系列产品产销量分别为 100 和 92 万吨，同比+26.6%和+24.3%；2024Q2 单季实现产销量 53 和 48 万吨，同比+29.3%和+23.1%，环比+12.8%和+9.1%。2024 年 6 月底，公司备受瞩目的 20 万吨/年 POE 项目一期成功投产，标志着国内首套大规模自主研发的 POE 工业化装置一次性投产成功；7 月 10 日，公司 POE 实现首批发车，打通从研发生产到销售的全流程，正式开启 POE 国产化新纪元。此外，公司 4.8 万吨/年柠檬醛-香精香料项目也正在如期推进过程中，按计划将于 2024Q3 投产。
- **盈利预测与投资建议：**基于公司定期报告披露数据，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 2024-2026 年归母净利润分别为 169.6、207.1、244.5 亿元（前次预测分别为 185.3、212.0、258.2 亿元），当前股价对应 PE 分别为 13.1、10.7、9.1 倍，对应 PB 分别为 2.1、1.8、1.5 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: 2024H1 实现营收 970.7 亿元, 同比+10.8%**


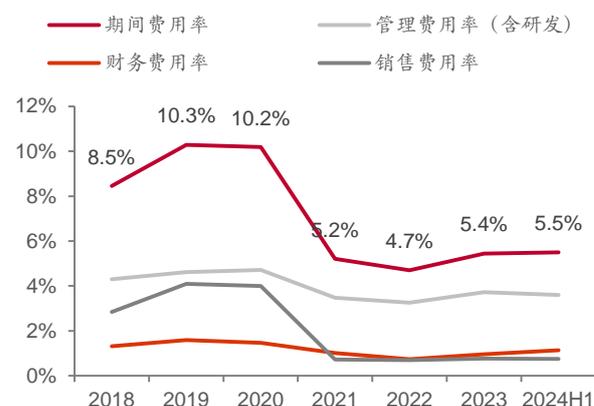
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 2024H1 实现归母净利润 81.7 亿元, 同比-4.6%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 2024H1 ROE (摊薄) 8.9%, 同比-1.6pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 2024H1 期间费用率约 5.5%, 同比+0.7pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2024H1 经营活动产生的现金流量净额 102.9 亿元, 同比-8.3%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 截至 2024H1 末, 公司资产负债率约 66.1%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 7：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	47,023	82,848	127,474	营业收入	175,361	191,239	215,486	247,311	营业成本	145,926	159,931	177,864	202,754			
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	960	1,047	1,179	1,353	销售费用	1,346	1,530	1,745	2,028			
应收账款	9,144	10,196	11,489	13,186	管理费用	2,450	2,582	2,844	3,215	研发费用	4,081	4,494	5,603	6,925			
预付账款	2,203	1,936	2,153	2,455	财务费用	1,676	1,759	1,939	2,102	信用减值损失	-43	-43	-43	-43			
存货	20,650	22,632	25,170	28,692	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	3,688	4,150	4,763	营业利润	20,389	21,167	25,707	30,378	营业外收入	65	69	59	65			
流动资产合计	61,864	85,476	125,810	176,570	营业外支出	444	386	391	407	利润总额	20,010	20,850	25,375	30,036			
其他长期投资	1,050	1,145	1,290	1,480	所得税	1,710	2,395	2,841	3,425	净利润	18,300	18,455	22,534	26,611			
长期股权投资	7,046	7,398	7,768	8,156	少数股东损益	1,484	1,497	1,827	2,158	归属母公司净利润	16,816	16,958	20,707	24,453			
固定资产	98,764	110,908	112,959	114,151	NOPLAT	19,833	20,012	24,256	28,474	EPS (按最新股本摊薄)	5.36	5.40	6.59	7.79			
在建工程	47,663	61,470	67,116	72,503	<b>主要财务比率</b>												
无形资产	10,786	11,439	12,117	12,525	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E								
其他非流动资产	25,868	25,566	26,547	27,586	成长能力												
非流动资产合计	191,176	217,925	227,797	236,402	营业收入增长率	5.9%	9.1%	12.7%	14.8%								
资产合计	253,040	303,401	353,607	412,972	EBIT增长率	4.4%	4.3%	20.8%	17.7%								
短期借款	43,526	47,140	44,895	45,187	归母公司净利润增长率	3.6%	0.8%	22.1%	18.1%								
应付票据	30,614	33,552	37,314	42,535	获利能力												
应付账款	14,980	16,418	18,259	20,814	毛利率	16.8%	16.4%	17.5%	18.0%								
预收款项	0	0	0	0	净利率	10.4%	9.6%	10.5%	10.8%								
合同负债	5,674	6,188	6,972	8,002	ROE	19.0%	16.2%	16.6%	16.4%								
其他应付款	1,516	1,516	1,516	1,516	ROA	8.1%	6.6%	6.9%	6.9%								
一年内到期的非流动负债	8,533	8,533	8,533	8,533	偿债能力												
其他流动负债	3,814	4,010	4,325	4,765	资产负债率	62.7%	63.0%	62.1%	61.2%								
流动负债合计	108,657	117,356	121,814	131,353	债务权益比	108.0%	115.3%	112.6%	109.4%								
长期借款	39,811	63,653	87,496	111,338	流动比率	0.6	0.7	1.0	1.3								
应付债券	0	0	0	0	速动比率	0.4	0.5	0.8	1.1								
其他非流动负债	10,118	10,118	10,118	10,118	营运能力												
非流动负债合计	49,929	73,771	97,614	121,456	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6								
负债合计	158,586	191,127	219,428	252,809	应收账款周转天数	19	18	18	18								
归属母公司所有者权益	88,656	104,979	125,057	148,883	应付账款周转天数	35	35	35	35								
少数股东权益	5,798	7,295	9,122	11,280	存货周转天数	48	49	48	48								
所有者权益合计	94,454	112,273	134,179	160,163	每股指标(元)												
负债和股东权益	253,040	303,401	353,607	412,972	每股收益	5.36	5.40	6.59	7.79								
<b>现金流量表</b>					单位:百万元												
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	每股经营现金流	8.53	11.50	12.41	14.12								
经营活动现金流	26,797	36,117	38,961	44,326	每股净资产	28.24	33.44	39.83	47.42								
现金收益	30,121	32,018	37,660	42,189	估值比率												
存货影响	-2,465	-1,982	-2,538	-3,522	P/E	13.2	13.1	10.7	9.1								
经营性应收影响	-874	-651	-1,375	-1,863	P/B	2.5	2.1	1.8	1.5								
经营性应付影响	21,564	4,376	5,603	7,777	EV/EBITDA	11.2	10.6	8.9	7.6								
其他影响	-21,549	2,356	-390	-254													
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	25,068	19,031	21,404													
借款增加	28,485	27,456	21,598	24,134													
股利及利息支付	-9,002	-689	-841	-994													
股东融资	76	76	76	76													
其他影响	3,250	-1,775	-1,802	-1,812													

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。