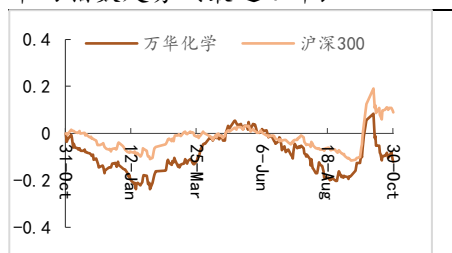


评级： 买入

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)	75.98
一年内最高/最低价 (元)	100.40/64.64
市盈率 (当前)	33.93
市净率 (当前)	2.56
总股本 (亿股)	31.40
总市值 (亿元)	2,385.58

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 周期低谷韧性十足，新材料成长曲线日渐清晰
- 短期业绩韧性强，长期成长属性强
- Q2 盈利继续修复，资本支出持续高增长

核心观点

- **事件:** 公司发布 2024 年三季报，前三季度，公司实现营业收入 1476.04 亿元，同比+11.35%，实现归母净利润 110.93 亿元，同比-12.67%，其中 Q1-Q3 单季度归母净利润分别为 41.57/40.17/29.19 亿元，同比分别为 +2.57%/-11.03%/-29.41%，环比分别为+1.09%/-3.38%/-27.33%。
- **前三季度产品产销量提升带动营收增长，但 Q3 单季度产品价差收窄以及装置检修导致利润下滑。** 2024 年前三季度，公司多套装置完成技改扩产及新产能投放，如福建工业园 MDI 装置完成了产能从 40 万吨/年至 80 万吨/年的技改扩能，因此各主要产品产销量实现同比增长，带动营收增长。具体来看，聚氨酯板块的产销量分别为 421/410 万吨，同比 +15.34%/+14.21%，石化板块产量为 407 万吨，同比+20.41%，精细化学品及新材料板块产销量分别为 145/142 万吨，同比+22.88%/+21.37%。但第三季度，除聚合 MDI 之外，聚氨酯板块其他产品受需求疲弱、原料成本高位等不利影响，价格下跌，价差走弱。具体来看，2024 年 Q3 单季度，纯 MDI 价格价差分别为 18508/8606 元/吨，同比分别为-12.85%/-17.27%，聚合 MDI 价格价差分别为 17453/7672 元/吨，同比分别为 +4.82%/+20.97%，TDI 价格价差分别为 13376/6436 元/吨，同比分别为-25.33%/-34.29%，硬泡聚醚价格价差分别为 9167/3148 元/吨，同比分别为-6.90%/-5.70%，软泡聚醚价格价差分别为 8597/2643 元/吨，同比分别为-12.59%/-20.57%，另外，第三季度公司烟台工业园 MDI (110 万吨/年)、TDI (30 万吨/年)、匈牙利 BC 公司 MDI (40 万吨/年)、TDI (25 万吨/年)、烟台工业园 PDH (75 万吨/年) 等装置陆续停产检修。产品价差收窄以及装置集中检修，共同导致三季度利润同比下滑。
- **资本支出持续高增长保障长期成长。** 自 2018 年开始，公司资本支出达到 100 亿元以上，并连续多年保持快速增长，2023 年达到 430.98 亿元，同比+31.97%。2024 年前三季度在 2023 年高基数的基础上继续同比小幅增长 1.10%至 297.54 亿元。未来福建 MDI 技改项目、乙烯二期项目、蓬莱工业园高性能新材料等多个项目全力推进，成长空间广阔。
- **投资建议:** 基于三季度业绩下滑，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润分别为 152.67/189.14/224.04 亿元，EPS 分别为 4.86/6.02/7.14 元，对应 PE 分别为 16/13/11 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	1958.12	2193.95	2377.68
营收增速 (%)	5.9%	11.7%	12.0%	8.4%
归母净利润 (亿元)	168.16	152.67	189.14	224.04
归母净利润增速 (%)	3.6%	-9.2%	23.9%	18.4%
EPS (元/股)	5.36	4.86	6.02	7.14
PE	14	16	13	11

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	64,284	70,371	77,158	经营活动现金流	26,797	26,161	39,981	52,324
现金	23,710	18,413	21,557	25,844	净利润	16,816	15,267	18,914	22,403
应收账款	9,144	12,346	12,578	13,508	折旧摊销	10,145	11,804	18,725	22,767
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2,825	1,551	1,590	1,657
预付账款	2,203	2,125	2,273	2,420	投资损失	-621	-489	-568	-585
存货	20,650	24,923	27,054	27,891	营运资金变动	-3,860	-4,021	-830	3,706
其他	6,157	6,477	6,909	7,495	其它	8	701	480	399
非流动资产	191,176	232,696	273,152	309,915	投资活动现金流	-44,830	-53,976	-59,490	-59,798
长期投资	7,046	7,750	8,525	9,378	资本支出	-44,092	-50,603	-55,994	-56,138
固定资产	98,764	162,270	199,207	230,208	长期投资	-817	-705	-775	-853
无形资产	10,786	11,079	11,411	11,782	其他	79	-2,668	-2,721	-2,807
其他	25,867	27,762	30,033	32,461	筹资活动现金流	22,809	22,518	22,653	11,761
资产总计	253,040	296,980	343,523	387,073	短期借款	28,485	27,351	27,743	17,673
流动负债	108,657	118,796	127,946	138,109	长期借款	29,178	22,128	22,000	14,423
短期借款	43,526	48,749	54,492	57,742	其他	3,250	3,576	3,710	3,325
应付账款	14,980	19,509	19,193	20,495	现金净增加额	4,776	-5,297	3,144	4,287
其他	1,516	1,667	1,834	2,017					
非流动负债	49,929	72,085	94,125	108,592	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	39,811	61,939	83,939	98,362	成长能力				
其他	10,118	10,146	10,186	10,230	营业收入	5.9%	11.7%	12.0%	8.4%
负债合计	158,586	190,881	222,071	246,701	营业利润	2.8%	-4.5%	23.4%	18.2%
少数股东权益	5,798	7,145	8,815	10,792	归属母公司净利润	3.6%	-9.2%	23.9%	18.4%
归属母公司股东权益	88,656	98,954	112,637	129,580	获利能力				
负债和股东权益	253,040	296,980	343,523	387,073	毛利率	16.8%	15.9%	17.1%	18.1%
					净利率	10.4%	8.5%	9.4%	10.3%
					ROE	17.8%	14.4%	15.6%	16.0%
					ROIC	13.2%	10.3%	10.5%	10.8%
利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	175,361	195,812	219,395	237,768	资产负债率	62.7%	64.3%	64.6%	63.7%
营业成本	145,926	164,703	181,950	194,645	净负债比率	108.0%	121.9%	129.4%	124.6%
营业税金及附加	960	1,112	1,219	1,324	流动比率	0.6	0.5	0.6	0.6
营业费用	1,346	1,762	2,194	2,378	速动比率	0.4	0.3	0.3	0.4
研发费用	4,081	4,895	5,704	6,658	营运能力				
管理费用	2,450	2,937	3,510	3,804	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
财务费用	1,676	1,551	1,590	1,657	应收账款周转率	19.3	18.2	17.6	18.2
资产减值损失	-135	-473	-469	-317	应付账款周转率	10.4	9.6	9.4	9.8
公允价值变动收益	82	64	81	100	每股指标(元)				
投资净收益	621	425	487	485	每股收益	5.36	4.86	6.02	7.14
营业利润	20,389	19,476	24,038	28,403	每股经营现金	8.53	8.33	12.73	16.67
营业外收入	65	65	65	65	每股净资产	28.24	31.52	35.87	41.27
营业外支出	444	444	444	444	估值比率				
利润总额	20,010	19,097	23,659	28,024	P/E	14.3	15.8	12.8	10.8
所得税	1,710	2,483	3,076	3,643	P/B	2.7	2.4	2.1	1.9
净利润	18,300	16,614	20,583	24,381					
少数股东损益	1,484	1,347	1,669	1,977					
归属母公司净利润	16,816	15,267	18,914	22,404					
EBITDA	31,831	32,452	43,974	52,448					
EPS(元)	5.36	4.86	6.02	7.14					

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 6 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 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	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		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 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	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		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