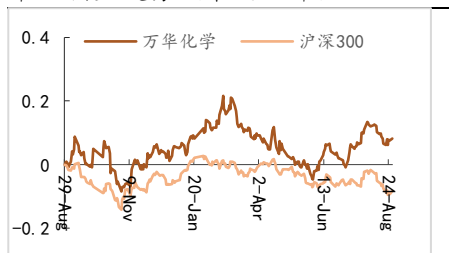


评级： 买入

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)	93.30
一年内最高/最低价 (元)	106.40/76.35
市盈率 (当前)	20.32
市净率 (当前)	3.62
总股本 (亿股)	31.40
总市值 (亿元)	2,929.38

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 成本需求两端均修复，一季度盈利超预期
- MDI 盈利触底反弹，周期起伏不改扩张脚步
- 需求成本承压拖累短期利润，坚定看好长期成长性

核心观点

- **事件:** 公司发布 2023 年中报, 报告期内实现营业收入 876.26 亿元, 同比-1.67%, 实现归母净利润 85.68 亿元, 同比-17.48%, 其中 Q2 单季度实现归母净利润 45.15 亿元, 同比-9.86%, 环比+11.40%。
- **继 Q1 业绩环比大幅改善之后, Q2 盈利继续修复。** 2022 年 10 月 24 日, 公司 4 万吨/年尼龙 12 项目顺利投产, 2022 年 12 月 23 日, 福建基地 40 万吨/年 MDI 装置成功投产, 2023 年 5 月 23 日, 福建基地 25 万吨/年 TDI 装置成功投产, 随着新装置产能的释放, 上半年各主要业务板块销量均同比增长, 聚氨酯板块的产销量分别为 246/235 万吨, 同比+14.42%/+13.53%, 石化板块产销量分别为 225/684 万吨, 同比-1.32%/+12.13%, 精细化学品及新材料板块产销量分别为 79/74 万吨, 同比+71.74%/+68.18%。价格方面同比均有所下降, 聚氨酯/石化/精细化学品及新材料板块产品单价分别为 13945/5282/15222 元/吨, 同比-13.17%/-17.83%/-35.85%。同时原料端压力缓解, 上半年纯苯、煤炭(动力煤 5000 大卡)、CP 丙烷、CP 丁烷均价分别为 6958 元/吨、896 元/吨、610 美元/吨、613 美元/吨, 同比-17.76%、-17.80%、-26.06%、-26.06%。所以尽管一二季度业绩环比持续改善, 但上半年业绩同比依然是下滑的。2023H1 毛利率/净利率分别为 16.42%/10.56%, 同比-2.03pct/-1.55pct。
- **聚氨酯产品仍为公司业绩的压舱石。** 2023H1, 公司聚氨酯板块营收 327.71 亿元, 占比 37.40%, 尽管随着公司石化板块和新材料板块的壮大, 聚氨酯板块的营收占比继续降低, 但是其毛利达到 95.41 亿元, 占比达到 66.31%, 其毛利率为 29.12%, 依然是公司业绩的压舱石。
- **资本支出持续高增长保障长期成长。** 尽管 2022 年受大环境影响主营产品需求弱势, 成本大涨业绩承压, 并没有阻碍公司扩张的脚步。2022 年资本支出达到 326.57 亿元, 同比+20.95%。2023H1 资本支出达到 199.36 亿元, 同比+46.60%。未来宁波 MDI 技改项目、匈牙利 TDI 扩产项目、乙烯二期项目、眉山磷酸铁锂正极材料项目、蓬莱工业园高性能新材料一体化等项目全力推进, 成长空间广阔。
- **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 198.88/245.43/286.83 亿元, EPS 分别为 6.33/7.82/9.14 元, 对应 PE 分别为 15/12/10 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

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	1655.65	1851.09	2032.40	2101.42
营收增速 (%)	13.76	11.80	9.79	3.40
净利润 (亿元)	162.34	198.88	245.43	286.83
净利润增速 (%)	(34.14)	22.51	23.40	16.87
EPS(元/股)	5.17	6.33	7.82	9.14
PE	18.05	14.73	11.94	10.21

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	51532.4	73250.6	92108.7	140022.5	经营活动现金流	36336.8	34625.2	43595.9	49772.7
现金	18988.8	37149.8	47372.4	89959.6	净利润	16233.6	19888.5	24542.6	28683.1
应收账款	9060.3	10107.5	11097.6	11474.5	折旧摊销	8280.6	9703.5	10964.1	12086.2
其它应收款	999.0	1117.0	1226.4	1268.0	财务费用	2058.0	1791.3	1722.5	1814.7
预付账款	1277.3	1357.3	1454.3	1464.8	投资损失	-408.0	-1300.0	-1070.0	-1250.0
存货	18185.3	19316.8	20696.2	20845.7	营运资金变动	10198.9	2821.7	5839.9	7626.0
其他	2691.6	3702.2	10162.0	14710.0	其它	-834.6	673.4	305.2	-697.0
非流动资产	149310.8	152551.9	163256.9	178240.0	投资活动现金流	-34324.6	-12451.8	-20401.4	-25221.4
长期投资	6228.7	4000.0	2000.0	5000.0	资本支出	-32656.6	-21170.9	-21170.9	-21170.9
固定资产	78558.1	91150.9	102370.2	112365.8	长期投资	308.9	2322.9	2300.0	-3100.0
无形资产	11272.7	10150.4	9140.4	8231.3	其他	-1976.9	6396.3	-1530.5	-950.5
其他	15266.6	10000.0	13000.0	15000.0	筹资活动现金流	-17187.5	-4012.5	-12971.8	18035.9
资产总计	200843.2	225802.5	255365.7	318262.6	短期借款	-6220.3	-9993.0	-2971.8	-1964.1
流动负债	95017.2	104011.3	108889.6	141643.0	长期借款	-698.7	1801.8	5000.0	5000.0
短期借款	44019.5	50000.0	40000.0	60000.0	其他	-4286.6	-10003.5	-6249.4	-5149.4
应付账款	13066.5	14679.2	23591.1	31682.1	现金净增加额	-15175.3	18160.9	10222.6	42587.2
其他	13325.6	11743.4	14154.7	15841.1					
非流动负债	24489.0	27368.3	34068.3	41868.3	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	15968.3	20968.3	25968.3	30968.3	成长能力				
其他	7533.3	5000.0	6000.0	8000.0	营业收入	13.8%	11.8%	9.8%	3.4%
负债合计	119506.2	131379.7	142957.9	183511.4	营业利润	-32.6%	23.8%	24.1%	16.3%
少数股东权益	4492.5	5539.2	6830.9	8340.6	归属母公司净利润	-34.1%	22.5%	23.4%	16.9%
归属母公司股东权益	76844.5	88883.6	105576.8	126410.6	获利能力				
负债和股东权益	200843.2	225802.5	255365.7	318262.6	毛利率	16.6%	20.7%	22.6%	24.6%
					净利率	9.8%	10.7%	12.1%	13.6%
					ROE	21.1%	22.4%	23.2%	22.7%
					ROIC	12.6%	13.5%	15.3%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率	59.5%	58.2%	56.0%	57.7%
					净负债比率	31.5%	31.4%	25.8%	28.6%
					流动比率	0.54	0.70	0.85	0.99
					速动比率	0.35	0.52	0.66	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.82	0.80	0.66
					应收账款周转率	18.70	19.31	19.17	18.62
					应付账款周转率	6.19	5.48	4.58	3.65
					每股指标(元)				
					每股收益	5.17	6.33	7.82	9.14
					每股经营现金	11.57	11.03	13.89	15.85
					每股净资产	24.47	28.31	33.63	40.26
					估值比率				
					P/E	18.0	14.7	11.9	10.2
					P/B	3.81	3.30	2.77	2.32
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E					
营业收入	165565.5	185108.7	203240.0	210142.2					
营业成本	138132.2	146791.9	157273.9	158410.7					
营业税金及附加	913.1	1851.1	2032.4	2101.4					
营业费用	1152.9	1851.1	2032.4	2101.4					
研发费用	3420.1	5553.3	6097.2	6304.3					
管理费用	1966.1	3702.2	4064.8	4202.8					
财务费用	1234.9	1791.3	1722.5	1814.7					
资产减值损失	-256.2	-300.0	-600.0	-1000.0					
公允价值变动收益	173.0	100.0	70.0	150.0					
投资净收益	1175.8	1200.0	1000.0	1100.0					
营业利润	19838.6	24567.9	30486.8	35456.8					
营业外收入	44.8	50.0	80.0	100.0					
营业外支出	342.7	200.0	350.0	230.0					
利润总额	19540.6	24417.9	30216.8	35326.8					
所得税	2498.7	3482.7	4382.5	5134.0					
净利润	17041.9	20935.2	25834.3	30192.8					
少数股东损益	808.3	1046.8	1291.7	1509.6					
归属母公司净利润	16233.6	19888.5	24542.6	28683.1					
EBITDA	28917.2	36062.7	43173.3	49357.7					
EPS (元)	5.17	6.33	7.82	9.14					

分析師簡介

翟緒麗，化工行業首席分析師，清華大學化工專業博士，有 6 年實業工作經驗和 4 年金融從業經驗，曾就職於太平洋證券，2022 年 1 月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）製作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

	評級	說明
1. 投資建議的比較標準		
投資評級分為股票評級和行業評級	股票投資評級	買入 相對滬深 300 指數漲幅 15% 以上
以報告發布後的 6 個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深 300 指數的漲跌幅為基準	增持	相對滬深 300 指數漲幅 5%-15% 之間
	中性	相對滬深 300 指數漲幅 -5%-5% 之間
	減持	相對滬深 300 指數跌幅 5% 以上
2. 投資建議的評級標準	行業投資評級	看好 行業超越整體市場表現
報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深 300 指數的漲跌幅為基準	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現