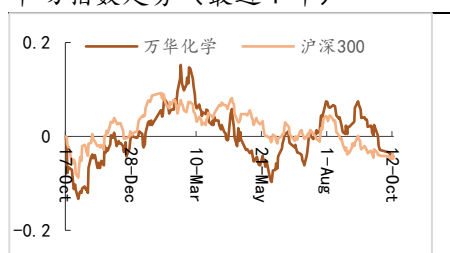


评级： 买入

翟绪丽  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522010001  
zhaxuli@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)	87.08
一年内最高/最低价 (元)	106.40/76.35
市盈率 (当前)	40.44
市净率 (当前)	3.25
总股本 (亿股)	31.40
总市值 (亿元)	2,734.09

资料来源: 聚源数据

#### 相关研究

- Q2 盈利继续修复，资本支出持续高增长
- 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

#### 核心观点

- **事件:** 公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 1325.54 亿元，同比+1.64%，实现归母净利润 127.03 亿元，同比-6.65%，其中 Q3 单季度实现归母净利润 41.35 亿元，同比+28.21%，环比-8.42%。
- **前三季度三大板块销量升而价格降，整体利润下滑。** 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，前三季度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 365/359 万吨，同比+15.51%/+14.33%，石化板块产销量分别为 338/987 万吨，同比-0.59%/+10.53%，精细化学品及新材料板块产销量分别为 118/117 万吨，同比+66.20%/+72.06%。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 13950/5255/15036 元/吨，同比-10.36%/-16.67%/-33.01%。同时原料端压力缓解，前三季度纯苯、煤炭（动力煤 5000 大卡）、CP 丙烷、CP 丁烷均价分别为 7467 元/吨、767 元/吨、473 美元/吨、464 美元/吨，同比-11.08%、-32.00%、-30.65%、-30.95%。尽管主要化工原料成本同比下降，但下游需求仍处于恢复阶段，产品价格同比下降，所以前三季度业绩同比依然是下滑的。
- **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%。2023 前三季度资本支出达到 294.32 亿元，同比+39.46%。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 171.73/245.26/286.85 亿元，EPS 分别为 5.79/7.81/9.13 元，对应 PE 分别为 17/12/10 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	171.73	245.26	286.65
净利润增速 (%)	(34.14)	5.79	42.82	16.87
EPS (元/股)	5.17	5.47	7.81	9.13
PE	18.05	17.06	11.94	10.22

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)	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	51532.4	71499.1	89233.2	137127.4	经营活动现金流	36336.8	32410.2	42964.6	49776.2
现金	18988.8	34926.0	44496.9	87064.4	净利润	16233.6	17173.2	24526.1	28664.5
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	1800.2	1742.9	1837.8
预付账款	1277.3	1388.4	1454.3	1464.8	投资损失	-408.0	-1300.0	-1070.0	-1250.0
存货	18185.3	19758.1	20696.2	20845.7	营运资金变动	10198.9	3455.9	5205.7	7626.0
其他	2691.6	3702.2	10162.0	14710.0	其它	-834.6	673.6	305.0	-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	-4021.4	-12992.2	18012.8
资产总计	200843.2	224051.0	252490.1	315367.4	短期借款	-6220.3	-10001.9	-2992.2	-1987.2
流动负债	95017.2	105118.0	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	15014.6	23591.1	31682.1	现金净增加额	-15175.3	15937.1	9570.9	42567.6
其他	13325.6	12011.6	14154.7	15841.1					
非流动负债	24489.0	27368.3	34068.3	41868.3	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
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	132486.4	142957.9	183511.4	营业利润	-32.6%	6.9%	43.7%	16.3%
少数股东权益	4492.5	5396.3	6687.2	8195.8	归属母公司净利润	-34.1%	5.8%	42.8%	16.9%
归属母公司股东权益	76844.5	86168.4	102845.1	123660.2	获利能力				
负债和股东权益	200843.2	224051.0	252490.1	315367.4	毛利率	16.6%	18.9%	22.6%	24.6%
					净利率	9.8%	9.3%	12.1%	13.6%
					ROE	21.1%	19.9%	23.8%	23.2%
					ROIC	12.6%	12.0%	15.6%	14.2%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	165565.5	185108.7	203240.0	210142.2	资产负债率	59.5%	59.1%	56.6%	58.2%
营业成本	138132.2	150145.6	157273.9	158410.7	净负债比率	31.5%	31.7%	26.1%	28.8%
营业税金及附加	913.1	1851.1	2032.4	2101.4	流动比率	0.54	0.68	0.82	0.97
营业费用	1152.9	1851.1	2032.4	2101.4	速动比率	0.35	0.49	0.63	0.82
研发费用	3420.1	5553.3	6097.2	6304.3	营运能力				
管理费用	1966.1	3702.2	4064.8	4202.8	总资产周转率	0.82	0.83	0.80	0.67
财务费用	1234.9	1800.2	1742.9	1837.8	应收账款周转率	18.70	19.31	19.17	18.62
资产减值损失	-256.2	-300.0	-600.0	-1000.0	应付账款周转率	6.19	5.54	4.54	3.65
公允价值变动收益	173.0	100.0	70.0	150.0	每股指标(元)				
投资净收益	1175.8	1200.0	1000.0	1100.0	每股收益	5.17	5.47	7.81	9.13
营业利润	19838.6	21205.3	30466.4	35433.7	每股经营现金	11.57	10.32	13.68	15.85
营业外收入	44.8	50.0	80.0	100.0	每股净资产	24.47	27.44	32.76	39.39
营业外支出	342.7	200.0	350.0	230.0	估值比率				
利润总额	19540.6	21055.3	30196.4	35303.7	P/E	18.0	17.1	11.9	10.2
所得税	2498.7	2978.3	4379.5	5130.6	P/B	3.81	3.40	2.85	2.37
净利润	17041.9	18077.0	25816.9	30173.2					
少数股东损益	808.3	903.9	1290.8	1508.7					
归属母公司净利润	16233.6	17173.2	24526.1	28664.5					
EBITDA	28917.2	32709.0	43173.3	49357.7					
EPS (元)	5.17	5.47	7.81	9.13					

## 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
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
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
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	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