

**评级：买入（维持）**

市场价格：87.09 元

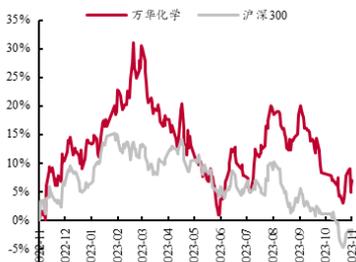
分析师：孙颖

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)	87.09
市值(百万元)	273441
流通市值(百万元)	273441

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【公司点评】盈利环比持续修复，项目落地成长可期 (20230731)

【公司点评】底部反转白马先行，收购巨力稳坐龙头 (20230520)

【公司点评】周期底部凸显盈利韧性，看好景气复苏量价齐升 (20230216)

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	145,538	165,565	178,401	201,540	233,525
增长率 yoy%	98.2%	13.8%	7.8%	13.0%	15.9%
归母净利润 (百万元)	24,649	16,234	17,552	22,799	25,944
增长率 yoy%	145.5%	-34.1%	8.1%	29.9%	13.8%
每股收益 (元)	7.85	5.17	5.59	7.26	8.26
净资产收益率	34.4%	20.0%	17.7%	18.6%	17.4%
P/E	11.1	16.8	15.6	12.0	10.5
P/B	4.0	3.6	2.9	2.4	1.9

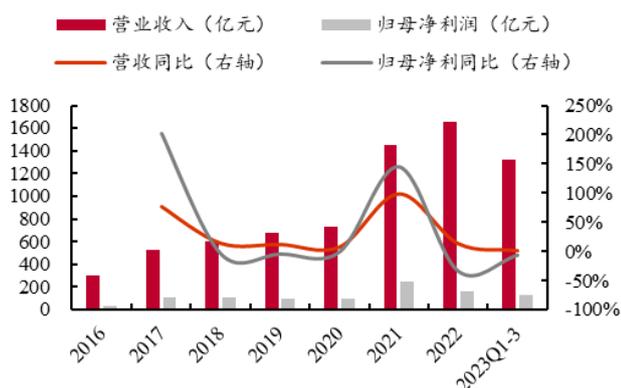
备注：股价取自 2023 年 11 月 3 日收盘价；每股指标按照最新股本数全面摊薄

**投资要点**

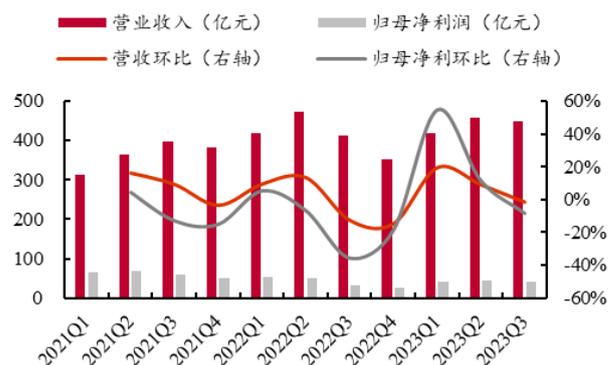
- 事件：**公司发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度，公司实现营业收入 1325.54 亿元，同比增长 1.6%；实现归母净利润 127.03 亿元，同比下降 6.7%；实现扣非归母净利润 124.28 亿元，同比下降 7.2%。2023Q3 单季，公司实现营业收入 449.28 亿元，同比增长 8.8%，环比下降 1.7%；实现归母净利润 41.35 亿元，同比增长 28.2%，环比下降 8.4%；实现扣非归母净利润 41.18 亿元，同比增长 30.0%，环比下降 4.7%。
- 聚氨酯：Q3 挂牌价提涨，价差修复龙头获益。**根据公司公告，今年前三季度聚氨酯板块合计产销量分别为 365 和 359 万吨，同比+15.5%和+14.3%；累计实现营收 500.81 亿元，同比+2.5%。Q3 单季产销量分别为 119 和 124 万吨，同比+17.8%和+15.9%，环比-8.5%和持平；单季度实现营收 173.10 亿元，同比+10.8%，环比+1.4%。从价格上看，考虑到三季度公司迎聚氨酯装置传统检修期，供给端缩量下，公司 MDI 挂牌价持续上调。23Q3 纯 MDI 和聚合 MDI 的挂牌价均值分别为 24033 和 19267 元/吨，同比+7.5%和+3.6%，环比+5.9%和+0.7%。从价差上看，根据 Wind，23Q3 纯 MDI 和聚合 MDI 的价差均值分别为 14157 和 9568 元/吨，同比+15.7%和+21.3%，环比+16.0%和+10.2%。从产能上看，根据百川盈孚，公司当前现有 MDI、TDI 名义总产能 305、95（剔除烟台巨力 8 万吨停产产能）。随着匈牙利基地 35 万吨 MDI 装置的检修技改完成，公司 MDI 总年产能将进一步增扩至 310 万吨。此外，今年 9 月公司官网发布福建基地 TDI 二期扩建 33 万吨/年项目环评一次公示。后续随项目逐步建成，公司将进一步筑牢自身聚氨酯龙头地位。
- 石化：检修量减需求偏弱，板块不佳拖累业绩。**受烟台工业园乙烯、石化一体化等装置停产检修叠加石化下游需求仍处恢复期的双重影响，公司业绩环比略有向下。根据公司公告，今年前三季度石化板块合计产销量分别为 338 和 987 万吨，同比-0.6%和+10.5%；累计实现营收 518.67 亿元，同比-7.9%。Q3 单季实现产销量分别为 113 和 303 万吨，同比+0.9%和+7.1%，环比+5.6%和-17.4%；单季度实现营收 157.35 亿元，同比-8.0%，环比-12.3%。价格方面，根据 Wind，23Q3 丙烯、环氧丙烷、MTBE、丙烯酸、新戊二醇、PVC（乙烯法）、环氧乙烷的市场均价分别为 6807、9461、7687、6278、9443、6201、6255 元/吨，环比+2.2%、-3.0%、+3.5%、+4.4%、-4.5%、+4.1%、-3.9%。价差方面，今年三季度各产品价差均值分别为 1466、3283、1454、1377、2572、2966、1736 元/吨，环比-33.3%、-16.9%、+35.8%、+13.0%、-20.8%、+5.2%、-11.5%。在建工程方面，目前公司大乙烯二期、蓬莱工业园项目均在稳步推进过程中，预计于 2024 年起陆续投产放量，完善产业链布局，迈向平台型企业。
- 新材料：国产替代进程提速，多元布局蓄势向上。**根据公司公告，今年前三季度新材料板块合计产销量分别为 118 和 117 万吨，同比+66.2%和+72.1%；累计实现营收

175.93 亿元，同比+15.3%。Q3 单季产销量分别为 39 和 43 万吨，同比+56.0%和+79.2%，环比-4.9%和+10.3%；单季度实现营收 63.29 亿元，同比+31.2%，环比+6.8%。公司作为国内较早开展 POE 项目布局的生产企业，先后于 2021 年 9 月和 2022 年 3 月完成中试装置建设并产出合格中试产品。按照规划，2×20 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）装置预计于 2024 年建成投产，打破海外长期“卡脖子”技术垄断。此外，近期烟台市生态环境局受理或审批多项公司新材料项目。公司拟于烟台工业园区内对原有 HDI 及加合物装置进行改造、开展 500 吨年异丙醇胺（IPAM）工业化试验项目及新建年产 15 万吨碳酸酯项目。多领域布局下，公司新材料板块在建产能超百万吨，在打造长期成长曲线、创造新盈利增长点的同时，对标巴斯夫，迈向全球新材料巨头。

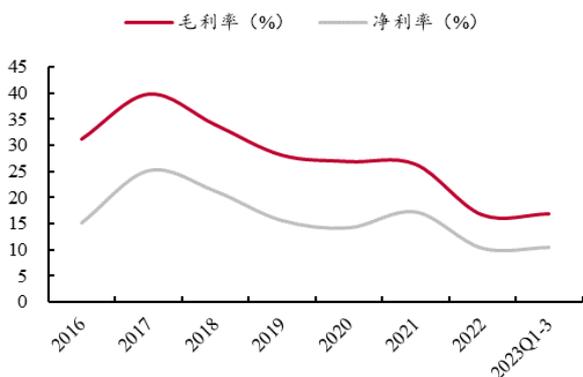
- **Q3 毛利率环比改善，资本开支持续加码。**盈利能力方面，得益于煤炭、丙烷、丁烷等主要原料的价格回落，2023 年前三季度，公司毛利率和净利率分别为 16.8%和 10.5%，同比+0.04pct 和-0.46pct。Q3 单季公司毛利率和净利率分别为 17.4%和 10.2%，同比+4.44pct 和+1.91pct；环比+2.03pct 和-0.39pct。期间费用方面，今年前三季度公司期间费用率为 5.1%，同比+1.06pct；销售费用率为 0.8%，同比+0.13pct；管理费用（含研发费用，可比口径）率为 3.5%，同比+0.60pct；财务费用率为 0.9%，同比+0.33pct。我们认为，公司期间费用率有所上升的主要原因在于研发费用的持续性增长。今年前三季度公司合计研发支出约 28.79 亿元，同比+17.8%。
- **盈利预测与投资建议：**结合近期市场情况和公司未来发展规划，我们调整公司的盈利预测，调整后 2023-2025 年公司归母净利润分别为 175.52/227.99/259.44 亿元（原值为 204.56/241.51/285.32 亿元），对应 PE 分别为 15.6/12.0/10.5 倍（对应 2023/11/3 收盘价），维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行；全球供应链不稳定性加剧；产品、原料价格大幅波动；项目投资进度不达预期；安全环保因素；信息更新不及时等。

**图表 1: 2016~2023Q1-Q3 公司收入和利润变化**


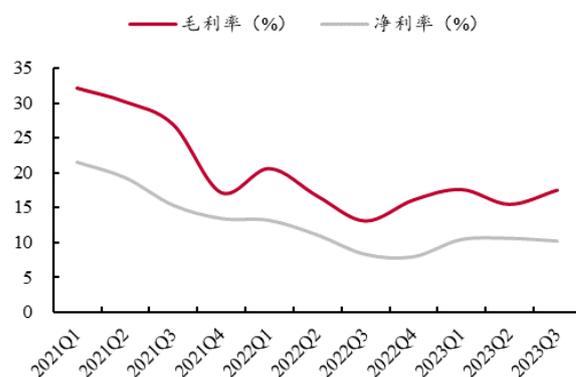
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 21Q1-23Q3 公司单季度收入和利润变化**


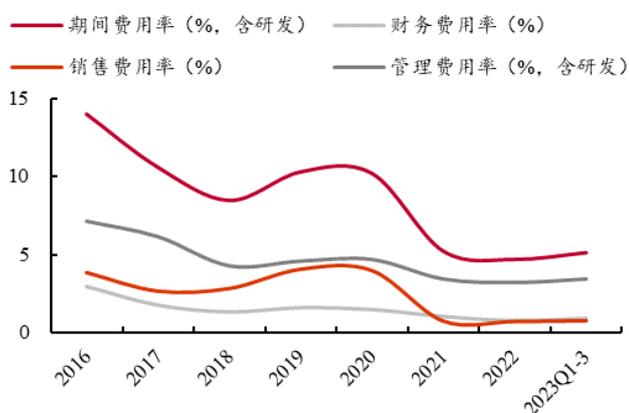
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 2016~2023Q1-Q3 公司盈利能力变化**


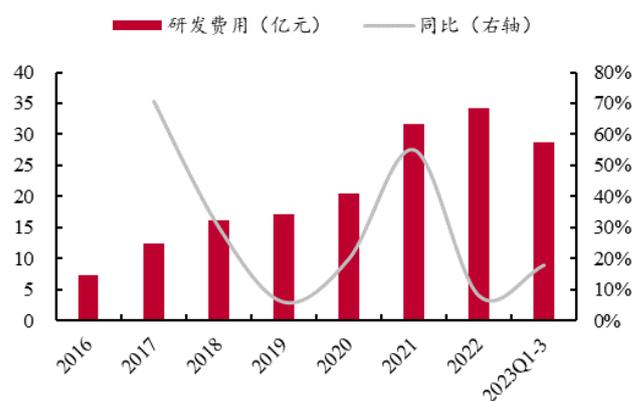
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 21Q1-23Q3 公单季度毛利率和净利率变化**


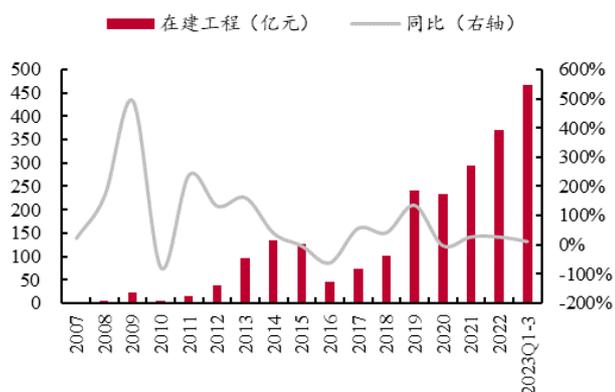
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 23Q1-3 期间费用率为 4.07%，同比+1.06pct**


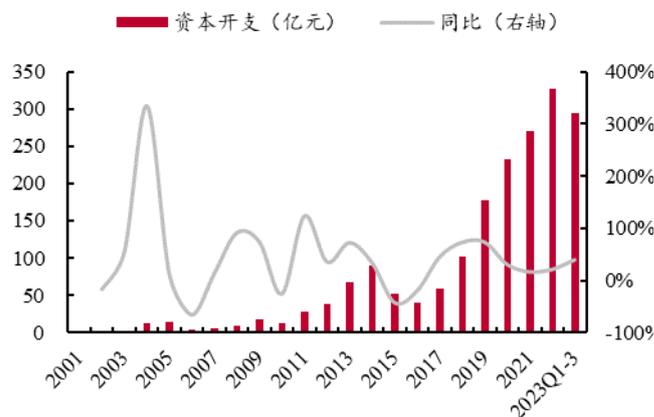
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 23Q1-3 公司合计研发支出 28.79 亿元，同比 +17.8%**


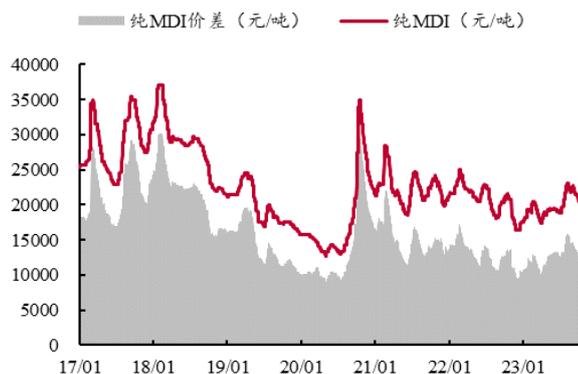
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 23Q1-3 公司在建工程(合计)466.90 亿元, 同比+10.64%**


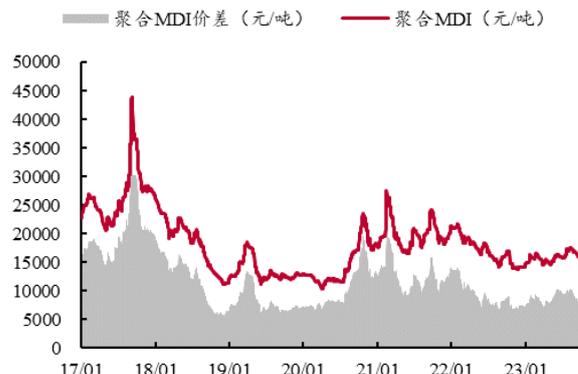
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 8: 23Q1-3 公司资本开支约 294.32 亿元, 同比 +39.46%**


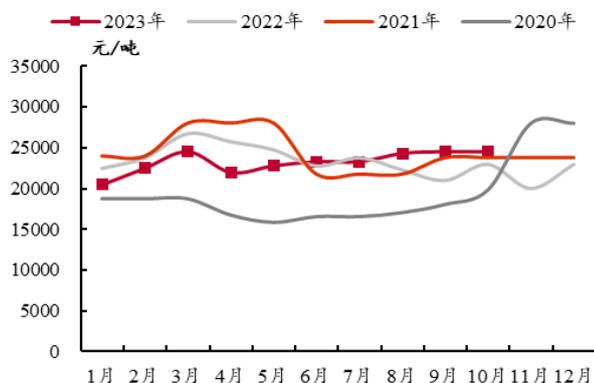
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 9: 2017 年以来纯 MDI 价格价差走势**


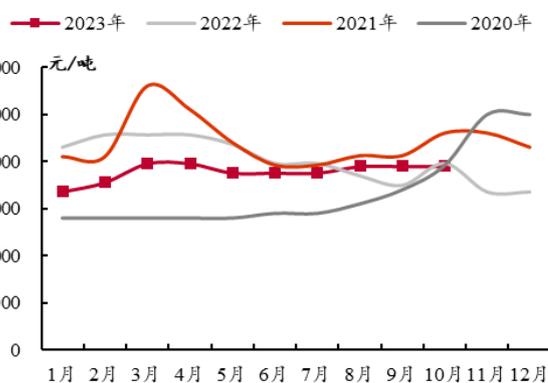
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 10: 2017 年以来聚合 MDI 价格价差走势**


来源: Wind, 中泰证券研究所

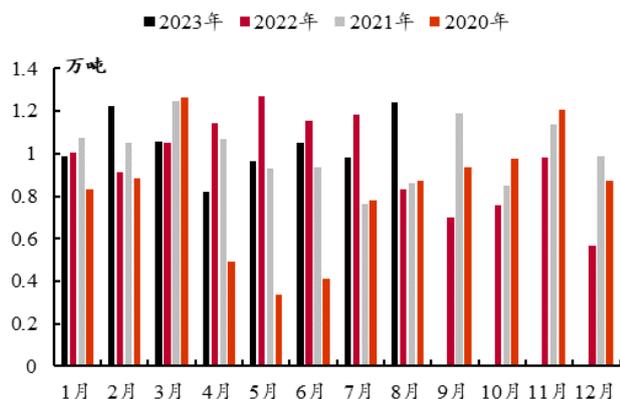
**图表 11: 纯 MDI 市场挂牌价**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 12: 聚合 MDI 挂牌价**


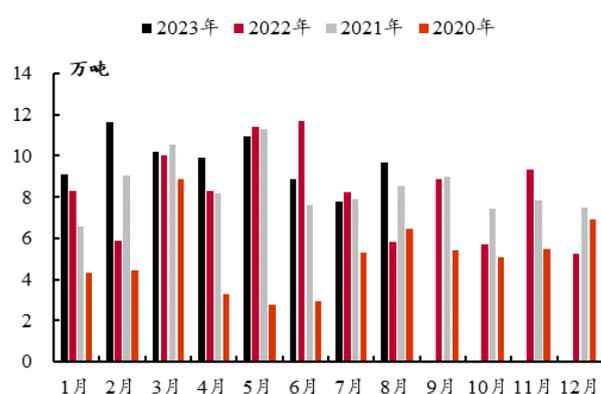
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 自 2021 年 11 月起, 聚合 MDI 直销和分销市场不再单独报价

图表 13: 纯 MDI 出口量变化



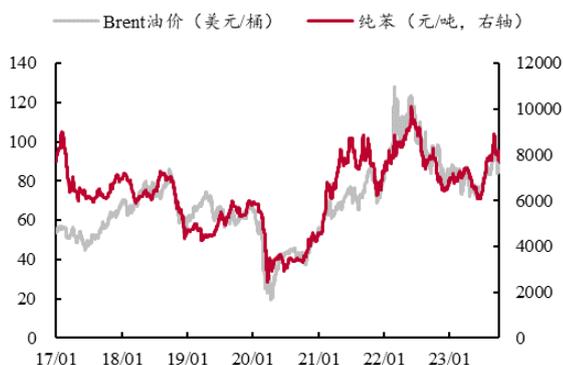
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 聚合 MDI 出口量变化



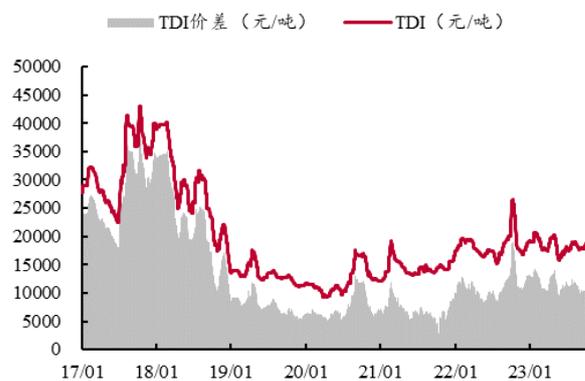
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: Brent 油价及纯苯价格走势



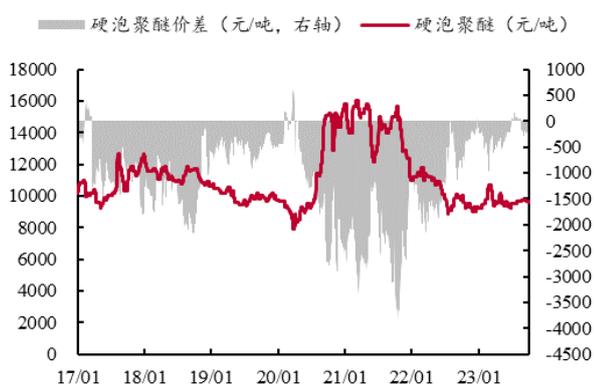
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 2017 年以来 TDI 价格价差走势



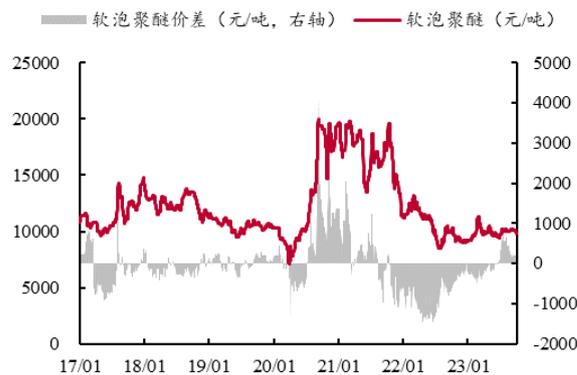
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 2017 年以来硬泡聚醚价格价差走势



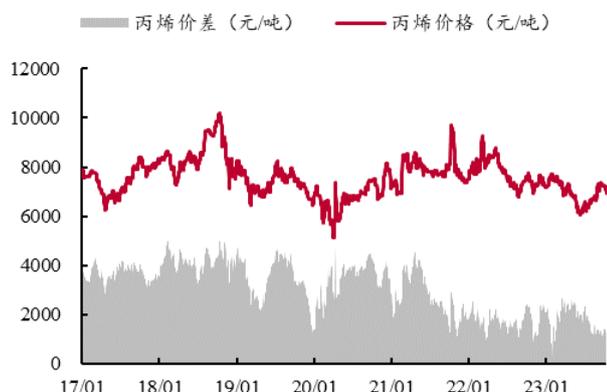
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 2017 年以来软泡聚醚价格价差走势



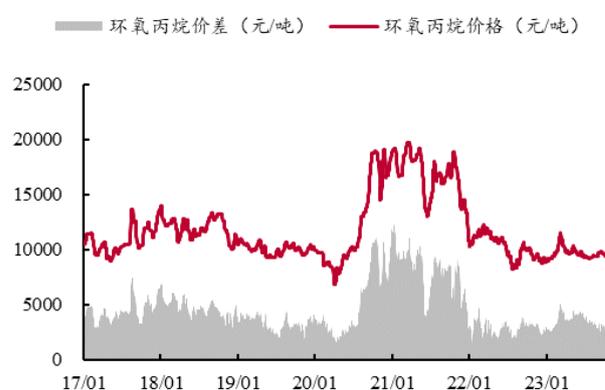
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 2017 年至今丙烯价格价差走势



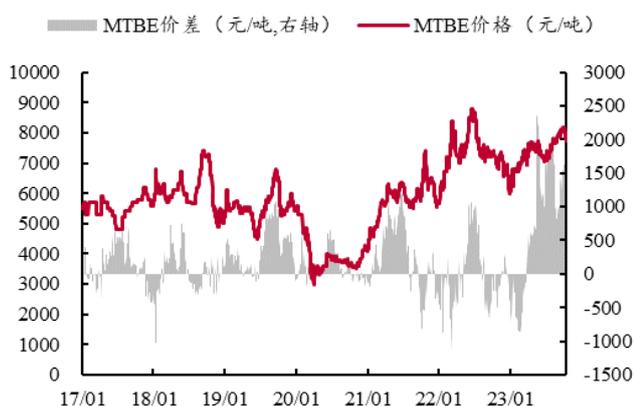
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 2017 年至今环氧丙烷价格价差走势



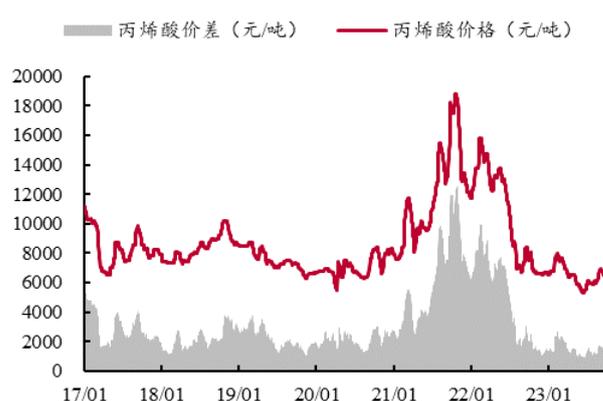
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 2017 年至今 MTBE 价格价差走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: 2017 年至今丙烯酸价格价差走势



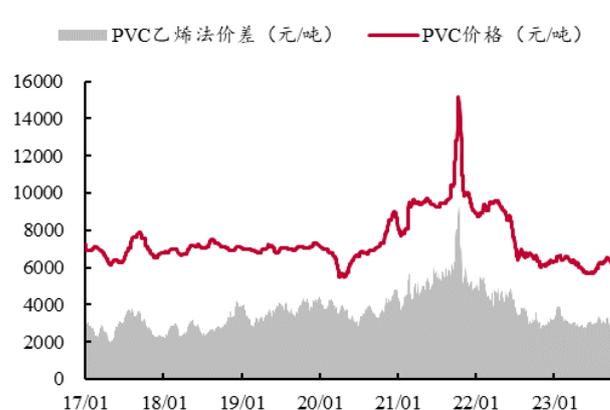
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2019 年至今新戊二醇价格价差走势



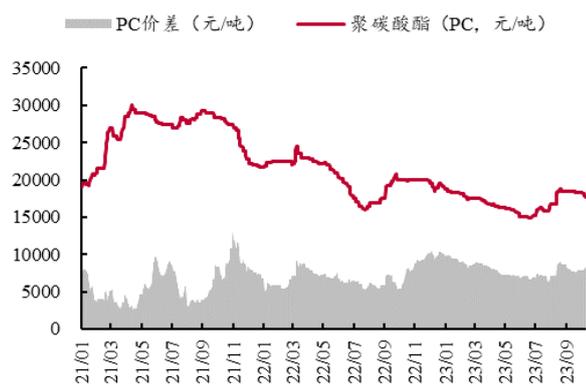
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 2017 年至今 PVC(乙烯法)价格价差走势



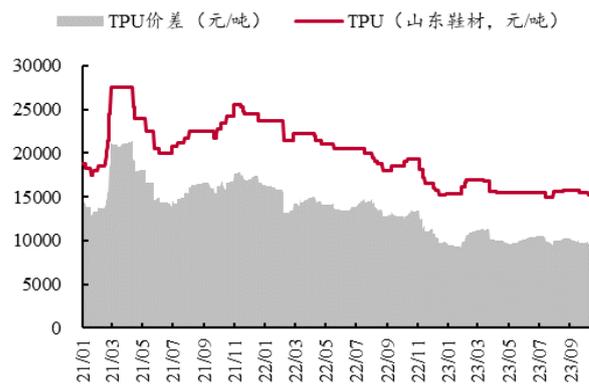
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 2021 年以来聚碳酸酯价格价差走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 2021 年以来 TPU 价格价差走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,989	21,196	44,442	71,907	营业收入	165,565	178,401	201,540	233,525
应收票据	0	0	0	0	营业成本	138,132	146,984	162,297	188,241
应收账款	9,060	10,144	11,459	13,278	税金及附加	913	984	1,112	1,288
预付账款	1,277	1,636	1,806	2,095	销售费用	1,153	1,392	1,512	1,751
存货	18,185	24,509	27,063	31,389	管理费用	1,966	2,408	2,620	2,919
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3,420	4,103	5,039	6,305
其他流动资产	4,021	4,487	5,069	5,873	财务费用	1,235	1,588	1,713	1,868
流动资产合计	51,532	61,971	89,839	124,542	信用减值损失	-65	-77	-93	-107
其他长期投资	894	964	1,089	1,261	资产减值损失	-192	-415	-491	-532
长期股权投资	6,229	6,229	6,229	6,229	公允价值变动收益	173	15	15	15
固定资产	78,558	89,832	92,116	89,588	投资收益	408	360	378	397
在建工程	34,727	34,727	34,727	34,727	其他收益	740	597	669	633
无形资产	9,980	10,904	11,750	12,671	营业利润	19,839	21,426	27,741	31,568
其他非流动资产	18,922	18,915	18,909	18,900	营业外收入	45	45	46	45
非流动资产合计	149,311	161,571	164,820	163,376	营业外支出	343	343	343	343
资产合计	200,843	223,542	254,658	287,918	利润总额	19,541	21,128	27,444	31,270
短期借款	44,019	45,379	47,757	45,719	所得税	2,499	2,702	3,510	4,034
应付票据	11,139	11,853	13,087	15,179	净利润	17,042	18,426	23,934	27,236
应付账款	13,067	13,904	15,352	17,806	少数股东损益	808	874	1,135	1,292
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	16,234	17,552	22,799	25,944
合同负债	5,392	5,810	6,563	7,605	NOPLAT	18,119	19,811	25,428	28,864
其他应付款	1,340	1,340	1,340	1,340	EPS (按最新股本摊薄)	5.17	5.59	7.26	8.26
一年内到期的非流动负债	3,198	3,198	3,198	3,198					
其他流动负债	16,862	18,110	19,780	22,558					
流动负债合计	95,017	99,593	107,079	113,405					
长期借款	15,968	16,293	16,618	16,942					
应付债券	200	200	200	200					
其他非流动负债	8,321	8,321	8,321	8,321					
非流动负债合计	24,489	24,814	25,138	25,463					
负债合计	119,506	124,407	132,217	138,868					
归属母公司所有者权益	76,845	93,769	115,940	141,256					
少数股东权益	4,492	5,366	6,502	7,793					
所有者权益合计	81,337	99,135	122,441	149,050					
负债和股东权益	200,843	223,542	254,658	287,918					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,337	24,295	36,540	40,832
现金收益	26,557	29,584	36,538	40,327
存货影响	97	-6,324	-2,553	-4,326
经营性应收影响	-133	-1,027	-995	-1,575
经营性应付影响	3,941	1,551	2,683	4,546
其他影响	5,874	511	868	1,860
投资活动现金流	-34,325	-21,557	-13,656	-9,156
资本支出	-31,274	-21,768	-14,020	-9,615
股权投资	-2,299	0	0	0
其他长期资产变化	-752	211	364	459
融资活动现金流	-17,188	-531	362	-4,210
借款增加	-10,352	1,684	2,703	-1,714
股利及利息支付	-10,490	-713	-926	-1,054
股东融资	850	625	625	625
其他影响	2,804	-2,127	-2,040	-2,067

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	13.8%	7.8%	13.0%	15.9%
EBIT增长率	-32.2%	9.3%	28.4%	13.7%
归母公司净利润增长率	-34.1%	8.1%	29.9%	13.8%
获利能力				
毛利率	16.6%	17.6%	19.5%	19.4%
净利率	10.3%	10.3%	11.9%	11.7%
ROE	20.0%	17.7%	18.6%	17.4%
ROIC	16.6%	15.8%	17.1%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	59.5%	55.7%	51.9%	48.2%
债务权益比	88.2%	74.0%	62.1%	49.9%
流动比率	0.5	0.6	0.8	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	19	19	19	19
应付账款周转天数	32	33	32	32
存货周转天数	48	52	57	56
每股指标 (元)				
每股收益	5.17	5.59	7.26	8.26
每股经营现金流	11.57	7.74	11.64	13.00
每股净资产	24.47	29.87	36.93	44.99
估值比率				
P/E	16.8	15.6	12.0	10.5
P/B	3.6	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	12.9	11.7	9.0	7.7

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。