

2021年11月16日

公司研究

评级: 买入(维持)

研究所

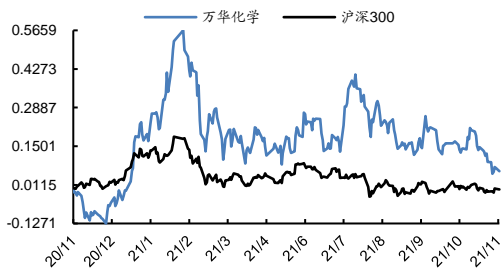
证券分析师: 李永磊 S0350521080004
15120081690 liyl03@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
15210959531 dongbj@ghzq.com.cn
联系人: 赵小燕 S0350121080059
19512219665 zhaoxy01@ghzq.com.cn

万华化学 2021年10月报:

价差维持平稳, 福建产能再扩张

——万华化学 (600309)

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|--------|-------|
| 万华化学 | -7.1% | -14.1% | 10.9% |
| 沪深300 | -1.0% | -1.3% | 0.5% |

| 市场数据 | 2021/11/15 |
|------------|--------------|
| 当前价格(元) | 97.52 |
| 52周价格区间(元) | 79.79-150.18 |
| 总市值(百万) | 306,188.09 |
| 流通市值(百万) | 138,844.73 |
| 总股本(万股) | 313,974.66 |
| 流通股本(万股) | 142,375.64 |
| 日均成交额(百万) | 1,229.13 |
| 近一月换手(%) | 1.35 |

相关报告

《——万华化学(600309)事件点评: 福建园区规划长远, 打造第三个低成本大型生产基地 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2021-11-04
《——万华化学(600309)季报点评: 产品量价齐升带动收入上涨, 煤炭、纯苯、LPG等原料涨价公司业绩承压 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2021-10-19
《周期位置及进化的里程碑(买入)*聚氨酯*董伯骏, 李永磊》——2021-09-11
《布局磷酸铁锂, 电池大战略逐步落地(买入)*聚

投资要点:

化工行业下一波的竞争优势在于工程师红利, 万华是国内少有的以技术创新驱动公司发展的典型。公司以优良文化为基础, 通过技术创新和卓越运营打造出高技术和低成本两大护城河。万华化学正以周期成长股的步伐迈向全球化工巨头之列。

短期看, 影响万华化学基本面的是产品的景气度, 从表征指标来看, 价差是影响短期利润最核心的因素。万华化学的产品体系日益庞大, 为更好地表示公司景气的程度, 我们将万华化学的产品体系作为一个整体, 按照现有的产品体系, 对营收和原材料的差值建模, 在现有产品体系下追溯历史上营收和原材料的价差, 将价差定义为万华化学价差指数, 以此来判断公司的景气位置。长远看, 影响万华基本面的是未来的成长, 能够证明公司具有持续进化能力的里程碑式的产品至关重要。一个优秀的公司, 如果能够在不同的赛道上获得成功, 就证明自身具有持续进化的能力, 将能够持续的成长。万华化学在MDI赛道上已经证明了自己, 公司未来可能落地的项目就是公司未来发力的方向, 就是公司持续进化的空间。

重点项目进展

2021年11月1日, 万华化学(福建)有限公司年产108万吨苯胺项目环境影响报告书公示。根据规划, 万华福建工业园拟将MDI项目扩建至160万吨/年(万华异氰酸酯公司), TDI项目扩建至36万吨/年(万华福建), 后期并续建大型煤气化项目及配套辅助公用设施。本项目为万华异氰酸酯公司MDI项目提供苯胺, 分三期前后共建设3套36万吨/年硝酸装置、3套48万吨/年硝基苯装置和3套36万吨/年苯胺装置。

MDI价格价差

2021年10月聚合MDI均价22663元/吨, 同比+13.92%, 环比+8.24%; 纯MDI均价23111元/吨, 同比-18.21%, 环比+9.40%。11月10日, 聚合MDI价格19500元/吨, 纯MDI价格22750元/吨。2021年10月聚合MDI与煤炭、纯苯平均价差14599元/吨, 同比-13.10%, 环比+5.13%; 纯MDI平均价差15048元/吨, 同比-40.20%, 环比+6.92%。11月10日, 聚合MDI与煤炭、纯苯价差13109元/吨, 纯MDI价差16959元/

聚酯*董伯骏, 李永磊》——2021-09-11

吨。

■ 万华化学价差指数处于历史 42.35%分位数

截至 2021 年 11 月 10 日, 2021 年 Q4 万华化学价差指数为 104.43, 较 2021 年 Q3 微降 0.77; 处于历史 42.35%分位数, 较 2021 年 Q3 下降 0.92 个百分点。其中, 2021 年 Q4 万华化学聚氨酯板块价差指数为 117.28, 较 2021 年 Q3 增长 4.82; 处于历史 33.06%分位数, 较 2021 年 Q3 增长 3.34 个百分点。2021 年 Q4 万华化学石化板块价差指数为 99.18, 较 2021 年 Q3 下降 9.19; 处于历史 59.47%分位数, 较 2021 年 Q3 下降 16.40 个百分点。2021 年 Q4 万华化学新材料板块价差指数为 63.92, 较 2021 年 Q3 增长 1.97; 处于历史 34.64%分位数, 较 2021 年 Q3 增长 3.30 个百分点。

■ 9 月冰箱冷柜产销量以及出口量下滑明显

2021 年 1-9 月, 国内家用电冰箱产量 6663 万台, 同比+2.2%; 出口量 5415 万台, 同比+9.3%。2021 年 1-9 月, 国内冰柜产量 2947 万台, 同比+15.1%; 出口量 1889 万台, 同比+12.9%。其中, 2021 年 9 月, 国内家用电冰箱产量 763.8 万台, 同比-18.5%, 环比+3.7%; 出口量 599 万台, 同比-15.9%, 环比+2.4%。2021 年 9 月, 国内冰柜产量 310.6 万台, 同比-17.9%, 环比+0.5%; 出口量 185.6 万台, 同比-24.9%, 环比-5.8%。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 257.29、266.37、285.53 亿元, 对应 PE 分别 11.9、11.5、10.7, 维持“买入”评级。

■ 风险提示:

经济下行; 项目建设不及预期; 市场大幅度波动; 新产品不及预期; 环保及安全生产; 同行业竞争加剧; 产品价格大幅下滑; 原材料价格大幅上涨。

| 预测指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 73433 | 129761 | 144679 | 163121 |
| 增长率(%) | 8 | 77 | 11 | 13 |
| 归母净利润(百万元) | 10041 | 25729 | 26637 | 28553 |
| 增长率(%) | -1 | 156 | 4 | 7 |
| 摊薄每股收益(元) | 3.20 | 8.19 | 8.48 | 9.09 |
| ROE(%) | 21 | 35 | 26 | 22 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

| | |
|---------------------------|----|
| 1、 本月行情 | 6 |
| 2、 本月重要公告 | 6 |
| 3、 项目进展 | 7 |
| 4、 万华化学开工情况和价差指数 | 10 |
| 5、 聚氨酯板块 | 11 |
| 5.1、 MDI | 12 |
| 5.1.1、 MDI 及主要原材料价格 | 12 |
| 5.1.2、 MDI 供需情况 | 13 |
| 5.1.3、 MDI 下游需求情况 | 16 |
| 5.2、 TDI | 19 |
| 5.2.1、 TDI 及主要原材料价格 | 19 |
| 5.2.2、 TDI 供需情况 | 19 |
| 5.3、 聚醚价格及供需情况 | 21 |
| 6、 石化板块 | 21 |
| 7、 新材料板块 | 24 |
| 8、 盈利预测与评级 | 26 |
| 9、 风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 万华化学股价 | 6 |
| 图 2: 万华化学价差指数处于历史 42.35%分位 | 10 |
| 图 3: 万华化学季度销量 | 11 |
| 图 4: 万华聚氨酯价差指数处于历史 33.06%分位 | 12 |
| 图 5: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 49.47%分位 | 12 |
| 图 6: 万华化学 MDI 挂牌价 | 12 |
| 图 7: MDI 出口价格 | 12 |
| 图 8: 欧美 MDI 价格上涨 | 12 |
| 图 9: 聚合 MDI 和苯胺价格价差 | 13 |
| 图 10: 聚合 MDI 和纯苯价差 | 13 |
| 图 11: 纯 MDI 和纯苯价差 | 13 |
| 图 12: 煤炭价格 | 13 |
| 图 13: MDI 周度开工负荷 | 13 |
| 图 14: MDI 月度表观消费量 | 13 |
| 图 15: MDI 月度产量 | 14 |
| 图 16: 聚合 MDI 月度出口量 | 14 |
| 图 17: 聚合 MDI 月度进口量 | 14 |
| 图 18: 纯 MDI 月度出口量 | 14 |
| 图 19: 纯 MDI 月度进口量 | 14 |
| 图 20: 聚合 MDI 周度库存 | 15 |
| 图 21: 纯 MDI 月度库存 | 15 |
| 图 22: 冰箱月度产量 | 16 |
| 图 23: 冰箱出口数量 | 16 |
| 图 24: 冰柜产量 | 17 |
| 图 25: 冰柜销量 | 17 |
| 图 26: 冰柜出口数量 | 17 |
| 图 27: 冰柜内销量 | 17 |
| 图 28: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米) | 17 |
| 图 29: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米) | 17 |
| 图 30: 国内汽车产量 | 18 |
| 图 31: 国内汽车销量 | 18 |
| 图 32: 国内汽车出口数量 | 18 |
| 图 33: 国内商用车销量 | 18 |
| 图 34: 国内货车销量 | 18 |
| 图 35: 国内氨纶产量 | 18 |
| 图 36: 万华化学 TDI 周度挂牌价 | 19 |
| 图 37: TDI 和甲苯价差 | 19 |
| 图 38: TDI 月度表观消费量 | 19 |
| 图 39: TDI 月度产量 | 19 |
| 图 40: TDI 月度进口量 | 20 |
| 图 41: TDI 月度出口量 | 20 |
| 图 42: TDI 周度开工负荷 | 20 |
| 图 43: 软泡聚醚市场价 | 21 |
| 图 44: 硬泡聚醚市场价 | 21 |

| | |
|--|----|
| 图 45: 聚醚多元醇月度产量 | 21 |
| 图 46: 聚醚多元醇月度表观消费量 | 21 |
| 图 47: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 59.47%分位 | 22 |
| 图 48: 乙烯-丙烷价差 | 22 |
| 图 49: 乙烯-石脑油价差 | 22 |
| 图 50: 丙烯-丙烷价差 | 22 |
| 图 51: 丙烯-石脑油价差 | 22 |
| 图 52: LLDPE 价格 | 23 |
| 图 53: 苯乙烯价格价差 | 23 |
| 图 54: PVC 价格价差 | 23 |
| 图 55: 环氧乙烷-乙烯价格价差 | 23 |
| 图 56: 环氧丙烷-丙烯价格价差 | 23 |
| 图 57: MTBE 价格 | 23 |
| 图 58: 万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 34.64%分位 | 24 |
| 图 59: HDI 市场价 | 24 |
| 图 60: IPDI 市场价 | 24 |
| 图 61: PC-0.9*双酚 A-0.4 碳酸二甲酯价差 | 25 |
| 图 62: SAP 市场价 | 25 |
| 图 63: MMA 市场价 | 25 |
| 图 64: PMMA 市场价 | 25 |
| 图 65: TPU 价格 | 25 |
| 图 66: 三元正极材料价格 | 25 |
| | |
| 表 1: 万华化学本月重点公告 | 6 |
| 表 2: 万华化学本月新项目进展 | 8 |
| 表 3: 万华化学本月新项目环评情况 | 10 |
| 表 4: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨) | 14 |
| 表 5: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨) | 15 |
| 表 6: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨) | 15 |
| 表 7: 全球 MDI 装置动态 | 15 |
| 表 8: 国内 TDI 装置动态 | 20 |

1、本月行情

截至 2021 年 10 月 31 日, 万华化学收盘价为 105.47 元, 本月涨跌幅为 -1.20%, 基础化工指数涨跌幅为 +1.12%, 沪深 300 指数涨跌幅为 +0.87%。

图 1: 万华化学股价



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、本月重要公告

表 1: 万华化学本月重点公告

| 公告日期 | 标题 | 内容概要 |
|------------|---------------------------|--|
| 2021/11/12 | 宁波工厂 MDI 装置例行停产检修公告 | 根据化工企业生产工艺和生产装置的要求, 为确保生产装置安全有效运行, 按照年度计划, 公司全资子公司万华化学(宁波)有限公司的 MDI 一期装置(40 万吨/年)将于 2021 年 11 月 27 日开始停产检修, 预计检修 45 天左右; MDI 二期装置(80 万吨/年)将于 2021 年 12 月 11 日开始停产检修, 预计检修 45 天左右。本次停产检修是根据年度计划进行的例行检修, 对公司的生产经营不会产生重大影响。 |
| 2021/10/29 | 2021 年 11 月份中国地区 MDI 价格公告 | 自 2021 年 11 月份开始, 万华化学集团股份有限公司中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 23000 元/吨(同 10 月份相比没有变动), 直销市场挂牌价 23000 元/吨(同 10 月份相比没有变动); 纯 MDI 挂牌价 23800 元/吨(同 10 月份相比没有变动)。 |
| 2021/10/26 | 2021 年第二期短期融资券发行结果公告 | 公司根据自身资金计划安排和银行间市场情况, 于 2021 年 10 月 20 日在全国银行间市场发行了 2021 年度第二期短期融资券, 募集资金已于 2021 年 10 月 21 日到账。本期短期融资券实际发行总额为 20 亿元, 发行利率为 2.60%, 兑付日为 2022 年 10 月 21 日。 |
| 2021/10/20 | 关于匈牙利宝思德化学公司 MDI 装置复产的公告 | 根据公司于 2021 年 8 月 10 日发布的“万华化学集团股份有限公司关于烟台工业园 MDI 装置复产及子公司匈牙利宝思德化学公司装置停产检修的公告”(公告编号: 临 2021-58 号), 公司子公司匈牙利宝思德化学公司 MDI 装置(30 万吨/年)于 2021 年 8 月 17 日开始停产检修。截至目前, 宝思德化学 |

| | | |
|------------|---------------|--|
| | 告 | 公司的 MDI 装置检修已经结束，恢复正常生产。 |
| 2021/10/19 | 2021 年三季度报告 | 2021 年前三季度公司实现营收 1073.18 亿元，同比+117.99%；归母净利润 195.42 亿元，同比+265.32%；扣非后归母净利润 192.78 亿元，同比+288.12%；经营活动产生的现金流量净额 174.83 亿元，同比+119.32%。ROE（加权）为 34.80%（同比+22.47 个百分点），毛利率 29.53%（同比+6.95 个百分点），净利率 18.53%（同比+7.11 个百分点）。其中，2021 年 Q3 公司实现营收 396.61 亿元，同比+116.43%，环比+9.13%；归母净利润 60.11 亿元，同比+139.13%，环比-12.99%；扣非后归母净利润 60.82 亿元，同比+145.52%，环比-10.89%；经营活动产生的现金流量净额 63.97 亿元，同比+280.37%，环比-20.69%。毛利率 26.90%（同比+0.07 个百分点，环比-3.27 个百分点），净利率 15.39%（同比+1.24 个百分点，环比-3.96 个百分点）。 |
| 2021/10/12 | 关于部分检修装置复产的公告 | 根据公司于 2021 年 9 月 2 日发布的“万华化学集团股份有限公司烟台工业园 TDI、PO、PDH 装置停产检修公告”（公告编号：临 2021-63 号），公司烟台工业园 TDI 装置（30 万吨/年）、PO 装置（24 万吨/年）于 2021 年 9 月 3 日开始陆续停产检修，PDH 装置（75 万吨/年）于 2021 年 9 月 10 日开始停产检修。截至目前，上述 TDI、PO、PDH 装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。 根据公司于 2021 年 8 月 10 日发布的“万华化学集团股份有限公司关于烟台工业园 MDI 装置复产及子公司匈牙利宝思德化学公司装置停产检修的公告”（公告编号：临 2021-58 号），公司子公司匈牙利宝思德化学公司 MDI 装置（30 万吨/年）于 2021 年 8 月 17 日开始停产检修；TDI 装置（25 万吨/年）于 2021 年 8 月 26 日开始停产检修。截至目前，宝思德化学公司的 TDI 装置检修已经结束，恢复正常生产；MDI 装置目前还在检修中，待复产后另行公告。 |

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

3、项目进展

2021 年 11 月 1 日，万华化学（福建）有限公司年产 108 万吨苯胺项目环境影响报告书公示。根据规划，万华福建工业园拟将 MDI 项目扩建至 160 万吨/年（万华异氰酸酯公司），TDI 项目扩建至 36 万吨/年（万华福建），后期并续建大型煤气化项目及配套辅助公用设施。本项目为万华异氰酸酯公司 MDI 项目提供苯胺，分三期前后共建设 3 套 36 万吨/年硝酸装置、3 套 48 万吨/年硝基苯装置和 3 套 36 万吨/年苯胺装置。

据不完全统计，按照 2021 年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计 2022 年将新增营收 262 亿元，2023 年将新增营收 312 亿元，全部项目均投产后将新增营收 1388 亿元，再造一个万华化学。

表 2: 万华化学本月新项目进展

| 项目名称 | 地点 | 投资额 (亿元) | 产品名称 | 产能 (万吨/年) | 价格 (元/吨, 含税) | 预计 2022 年 营收 (亿元) | 预计 2023 年 营收 (亿元) | 全部投 产后预 计营收 (亿元) | 预计投产时 间 |
|--|----|-------------|----------------|--------------|-----------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| 锂离子电池材料研发中试项目 | 烟台 | 7.37 | | | | | | | 2021 年 |
| 聚氨酯产业链一体化-乙烯项目 | 烟台 | 176.70 | 环氧丙烷 | 30 | 17367 | 46.11 | 46.11 | 46.11 | 2021 年 |
| | | | 苯乙烯 | 65 | 8946 | 51.46 | 51.46 | 51.46 | |
| 9000 吨/年 PDMS 项目 | 烟台 | 0.91 | 硅氢加成聚 合物 | 0.4 | 32088 | 2.56 | 2.56 | 2.56 | 2021 年 |
| | | | 聚二甲基硅 氧烷 | 0.4 | | | | | |
| | | | 羟基缩合聚 合物 | 0.1 | | | | | |
| 10 万吨/年甲基胺项目 | 烟台 | 4.42 | 环己胺 | 7 | 10000 | 8.85 | 8.85 | 8.85 | 2021 年 |
| | | | 二环己胺 | 1 | | | | | |
| | | | N,N-二甲 基环己胺 | 2 | | | | | |
| 万华化学集团股份有 限公司珠海项目(华 南项目) | 珠海 | 20 | 组合聚醚 | 5 | 16748 | 7.41 | 7.41 | 7.41 | 2021 年 |
| 万华化学(佛山)容 威聚氨酯有限公司聚 醚混配改建项目 | 佛山 | 0.05 | 聚醚多元醇 | 3 | 16748 | 4.45 | 4.45 | 4.45 | 2021 年 |
| 年产 12 万吨热塑性 聚氨酯弹性体扩建项 目 | 烟台 | 5.14 | TPU | 12 | 20452 | 12.67 | 12.67 | 21.72 | 2021 年: 7 万吨, 2024 年: 5 万吨 |
| 年产 1 万吨锂电池三 元材料项目 | 眉山 | 11.60 | 锂电池三元 材料 | 1 | 187057 | 16.55 | 16.55 | 16.55 | 2021 年 |
| 年产 6 万吨生物降解 聚酯项目 | 眉山 | 3.60 | PBAT | 6 | 24659 | 13.09 | 13.09 | 13.09 | 2021 年 |
| 万华化学聚醚胺新产 品试验项目 | 烟台 | 0.05 | 聚醚胺 | 0.3 | 50000 | 0.66 | 1.33 | 1.33 | 2022 年 |
| 年产 48 万吨双酚 A 一体化项目 | 烟台 | 62.36 | 双酚 A | 48 | 23389 | 49.68 | 99.35 | 99.35 | 2022 年 6 月 |
| 万华化学(宁波)容 威聚氨酯有限公司年 产 28 万吨聚醚多元 醇装置扩能改造项目 | 宁波 | 2.32 | 单体聚醚 | 17 | 16748 | 12.60 | 25.20 | 25.20 | 2022 年 |
| | | | 组合料聚醚 | 10 | 16748 | 7.41 | 14.82 | 14.82 | |
| 万华化学集团股份有 限公司聚醚多元醇装 置技改项目 | 烟台 | 1.62 | 聚醚单体 | 3 | 16748 | 2.22 | 4.45 | 4.45 | 2022 年 |
| 年产 4 万吨尼龙 12 (PA12) 项目 | 烟台 | 25.48 | 尼龙 12 | 4 | 150000 | 26.55 | 53.10 | 53.10 | 2022 年 |
| 年产 14 万吨聚碳酸 酯(PC) 项目 | 烟台 | 11.09 | PC | 14 | 25499 | | 15.80 | 31.59 | 2023 年 |
| 柠檬醛及其衍生物一 体化项目 | 烟台 | 23.70 | 柠檬醛 | 4.8 | 80000 | | 16.99 | 33.98 | 2023 年 |
| 宁波 MDI/HDI 技改 扩能一体化项目和 180 万吨/年 MDI 技 改项目 | 宁波 | 41.61 | MDI | 60 | 20746 | | 55.08 | 110.16 | 2023 年 |
| | | | 改性 MDI | 28 | 15000 | | 18.58 | 37.17 | |
| | | | HDI | 5 | 85876 | | 19.00 | 38.00 | |
| | | | HDI 加合物 | 6 | 85876 | | 22.80 | 45.60 | |

| | | | | | | | | | |
|------------------------------------|----|--------|-------------|---------|----------|-----|-------|--------|--------|
| 万华化学福建 40 万吨/年 MDI 项目 | 福建 | 56.05 | MDI | 40 | 20746 | | 36.72 | 73.44 | 2023 年 |
| 万华化学（福建）有限公司扩建 25 万吨/年 TDI 项目 | 福建 | 19.27 | TDI | 25 | 14421 | | 15.95 | 31.90 | 2023 年 |
| 年产 5 万吨磷酸铁锂锂电正极材料一体化项目 | 眉山 | | 磷酸铁锂 | 5 | 54965 | | 12.16 | 24.32 | 2023 年 |
| 聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目 | 烟台 | 199.8 | 2#乙烯裂解装置 | 120 | | | | | 2024 年 |
| | | | 2#裂解汽油加氢装置 | 70 | 8946 | | | 55.42 | |
| | | | 芳烃抽提装置 | 42 | | | | | |
| | | | 2#丁二烯装置 | 19 | 8010 | | | 13.47 | |
| | | | HDPE 装置 | 35 | 9135 | | | 28.29 | |
| | | | LDPE 装置 | 25 | 11015 | | | 24.37 | |
| | | | POE 装置 | 20 | 19943 | | | 35.30 | |
| MMA 一体化项目 | 烟台 | 20.51 | PMMA | 8 | 17944 | | | 12.70 | 2024 年 |
| | | | MMA | 8 | 13193 | | | 9.34 | |
| | | | MAA | 4 | 13193 | | | 4.67 | |
| 9 万吨/年聚氨酯树脂（改性）装置扩能改造项目 | 珠海 | 0.62 | 改性聚氨酯树脂 | 5 | 15000 | | | 6.64 | 2024 年 |
| 天然气制乙炔产业链及园区配套公辅工程项目 | 眉山 | | 甲醇 | 20 | 2648 | | | 4.69 | 2024 年 |
| | | | BDO | 10 | 24137 | | | 21.36 | |
| 万华化学（福建）年产 108 万吨苯胺项目 | 福建 | | 苯胺 | 108 | 10910 | | | 104.27 | 2024 年 |
| 万华福建 80 万吨 PVC 项目 | 福建 | 46.3 | VCM | 80 | 9156 | | | 64.82 | 2024 年 |
| | | | PVC | 80 | 9791 | | | 69.32 | |
| | | | 25%wt 盐酸 | 7.52 | 430 | | | 0.29 | |
| 大规模集成电路平坦化关键材料（CMP Pad + slurry）项目 | 烟台 | 15.70 | 研磨液 | 1.5~2 | 36 元/kg | | | 7.20 | 2024 年 |
| | | | CMP Pad 研磨垫 | 60 万片/年 | 3000 元/片 | | | 18.00 | |
| 万华化学 40 万吨/年环氧丙烷（POCHP）项目 | 烟台 | 24.81 | 环氧丙烷 | 40 | 17367 | | | 61.47 | 2024 年 |
| 万华化学 3 万吨/年聚氨酯固化剂项目 | 烟台 | | 聚氨酯固化剂 | 3 | 18000 | | | 4.78 | 2024 年 |
| 万华化学（福建）大型煤气化有效气综合利用-年产 48 万吨甲醛项目 | 福建 | 2.32 | 甲醛 | 48 | 1334 | | | 5.67 | 2024 年 |
| 合计 | | 783.46 | | | | 262 | 574 | 1389 | |

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

表 3: 万华化学本月新项目环评情况

| 时间 | 项目名称 | 环评公示进展 |
|------------|---------------------------------------|-----------------|
| 2021/11/9 | 万华化学聚醚胺新产品试验项目 | 环境影响报告书征求意见稿公示 |
| 2021/11/8 | 万华化学(福建)有限公司大型煤气化有效气综合利用-年产 48 万吨甲醛项目 | 环境影响报告书征求意见稿公示 |
| 2021/11/5 | 万华化学(福建)有限公司年产 108 万吨苯胺项目 | 福州市生态环境局受理公示 |
| 2021/11/5 | 万华化学(四川)有限公司年产 5 万吨磷酸铁锂锂电正极材料一体化项目 | 环境影响报告书征求意见稿公示 |
| 2021/11/1 | 万华化学(福建)有限公司年产 108 万吨苯胺项目 | 环境影响报告书报批前公示 |
| 2021/10/29 | 万华化学 3 万吨/年聚氨酯固化剂项目 | 环境影响报告书报批前公示 |
| 2021/10/28 | 万华化学集团股份有限公司催化剂制备三期工程项目 | 环境影响报告书报批前公示 |
| 2021/10/22 | 万华化学(福建)大型煤气化有效气综合利用-年产 48 万吨甲醛项目 | 环境影响评价公众参与第一次公示 |

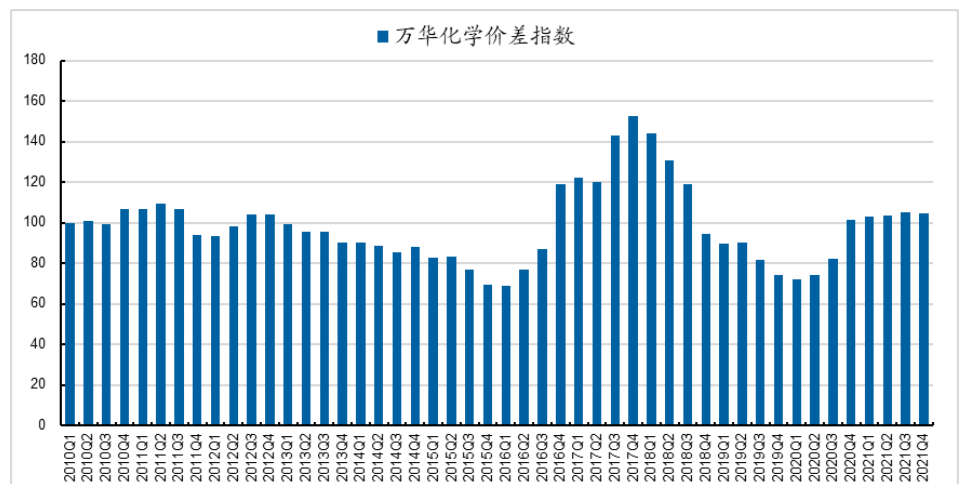
资料来源: wind, 公司官网, 环评公示, 国海证券研究所

注: 新建项目环境影响评价公示流程包含 6 个环节, 其中, 建设方负责三次, 分别为与环评单位签订编制合同 7 个工作日内(环境影响评价公众参与第一次公示)、征求意见稿完成后(环境影响报告书征求意见稿公示)、向环保部门报批前(环境影响报告书报批前公示); 环保部门负责三次, 分别为受理报告后(生态环境局受理公示)、作出审批决定前(拟作出批复决定公示)、作出审批决定后 7 个工作日内(作出审批决定公告)。

4、万华化学开工情况和价差指数

截至 2021 年 11 月 10 日, 2021 年 Q4 万华化学价差指数为 104.43, 较 2021 年 Q3 微降 0.77; 处于历史 42.35%分位数, 较 2021 年 Q3 下降 0.92 个百分点。

图 2: 万华化学价差指数处于历史 42.35%分位



资料来源: wind, 国海证券研究所

万华化学近期检修情况:

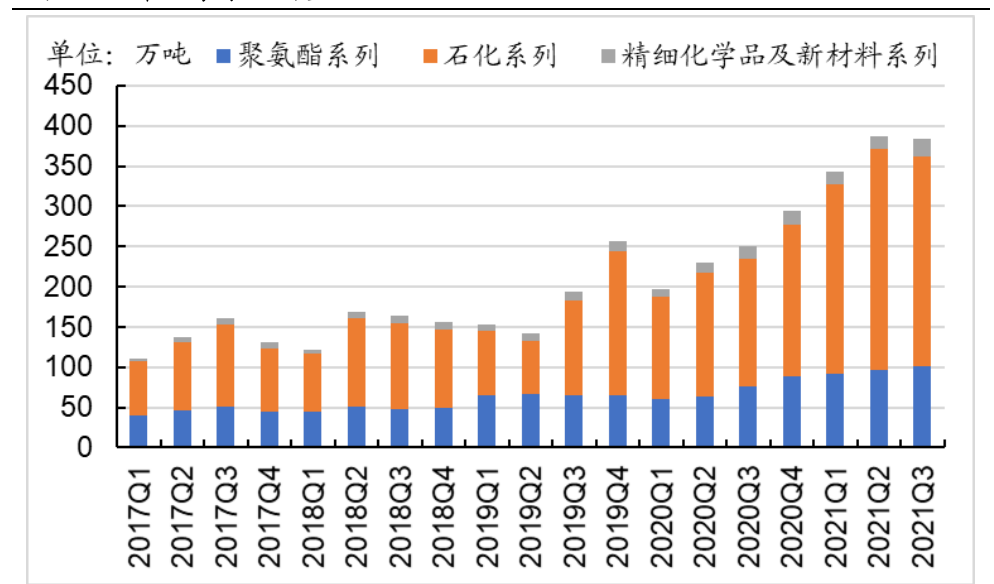
2021年11月12日公司公告，万华化学（宁波）MDI一期装置（40万吨/年）将于2021年11月27日开始停产检修，预计检修45天左右；MDI二期装置（80万吨/年）将于2021年12月11日开始停产检修，预计检修45天左右。

2021年10月20日公司公告，宝思德化学公司的MDI装置检修已经结束，恢复正常生产。匈牙利宝思德化学公司MDI装置（30万吨/年）于2021年8月17日开始停产检修。

2021年10月12日公司公告，TDI、PO、PDH装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。公司烟台工业园TDI装置（30万吨/年）、PO装置（24万吨/年）于2021年9月3日开始陆续停产检修，PDH装置（75万吨/年）于2021年9月10日开始停产检修。

2021年10月12日公司公告，宝思德化学公司的TDI装置检修已经结束，恢复正常生产。匈牙利宝思德化学公司TDI装置（25万吨/年）于2021年8月26日开始停产检修。

图 3：万华化学季度销量

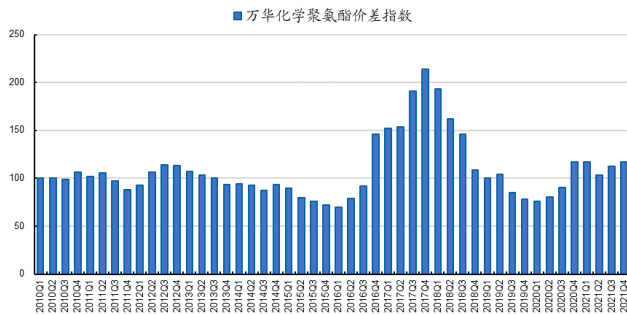


资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

5、聚氨酯板块

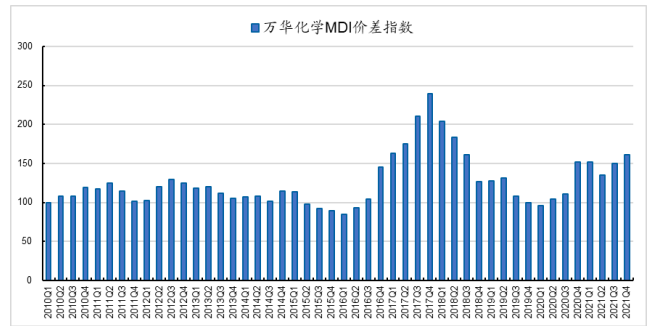
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 2021 年 11 月 10 日，2021 年 Q4 万华化学聚氨酯板块价差指数为 117.28，较 2021 年 Q3 增长 4.82；处于历史 33.06%分位数，较 2021 年 Q3 增长 3.34 个百分点。截至 2021 年 11 月 10 日，2021 年 Q4 万华化学 MDI 价差指数为 161.34，较 2021 年 Q3 增长 11.61；处于历史 49.47%分位数，较 2021 年 Q3 增长 49.47 个百分点。

图 4: 万华聚氨酯价差指数处于历史 33.06%分位



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 5: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 49.47%分位

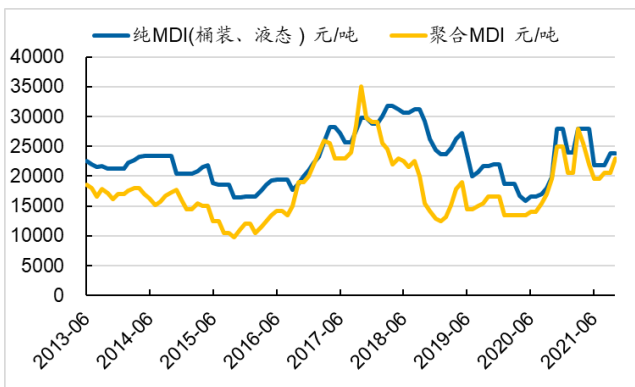


资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

5.1、MDI

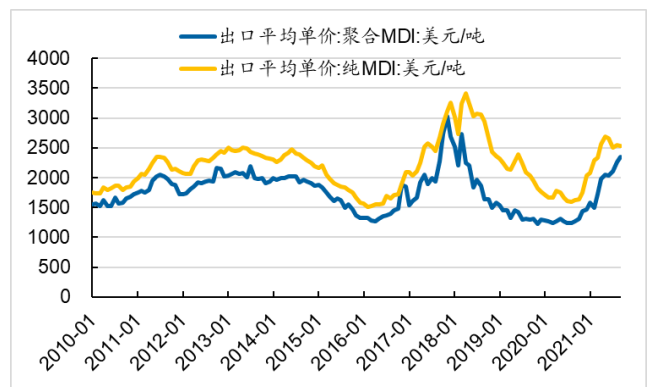
5.1.1、MDI 及主要原材料价格

图 6: 万华化学 MDI 挂牌价



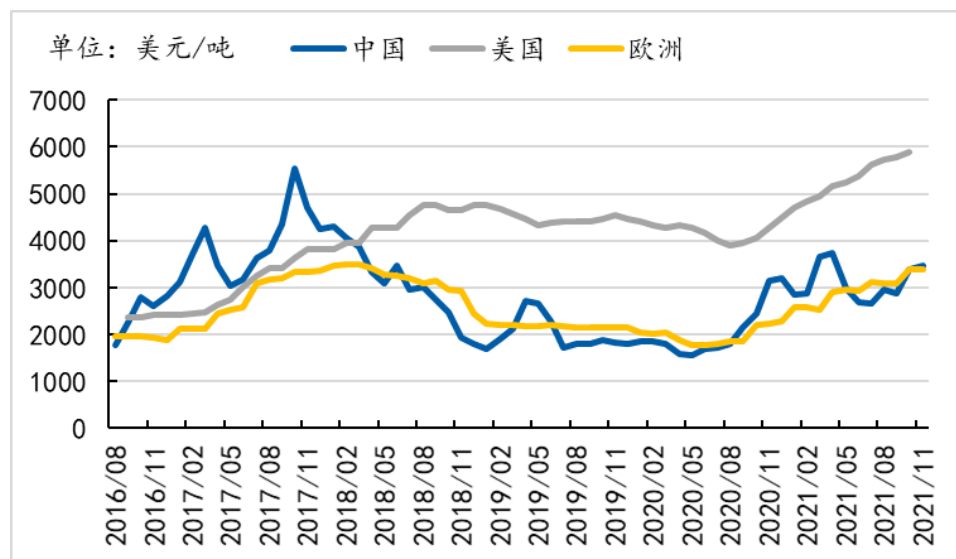
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: MDI 出口价格



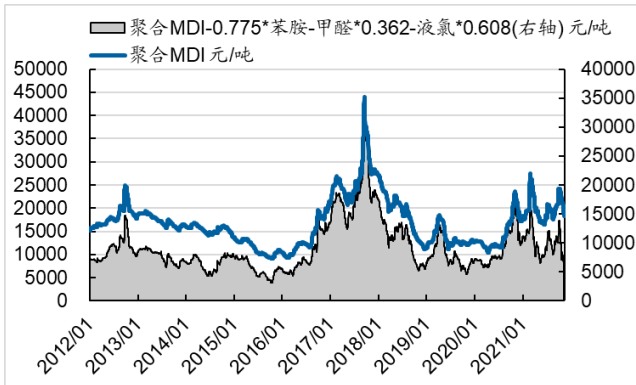
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 欧美 MDI 价格上涨



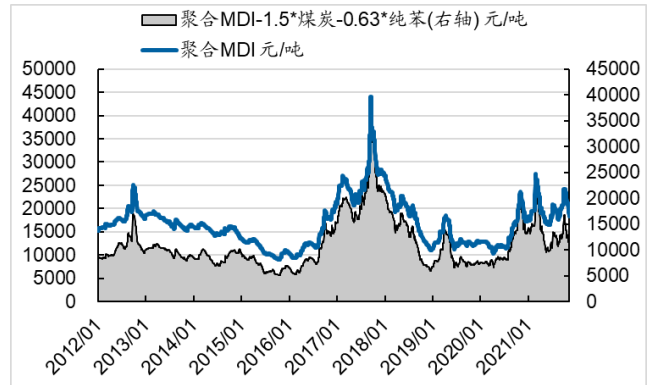
资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

图 9：聚合 MDI 和苯胺价格价差



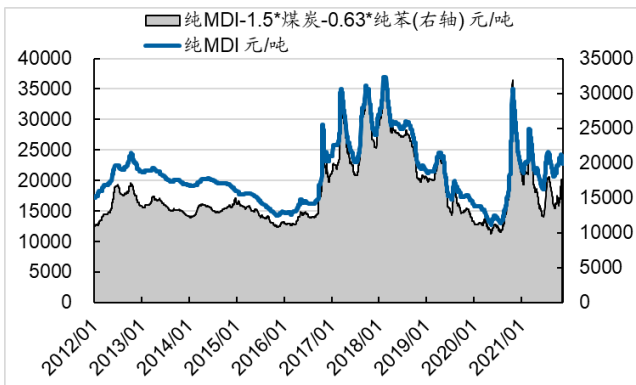
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 10：聚合 MDI 和纯苯价差



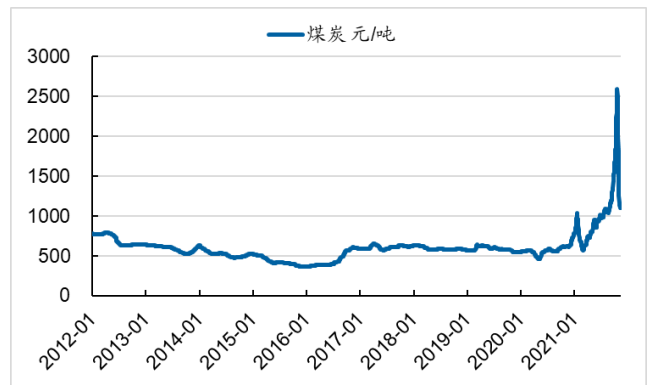
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 11：纯 MDI 和纯苯价差



资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

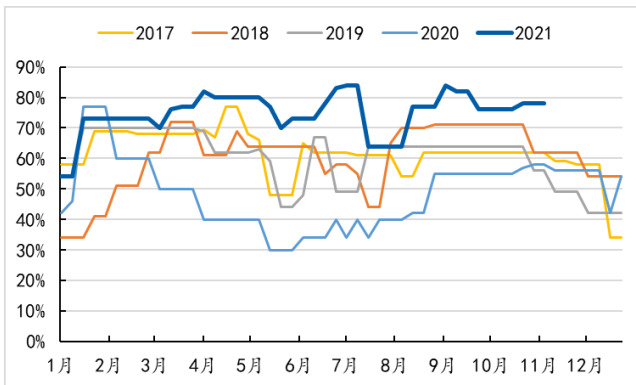
图 12：煤炭价格



资料来源：wind，国海证券研究所

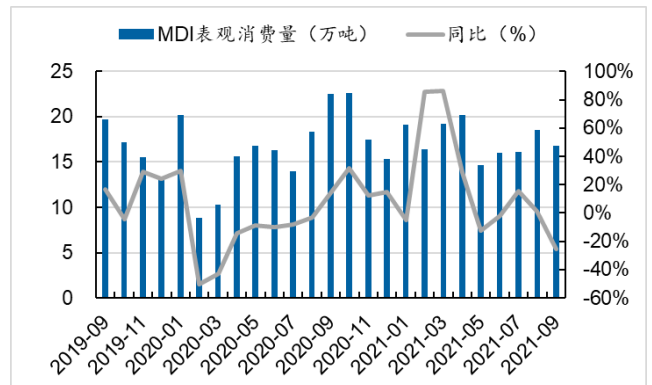
5.1.2、MDI 供需情况

图 13：MDI 周度开工负荷



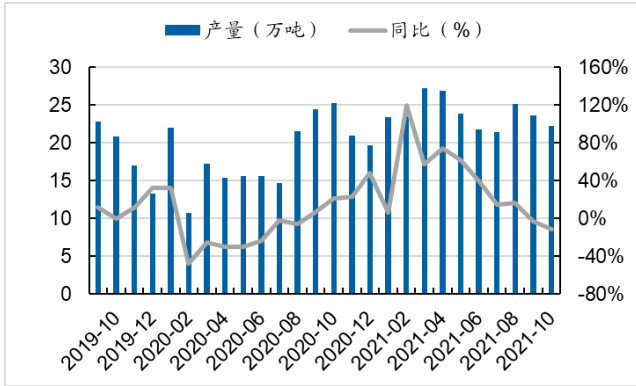
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图 14：MDI 月度表观消费量



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图 15: MDI 月度产量



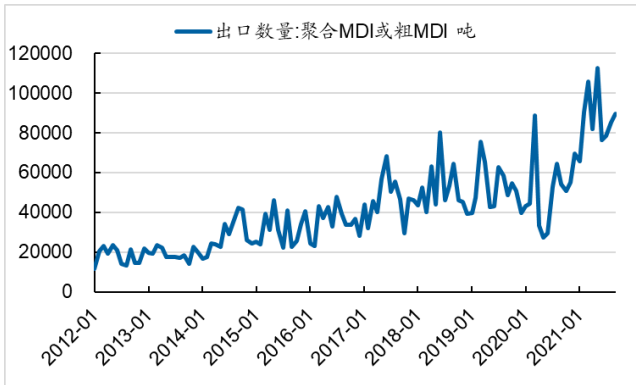
资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

表 4: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

| 时间 | 山东 | 浙江 | 合计 |
|---------|------|------|-------|
| 2021-10 | 4.55 | 9.11 | 13.66 |
| 2021-09 | 4.55 | 9.11 | 13.66 |
| 2021-08 | 4.90 | 8.73 | 13.63 |
| 2021-07 | 0.00 | 8.40 | 8.40 |
| 2021-06 | 5.00 | 8.25 | 13.25 |
| 2021-05 | 5.00 | 8.40 | 13.40 |
| 2021-04 | 6.18 | 9.11 | 15.29 |
| 2021-03 | 8.27 | 9.41 | 17.68 |
| 2021-02 | 4.44 | 8.50 | 12.94 |
| 2021-01 | 4.51 | 7.02 | 11.53 |
| 2020-12 | 4.51 | 6.44 | 10.95 |
| 2020-11 | 4.51 | 9.54 | 14.05 |
| 2020-10 | 4.51 | 9.54 | 14.05 |
| 2020-09 | 4.36 | 9.24 | 13.60 |
| 2020-08 | 1.15 | 9.25 | 10.39 |

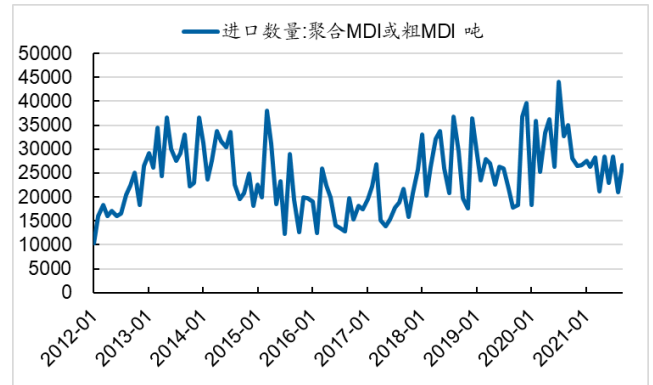
资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图 16: 聚合 MDI 月度出口量



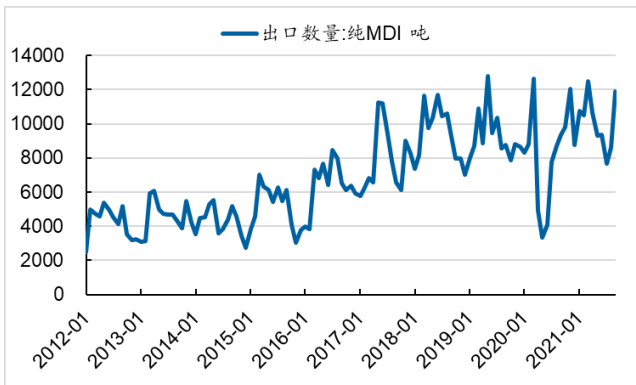
资料来源：wind，国海证券研究所

图 17: 聚合 MDI 月度进口量



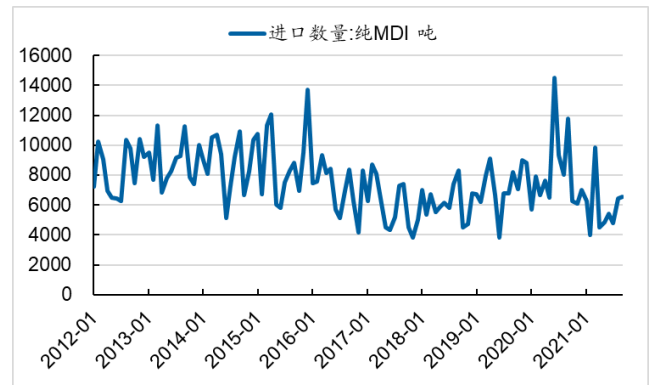
资料来源：wind，国海证券研究所

图 18: 纯 MDI 月度出口量



资料来源：wind，国海证券研究所

图 19: 纯 MDI 月度进口量



资料来源：wind，国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)

| 时间 | 山东 | 浙江 | 合计 |
|---------|------|------|------|
| 2021-09 | 2.65 | 4.51 | 7.16 |
| 2021-08 | 1.88 | 4.77 | 6.65 |
| 2021-07 | 1.96 | 4.73 | 6.68 |
| 2021-06 | 1.40 | 5.07 | 6.48 |
| 2021-05 | 3.22 | 5.87 | 9.09 |
| 2021-04 | 1.41 | 5.28 | 6.69 |
| 2021-03 | 2.79 | 5.59 | 8.38 |
| 2021-02 | 1.45 | 6.10 | 7.55 |
| 2021-01 | 0.47 | 4.75 | 5.22 |
| 2020-12 | 0.26 | 5.54 | 5.80 |
| 2020-11 | 0.70 | 3.88 | 4.57 |
| 2020-10 | 2.97 | 1.13 | 4.10 |
| 2020-09 | 2.97 | 1.15 | 4.11 |
| 2020-08 | 2.20 | 3.19 | 5.39 |

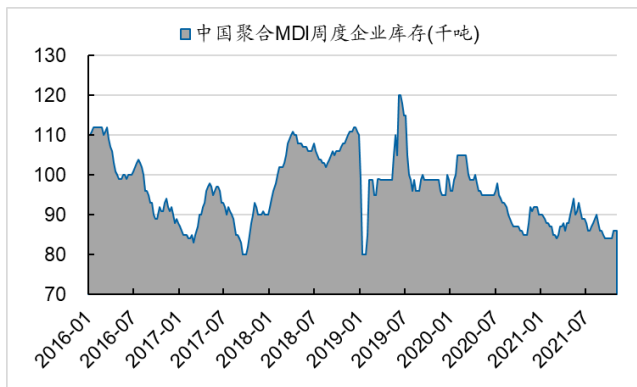
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 6: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)

| 时间 | 山东 | 浙江 | 合计 |
|---------|------|------|------|
| 2021-09 | 0.05 | 0.85 | 0.90 |
| 2021-08 | 0.04 | 0.57 | 0.61 |
| 2021-07 | 0.06 | 0.54 | 0.59 |
| 2021-06 | 0.08 | 0.66 | 0.74 |
| 2021-05 | 0.07 | 0.54 | 0.61 |
| 2021-04 | 0.06 | 0.68 | 0.73 |
| 2021-03 | 0.05 | 0.76 | 0.82 |
| 2021-02 | 0.07 | 0.62 | 0.69 |
| 2021-01 | 0.12 | 0.72 | 0.84 |
| 2020-12 | 0.12 | 0.46 | 0.58 |
| 2020-11 | 0.20 | 0.77 | 0.97 |
| 2020-10 | 0.44 | 0.31 | 0.75 |
| 2020-09 | 0.39 | 0.21 | 0.60 |
| 2020-08 | 0.13 | 0.36 | 0.48 |

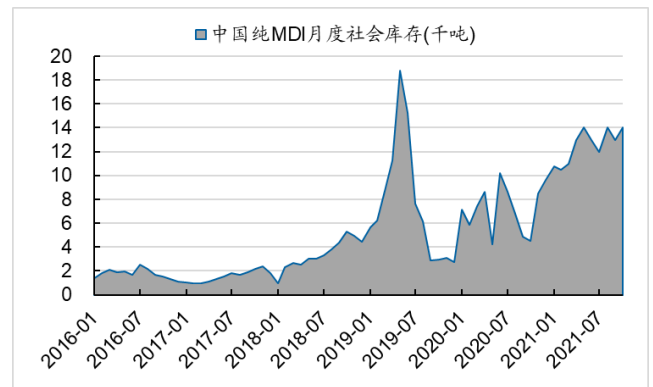
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 20: 聚合 MDI 周度库存



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 21: 纯 MDI 月度库存



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

表 7: 全球 MDI 装置动态

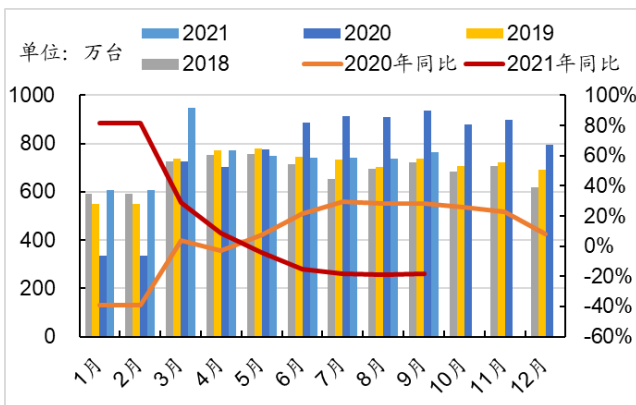
| 厂家 | 产能 (万吨/年) | 装置动态 |
|-------|-----------|--|
| 宁波万华 | 120 | 装置运行正常, 后期预计扩产至 180 万吨, 11 月中旬左右存年检, 预计 50 天左右 |
| 烟台万华 | 110 | 装置运行正常 |
| 上海亨斯迈 | 40 | 装置运行正常 |
| 上海巴斯夫 | 19 | 装置正常运行 |
| 上海联恒 | 35 | 装置正常运行 |
| 上海科思创 | 60 | 装置正常运行, 11 月初存检修计划, 大概 3 周时间 |

| | | |
|--------|-----|-------------------------------------|
| 重庆巴斯夫 | 40 | 装置正常运行 |
| 浙江瑞安 | 7 | 装置正常运行 |
| 德国科思创 | 42 | 低负荷运行，具体恢复时间不确定 |
| 德国陶氏 | 20 | 装置正常运行 |
| 韩国锦湖 | 41 | 装置正常运行，10月底负荷有所下滑 |
| 美国陶氏 | 34 | 低负荷运行 |
| 美国科思创 | 33 | 装置正常运行 |
| 美国巴斯夫 | 40 | 装置正常运行 |
| 美国亨斯迈 | 50 | 装置正常运行 |
| 比利时巴斯夫 | 65 | 装置正常运行 |
| 葡萄牙陶氏 | 19 | 装置正常运行 |
| 欧洲亨斯迈 | 47 | 装置正常运行 |
| 沙特陶氏 | 40 | 装置停车检修，预计11月中旬恢复正常 |
| 万华宝思德 | 35 | 8月17日开始陆续停车检修，于9.20日恢复正常，产能达到35万吨/年 |
| 日本科思创 | 7 | 装置正常运行 |
| 日本东曹 | 40 | 装置正常运行 |
| 韩国巴斯夫 | 25 | 装置正常运行，11月份有检修计划 |
| 合计 | 969 | |

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国海证券研究所

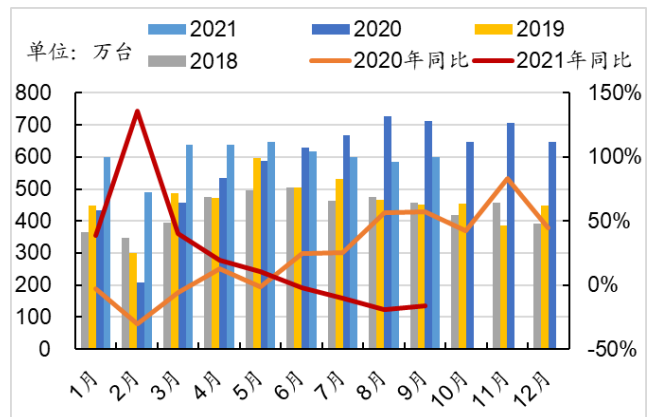
5.1.3. MDI 下游需求情况

图 22: 冰箱月度产量



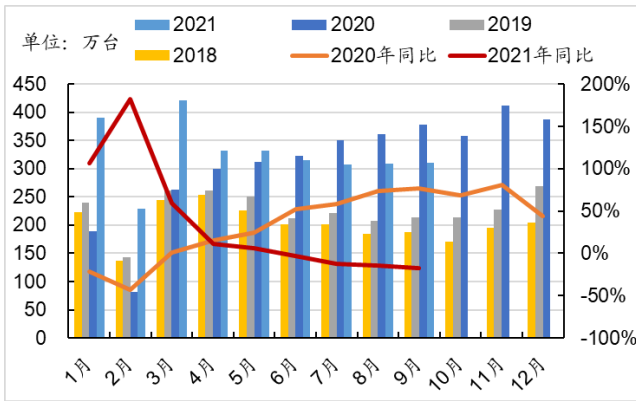
资料来源：wind，国海证券研究所

图 23: 冰箱出口数量



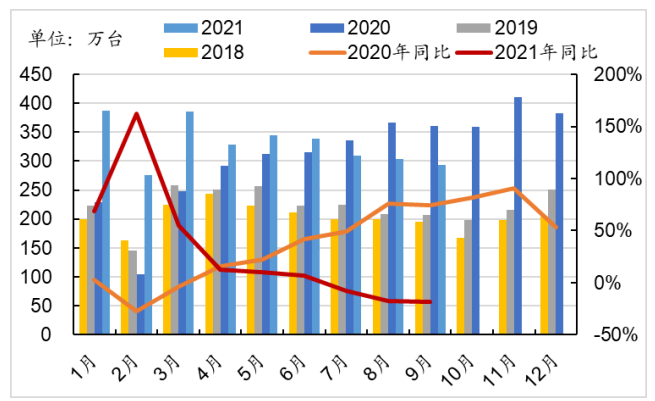
资料来源：wind，国海证券研究所

图 24: 冰柜产量



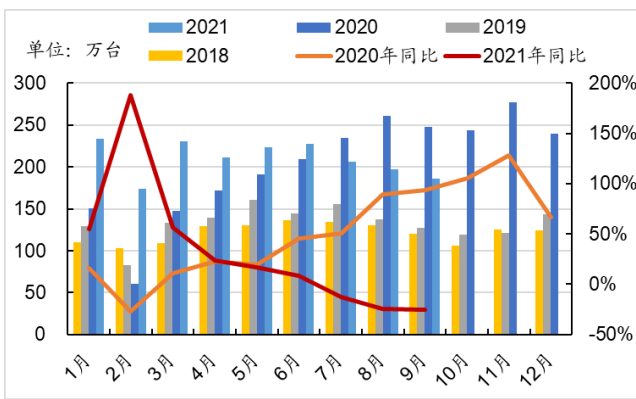
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 冰柜销量



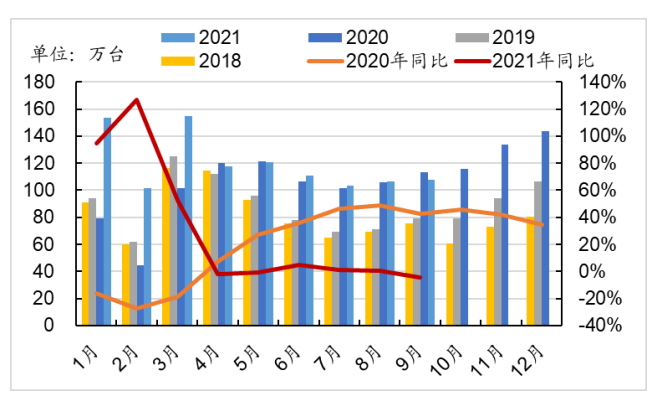
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 冰柜出口数量



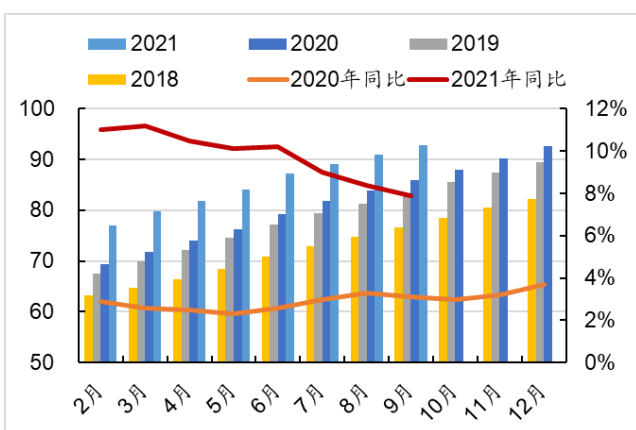
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜内销量



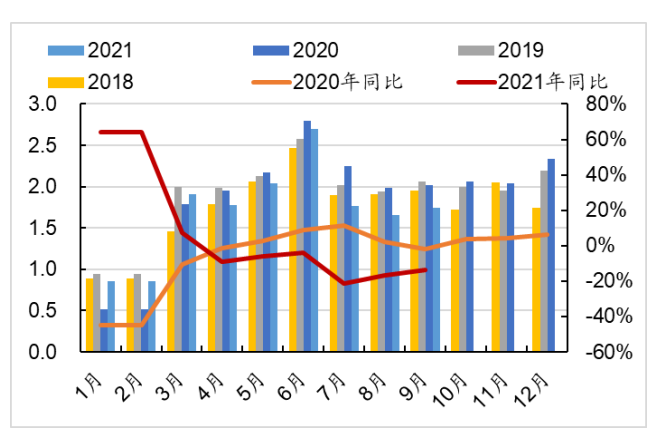
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 28: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



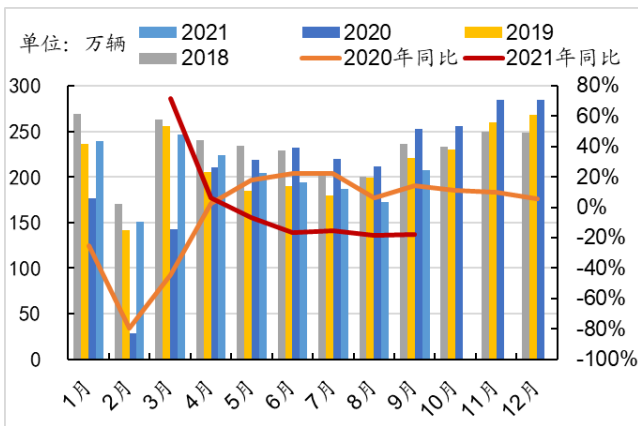
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 29: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



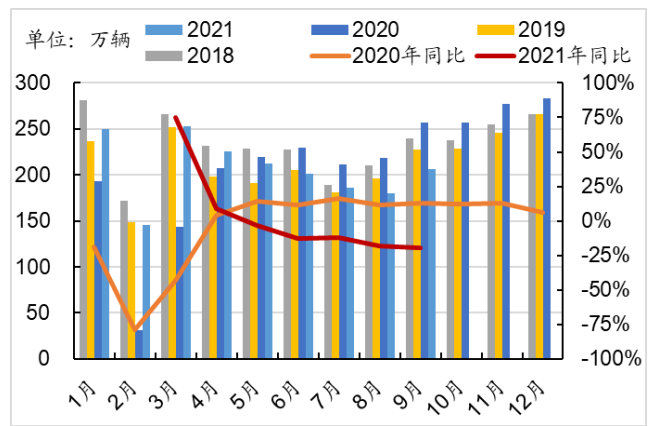
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 30: 国内汽车产量



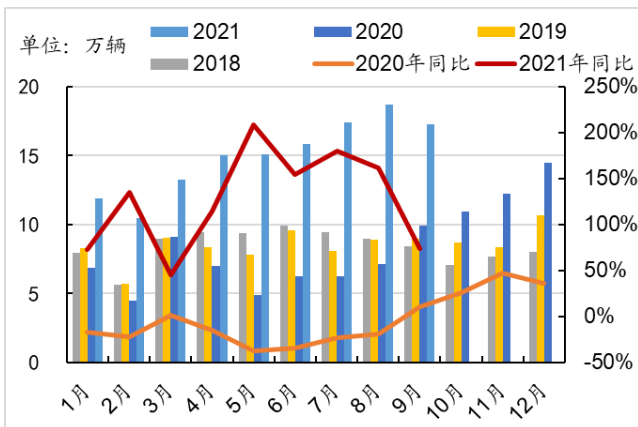
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 31: 国内汽车销量



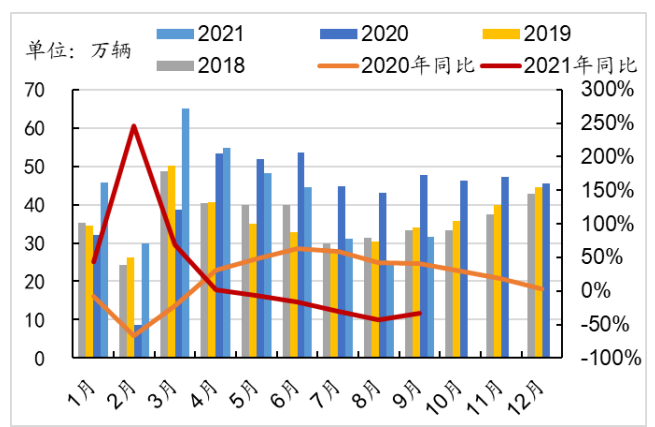
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 国内汽车出口数量



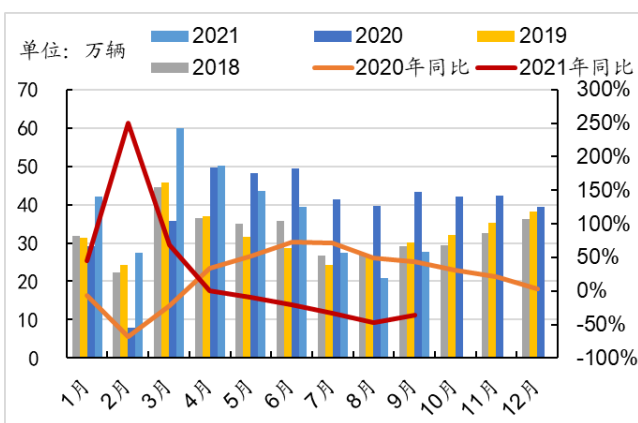
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内商用车销量



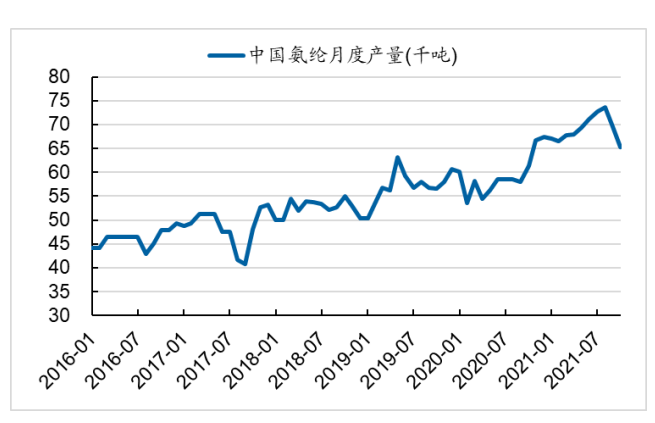
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内货车销量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内氨纶产量

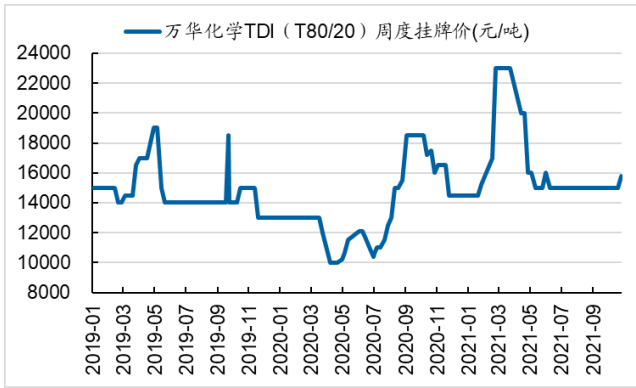


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

5.2、TDI

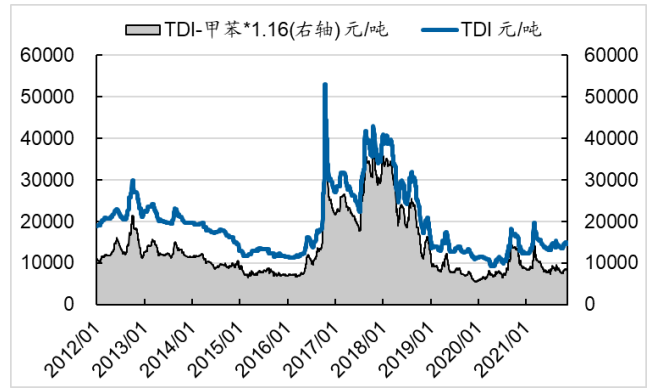
5.2.1、TDI 及主要原材料价格

图 36: 万华化学 TDI 周度挂牌价



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

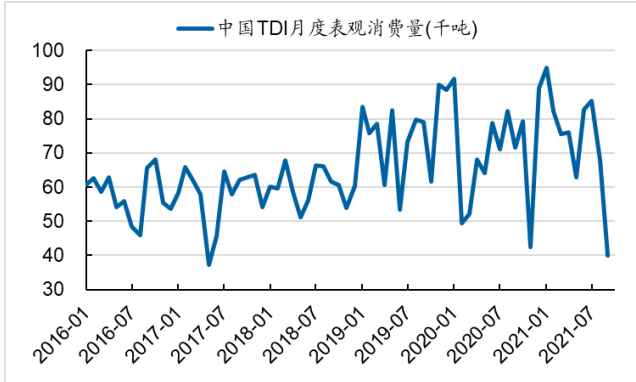
图 37: TDI 和甲苯价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

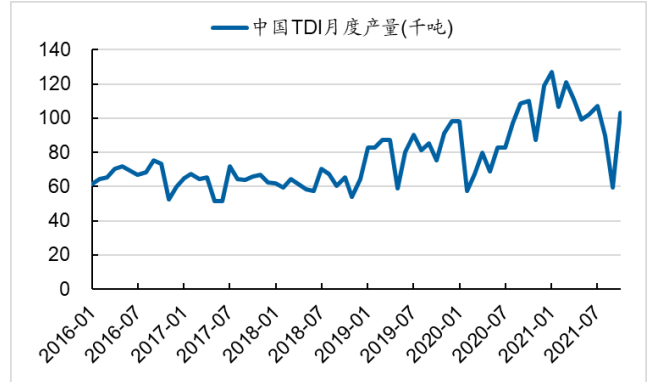
5.2.2、TDI 供需情况

图 38: TDI 月度表观消费量



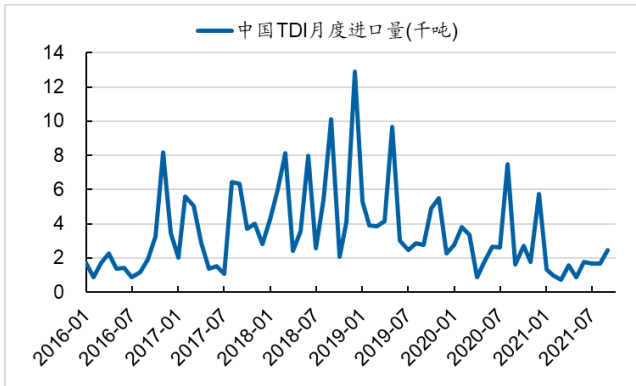
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 39: TDI 月度产量



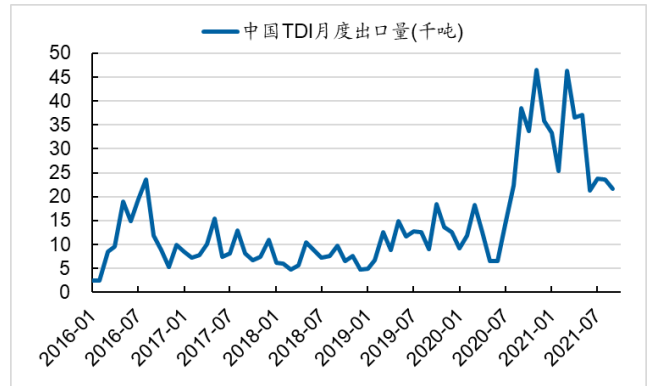
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 40: TDI 月度进口量



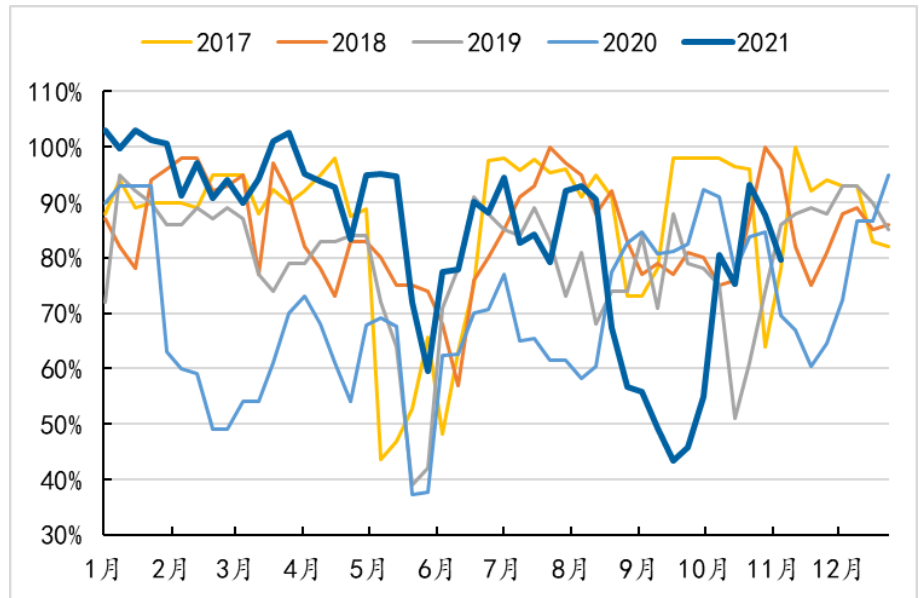
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 41: TDI 月度出口量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 42: TDI 周度开工负荷



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

表 8: 国内 TDI 装置动态

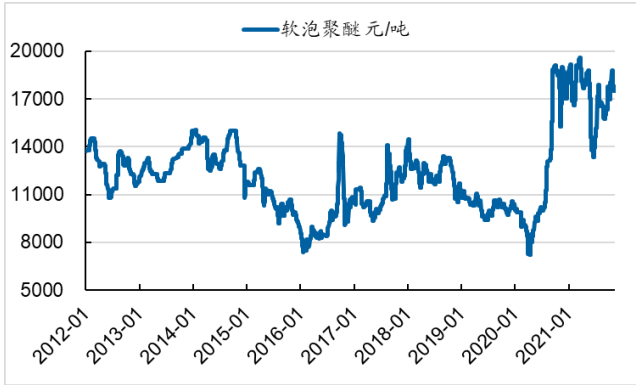
| 厂家 | 产能(万吨) | 生产工艺 | 本月开工情况 | 影响产量 |
|-------|--------|-------|------------------|----------------|
| 上海科思创 | 31 | 气相光气法 | 稳定运行 | - |
| 万华化学 | 30 | 液相光气法 | 国庆节后重启后负荷未提满 | 检修损失产量超两万吨 |
| 上海巴斯夫 | 16 | 液相光气法 | 稳定运行 | - |
| 沧州大化 | 12 | 液相光气法 | 10月15日附近重启后稳定运行 | 检修损失产量近两万吨 |
| 甘肃银光 | 10 | 液相光气法 | 稳定运行 | - |
| 万华福建 | 10 | 液相光气法 | 下旬曾短暂停车数日 | 损失产量 1500 吨 |
| 烟台巨力 | 8 | 液相光气法 | 5月15日停车, 持续时间暂不详 | 预计损失月产量 8000 吨 |

| | | | | |
|--------|-----|--------|------------------|---|
| 新疆和山巨力 | 15 | 液相光气法 | 高负荷平稳运行，月底短停计划推迟 | - |
| 合计 | 132 | 月度开工负荷 | 82.91% | |

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国海证券研究所

5.3、聚醚价格及供需情况

图 43: 软泡聚醚市场价



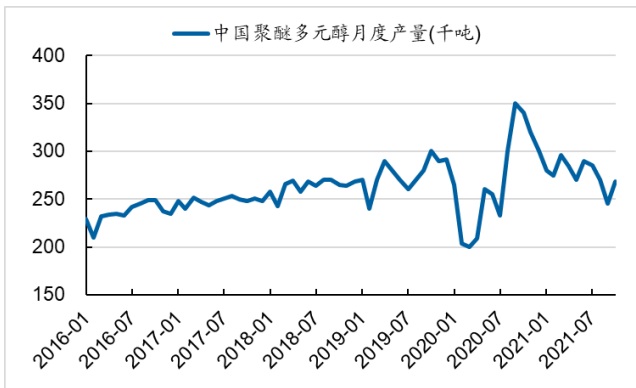
资料来源：wind，国海证券研究所

图 44: 硬泡聚醚市场价



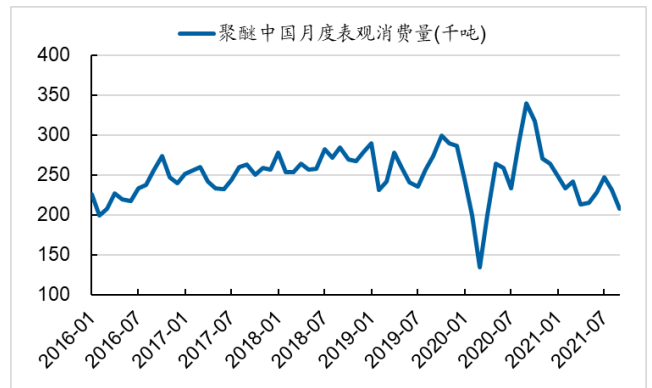
资料来源：wind，国海证券研究所

图 45: 聚醚多元醇月度产量



资料来源：wind，国海证券研究所

图 46: 聚醚多元醇月度表观消费量

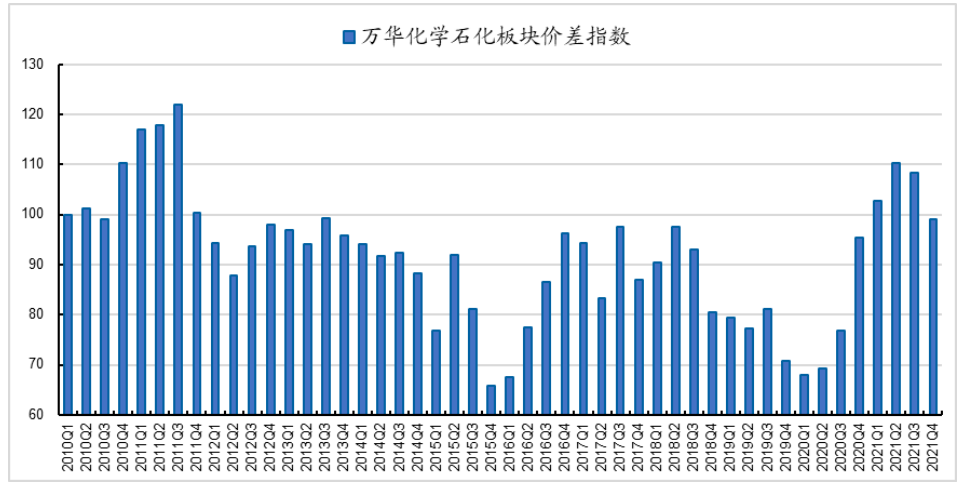


资料来源：wind，国海证券研究所

6、石化板块

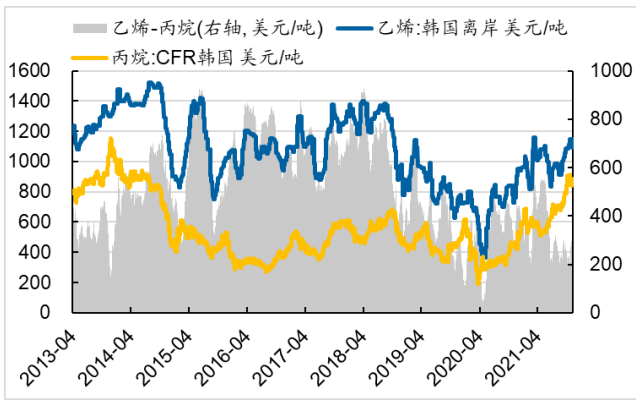
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出的方法，计算板块的整体价差。截至 2021 年 11 月 10 日，2021 年 Q4 万华化学石化板块价差指数为 99.18，较 2021 年 Q3 下降 9.19；处于历史 59.47%分位数，较 2021 年 Q3 下降 16.40 个百分点。

图 47: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 59.47%分位



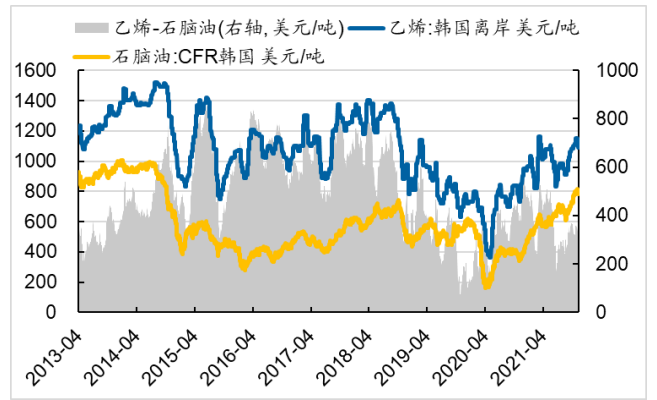
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 48: 乙烯-丙烷价差



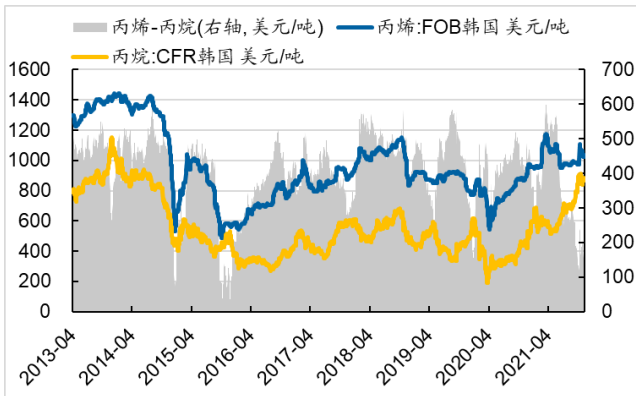
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 49: 乙烯-石脑油价差



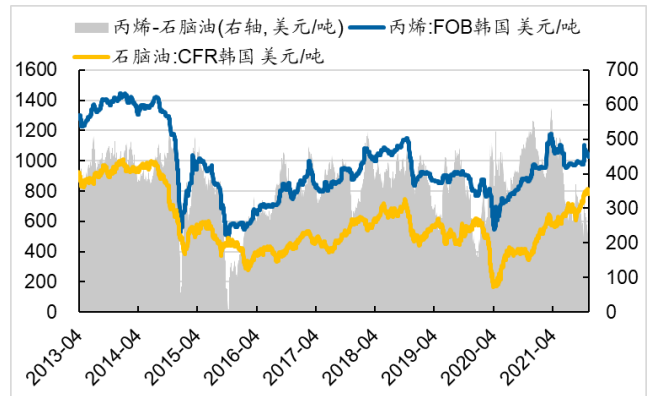
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 50: 丙烯-丙烷价差



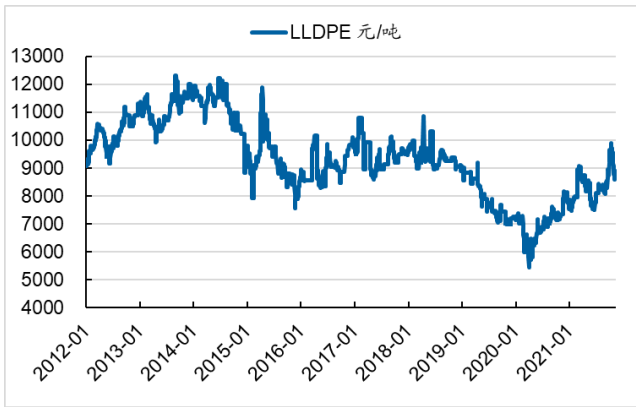
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 51: 丙烯-石脑油价差



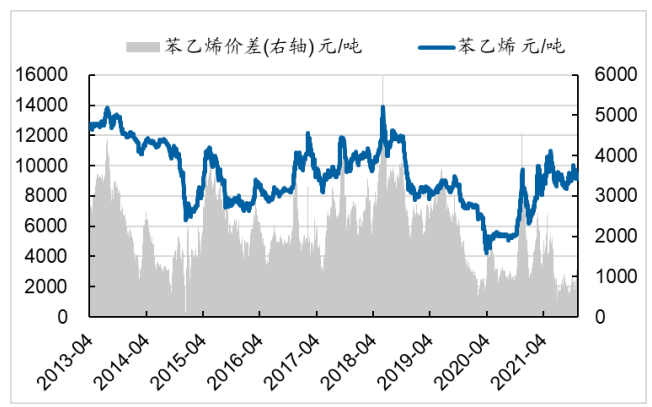
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 52: LLDPE 价格



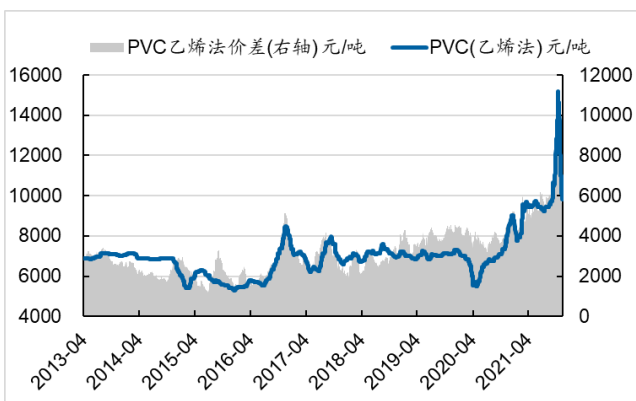
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 53: 苯乙烯价格价差



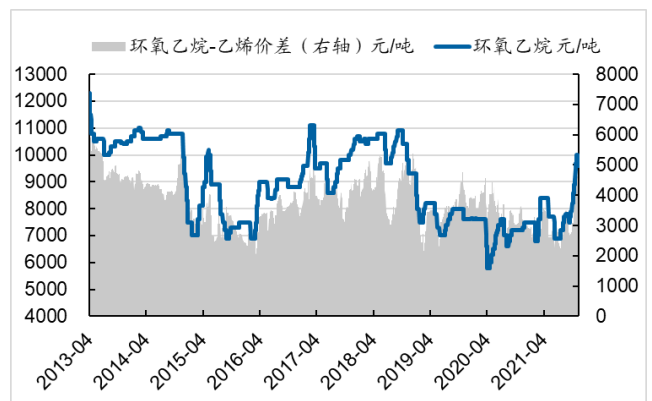
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 54: PVC 价格价差



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 55: 环氧乙烷-乙烯价格价差



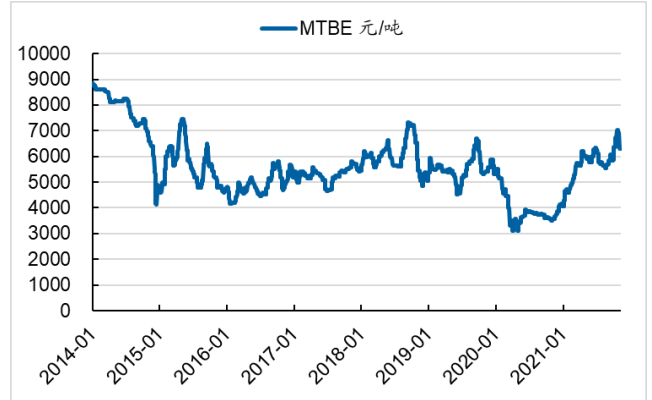
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 56: 环氧丙烷-丙烯价格价差



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 57: MTBE 价格

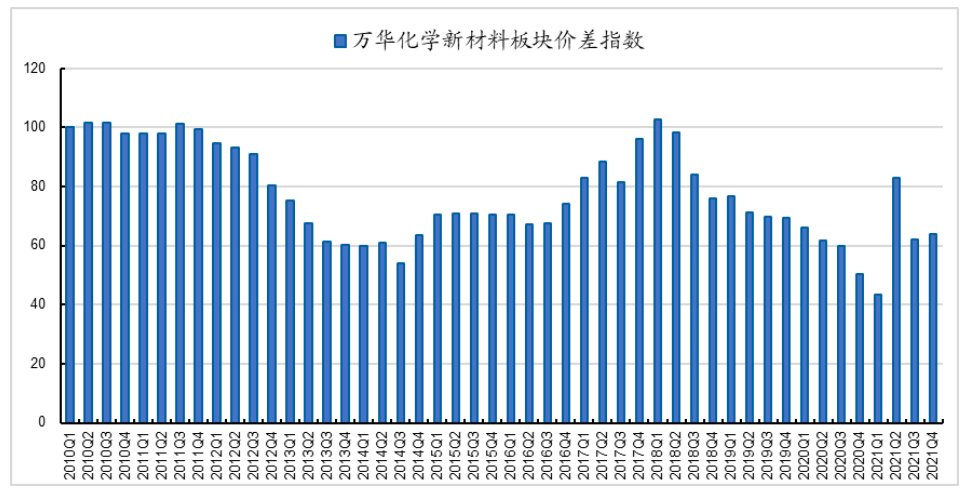


资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

7、新材料板块

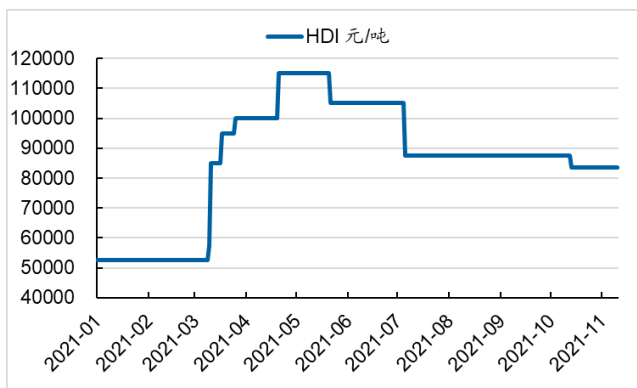
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2021 年 11 月 10 日，2021 年 Q4 万华化学新材料板块价差指数为 63.92，较 2021 年 Q3 增长 1.97；处于历史 34.64% 分位数，较 2021 年 Q3 增长 3.30 个百分点。

图 58：万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 34.64%分位



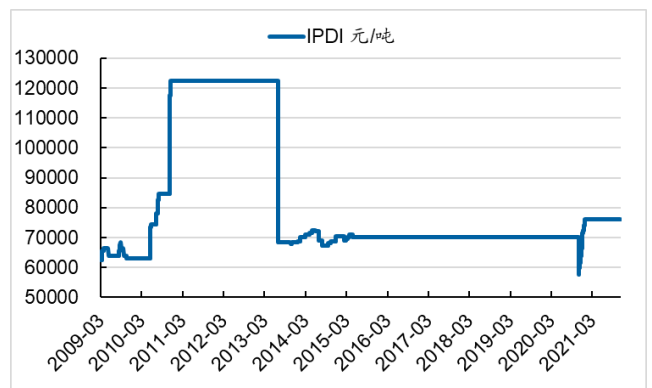
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 59：HDI 市场价



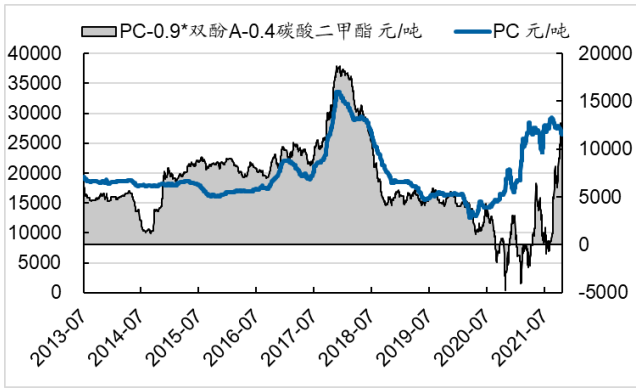
资料来源：wind，国海证券研究所

图 60：IPDI 市场价



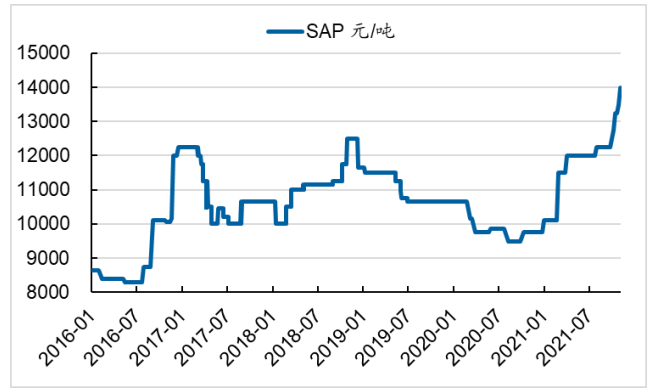
资料来源：wind，国海证券研究所

图 61: PC-0.9*双酚 A-0.4 碳酸二甲酯价差



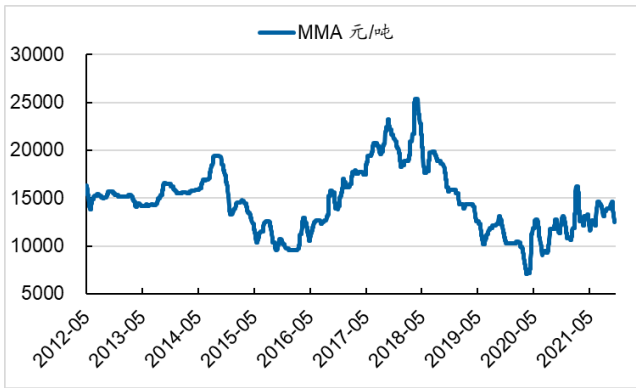
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 62: SAP 市场价



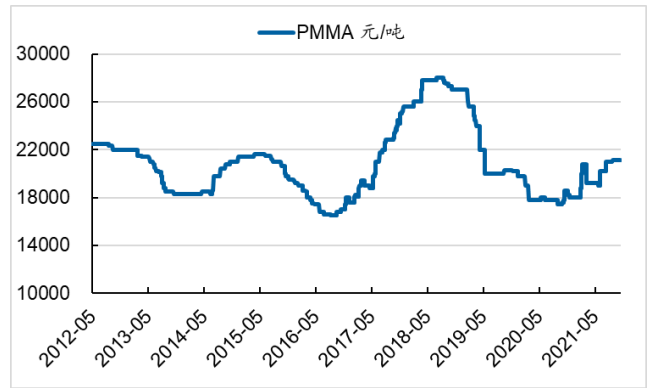
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 63: MMA 市场价



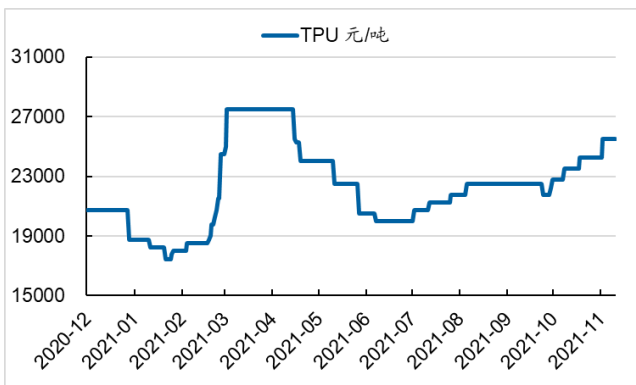
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 64: PMMA 市场价



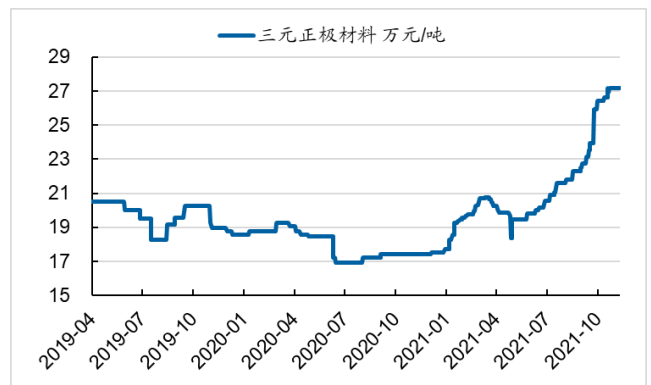
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 65: TPU 价格



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 66: 三元正极材料价格



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

8、盈利预测与评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 257.29、266.37、285.53 亿元，对应 PE 分别 11.9、11.5、10.7，维持“买入”评级。

9、风险提示

经济下行；项目建设不及预期；市场大幅度波动；新产品不及预期；环保及安全生产；同行业竞争加剧；产品价格大幅下滑；原材料价格大幅上涨。

附表：万华化学盈利预测表

| 证券代码: | 600309 | | 股价: | 97.52 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2021/11/15 | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 每股指标与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 21% | 35% | 26% | 22% | EPS | 3.20 | 8.19 | 8.48 | 9.09 |
| 毛利率 | 27% | 30% | 29% | 28% | BVPS | 15.54 | 23.73 | 32.21 | 41.31 |
| 期间费率 | 7% | 5% | 5% | 5% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 14% | 20% | 18% | 18% | P/E | 28.45 | 11.90 | 11.49 | 10.72 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 5.86 | 4.11 | 3.03 | 2.36 |
| 收入增长率 | 8% | 77% | 11% | 13% | P/S | 4.17 | 2.36 | 2.12 | 1.88 |
| 利润增长率 | -1% | 156% | 4% | 7% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 总资产周转率 | 0.55 | 0.94 | 0.84 | 0.79 | 营业收入 | 73433 | 129761 | 144679 | 163121 |
| 应收账款周转率 | 11.64 | 12.17 | 12.17 | 12.17 | 营业成本 | 53766 | 90902 | 103086 | 117776 |
| 存货周转率 | 8.44 | 8.68 | 8.54 | 8.43 | 营业税金及附加 | 676 | 973 | 1157 | 1305 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 2939 | 4282 | 4340 | 4731 |
| 资产负债率 | 61% | 43% | 38% | 35% | 管理费用 | 1420 | 2725 | 2894 | 3262 |
| 流动比 | 0.59 | 0.98 | 1.51 | 1.96 | 财务费用 | 1076 | 0 | 0 | 0 |
| 速动比 | 0.46 | 0.63 | 1.16 | 1.61 | 其他费用/(-收入) | 2043 | 2855 | 2894 | 3262 |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 营业利润 | 11825 | 29582 | 32044 | 34742 |
| 现金及现金等价物 | 17574 | 8368 | 36833 | 67429 | 营业外净收支 | -93 | -90 | -100 | -100 |
| 应收款项 | 6309 | 10665 | 11891 | 13407 | 利润总额 | 11732 | 29492 | 31944 | 34642 |
| 存货净额 | 8704 | 14943 | 16946 | 19360 | 所得税费用 | 1317 | 2802 | 4312 | 5023 |
| 其他流动资产 | 7940 | 11276 | 12416 | 13821 | 净利润 | 10415 | 26690 | 27632 | 29619 |
| 流动资产合计 | 40526 | 45252 | 78086 | 114018 | 少数股东损益 | 373 | 961 | 995 | 1066 |
| 固定资产 | 56371 | 56371 | 56371 | 56371 | 归属于母公司净利润 | 10041 | 25729 | 26637 | 28553 |
| 在建工程 | 23257 | 23257 | 23257 | 23257 | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 无形资产及其他 | 12284 | 12444 | 12604 | 12764 | 经营活动现金流 | 16850 | 29029 | 28436 | 30530 |
| 长期股权投资 | 1314 | 1314 | 1314 | 1314 | 净利润 | 10415 | 25729 | 26637 | 28553 |
| 资产总计 | 133753 | 138638 | 171632 | 207724 | 少数股东权益 | 373 | 961 | 995 | 1066 |
| 短期借款 | 38245 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | 5236 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 17493 | 29885 | 33891 | 38721 | 公允价值变动 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | -411 | 2509 | 994 | 1137 |
| 其他流动负债 | 12395 | 16444 | 17801 | 19444 | 投资活动现金流 | -23855 | 10 | 29 | 66 |
| 流动负债合计 | 68134 | 46330 | 51692 | 58165 | 资本支出 | -23119 | -90 | -100 | -100 |
| 长期借款及应付债券 | 11822 | 11822 | 11822 | 11822 | 长期投资 | -721 | -150 | -150 | -150 |
| 其他长期负债 | 2146 | 2146 | 2146 | 2146 | 其他 | -16 | 250 | 279 | 316 |
| 长期负债合计 | 13968 | 13968 | 13968 | 13968 | 筹资活动现金流 | 19813 | -38245 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 82102 | 60298 | 65660 | 72133 | 债务融资 | 25447 | -38245 | 0 | 0 |
| 股本 | 3140 | 3140 | 3140 | 3140 | 权益融资 | 720 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 51651 | 78341 | 105972 | 135591 | 其它 | -6354 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和股东权益总计 | 133753 | 138638 | 171632 | 207724 | 现金净增加额 | 12785 | -9206 | 28466 | 30596 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，6年半化工行业研究经验。
董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工行业资深分析师。2年上市公司资本运作经验，三年半化工行业研究经验。

赵小燕，浙江大学化工学院博士，化工行业研究助理。1年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。