

证券研究报告
化工行业
2022年03月15日



万华化学（600309）2021年报点评： 业绩大幅增长，公司将再次进入快速扩张期

万华化学(600309)

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

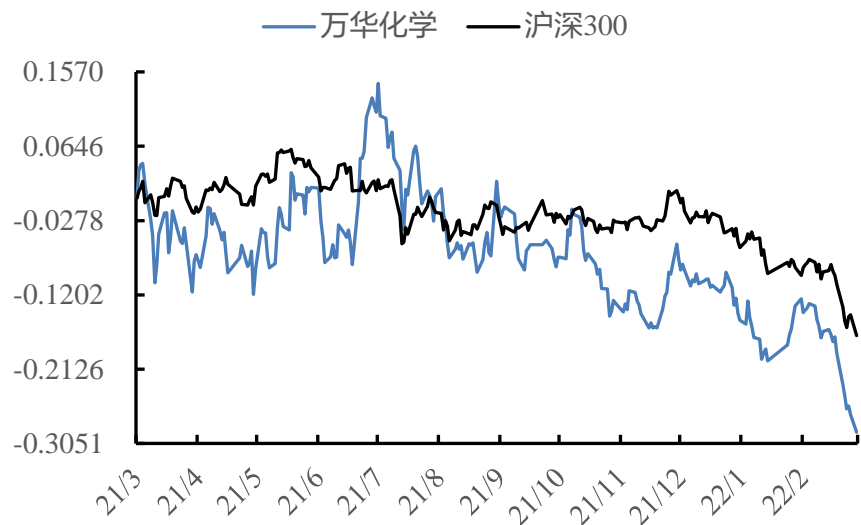
dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	-18.9%	-23.3%	-30.9%
沪深300	-8.3%	-17.3%	-18.9%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	145538	154948	176767	197563
增长率(%)	98	6	14	12
归母净利润 (百万元)	24649	26579	30921	35242
增长率(%)	145	8	16	14
摊薄每股收益 (元)	7.85	8.47	9.85	11.22
ROE(%)	36	28	25	22
P/E	12.87	9.49	8.16	7.16
P/B	4.63	2.65	2.00	1.56
P/S	2.18	1.63	1.43	1.28
EV/EBITDA	9.12	7.10	6.06	4.91

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——万华化学 (600309) 事件点评: 量价齐升助业绩高增长, 新材料领域持续布局 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2022-03-09

《——万华化学 (600309) 公司跟踪研究: 万华化学2022年2月月报: 参股碳纤维公司, TDI景气向上 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2022-03-06

《——万华化学 (600309) 公司深度研究: 万华化学2022年1月月报: MDI下游环比改善, TDI景气回升 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2022-01-28

2021年业绩大幅增长，公司进入快速扩张期

事件：2022年3月14日，万华化学发布2021年年报：实现营业收入1455.38亿元，同比+98.19%；实现归属于上市公司股东的净利润246.49亿元，同比+145.47%；加权平均净资产收益率为42.53%，同比增加20.33个百分点。销售毛利率26.26%，同比减少0.52个百分点；销售净利率17.20%，同比增加3.02个百分点。

其中，2021年Q4实现营收382.19亿元，同比+57.92%，环比-3.64%；实现归母净利润51.07亿元，同比+8.84%，环比-15.04%；加权平均净资产收益率为7.71%，同比减少2.41个百分点，环比减少2.16个百分点。销售毛利率17.09%，同比减少18.25个百分点，环比减少9.81个百分点；销售净利率13.49%，同比减少6.32个百分点，环比减少1.90个百分点。

点评：

主要产品量价齐升，助力公司业绩再上新台阶

受益于疫情有效控制，国内市场需求和下游海外出口持续增长；同时，碳中和目标也推动化工行业供给侧改革，行业景气度持续提升；再叠加公司MDI技改、乙烯等新产能新装置投产，公司主要产品量价齐升，也助力公司2021年业绩实现大幅增长，其中公司全年实现营业收入1455.38亿元，同比增长98.19%；实现归母净利润246.49亿元，同比增长145.47%。

分业务板块来看，聚氨酯业务全年实现营收604.92亿元，同增72.75%；销量达389万吨，同增34.86%；均价达15550.7元/吨，同增18.36%；毛利率达35.07%，同增0.61个百分点。石化业务实现营收614.09亿元，同增132.46%；实现销量1004万吨，同增59.80%；均价达6116.5元/吨，同增66.47%；毛利率达17.09%，同增9.45个百分点。精细化学品及新材料业务实现营收154.64亿元，同增94.18%；实现销量76万吨，同增36.95%；均价达20347.1元/吨，同增42.07%；毛利率达21.25%，同增2.31个百分点，三大业务板块量价均实现较大突破。

同时，2021年公司经营活动产生现金流量净额高达279.22亿元，同比增长65.71%，强大的现金流不仅展现出公司极强的变现能力，同时也将为公司未来的发展注入强劲动力。

产能提升贡献业绩，聚氨酯龙头地位持续巩固

2021年，聚氨酯业务板块产品和解决方案双线驱动、紧密协同，保持快速增长势头。重点“拓展市场资源、扩宽海外边界、扩大协同优势、深化渠道变革、提升长期利益”。2021年，聚氨酯业务实现营收604.92亿元，同比+72.75%，销量达389万吨，同比+34.86%；其中，2021Q4实现营收163.97亿元（同比+30.18%，环比+4.59%），销量达98.39万吨（同比+11.67%，环比-2.69%）。

2021年，聚氨酯业务业绩实现大的突破，一方面得益于新增产能的投放，其中烟台MDI装置于2月完成技改，产能从60万吨/年扩大至110万吨/年；匈牙利BC公司MDI产能也于10月从30万吨/年扩至35万吨/年。另一方面，MDI价格价差在2021年也呈扩大趋势，据Wind，2021年聚合MDI的市场均价为19864.93元/吨，同比增长37.41%；纯MDI的市场均价为22338.90元/吨，同比增长25.25%。聚合MDI和纯苯的价差为13835.13元/吨，同比增长24.73%；纯MDI和纯苯的价差为16309.11元/吨，同比增长12.70%。公司目前是全球最大MDI供应商，截至2021年末，拥有MDI产能265万吨/年。同时，公司新增产能有序推进，其中福建基地40万吨/年MDI项目和宁波基地60万吨/年MDI项目持续建设中，随着新增项目的陆续达产，公司竞争优势有望持续增强。

TDI景气向上，万华产能稳步扩张

受供给趋紧影响，近期TDI价格持续上行，据wind，截至3月14日，2022年Q1 TDI市场均价达18592.47元/吨，同比增长25.62%，环比增长27.09%；TDI和甲苯的价差达12295.05元/吨，同比增长22.57%，环比增长40.06%，景气度持续向上。目前，公司拥有TDI产能65万吨/年，将充分受益于行业景气回升。同时，万华化学投资19.27亿元，在福建工业园建设25万吨/年TDI扩产项目，该项目和福建80万吨/年PVC项目已于2022年2月7日开工，其中TDI项目预计2023年投产，随着TDI产能的稳步扩张，公司在TDI行业的竞争力和话语权将持续增强。

百万吨乙烯满负荷运行，石化板块业绩实现大突破

石化板块2021年继续坚持“轻资产、高周转”策略。在采购端“控资源、拓渠道、建体系”，不断拓宽全球LPG战略采购资源，积极参与LPG经营业务，降低采购成本，管控采购风险；通过投资VLGC等运力资源，合理管控物流成本，提升原料采购端供应保障能力、成本竞争力。销售端围绕“价值营销、战略营销、文化营销”开展工作，积极推进战略客户深度合作模式。公司石化业务实现大的突破，其中全年实现营收614.09亿元，同比+132.46%，实现销量1004万吨，同比+59.80%；其中，2021Q4实现营收187.20亿元（同比+161.19%，环比+19.75%），销量达233.98万吨（同比+23.71%，环比-10.43%）。2021年是公司百万吨乙烯装置满负荷开车的第一年，聚烯烃及PVC产品新牌号有序推广，主要产品产量、销量同比增加，石化产品价格与去年同期相比也大幅上涨。全年来看，山东丙烯均价7904元/吨，同增16.39%；山东PO均价16551元/吨，同增38.81%；山东丁醇均价12269元/吨，同增100.54%；华东丙烯酸均价11902元/吨，同增72.23%；华东丙烯酸丁酯均价16348元/吨，同增95.78%；华东PP拉丝均价8633元/吨，同增9.98%；华东LLDPE膜级均价8,64元/吨，同增15.64%；华东乙烯法PVC均价9624元/吨，同增37.94%。

ADI实现引领，三元电池材料及生物降解聚酯投产，新材料业务持续扩张

2021年，ADI业务实现了从追随者到引领者的角色转变，新兴技术事业部水性树脂业务实现销量大幅增长，电池材料业务持续推进；高性能聚合物事业部PC产品竞争力进一步提升，2021年PC装置开工率处于国内领先水平。2021年，精细化学品及新材料业务实现营收154.64亿元，同比+94.18%，实现销量76万吨，同比+36.95%；其中，2021Q4实现营收46.61亿元（同比+84.42%，环比+10.66%），销量达22.73万吨（同比+31.48%，环比+12.66%）。

报告期内，四川眉山基地6万吨/年PBAT生物降解聚酯项目以及1万吨/年锂电三元正极电池材料项目已顺利投产，生物实验基地于2021年顺利中交；改性装置通过持续优化，关键设备稳定性改善明显。同时NMP、磷酸铁锂正极材料、聚醚胺等也持续规划建设中。同时，公司积极布局碳纤维领域，拟携手宝武碳业，在浙江新设合营企业浙江宝万碳纤维有限公司，布局聚丙烯腈（PAN）基碳纤维市场，其中宝武碳业持有51%股权，万华化学持有49%股权。通过与宝武碳业的合作，万华将进一步扩大在新材料领域的版图。随着公司新材料业务的持续扩张与落地，新材料业务有望成为公司新的业绩增长点。同时依托万华工业园的资源优势，公司计划在蓬莱建设高端精细化学品和高性能材料产业集群。

研发投入持续加大，技术驱动力稳步增强

公司持续加大研发投入，2021年公司研发费用达31.68亿元，同比增加55.07%，占营业收入比例达2.18%；其中2021年Q4研发费用达10.19亿元，同比增加65.42%，环比增加9.92%，占营业收入比例达2.67%。主要围绕高端化工新材料及解决方案、新兴材料等新业务板块技术孵化投入，例如碳中和相关技术、聚氨酯泡沫降解回收利用、可降解材料及关键单体、高性能材料（尼龙 12、特种 PC、POE、光学级 PMMA 等）、新能源储能及电池材料、分离与纯化等研发项目。

2021年，公司化工装置精准设计、工艺优化持续挖潜增效，MDI、ADI、TDI等核心制造技术不断迭代升级，竞争力不断增强，聚氨酯领域，第六代MDI技术在烟台MDI装置上应用成功，实现了110万吨年稳定运行；自主开发的氯化氢催化氧化制氯技术完全成熟定型，并入围 Chemical Week 2021可持续发展最佳实践；丙烯酸及酯、PVC等石化装置优化后，装置运转稳定性及运行水平处于行业领先。自主开发的大型 PO/SM、连续化DMC聚醚技术及芳香族聚酯多元醇系列新产品均工业化成功，产品指标达到优等品水平。同时推出了代表行业领先水平的超快脱模冰冷保温组合料技术、超低气味环保组合料技术；聚氨酯新应用开发方面，推出了 LNG 保温组合料技术及无醛人造板快固化提效技术，开发了世界上首套连续喷涂施胶制无醛胶合板工业化关键及工艺，完成了工业化样机制造并试验成功；同时联合行业客户及科研院所开发成功了无醛超薄纤维板技术，有力地推动人造板行业健康绿色发展。公司多个新产品完成了中试验证，并具备了工业化放大条件。同时，万华宁波高性能材料研究院、眉山合成生物学中试基地正式投用，全球研发中心二期项目封顶，新成立的碳中和研究中心也启动了一批CO2减排及综合利用等前瞻性技术研发项目。全年公司共申请国内外发明专利805件，新获得授权416件，形成了强大的知识产权保护体系。

人才建设持续赋能

聚焦新业务布局，社会招聘再创新高，吸引科研、技术、技能型人才近400人加盟；深化产学研合作，增强万华与高校之间的黏合度，拓渠道，扩生源，吸收2000多名本硕博及高职院校优秀毕业生，立志打造化工行业的首选雇主。

公司创新人才培养方式，紧紧围绕领导力、专业化、职业化三个领域，不断优化项目、丰富课程。在领导力领域，迭代升级课程，丰富教学方式，进一步拉动内部资源，邀请公司的优秀管理者分享授课，加速干部领导力提升。在专业化领域，根据公司及部门需求，设计更丰富、更具针对性的培养项目，借助内外部专家老师力量，强化专业化人才培养。在职业化领域，持续强化文化引导与认同，加大对新入职员工的关注和支持，帮助其快速适应和成长。并持续通过多种手段鉴别人才，为公司任用提供重要参考，为公司培育更多的六有人才。

新能源电池材料业务为公司全新进入领域，行业竞争激烈，属于具有较高风险和不确定性的创新业务，为了保证员工与项目风险、收益一致，员工持股平台在万华化学（四川）电池材料科技有限公司和四川万陆实业有限公司各持有20%股权。

依托万华工业园的资源优势，公司计划在蓬莱建设高端精细化学品和高性能材料产业集群。由于该业务为增量新业务，具有较高的不确定性，为了保持员工与项目风险、收益一致，由万华化学持股80%、员工持股平台持股20%设立万华化学（蓬莱）有限公司，推进蓬莱基地的建设。

2022年，公司的管理主题为“人才年”。公司三大产业方向清晰布局，各大基地快速建设，对人才需求的迫切程度前所未有的，人才的培养需要过程，在数量上提前准备是基础，同时要创新人才培养体系，加快人才成长，快速打造支撑公司业务发展需要的员工队伍。

公司加速扩张，项目建设持续推进，新一轮成长性凸显

万华化学继续加速前行，项目建设持续推进，工业生产稳定运行。2021年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到了270亿元，同比增加16.20%；2021年Q4，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达80.54亿元，达到历史新高，同比增加37.86%，环比增加5.46%。同时，截至2021年末，公司在建工程达293.52亿元，占固定资产的比例达45%，万华化学将又进入快速扩张期。据不完全统计，按照2022年至今平均价格计算，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213亿元，2023年将新增营收569亿元，全部项目均投产后将新增营收1552亿元。

预计公司2022/2024/2024年归母净利润分别为265.79、309.21、352.42亿元，EPS为8.47、9.85、11.22元/股，对应PE为9、8、7倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

图表：盈利预测

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	145538	154948	176767	197563
增长率(%)	98	6	14	12
归母净利润（百万元）	24649	26579	30921	35242
增长率(%)	145	8	16	14
摊薄每股收益（元）	7.85	8.47	9.85	11.22
ROE(%)	36	28	25	22
P/E	12.87	9.49	8.16	7.16
P/B	4.63	2.65	2.00	1.56
P/S	2.18	1.63	1.43	1.28
EV/EBITDA	9.12	7.10	6.06	4.91

资料来源：wind，国海证券研究所

图表：万华化学主要经营指标变化情况

项目		2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2019H2	2019H1	2021H2同比	2021H2环比
整体	净利润(亿元)	112.6	137.8	73.9	30.3	47.2	58.8	52.4%	-18.3%
	毛利润(亿元)	172.0	210.2	134.7	62.0	91.4	99.1	27.7%	-18.2%
聚氨酯板块	毛利润(亿元)	80.6	131.6	102.9	46.9	61.4	70.3	-21.7%	-38.8%
	销量(万吨)	199.5	189.5	164.2	124.2	130.0	132.0	21.5%	5.3%
	单吨毛利(元/吨)	4038.7	6943.6	6263.9	3774.6	4724.1	5326.3	-35.5%	-41.8%
	毛利率(%)	25.12%	46.30%	49.0%	34.9%	39.9%	42.6%	-23.9%	-21.2%
	价格(元/吨)	16076.0	14997.7	12787.2	10802.0	11826.8	12491.0	25.7%	7.2%
	单吨成本(元/吨)	12037.3	8054.1	6523.3	7027.5	7102.7	7164.6	84.5%	49.5%
石化板块	毛利润(亿元)	56.2	48.7	9.8	0.0	14.9	7.5	474.9%	15.4%
	销量(万吨)	495.2	508.8	347.5	280.7	297.5	146.5	42.5%	-2.7%
	单吨毛利(元/吨)	1135.4	957.3	281.4	1.4	501.9	511.3	303.5%	18.6%
	毛利率(%)	16.37%	18.00%	7.7%	0.0%	11.9%	10.0%	8.6%	-1.6%
	价格(元/吨)	6936.8	5318.0	3645.9	3709.4	4231.9	5128.7	90.3%	30.4%
	单吨成本(元/吨)	5801.4	4360.8	3364.4	3707.9	3730.0	4617.4	72.4%	33.0%
精细化学品及新材料板块	毛利润(亿元)	14.1	18.8	14.0	6.2	9.7	8.5	0.6%	-25.0%
	销量(万吨)	42.9	33.1	33.0	22.5	23.9	17.6	29.9%	29.7%
	单吨毛利(元/吨)	3284.1	5674.8	4241.5	2755.6	4045.8	4839.0	-22.6%	-42.1%
	毛利率(%)	15.88%	28.49%	29.5%	19.4%	25.1%	26.3%	-13.6%	-12.6%
	价格(元/吨)	20677.2	19919.1	14386.6	14227.4	16107.8	18433.9	43.7%	3.8%
	单吨成本(元/吨)	17393.04	14244.3	10145.1	11471.8	12062.0	13594.8	71.4%	22.1%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

注：2019-2020数据参考公司当年财报及经营数据公告；2021H2各板块毛利及毛利率较低，部分原因是公司在年报中执行新的收入准则，将运输费用作为合同履行成本计入营业成本而不是销售费用，因此营业成本在年报中有所调整抬升。

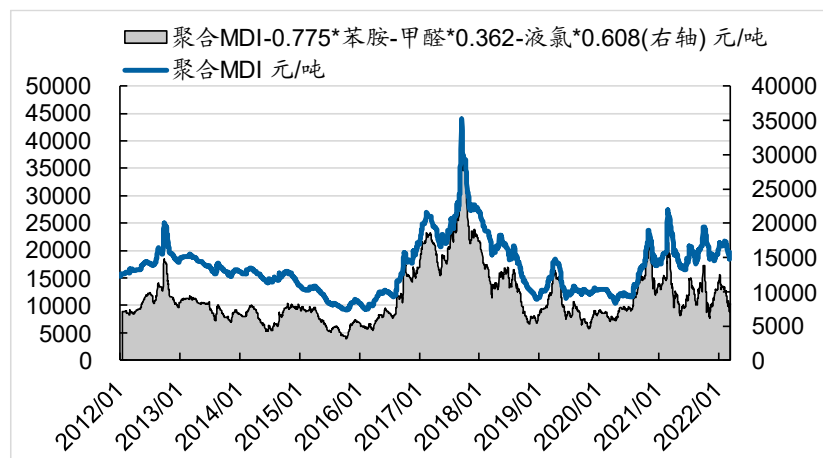
图表：万华化学2021年主要产品量价齐升

项目		2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2021	2020	2019
整体	营收(亿元)	382.20	396.61	363.45	313.12	242.01	183.25	1455.38	734.33	680.51
	归母净利润(亿元)	51.07	60.11	69.09	66.21	46.92	25.14	246.49	100.41	101.30
	毛利润(亿元)	65.27	106.67	109.63	100.61	85.52	49.17	382.18	196.67	190.53
聚氨酯板块	营收(亿元)	163.97	156.76	146.61	137.58	125.96	84.02	604.92	344.17	318.58
	销量(万吨)	98.39	101.11	97.06	92.44	88.11	76.10	389.00	288.44	261.96
	价格(元/吨)	16664.3	15503.8	15106.0	14883.6	14295.3	11040.9	15550.7	13138.2	12161.4
石化板块	营收(亿元)	187.20	156.32	149.97	120.60	71.67	55.04	614.09	230.85	201.02
	销量(万吨)	233.98	261.23	273.79	235.00	189.14	158.41	1004.00	628.30	443.97
	价格(元/吨)	8000.68	5983.9	5477.7	5132.0	3789.3	3474.8	6116.5	3674.2	4527.8
精细化学品及新材料	营收(亿元)	46.61	42.12	35.74	30.17	25.27	22.24	154.64	79.48	70.88
	销量(万吨)	22.73	20.18	16.64	16.45	17.29	15.74	76.00	55.49	41.47
	价格(元/吨)	20503.4	20874.2	21477.3	18341.0	14617.6	14132.1	20347.1	14321.9	17092.6

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

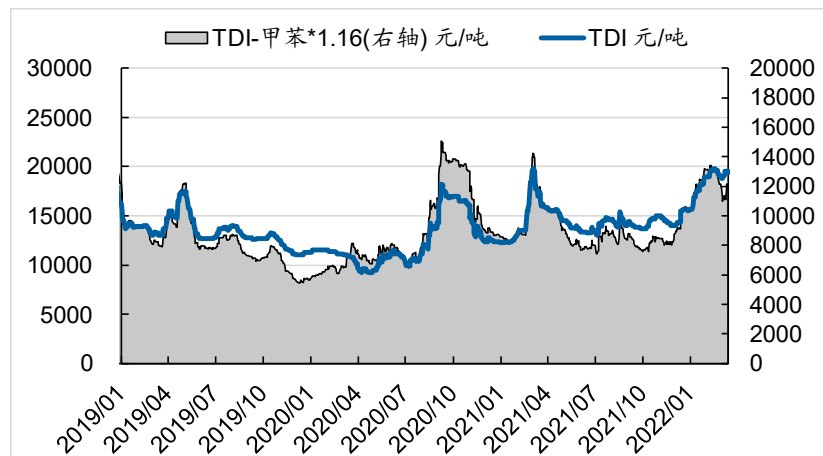
注：2019-2020数据参考公司当年财报及经营数据公告

图表：聚合MDI-苯胺/甲醛/液氯价差情况



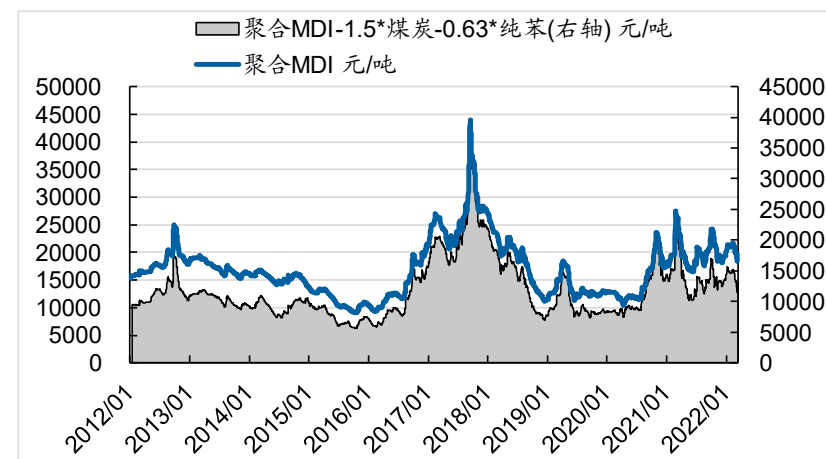
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：TDI-甲苯价差情况



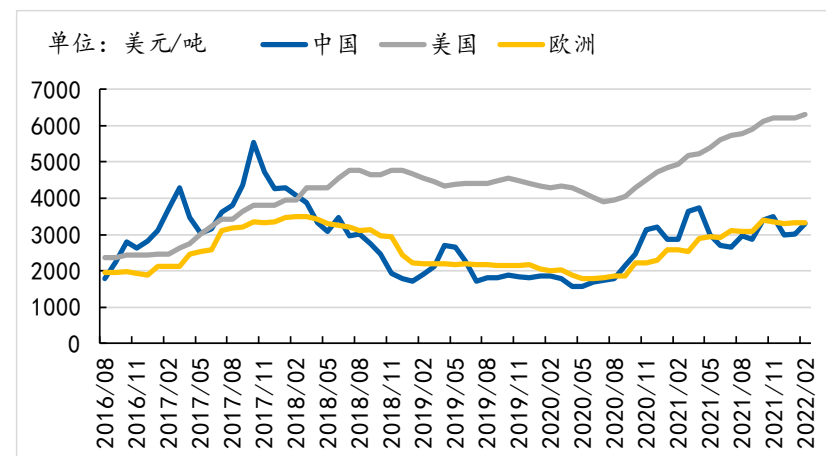
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：聚合MDI-煤炭/纯苯价差情况



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：国内外MDI价格对比



资料来源：Bloomberg, 国海证券研究所

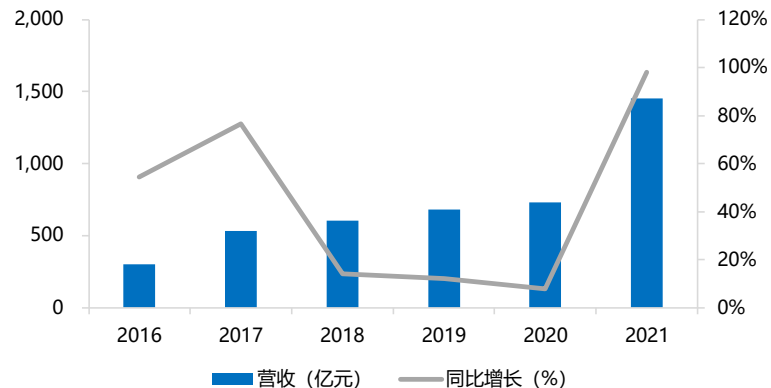
图表：万华化学子公司经营情况

子公司	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	净利润 (亿元)
万华化学(宁波)有限公司	299.11	208.11	305.72	76.48	66.03
BorsodChem Zrt.	225.38	138.33	205.45	50.19	47.82
万华化学(烟台)石化有限公司	288.42	80.24	423.27	69.67	51.70

资料来源：公司公告，国海证券研究所

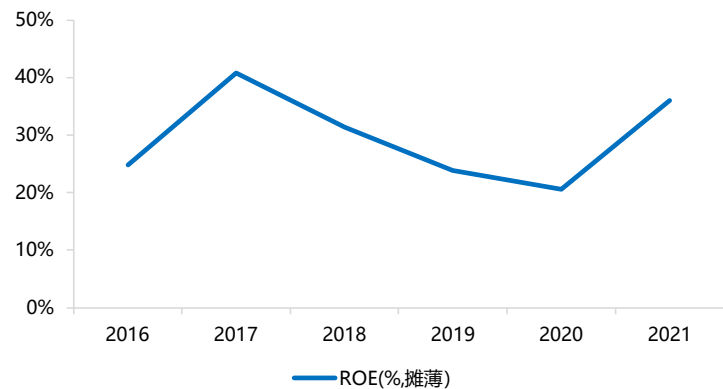
2021年归母净利大增145.47%

图表：2021年营收增长98.19%



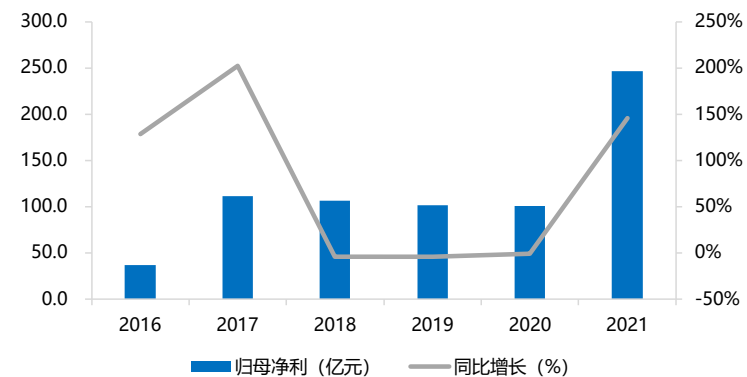
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年净资产收益率回升



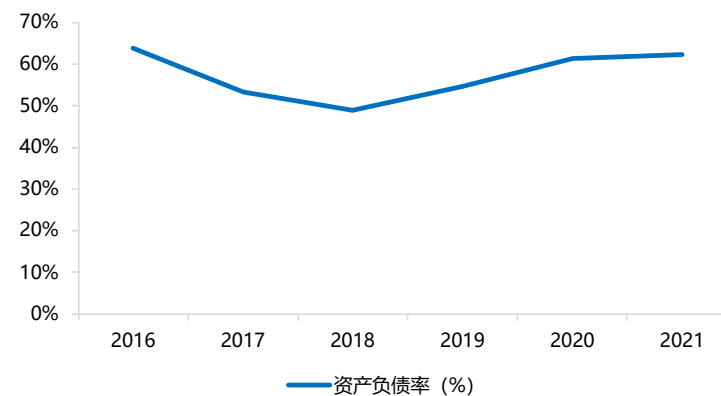
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年归母净利大增145.47%



资料来源：wind, 国海证券研究所

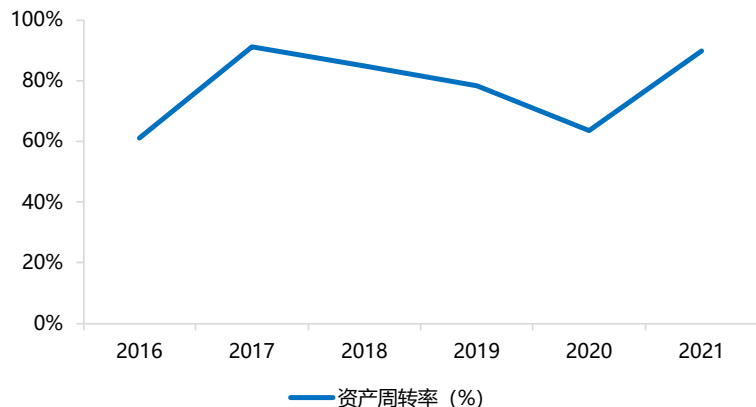
图表：2021年资产负债率稳定



资料来源：wind, 国海证券研究所

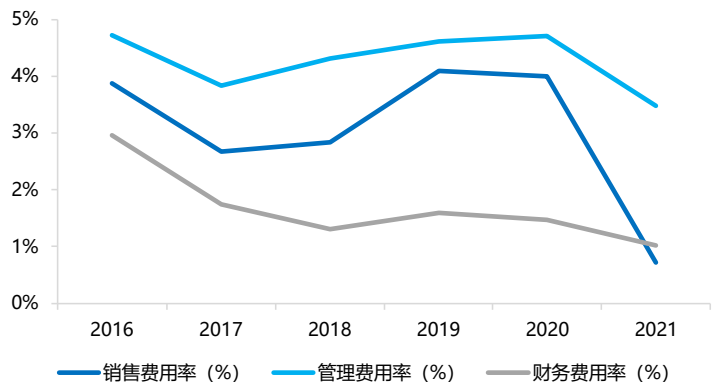
2021年经营活动现金流大幅增长

图表：2021年资产周转率回升至89.8%



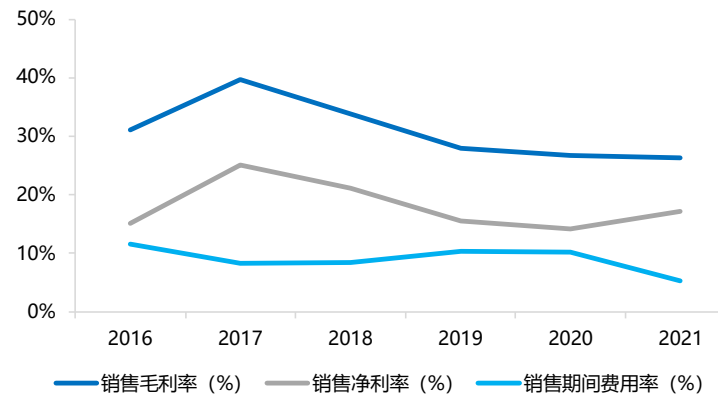
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年期间费用率下降



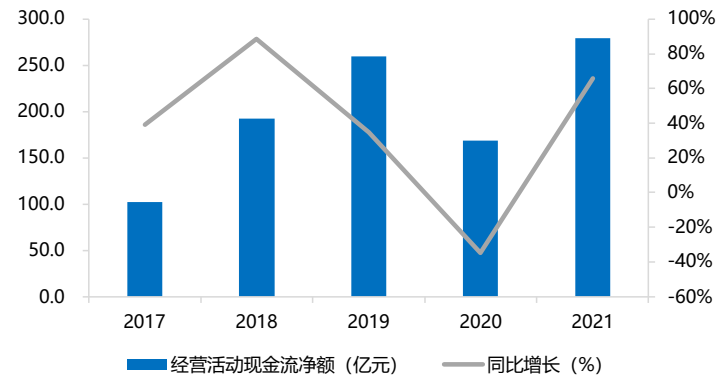
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年净利率增长



资料来源：wind, 国海证券研究所

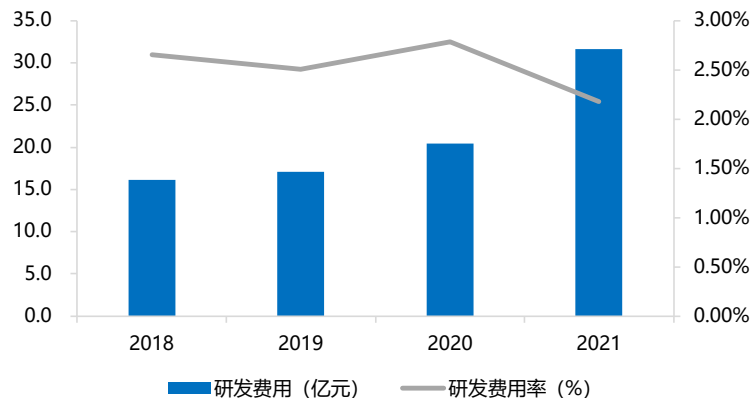
图表：2021年经营活动现金流大幅增长，同比65.71%



资料来源：wind, 国海证券研究所

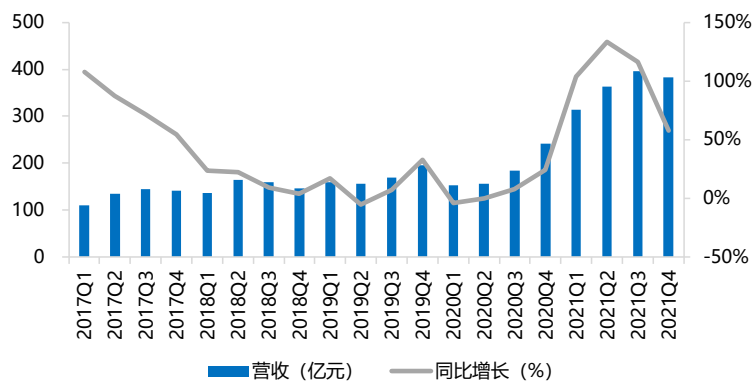
全年研发费用增长，2021Q4营收提升57.92%

图表：2021年研发费用达31.68亿元



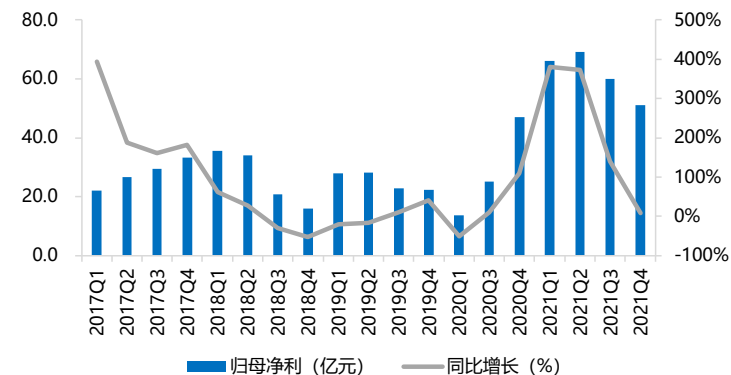
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021Q4营收同增57.92%



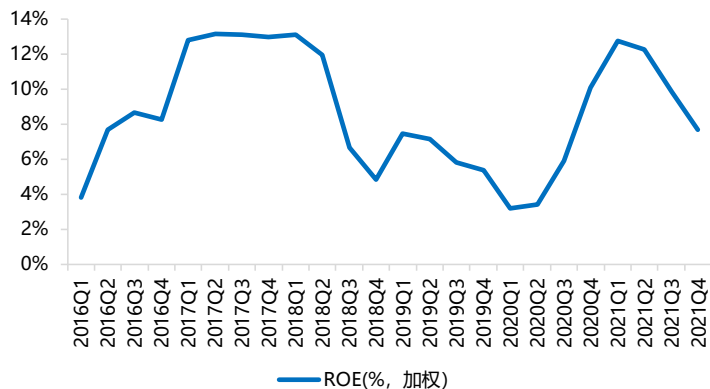
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021Q4归母净利润同增8.84%



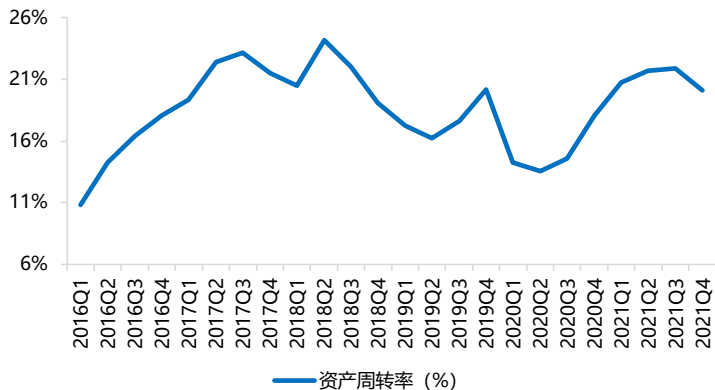
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度净资产收益率



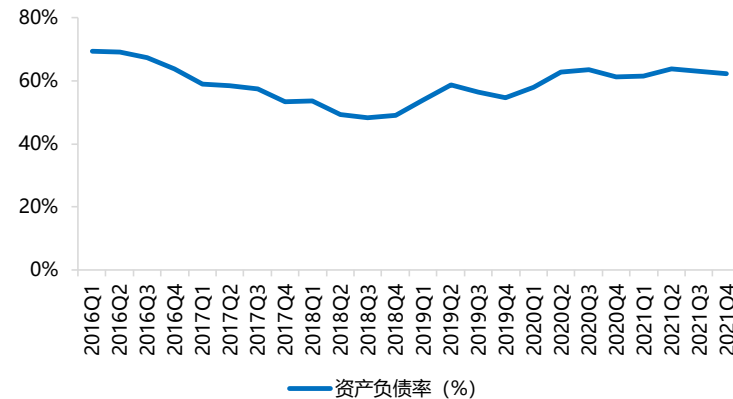
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



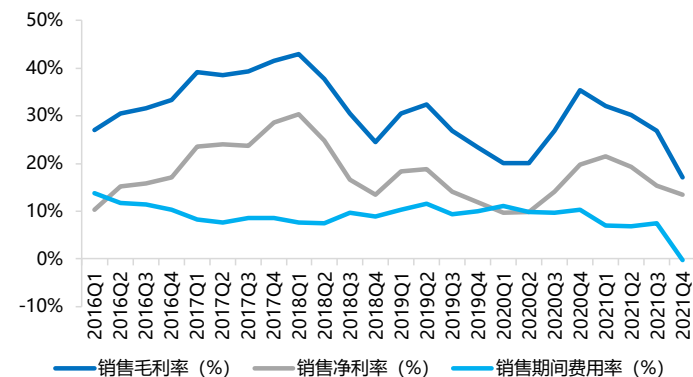
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

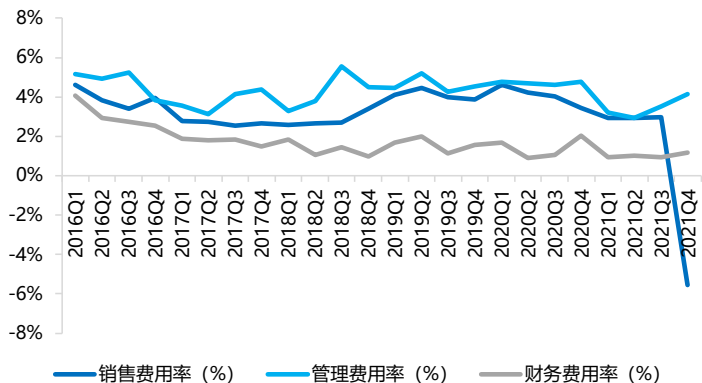
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

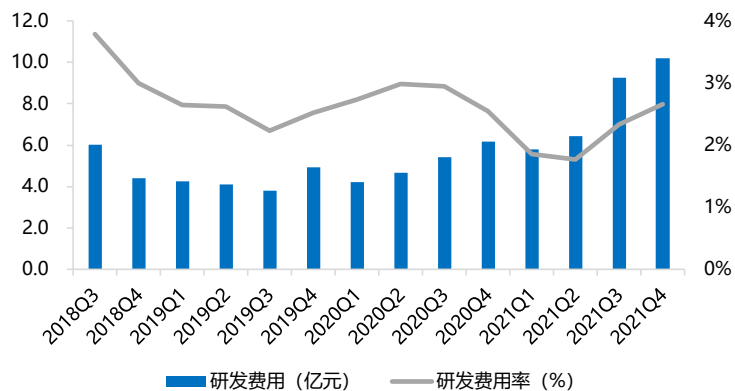
2021Q4研发费用提升

图表：季度期间费用率



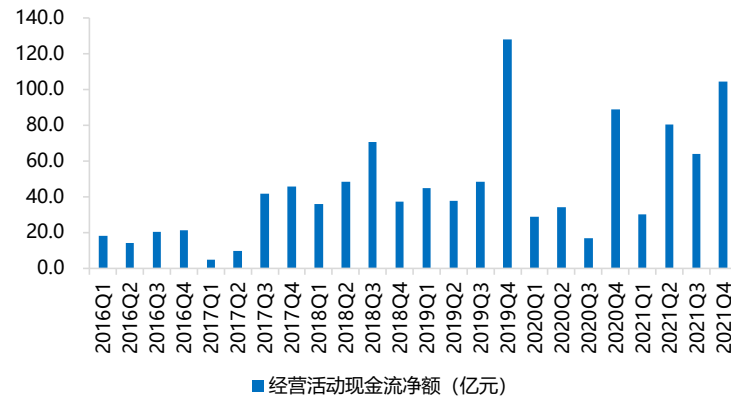
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度经营活动现金流

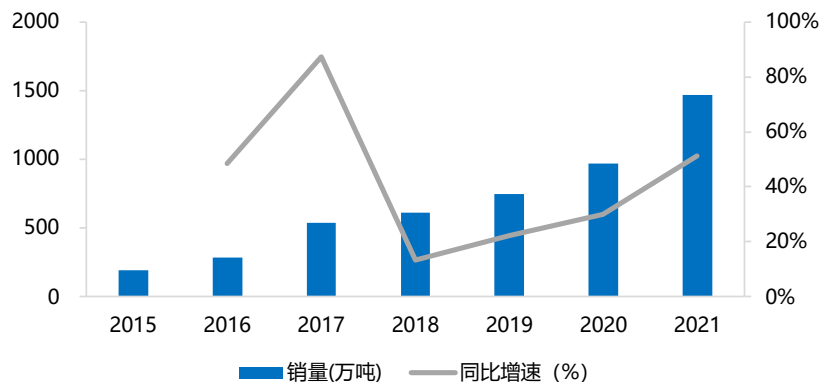


资料来源：wind, 国海证券研究所

注：公司执行新的收入准则，将运输费用作为合同履约成本计入营业成本而不是销售费用，因此年报披露销售费用低于三季报披露，导致2021Q4销售费用为负。

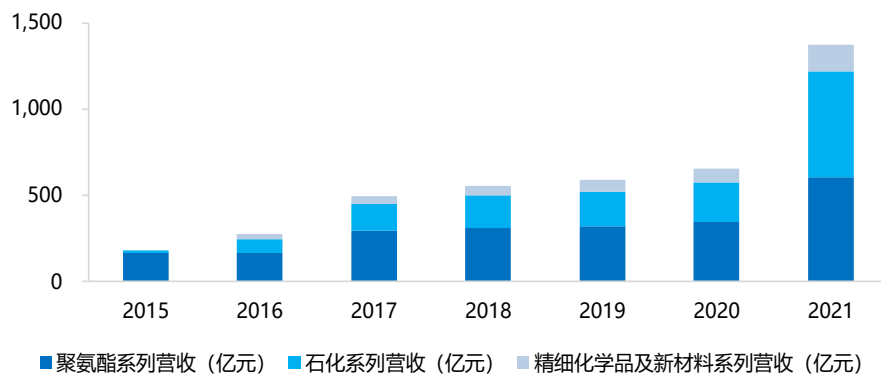
2021年产品销量大幅增长

图表：2021年产品销量大幅增长



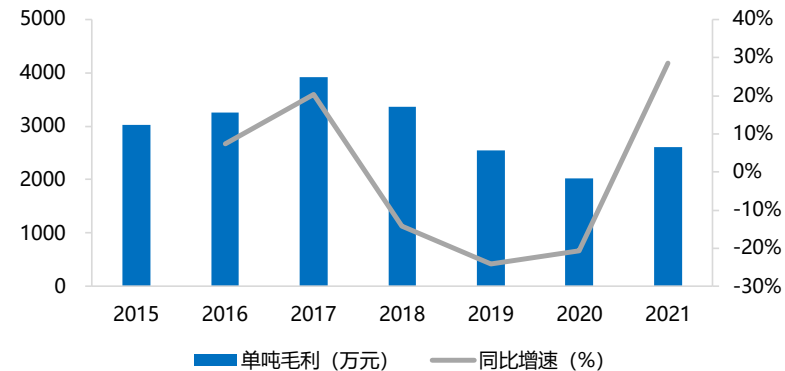
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



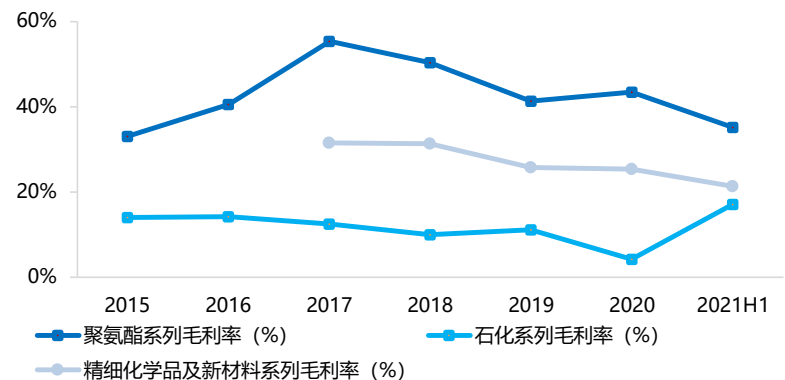
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年产品单吨毛利回升



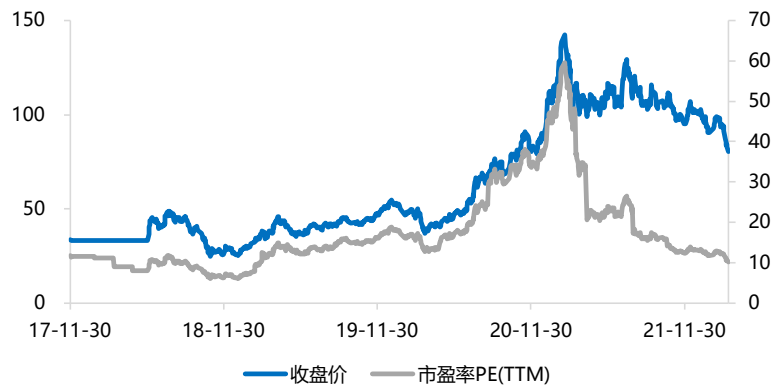
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



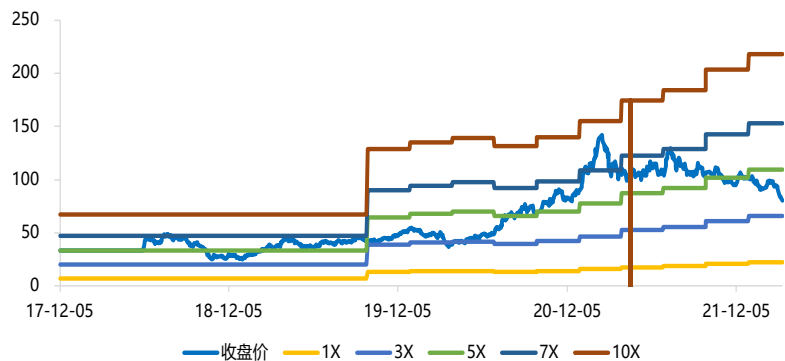
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



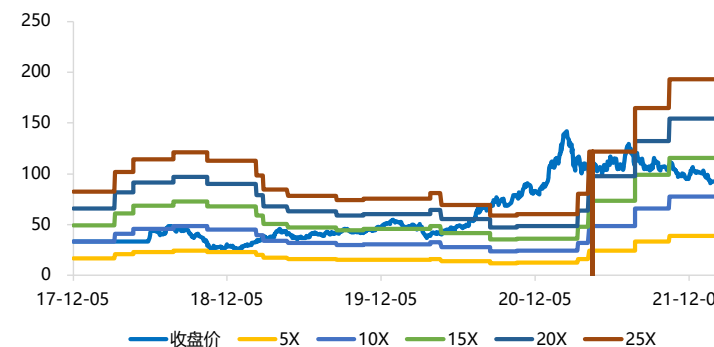
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

万华化学盈利预测表

证券代码: 600309

股价: 80.34

投资评级: 买入

日期: 2022/3/14

万华化学盈利预测表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	34216	47831	58838	79618	营业收入	145538	154948	176767	197563	每股指标				
应收款项	8646	11259	11673	13701	营业成本	107317	109425	123313	137090	EPS	7.85	8.47	9.85	11.22
存货净额	18282	17837	20554	22598	营业税金及附加	880	1240	1768	1581	BVPS	21.82	30.28	40.13	51.35
其他流动资产	11147	13443	14071	16067	销售费用	1052	6198	7071	7903	估值				
流动资产合计	72291	90370	105136	131984	管理费用	1892	2505	3323	3556	P/E	12.9	9.5	8.2	7.2
固定资产	65233	75599	83340	90943	财务费用	1479	1610	1542	1487	P/B	4.6	2.7	2.0	1.6
在建工程	29352	31995	36364	39869	其他费用/(-收入)	3168	4590	5303	6717	P/S	1.7	1.6	1.4	1.3
无形资产及其他	19504	22350	25742	28861	营业利润	29425	30402	35181	40188					
长期股权投资	3930	5536	7647	9505	营业外净收支	-274	-90	-100	-100	盈利能力				
资产总计	190310	225850	258228	301163	利润总额	29151	30312	35081	40088	ROE	36%	28%	25%	22%
短期借款	53873	53873	53873	53873	所得税费用	4112	3031	3508	4009	毛利率	26%	29%	30%	31%
应付款项	20390	27512	27217	32363	净利润	25039	27281	31573	36079	期间费率	3%	7%	7%	7%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	391	702	653	837	销售净利率	17%	17%	17%	18%
其他流动负债	23739	24876	25977	27686	归属于母公司净利润	24649	26579	30921	35242	成长能力				
流动负债合计	98002	106262	107067	113922	经营活动现金流	27922	41513	39196	48938	收入增长率	98%	6%	14%	12%
长期借款及应付债券	15644	15644	15644	15644	净利润	24649	26579	30921	35242	利润增长率	145%	8%	16%	14%
其他长期负债	4968	4968	4968	4968	少数股东权益	391	702	653	837	营运能力				
长期负债合计	20612	20612	20612	20612	折旧摊销	8161	8562	8569	10017	总资产周转率	0.76	0.69	0.68	0.66
负债合计	118614	126873	127678	134533	公允价值变动	-7	0	0	0	应收账款周转率	16.83	13.76	15.14	14.42
股本	3140	3140	3140	3140	营运资金变动	-7323	3796	-2953	786	存货周转率	7.96	8.69	8.60	8.74
股东权益	71696	98977	130550	166629	投资活动现金流	-28758	-26117	-26407	-26378	偿债能力				
负债和股东权益总计	190310	225850	258228	301163	资本支出	-26845	-24802	-24692	-24754	资产负债率	62%	56%	49%	45%
					长期投资	-1996	-1756	-2261	-2008	流动比	74%	85%	98%	116%
					其他	83	441	546	385	速动比	0.54	0.67	0.77	0.94
					筹资活动现金流	17587	-1781	-1781	-1781					
					债务融资	24925	0	0	0					
					权益融资	305	0	0	0					
					其它	-7643	-1781	-1781	-1781					
					现金净增加额	16711	13615	11007	20779					

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，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

乔昱焱，中科院大学博士，化工行业研究助理，四年化工设计及研发经验。

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。

心怀家国，洞悉四海

国海化工团队 李永磊 (liy103@ghzq.com.cn)
董伯骏 (dongbj@ghzq.com.cn)
乔昱焱 (qiaoyy@ghzq.com.cn)
汤永俊 (tangyj03@ghzq.com.cn)
贾 冰 (jiab@ghzq.com.cn)



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597