

2022年07月06日

公司研究

评级：买入(维持)

研究所

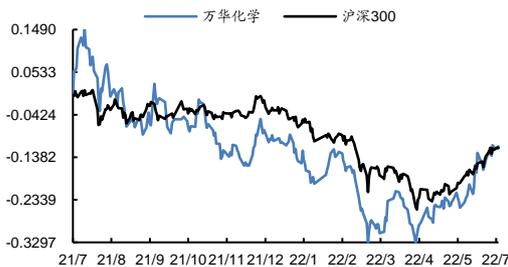
证券分析师：李永磊 S0350521080004  
liy103@ghzq.com.cn  
证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn  
联系人：汤永俊 S0350121080058  
tangyj03@ghzq.com.cn

## 万华化学 2022 年 6 月月报：

### 多项目环评获批，下游汽车产销好转

### ——万华化学（600309）公司动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2022/07/05

表现	1M	3M	12M
万华化学	18.4%	16.1%	-11.4%
沪深 300	9.8%	5.0%	-11.7%

#### 市场数据

2022/07/05

当前价格（元）	96.74
52 周价格区间（元）	73.50-131.80
总市值（百万）	303,739.09
流通市值（百万）	303,739.09
总股本（万股）	313,974.66
流通股本（万股）	313,974.66
日均成交额（百万）	1,081.85
近一月换手（%）	0.52

#### 相关报告

《——万华化学（600309）公司动态研究：万华化学 2022 年 4 月月报：聚氨酯价差回落，石化和新材料价差好转（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-05-08

《——万华化学（600309）一季报点评：Q1 业绩符合预期，看好公司持续成长能力（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-04-26

《——万华化学（600309）事件点评：蓬莱工业园启动建设，新项目推动公司持续成长（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-04-11

#### 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 and 低成本两大护城河。万华化学正以成长股的步伐向全球化工巨头之列进军。

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。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。

#### ■ 万华化学价差指数处于历史 29.17%分位数

截至 2022 年 7 月 3 日，2022 年 Q2 万华化学价差指数为 93.16，较 2022 年 Q1 降低 5.38；处于历史 29.17%分位数，较 2022 年 Q1 下降 6.34 个百分点。按照 4-6 月份的价格体系，据我们测算，2022 年二季度万华化学归母净利润为 48 亿元。

其中，2022 年 Q2 万华化学聚氨酯板块价差指数为 110.34，较 2022 年 Q1 下滑 10.35；处于历史 28.25%分位数，较 2022 年 Q1 下滑 7.18 个百分点。2022 年 Q2 万华化学石化板块价差指数为 81.26，较 2022 年 Q1 下滑 0.28；处于历史 28.70%分位数，较 2022 年 Q1 下滑 0.48 个百分点。2022 年 Q2 万华化学新材料板块价差指数为 55.12，较 2022 年 Q1 上升 0.06；处于历史 19.83%分位数，较 2022 年 Q1 上升 0.10 个百分点。

#### ■ 重点项目进展

2022 年 6 月 7 日，烟台市生态环境局对万华化学 2 万吨年有机硅 MQ 树脂及衍生物项目环评文件进行受理公示，该项目包括 15000 吨/年有机硅

《——万华化学（600309）公司动态研究：万华化学 2022 年 3 月月报：乙烯二期进行社会风险公示，眉山基地布局 PLA 产能（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-04-07

《——万华化学（600309）事件点评：巴斯夫美国 MDI 不可抗力，万华眉山 PLA 项目环评公示（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2022-03-24

MQ 树脂装置和 5000 吨/年电子组包装组有机硅树脂衍生物产品单元。

2022 年 6 月 9 日，烟台市生态环境局对万华化学 85 万吨/年聚醚多元醇扩建项目环评文件作出审批决定，该项目拟投资 12.08 亿元，建成后可新增年产 12 万吨普通软泡聚醚、12 万吨高回弹聚醚、24 万吨 POP 聚醚、24 万吨 DMC 聚醚、7.2 万吨差异化聚醚、5.8 万吨 PPG230 的生产能力。

2022 年 6 月 21 日，烟台市生态环境局对万华化学（蓬莱）年产 3 万吨润肤剂项目环评文件进行受理公示，该项目将建设 1 套 4 万吨/年乙醛装置和 1 套 3 万吨/年 1,3-丁二醇装置，配套辅助工程、储运工程、环保工程等。

2022 年 6 月 21 日，烟台市生态环境局对万华化学特种异氰酸酯项目环评文件进行受理公示，该项目将主要建设 HMDA/BAC 装置（HMDA 和 1,3-BAC 两种产品可切换生产，仅生产 HMDA 时，HMDA 产能为 30000 吨/年；仅生产 1,3-BAC 时，1,3-BAC 产能为 15000 吨/年）、XDI/H6XDI 装置（XDI 和 H6XDI 两种产品可切换生产，仅生产 XDI 时，XDI 产能为 6000 吨/年；仅生产 H6XDI 时，H6XDI 产能为 6000 吨/年）、HMDI 二期装置和尾气分解与吸收装置，配套建设相应的公用工程、辅助工程、储运工程和环保工程。

2022 年 6 月 21 日，烟台市生态环境局对万华化学催化剂一期技改工程项目环评文件进行受理公示，该项目将依托催化剂一期 WHH/WHN 单元原有厂房，购置反应釜、搅拌机、原料罐等设备，技改 WHH 催化剂生产线及公用工程和配套设施。建成后，新增 WHX 催化剂产能 300 吨/年。

2022 年 6 月 21 日，烟台市生态环境局对万华化学 10 万吨/年二元醇项目环评文件进行受理公示，该项目拟新建一套年产 10 万吨二元醇生产装置，以及配套的公用工程、储运工程、环保工程等。

2022 年 6 月 21 日，烟台市生态环境局对万华化学（烟台）氯碱热电有限公司万华化学 110 万吨每年异氰酸酯扩能技改一体化配套 10 万吨每年离子膜烧碱扩能项目环评文件进行受理公示，该项目拟在现有 60 万吨/年的离子膜烧碱装置的基础上进行扩建，扩建 10 万吨/年的离子膜烧碱装置。

2022 年 6 月 24 日，烟台市生态环境局对万华化学年产 2.5 万吨特种异氰酸酯型高端 TPU 技改项目环评文件作出审批决定，该项目将产品方案由原来的 3.3 万吨/年 MDI 型 TPU 产品改造为 8200 吨/年普通 MDI 型 TPU 产品、2.5 万吨/年特种异氰酸酯型高端 TPU 产品。

2022 年 6 月 24 日，烟台市生态环境局对万华化学年产 4 万吨聚醚胺项目环评作出审批决定，该项目拟投资 2.97 亿元在烟台新建一套 4 万吨/年聚醚胺装置。

2022 年 6 月 28 日，烟台市生态环境局对万华化学年产 6 万吨聚酯多元醇项目环评文件做出审批决定，该项目拟投资 2.04 亿元新增年产 6 万吨聚酯多元醇产品，对应 3 万吨/年 WHP-320、2 万吨/年 WHP-321、1 万吨/年 WHP-322 三种牌号产品。

2022年6月28日，烟台市生态环境局对万华化学营养品项目环评作出审批决定，该项目拟投资14.89亿元，产品主要包括94.2吨/年FCA（碳五醛）、5400吨/年PON（假紫）、2990.9吨/年TPPO（三苯基氧磷）、2468.86吨/年C15膦盐、700吨/年W酯浓缩液、392吨/年W酯晶体、10003.8吨/年W酯制剂（含3.6t/a等外品），及9635吨/年副产品四氢呋喃（THF）。

据不完全统计，按照2022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214亿元，2023年将新增营收559亿元，全部项目均投产后将新增营收1747亿元。

### ■ MDI 价格价差

2022年6月，聚合MDI均价17505元/吨，同比+1.63%，环比-0.37%；纯MDI均价21387元/吨，同比+11.43%，环比+1.04%。2022年6月30日，聚合MDI价格18000元/吨，纯MDI价格22750元/吨。2022年6月，聚合MDI与煤炭、纯苯平均价差9930元/吨，同比-8.16%，环比-4.39%；纯MDI平均价差13812元/吨，同比+8.07%，环比-1.22%。2022年6月30日，聚合MDI与煤炭、纯苯价差10574元/吨，纯MDI价差15324元/吨。

### ■ 下游冰箱冷柜及汽车产量、房地产新开工环比下滑

2022年1-5月，国内家用电冰箱产量3380.5万台，同比-8.11%；出口量2649万台，同比-12.14%。2022年1-5月，国内冷柜产量1565.6万台，同比-8.20%。其中，2022年5月，国内家用电冰箱产量667万台，同比-10.91%，环比+2.24%；出口量531万台，同比-17.93%，环比-7.01%；国内冷柜产量300.1万台，同比-9.7%，环比+5.41%。

2022年5月，国内汽车产量192.6万辆，同比-5.58%，环比+59.80%；国内汽车销量186.2万辆，同比-12.49%，环比+57.68%。

2022年1-5月，房屋新开工面积5.16亿平方米，同比-30.56%；其中2022年5月，房屋新开工面积1.19亿平方米，同比-41.85%，环比+20.1%。2022年1-5月，房屋累计施工面积83.15亿平方米，同比-1.00%。

### ■ 盈利预测和投资评级

综合考虑当前主要产品价差情况，我们对盈利进行调整，预计公司2022-2024年归母净利润分别为221.38、290.18、353.93亿元，对应PE分别13.7、10.5、8.6，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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	145538	161327	181103	211637
增长率（%）	98	11	12	17
归母净利润（百万元）	24649	22138	29018	35393
增长率（%）	145	-10	31	22
摊薄每股收益（元）	7.85	7.05	9.24	11.27
ROE（%）	36	24	24	23
P/E	12.87	13.72	10.47	8.58
P/B	4.63	3.35	2.54	1.96
P/S	2.18	1.88	1.68	1.44
EV/EBITDA	9.06	9.57	7.60	5.96

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 本月行情 .....	8
2、 本月重要公告 .....	8
3、 万华化学开工情况和价差指数 .....	9
4、 项目进展 .....	11
5、 聚氨酯板块 .....	16
5.1、 MDI .....	16
5.1.1、 MDI 及主要原材料价格 .....	16
5.1.2、 MDI 供需情况 .....	18
5.1.3、 MDI 下游需求情况 .....	20
5.2、 TDI .....	23
5.2.1、 TDI 及主要原材料价格 .....	24
5.2.2、 TDI 供需情况 .....	24
5.3、 聚醚价格及供需情况 .....	26
6、 石化板块 .....	27
7、 新材料板块 .....	29
8、 盈利预测与评级 .....	31
9、 风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: 万华化学股价 .....	8
图 2: 万华化学价差指数处于历史 29.17%分位 .....	9
图 3: 万华化学季度销量 .....	10
图 4: 万华化学季度产量 .....	10
图 5: 万华聚氨酯价差指数处于历史 28.25%分位 .....	16
图 6: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 35.33%分位 .....	16
图 7: 万华化学 MDI 挂牌价 .....	16
图 8: MDI 出口价格 .....	16
图 9: 中国与欧洲 MDI 价格 .....	17
图 10: 聚合 MDI 和苯胺价格价差 .....	17
图 11: 聚合 MDI 和纯苯价差 .....	17
图 12: 纯 MDI 和纯苯价差 .....	17
图 13: 煤炭价格 .....	17
图 14: MDI 周度开工负荷 .....	18
图 15: MDI 月度表观消费量 .....	18
图 16: MDI 月度产量 .....	18
图 17: 聚合 MDI 月度出口量 .....	18
图 18: 聚合 MDI 月度进口量 .....	18
图 19: 纯 MDI 月度出口量 .....	19
图 20: 纯 MDI 月度进口量 .....	19
图 21: 聚合 MDI 周度库存 .....	19
图 22: 纯 MDI 月度库存 .....	19
图 23: 冰箱月度产量 .....	20
图 24: 冰箱出口数量 .....	20
图 25: 冰柜产量 .....	21
图 26: 冰柜销量 .....	21
图 27: 冰柜出口数量 .....	21
图 28: 冰柜内销量 .....	21
图 29: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米) .....	21
图 30: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米) .....	21
图 31: 国内汽车产量 .....	22
图 32: 国内汽车销量 .....	22
图 33: 国内汽车出口数量 .....	22
图 34: 国内商用车销量 .....	22
图 35: 国内货车销量 .....	22
图 36: 国内氨纶产量 .....	22
图 37: 美国成屋销售量 .....	23
图 38: 美国新建住房销量及新建私人住宅量 .....	23
图 39: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 12.28%分位 .....	23
图 40: 万华化学 TDI 周度挂牌价 .....	24
图 41: TDI 和甲苯价差 .....	24
图 42: TDI 月度表观消费量 .....	24
图 43: TDI 月度产量 .....	24
图 44: TDI 月度进口量 .....	24

图 45: TDI 月度出口量 .....	24
图 46: TDI 周度开工负荷 .....	25
图 47: 软泡聚醚市场价 .....	26
图 48: 硬泡聚醚市场价 .....	26
图 49: 聚醚多元醇月度产量 .....	26
图 50: 聚醚多元醇月度表观消费量 .....	26
图 51: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 28.70%分位 .....	27
图 52: 乙烯-丙烷价差 .....	27
图 53: 乙烯-石脑油价差 .....	27
图 54: 丙烯-丙烷价差 .....	27
图 55: 丙烯-石脑油价差 .....	27
图 56: LLDPE 价格 .....	28
图 57: 苯乙烯价格价差 .....	28
图 58: PVC 价格价差 .....	28
图 59: 环氧乙烷-乙烯价格价差 .....	28
图 60: 环氧丙烷-丙烯价格价差 .....	28
图 61: MTBE 价格 .....	28
图 62: 万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 19.83%分位 .....	29
图 63: HDI 市场价 .....	29
图 64: IPDI 市场价 .....	29
图 65: PC-0.9*双酚 A-0.4 碳酸二甲酯价差 .....	30
图 66: SAP 市场价 .....	30
图 67: MMA 市场价 .....	30
图 68: PMMA 市场价 .....	30
图 69: TPU 价格 .....	30
图 70: 三元正极材料价格 .....	30
表 1: 万华化学本月重点公告 .....	8
表 2: 万华化学本月新项目进展 .....	12
表 3: 万华化学本月新项目环评情况 .....	15
表 4: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨) .....	18
表 5: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨) .....	19
表 6: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨) .....	19
表 7: 全球 MDI 装置动态 .....	20
表 8: 国内 TDI 装置动态 .....	25

## 1、本月行情

截至 2022 年 6 月 30 日，万华化学收盘价为 96.99 元，本月涨跌幅为+15.30%，基础化工指数涨跌幅为+11.30%，沪深 300 指数涨跌幅为+9.62%。

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
2022/7/2	关于控股股东拟参与转融通证券出借业务的公告	公司近日收到控股股东烟台国丰集团的《关于国丰集团拟参与转融通证券出借业务的函》，国丰集团拟通过开展转融通证券出借业务，将持有的万华化学部分股票出借给中国证券金融股份有限公司，出借股份数量不超过万华化学总股本的 1%，同一时点存续出借量不超过 3139.75 万股，出借期限不超过 182 天
2022/6/29	2022 年 7 月份中国地区 MDI 价格公告	自 2022 年 7 月份开始，万华化学集团股份有限公司中国地区聚合 MDI 挂牌价 19800 元/吨（同 6 月份相比没有变动）；纯 MDI 挂牌价 23800 元/吨（比 6 月份价格上调 1000 元/吨）。
2022/6/29	关于持股 5%以上股东集中竞价减持股份计划公告	公司近日收到股东合成国际的《股份减持计划告知函》，公司股东合成国际拟于 2022 年 7 月 20 日至 2022 年 10 月 19 日通过集中竞价方式减持不超过 3139.7 万股，减持比例不超过 1%。
2022/6/28	关于持股 5%以上股东减持股份结果公告	公司近日接到股东合成国际的通知，截至目前，合成国际通过集中竞价减持公司股份 3139.74 万股，集中竞价减持比例达到股份总数 1.00%，公司于 3 月 25 日披露的减持计划已实施完毕。另外，合成国际通过大宗交易方式减持公司股份 2520.06 万股，减持比例达到股份总数 0.80%，合计减持比例达到股份总数 1.80%。

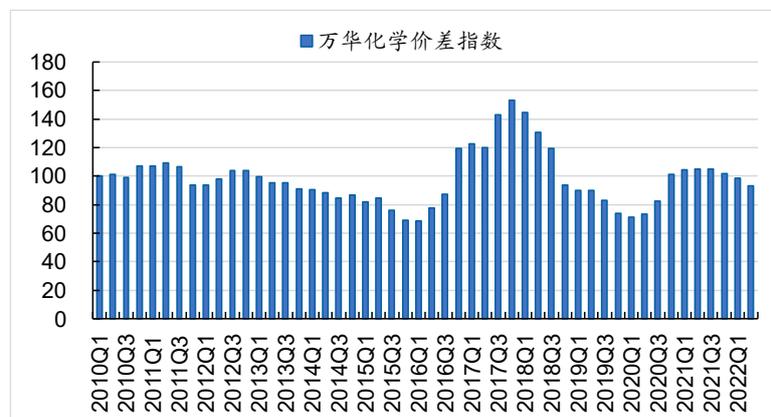
2022/6/25	2022 年度第一期中期票据（转型/科创）发行结果公告	公司于 2022 年 6 月 21 日至 2022 年 6 月 22 日在全国银行间市场发行了 2022 年度第一期中期票据（转型/科创），募集资金已于 2022 年 6 月 23 日到账。本次发行总额 2 亿元，发行利率 2.38%，发行期限 2 年。
-----------	-----------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

### 3、万华化学开工情况和价差指数

截至 2022 年 7 月 3 日，2022 年 Q2 万华化学价差指数为 93.16，较 2022 年 Q1 降低 5.38；处于历史 29.17%分位数，较 2022 年 Q1 下降 6.34 个百分点；

图 2：万华化学价差指数处于历史 29.17%分位



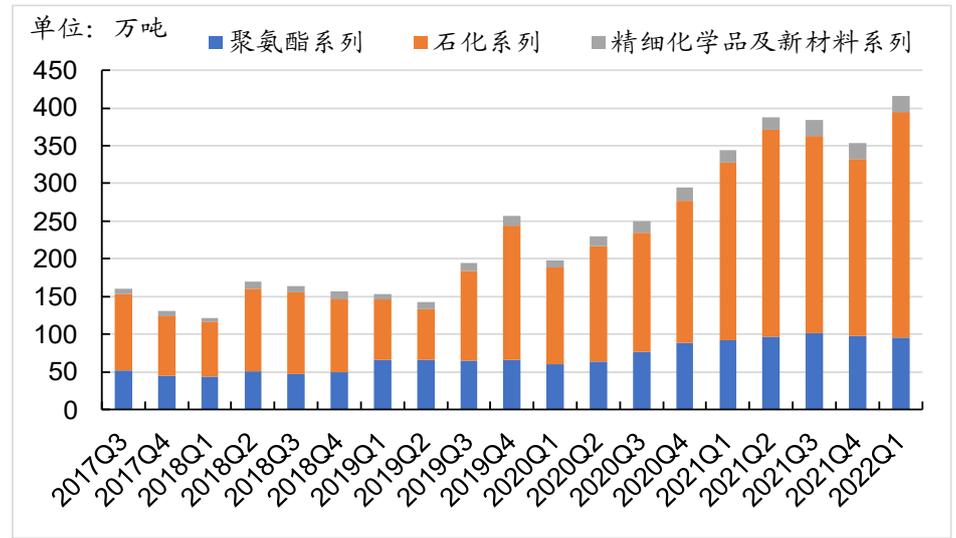
资料来源：wind，国海证券研究所

#### 万华化学近期检修情况：

2022 年 1 月 28 日公司公告，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）于 2021 年 11 月 27 日开始停产检修，MDI 二期装置（80 万吨/年）于 2021 年 12 月 11 日开始停产检修，截至目前，上述 MDI 装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。

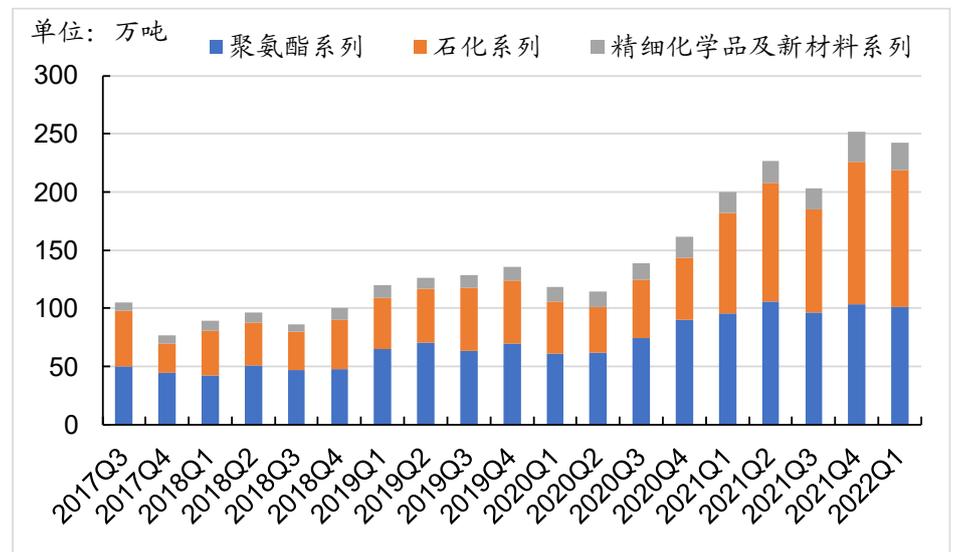
据卓创资讯，万华福建 10 万吨/年 TDI 装置在 6 月进行停车检修，并在月末重启。

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

图 4: 万华化学季度产量



资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

## 4、项目进展

2022年6月7日，烟台市生态环境局对万华化学2万吨年有机硅MQ树脂及衍生物项目环评文件进行受理公示，该项目包括15000吨/年有机硅MQ树脂装置和5000吨/年电子组包装组有机硅树脂衍生物产品单元。

2022年6月9日，烟台市生态环境局对万华化学85万吨/年聚醚多元醇扩建项目环评文件作出审批决定，该项目拟投资12.08亿元，建成后可新增年产12万吨普通软泡聚醚、12万吨高回弹聚醚、24万吨POP聚醚、24万吨DMC聚醚、7.2万吨差异化聚醚、5.8万吨PPG230的生产能力。

2022年6月21日，烟台市生态环境局对万华化学（蓬莱）年产3万吨润肤剂项目环评文件进行受理公示，该项目将建设1套4万吨/年乙醛装置和1套3万吨/年1,3-丁二醇装置，配套辅助工程、储运工程、环保工程等。

2022年6月21日，烟台市生态环境局对万华化学特种异氰酸酯项目环评文件进行受理公示，该项目将主要建设HMDA/BAC装置（HMDA和1,3-BAC两种产品可切换生产，仅生产HMDA时，HMDA产能为30000吨/年；仅生产1,3-BAC时，1,3-BAC产能为15000吨/年）、XDI/H6XDI装置（XDI和H6XDI两种产品可切换生产，仅生产XDI时，XDI产能为6000吨/年；仅生产H6XDI时，H6XDI产能为6000吨/年）、HMDI二期装置和尾气分解与吸收装置，配套建设相应的公用工程、辅助工程、储运工程和环保工程。

2022年6月21日，烟台市生态环境局对万华化学催化剂一期技改工程项目环评文件进行受理公示，该项目将依托催化剂一期WHH/WHN单元原有厂房，购置反应釜、搅拌器、原料罐等设备，技改WHH催化剂生产线及公用工程和配套设施。建成后，新增WHX催化剂产能300吨/年。

2022年6月21日，烟台市生态环境局对万华化学10万吨/年二元醇项目环评文件进行受理公示，该项目拟新建一套年产10万吨二元醇生产装置，以及配套的公用工程、储运工程、环保工程等。

2022年6月21日，烟台市生态环境局对万华化学（烟台）氯碱热电有限公司万华化学110万吨每年异氰酸酯扩能技改一体化配套10万吨每年离子膜烧碱扩能项目环评文件进行受理公示，该项目拟在现有60万吨/年的离子膜烧碱装置的基础上进行扩建，扩建10万吨/年的离子膜烧碱装置。

2022年6月24日，烟台市生态环境局对万华化学年产2.5万吨特种异氰酸酯型高端TPU技改项目环评文件作出审批决定，该项目将产品方案由原来的3.3万吨/年MDI型TPU产品改造为8200吨/年普通MDI型TPU产品、2.5万吨/年特种异氰酸酯型高端TPU产品。

2022年6月24日，烟台市生态环境局对万华化学年产4万吨聚醚胺项目环评

作出审批决定，该项目拟投资 2.97 亿元在烟台新建一套 4 万吨/年聚醚胺装置。

2022 年 6 月 28 日，烟台市生态环境局对万华化学年产 6 万吨聚酯多元醇项目环评文件做出审批决定，该项目拟投资 2.04 亿元新增年产 6 万吨聚酯多元醇产品，对应 3 万吨/年 WHP-320、2 万吨/年 WHP-321、1 万吨/年 WHP-322 三种牌号产品。

2022 年 6 月 28 日，烟台市生态环境局对万华化学营养品项目环评作出审批决定，该项目拟投资 14.89 亿元，产品主要包括 94.2 吨/年 FCA（碳五醛）、5400 吨/年 PON（假紫）、2990.9 吨/年 TPPO（三苯基氧磷）、2468.86 吨/年 C15 膦盐、700 吨/年 W 酯浓缩液、392 吨/年 W 酯晶体、10003.8 吨/年 W 酯制剂（含 3.6t/a 等外品），及 9635 吨/年副产品四氢呋喃（THF）。

据不完全统计，按照 2022 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 214 亿元，2023 年将新增营收 559 亿元，全部项目均投产后将新增营收 1747 亿元。

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)	2022 年均价 (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
聚氨酯产业链一体化-乙烯项目	烟台	176.70	环氧丙烷	30	11358	30.15	30.15	30.15	2021 年 未投产
			苯乙烯	65	9689	55.74	55.74	55.74	
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	301433	13.34	26.68	26.68	2021 年 未投产
年产 6 万吨生物降解聚酯项目	眉山	3.60	PBAT	6	25479	6.76	13.53	13.53	2021 年 未投产
锂离子电池材料研发中试项目	烟台	0.74							2022 年
年产 12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	7	23328	14.45	14.45	14.45	2022 年
万华化学聚醚多元醇装置技改项目	烟台	1.62	聚醚单体	3	11909	3.16	3.16	3.16	2022 年
9000 吨/年 PDMS 项目	烟台	0.91	硅氢加成聚合物	0.4	30681	1.22	2.44	2.44	2022 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	4.42	8.85	8.85	2022 年
			二环己胺	1					
			N,N-二甲基环己胺	2					
万华化学珠海项目（华南项目）	珠海	20	组合聚醚	5	11909	2.63	5.27	5.27	2022 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	11909	1.58	3.16	3.16	2022年
万华化学年产2.5万吨特种异氰酸酯型高端热塑性聚氨酯弹性体（TPU）技改项目	烟台		特种异氰酸酯高端TPU和MDI型普通TPU	3.3	23328	3.41	6.81	6.81	2022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	16704	35.48	70.96	70.96	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	11909	8.96	17.92	17.92	2022年
			组合料聚醚	10	11909	5.27	10.54	10.54	
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
万华化学年产5万吨三羟甲基丙烷项目	烟台		三羟甲基丙烷	5	10000		4.42	4.42	2022年
万华化学年产6万吨新戊二醇项目	烟台		新戊二醇	6	16844		8.94	8.94	2022年
年产14万吨聚碳酸酯（PC）项目	烟台	11.09	PC	14	21613		13.39	26.78	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	20212		53.66	107.32	2023年
			改性MDI	28	15000		18.58	37.17	
			HDI	5	76657		16.96	33.92	
			HDI加合物	6	76657		20.35	40.70	
万华化学福建40万吨/年MDI项目	福建	56.05	MDI	40	20212		35.77	71.55	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	18021		19.93	39.87	2023年
万华化学（四川）年产8万吨NMP项目	眉山		NMP	8	45600		16.14	32.28	2023年
万华化学20万吨/年顺酐项目	烟台	17.81	顺酐	20	10633		9.41	18.82	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（含60000标立方米/小时PSA装置）	120					2024年
			2#裂解汽油加氢装置	70	9689			60.02	

			芳烃抽提装置	42						
			2#丁二烯装置	19	6445				10.84	
			HDPE 装置	35	9761				30.23	
			LDPE 装置	25	12054				26.67	
			POE 装置	20	22000				38.94	
			PP 装置	50	9208				40.74	
MMA 一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	17882				12.66	
			MMA	8	12478				8.83	
			MAA	4	12478				4.42	
年产 12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	5	23328				10.32	2024 年
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	2776				4.91	2024 年
			BDO	10	25938				22.95	
万华化学(福建)年产 108 万吨苯胺项目	福建		苯胺	108	12118				115.82	2024 年
万华福建 80 万吨 PVC 项目	福建	46.3	VCM	80	8736				61.85	2024 年
			PVC	80	9012				63.80	
			25wt 盐酸	7.52	539				0.36	
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 <sup>-2</sup>	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	11358				40.21	2024 年
年产 5 万吨磷酸铁锂电正极材料一体化项目	眉山		磷酸铁锂	5	150264				66.49	2024 年
万华化学 3 万吨/年聚氨酯固化剂项目	烟台	4.28	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	1275				5.41	2024 年
万华化学 85 万吨/年聚醚多元醇扩建项目	烟台	12.08	聚醚多元醇	85	4345				32.68	2024 年
万华化学 4 万吨聚醚胺项目	烟台	2.97	聚醚胺	4	50000				17.70	2024 年
万华化学 2 万吨/年有机硅 MQ 树脂及衍生物项目	烟台		有机硅 MQ 树脂	2	32400				5.73	2024 年
万华化学年产 7.5 万吨聚乳酸一体化项目	眉山		PLA	7.5	26000				17.26	2024 年
	蓬莱	231	PP	30	9208				24.45	2025 年

万华化学蓬莱工业园高性能新材料一体化项目			聚醚多元醇	50	11909			52.69	2025年
			丙烯酸	5.17	13385			6.12	2025年
			丙烯酸丁酯	16	14389			20.37	2025年
			丙烯酸辛酯	2	15885			2.81	2025年
			环氧乙烷及衍生物	30	7832			20.79	2025年
万华化学(宁波)年产5万吨水性树脂项目	宁波		水性树脂	5	27058			11.97	2025年
万华化学年产6万吨聚酯多元醇项目	烟台	2.04	聚酯多元醇	6	20636			10.96	2025年
万华化学营养品项目	烟台	14.89	W酯	1.11	211833			20.80	2025年
			四氢呋喃	0.96	38254			3.26	2025年
万华化学年产3万吨润肤剂项目	蓬莱		1,3-丁二醇	3	30000			7.96	2025年
万华化学10万吨/年二元醇项目	烟台		二元醇	10	25938			22.95	2025年
万华化学特种异氰酸酯项目	烟台		HMDA	3	70000			18.58	2025年
			XDI	0.6	150000			7.96	2025年
合计		1067.05				213.79	558.64	1747.00	

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
2022/6/28	万华化学年产6万吨聚酯多元醇项目	烟台市生态环境局作出审批决定公告
2022/6/28	万华化学营养品项目	烟台市生态环境局作出审批决定公告
2022/6/24	万华化学年产4万吨聚醚胺项目	烟台市生态环境局作出审批决定公告
2022/6/24	万华化学年产2.5万吨特种异氰酸酯型高端TPU技改项目	烟台市生态环境局作出审批决定公告
2022/6/21	万华化学催化剂一期技改工程项目	烟台市生态环境局受理公示
2022/6/21	万华化学(蓬莱)年产3万吨润肤剂项目	烟台市生态环境局受理公示
2022/6/21	万华化学10万吨年二元醇项目	烟台市生态环境局受理公示
2022/6/21	万华化学特种异氰酸酯项目	烟台市生态环境局受理公示
2022/6/21	万华化学(烟台)氯碱热电有限公司万华化学110万吨每年异氰酸酯扩能技改一体化配套10万吨每年离子膜烧碱扩能项目	烟台市生态环境局受理公示
2022/6/9	万华化学85万吨/年聚醚多元醇扩建项目	烟台市生态环境局作出审批决定公告
2022/6/7	万华化学2万吨年有机硅MQ树脂及衍生物项目	烟台市生态环境局受理公示

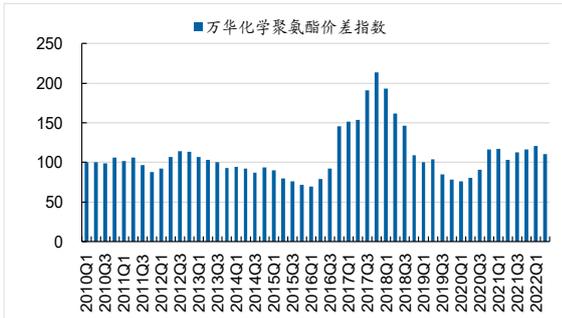
资料来源: wind, 公司官网, 环评公示, 国海证券研究所

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)。

## 5、 聚氨酯板块

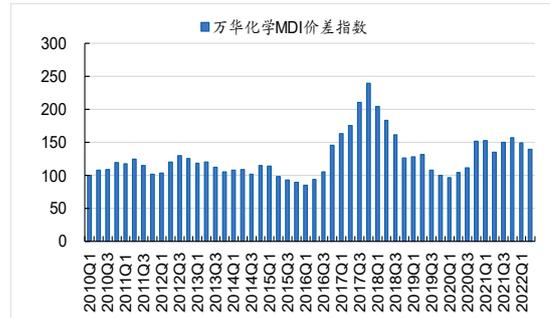
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 2022 年 7 月 3 日,2022 年 Q2 万华化学聚氨酯板块价差指数为 110.34,较 2022 年 Q1 下滑 10.35; 处于历史 28.25%分位数,较 2022 年 Q1 下滑 7.18 个百分点。截至 2022 年 7 月 3 日,2022 年 Q2 万华化学 MDI 价差指数为 139.47,较 2022 年 Q1 下降 9.64; 处于历史 35.33%分位数,较 2022 年 Q1 下降 6.24 个百分点。

图 5: 万华聚氨酯价差指数处于历史 28.25%分位



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 6: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 35.33%分位

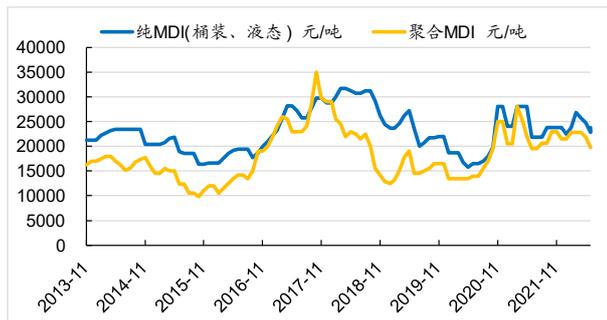


资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

### 5.1、 MDI

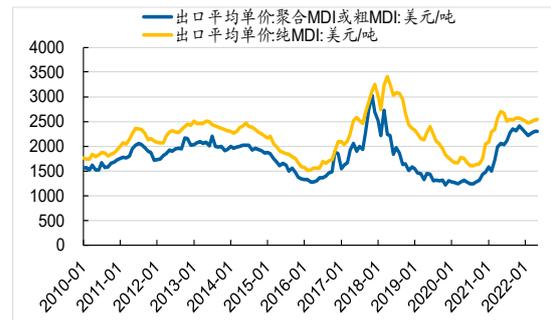
#### 5.1.1、 MDI 及主要原材料价格

图 7: 万华化学 MDI 挂牌价



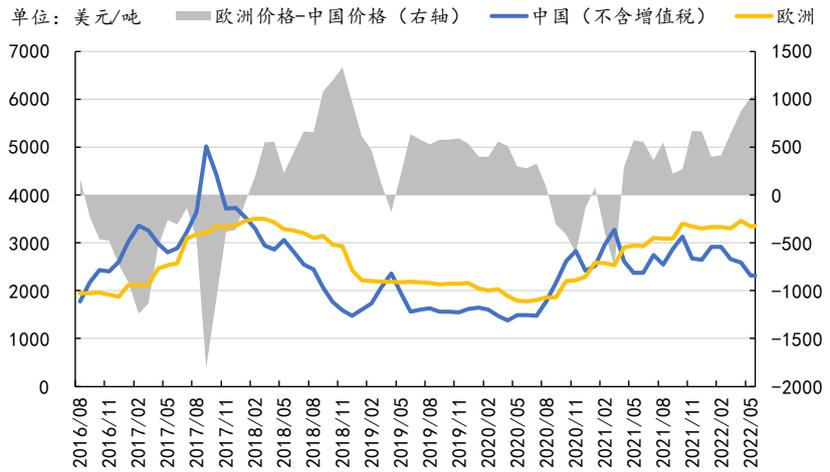
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: MDI 出口价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 9: 中国与欧洲 MDI 价格



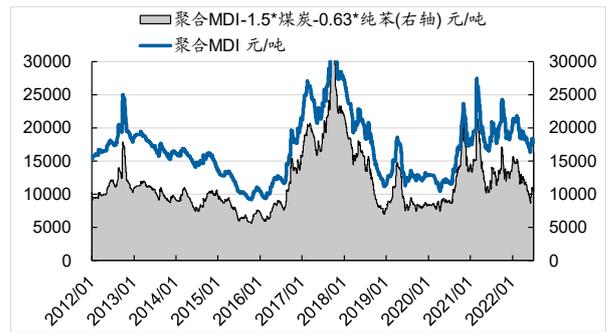
资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 10: 聚合 MDI 和苯胺价格价差



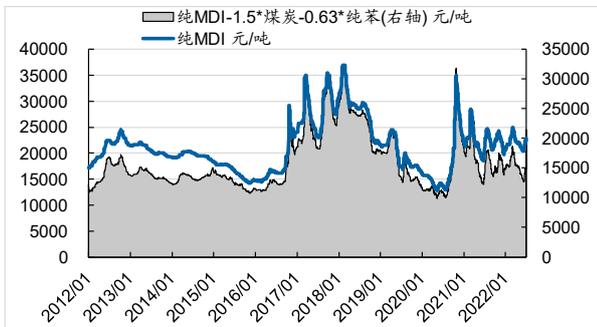
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 11: 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 12: 纯 MDI 和纯苯价差



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

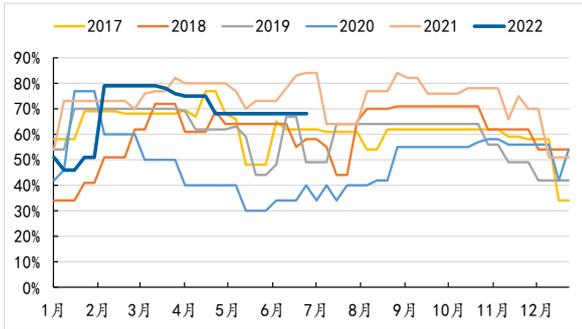
图 13: 煤炭价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

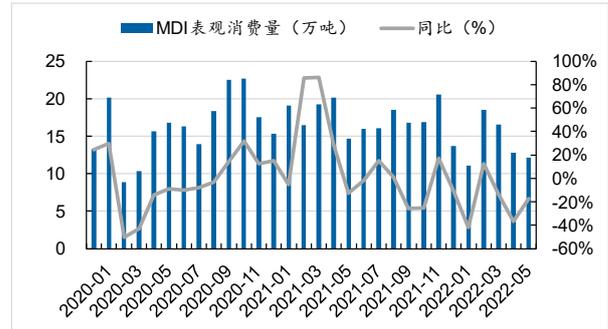
5.1.2、MDI 供需情况

图 14: MDI 周度开工负荷



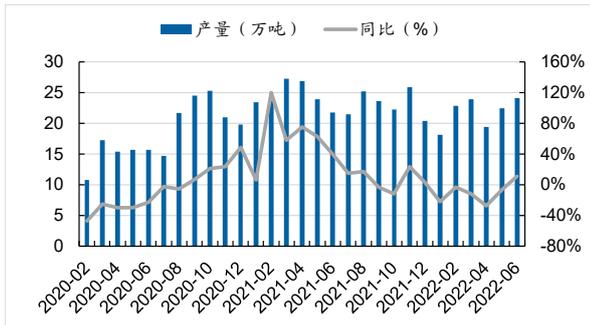
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 15: MDI 月度表观消费量



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 16: MDI 月度产量



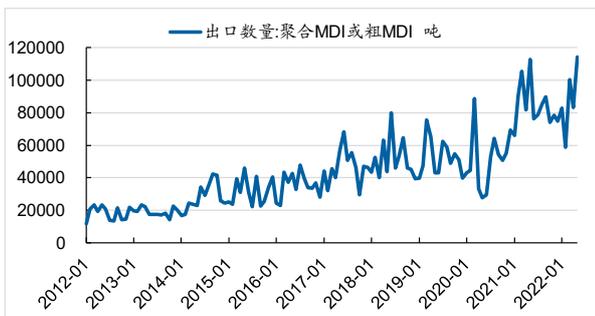
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 4: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2022-06	6.72	8.35	15.07
2022-05	7.23	7.66	14.89
2022-04	7.23	7.66	14.89
2022-03	7.23	7.72	14.96
2022-02	6.53	7.48	14.02
2022-01	7.00	3.29	10.29
2021-12	8.00	2.38	10.38
2021-11	7.00	9.17	16.17
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

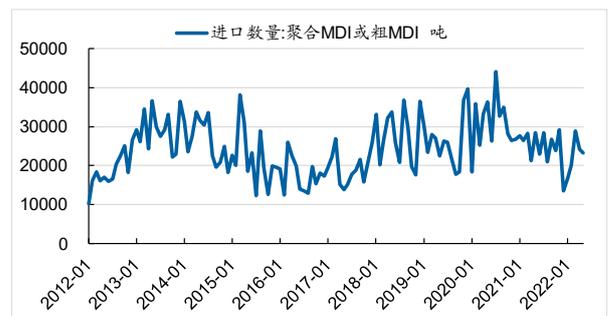
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 17: 聚合 MDI 月度出口量



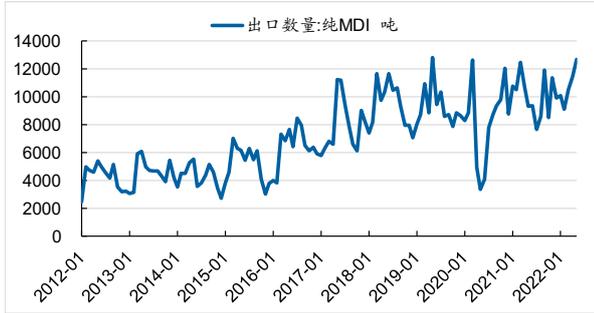
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 聚合 MDI 月度进口量



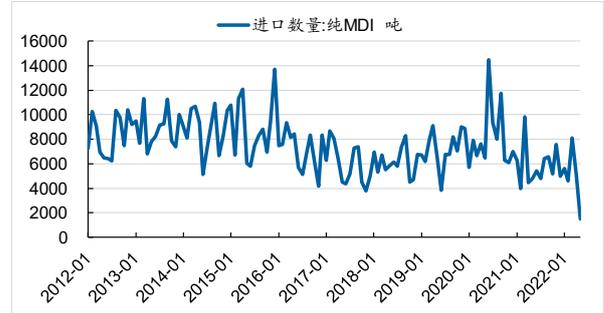
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 纯 MDI 月度出口量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 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
2022-05	4.39	5.26	9.65
2022-04	1.40	5.99	7.39
2022-03	4.21	3.66	7.87
2022-02	1.66	3.05	4.72
2022-01	2.58	4.50	7.09
2021-12	1.99	3.59	5.58
2021-11	2.08	4.48	6.56
2021-10	1.01	4.93	5.94
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

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
2022-05	—	0.95	0.95
2022-04	—	0.89	0.89
2022-03	0.01	0.74	0.75
2022-02	0.07	0.67	0.75
2022-01	0.22	0.51	0.73
2021-12	0.15	0.51	0.65
2021-11	0.12	0.74	0.86
2021-10	0.06	0.58	0.64
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

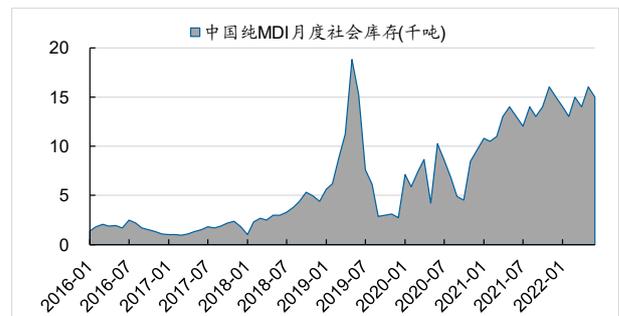
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 21: 聚合 MDI 周度库存



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 22: 纯 MDI 月度库存



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

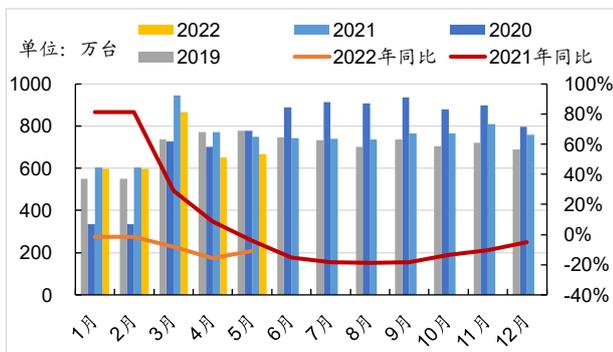
表 7: 全球 MDI 装置动态

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	装置运行正常
烟台万华 (八角工业园)	110	装置运行正常
上海亨斯迈	37	装置运行正常, 7月初停产检修
上海巴斯夫	22	装置运行正常, 7月初停产检修
上海科思创	40	装置正常运行
重庆巴斯夫	8	装置正常运行
浙江瑞安	62	装置正常运行
德国科思创	17	装置正常运行
德国陶氏	20	装置正常运行
韩国锦湖	41	装置正常运行
美国陶氏	34	因原料供给问题发生不可抗力
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	装置正常运行
万华宝思德	35	装置正常运行
日本科思创	7	装置正常运行
日本东曹	40	5月初停车检修, 于6.20日恢复重启
韩国巴斯夫	25	装置正常运行
合计	972	

资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

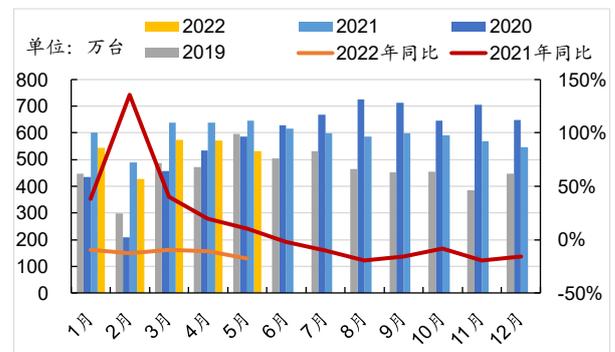
### 5.1.3、MDI 下游需求情况

图 23: 冰箱月度产量



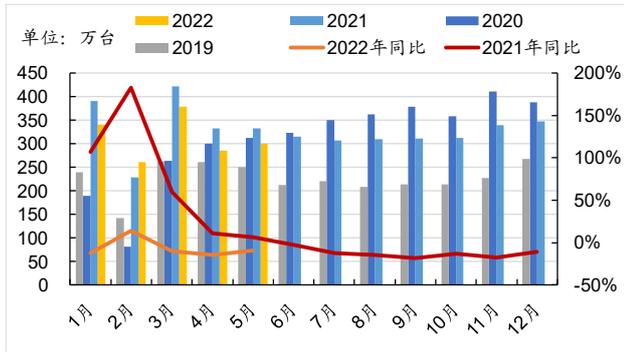
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 冰箱出口数量



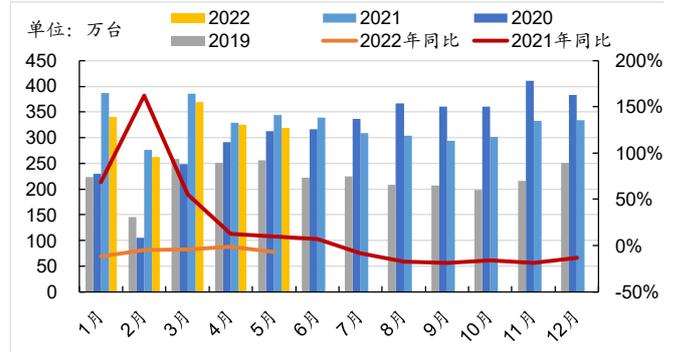
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 冰柜产量



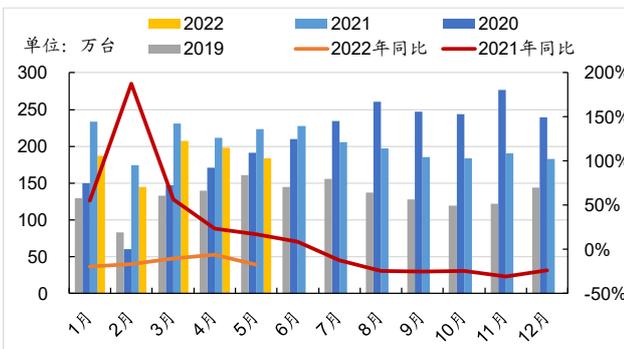
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 冰柜销量



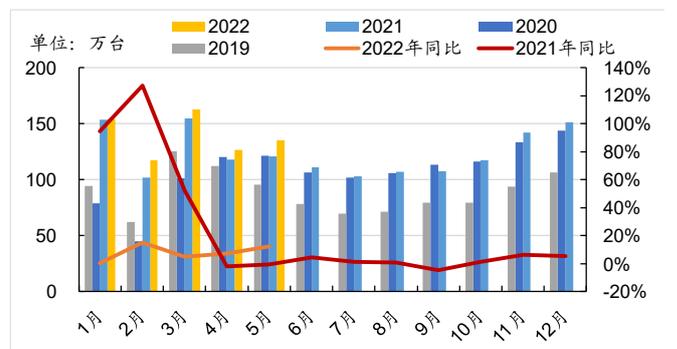
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜出口数量



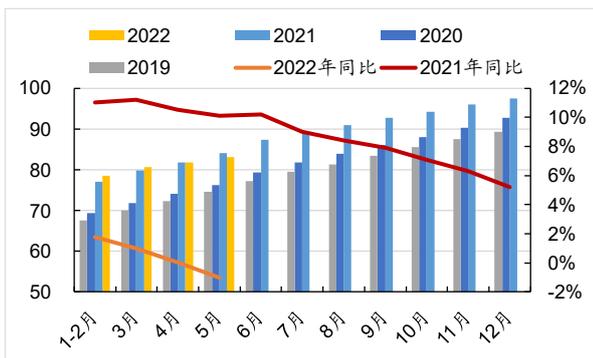
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜内销量



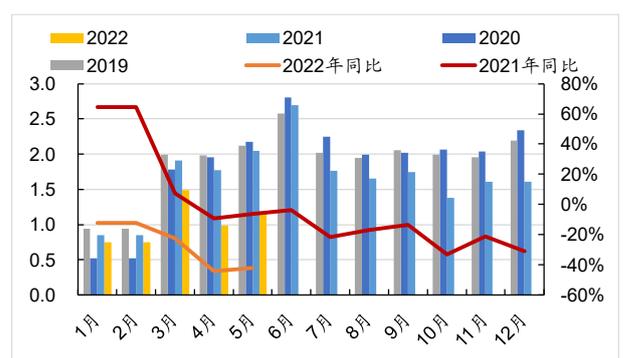
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 29: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



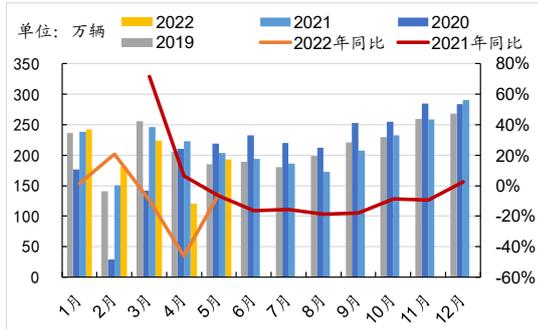
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 30: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



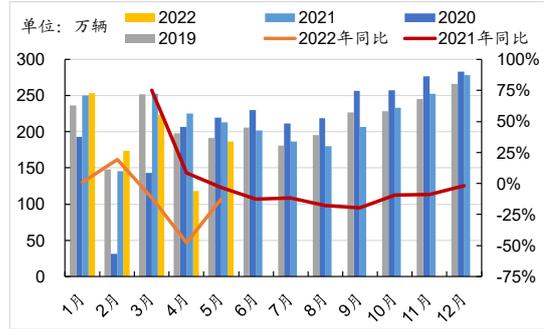
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 31: 国内汽车产量



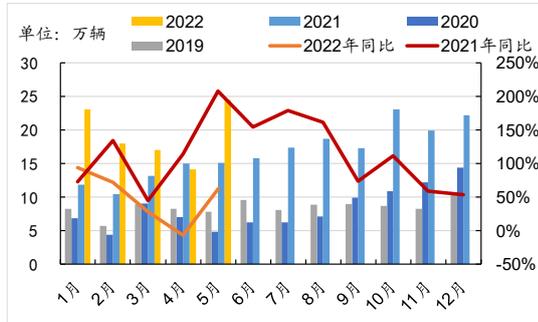
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 国内汽车销量



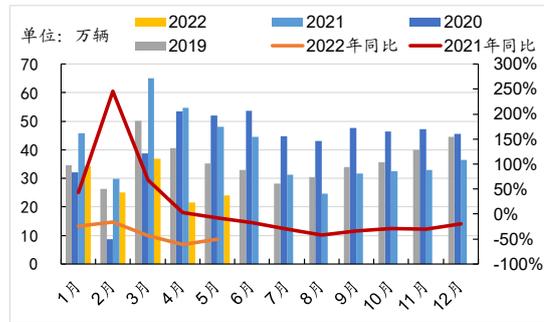
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车出口数量



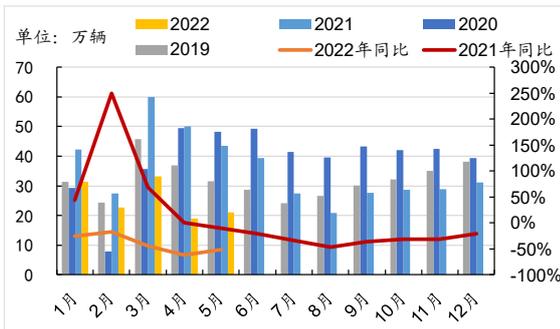
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内商用车销量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内货车销量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 36: 国内氨纶产量



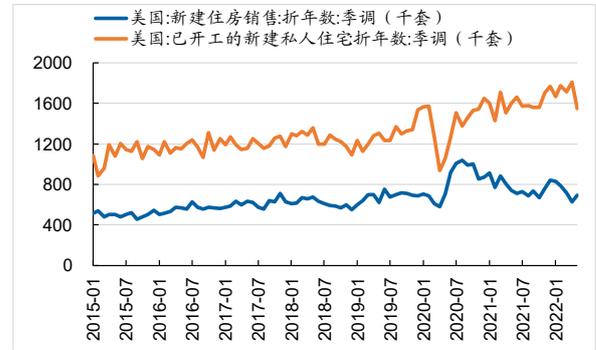
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 37: 美国成屋销售量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 38: 美国新建住房销量及新建私人住宅量

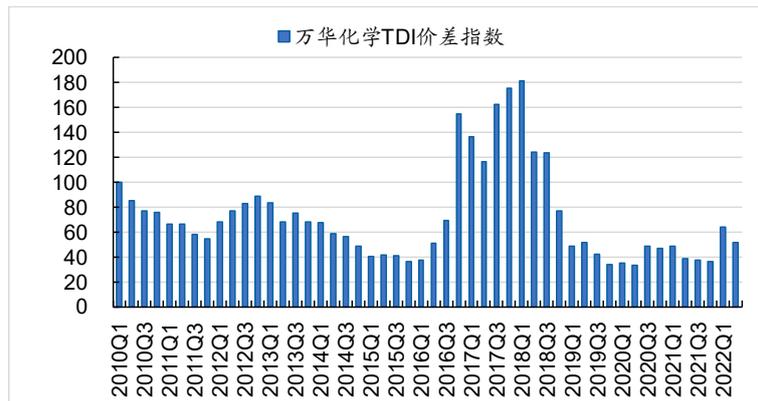


资料来源: wind, 国海证券研究所

## 5.2、TDI

截至 2022 年 7 月 3 日, 2022 年 Q2 万华化学 TDI 价差指数为 51.45, 较 2022 年 Q1 下滑 12.39; 处于历史 12.28%分位数, 较 2022 年 Q1 下滑 8.39 个百分点。

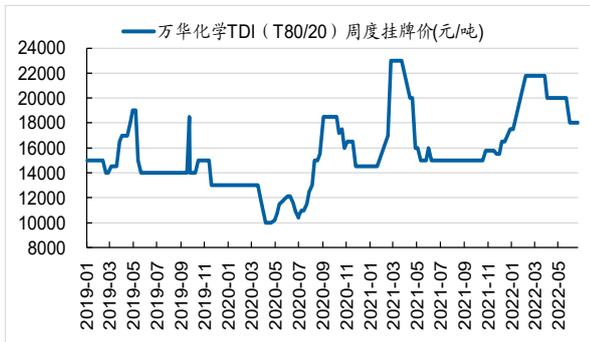
图 39: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 12.28%分位



资料来源: wind, 国海证券研究所

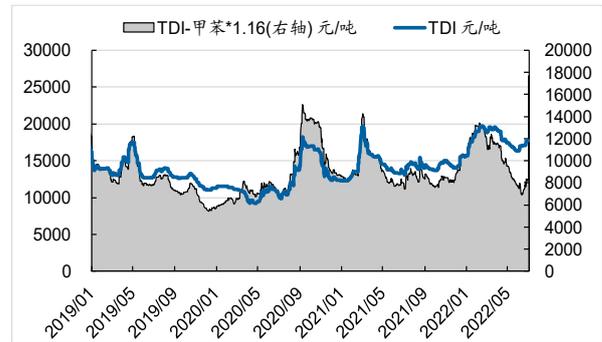
### 5.2.1、TDI 及主要原材料价格

图 40: 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

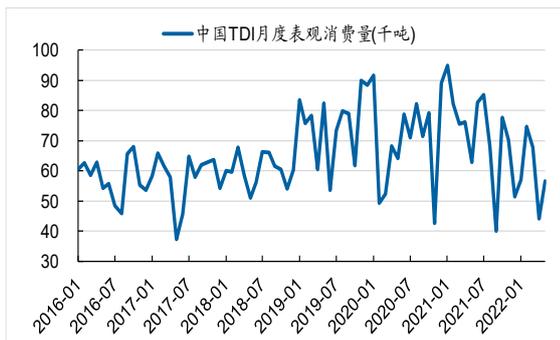
图 41: TDI 和甲苯价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

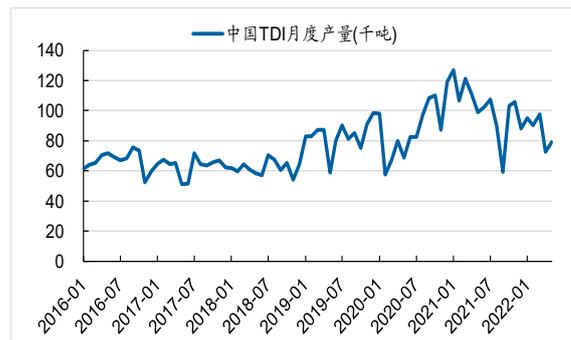
### 5.2.2、TDI 供需情况

图 42: TDI 月度表观消费量



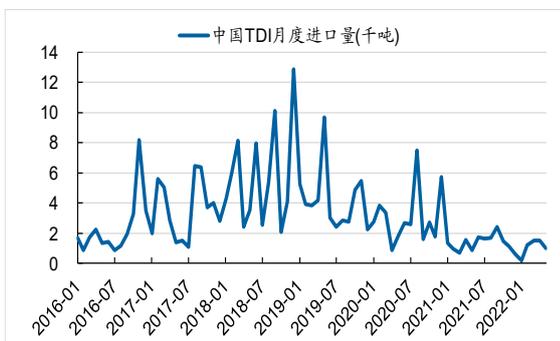
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 43: TDI 月度产量



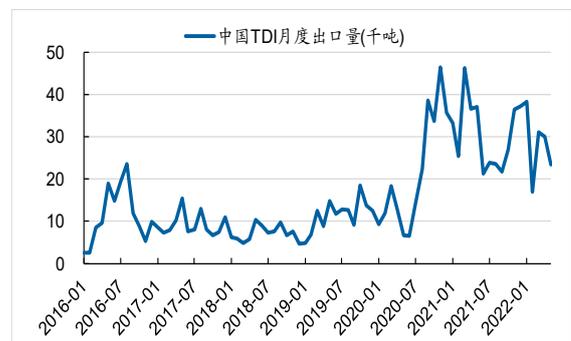
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 44: TDI 月度进口量



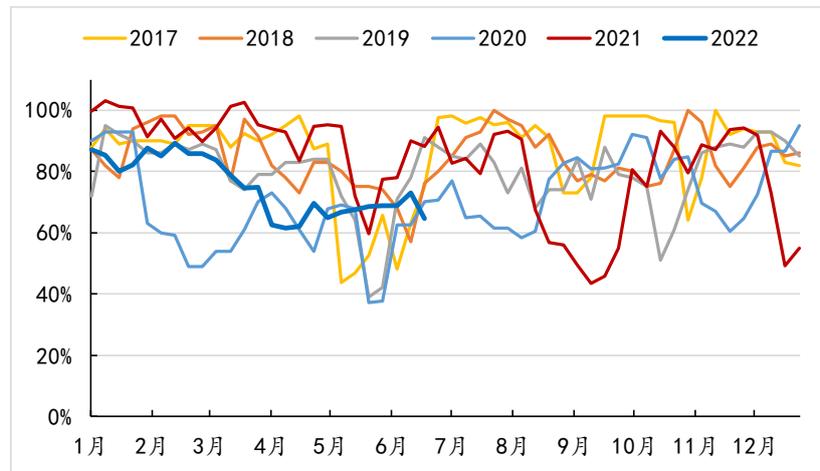
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 45: TDI 月度出口量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 46: 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	后期检修安排
上海科思创	31	气相光气法	6 月末停车检修	下半年 11 月或有检修安排
万华化学	30	液相光气法	两度短暂降低负荷	三季度或有检修安排
上海巴斯夫	16	液相光气法	中高负荷运行	7 月初将停车检修
沧州大化	12	液相光气法	基本满负荷平稳运行	暂无
甘肃银光	10	液相光气法	停车中	短期未有重启计划
万华福建	10	液相光气法	6 月内停车检修, 月末装置重启	暂无
新疆和山巨力	15	液相光气法	高负荷稳定运行	暂无
<b>合计</b>	<b>124</b>	<b>预计月度开工负荷</b>	<b>66.93%</b>	

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

### 5.3、聚醚价格及供需情况

图 47: 软泡聚醚市场价



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 48: 硬泡聚醚市场价



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 49: 聚醚多元醇月度产量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 50: 聚醚多元醇月度表观消费量

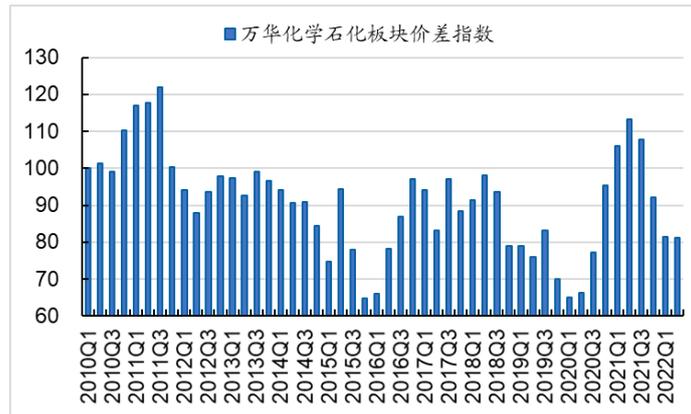


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

## 6、石化板块

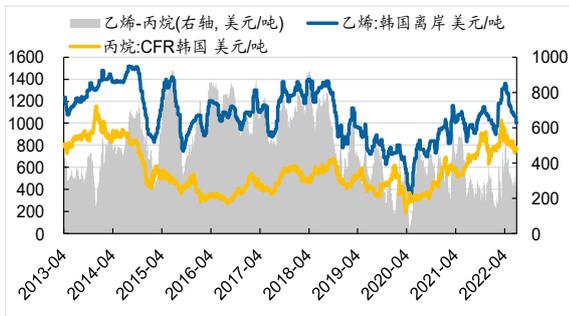
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，计算板块整体价差。截至2022年7月3日，2022年Q2万华化学石化板块价差指数81.26，较2022年Q1下滑0.28；处于历史28.70%分位数，较2022年Q1下滑0.48个百分点。

图 51：万华化学石化板块价差指数目前处于历史 28.70%分位



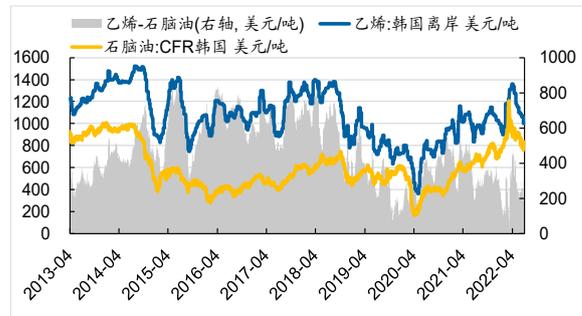
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 52：乙烯-丙烷价差



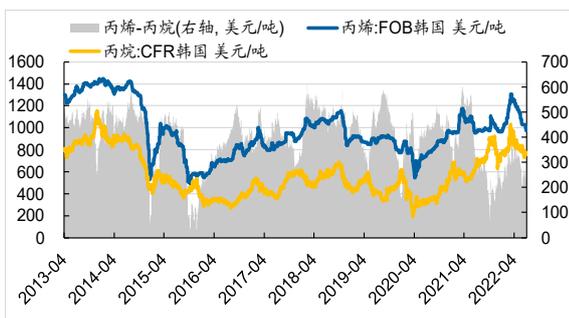
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 53：乙烯-石脑油价差



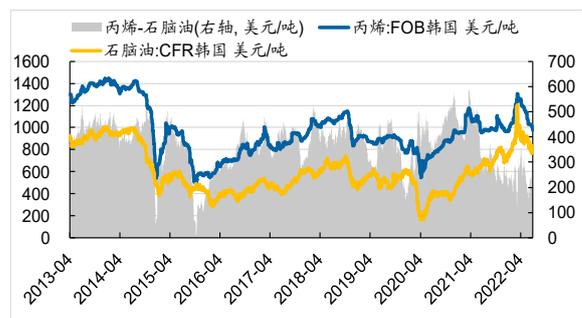
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 54：丙烯-丙烷价差



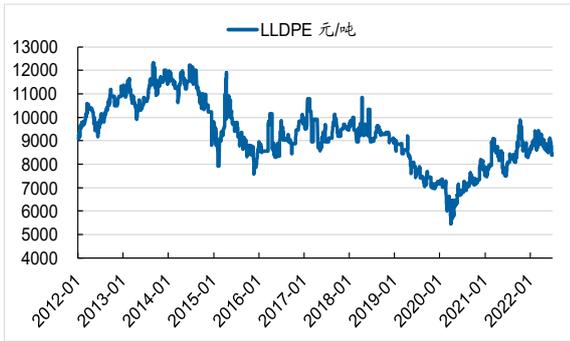
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 55：丙烯-石脑油价差



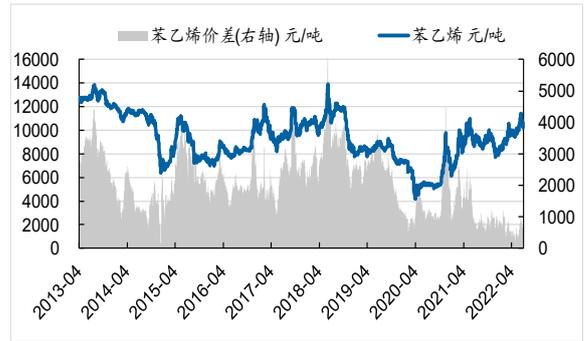
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 56: LLDPE 价格



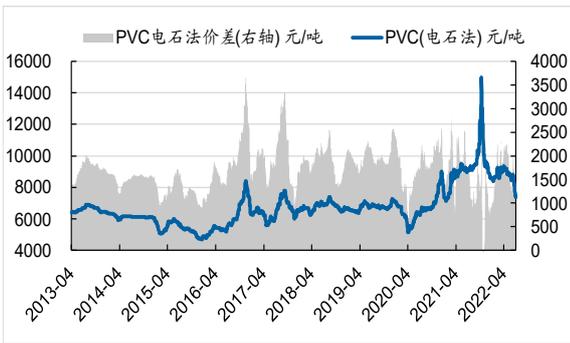
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 57: 苯乙烯价格价差



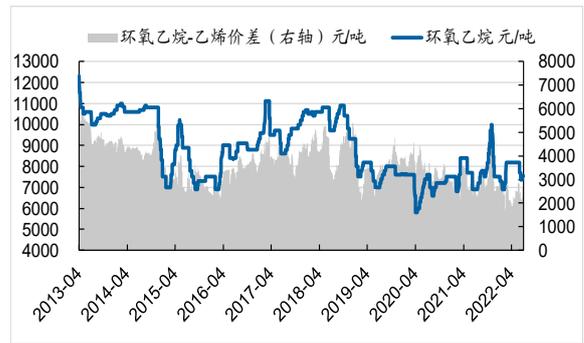
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 58: PVC 价格价差



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 59: 环氧乙烷-乙烯价格价差



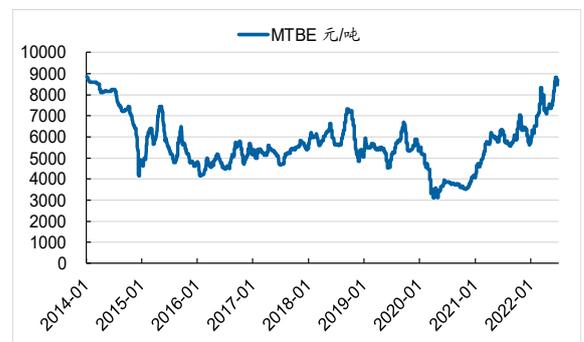
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 60: 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 61: MTBE 价格

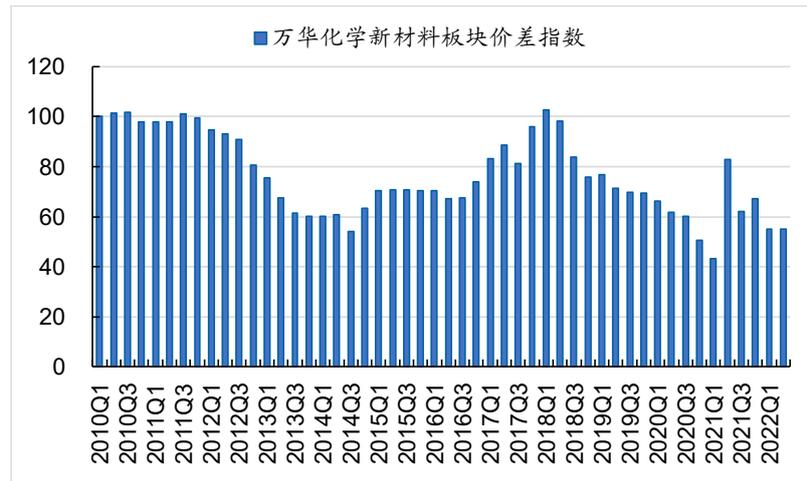


资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

## 7、新材料板块

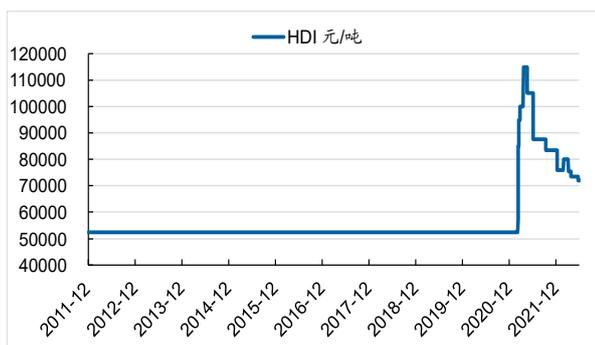
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2022 年 7 月 3 日，2022 年 Q2 万华化学新材料板块价差指数为 55.12，较 2022 年 Q1 上升 0.06；处于历史 19.83% 分位数，较 2022 年 Q1 上升 0.10 个百分点。

图 62：万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 19.83%分位



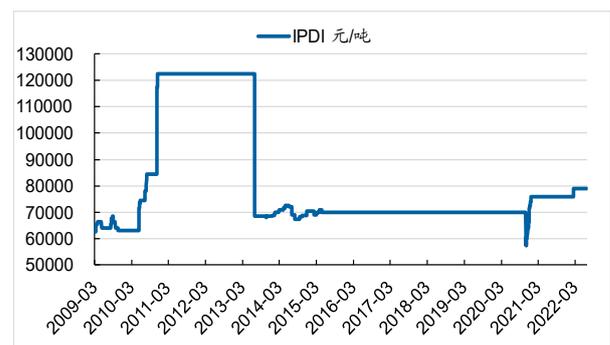
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 63：HDI 市场价



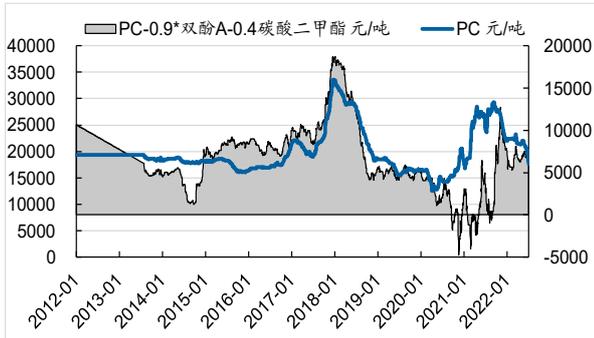
资料来源：wind，国海证券研究所

图 64：IPDI 市场价



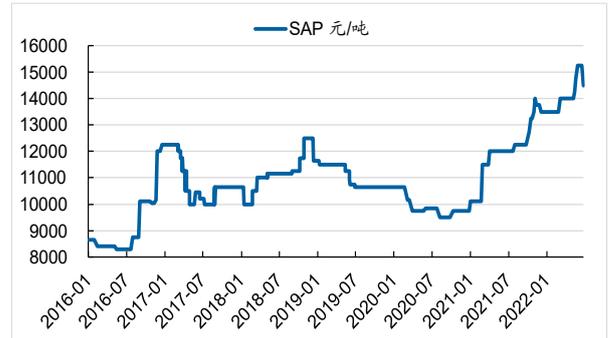
资料来源：wind，国海证券研究所

图 65: PC-0.9\*双酚 A-0.4 碳酸二甲酯价差



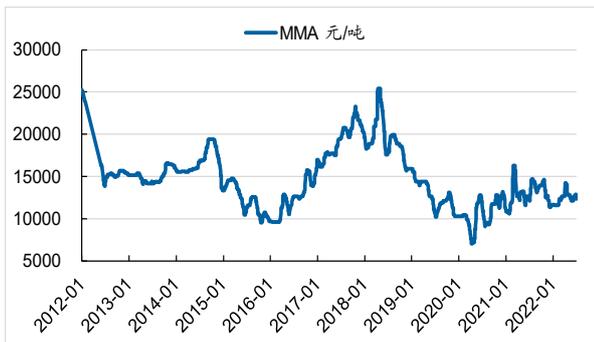
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 66: SAP 市场价



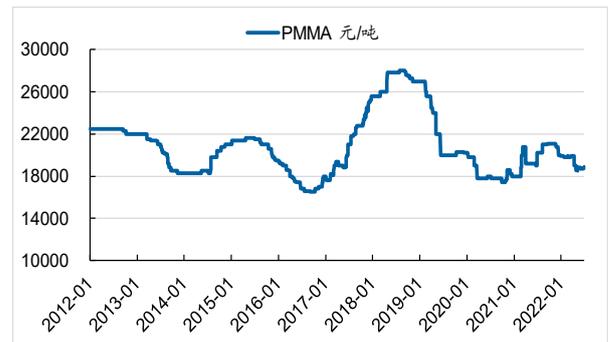
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 67: MMA 市场价



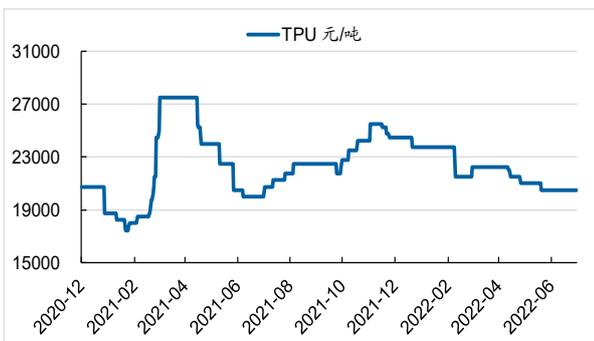
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 68: PMMA 市场价



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 69: TPU 价格



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

图 70: 三元正极材料价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

## 8、盈利预测与评级

综合考虑当前主要产品价差情况,我们对盈利进行调整,预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 221.38、290.18、353.93 亿元,对应 PE 分别 13.7、10.5、8.6,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:	96.74		投资评级:	买入		日期:	2022/07/05	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值		2021A	2022E	2023E	2024E			
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	36%	24%	24%	23%	EPS		7.85	7.05	9.24	11.27			
毛利率	26%	22%	25%	25%	BVPS		21.82	28.87	38.11	49.38			
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>								
销售净利率	17%	14%	16%	17%	P/E		12.87	13.72	10.47	8.58			
<b>成长能力</b>					P/B								
收入增长率	98%	11%	12%	17%	P/S		2.09	1.88	1.68	1.44			
利润增长率	145%	-10%	31%	22%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>								
总资产周转率	0.76	0.71	0.71	0.70	<b>营业收入</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
应收账款周转率	16.83	13.76	15.14	14.42	营业收入	145538	161327	181103	211637				
存货周转率	7.96	7.84	7.95	8.13	营业成本	107317	126305	136703	157910				
<b>偿债能力</b>					营业税金及附加	880	968	1087	1270				
资产负债率	62%	58%	52%	47%	销售费用	1052	1113	1087	1270				
流动比	0.74	0.82	0.92	1.10	管理费用	1892	2259	2350	2746				
速动比	0.54	0.62	0.70	0.86	财务费用	1479	1610	1556	1514				
					其他费用/(-收入)	3168	4243	5433	7196				
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>营业利润</b>	<b>29425</b>	<b>25911</b>	<b>33657</b>	<b>40798</b>				
现金及现金等价物	34216	45151	53442	74407	营业外净收支	-274	-90	-100	-100				
应收款项	8646	11722	11959	14677	<b>利润总额</b>	<b>29151</b>	<b>25821</b>	<b>33557</b>	<b>40698</b>				
存货净额	18282	20588	22786	26030	所得税费用	4112	3099	3926	4583				
其他流动资产	11147	14090	14508	17233	<b>净利润</b>	<b>25039</b>	<b>22723</b>	<b>29631</b>	<b>36116</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>72291</b>	<b>91551</b>	<b>102695</b>	<b>132347</b>	少数股东损益	391	585	612	722				
固定资产	65233	75599	83340	90943	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>24649</b>	<b>22138</b>	<b>29018</b>	<b>35393</b>				
在建工程	29352	31995	36364	39869	<b>现金流量表(百万元)</b>								
无形资产及其他	19504	22350	25742	28861	<b>经营活动现金流</b>	<b>27922</b>	<b>38814</b>	<b>36467</b>	<b>49097</b>				
长期股权投资	3930	5536	7647	9505	净利润	24649	22138	29018	35393				
<b>资产总计</b>	<b>190310</b>	<b>227031</b>	<b>255787</b>	<b>301526</b>	少数股东权益	391	585	612	722				
短期借款	53873	53873	53873	53873	折旧摊销	8161	8562	8569	10017				
应付款项	20390	32006	30307	37511	公允价值变动	-7	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-7323	5673	-3726	936				
其他流动负债	23739	26122	26947	29365	<b>投资活动现金流</b>	<b>-28758</b>	<b>-26099</b>	<b>-26394</b>	<b>-26351</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>98002</b>	<b>112001</b>	<b>111127</b>	<b>120750</b>	资本支出	-26845	-24802	-24693	-24755				
长期借款及应付债券	15644	15644	15644	15644	长期投资	-1996	-1756	-2261	-2008				
其他长期负债	4968	4968	4968	4968	其他	83	460	560	413				
<b>长期负债合计</b>	<b>20612</b>	<b>20612</b>	<b>20612</b>	<b>20612</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>17587</b>	<b>-1781</b>	<b>-1781</b>	<b>-1781</b>				
<b>负债合计</b>	<b>118614</b>	<b>132613</b>	<b>131739</b>	<b>141361</b>	债务融资	24925	0	0	0				
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	305	0	0	0				
股东权益	71696	94418	124049	160164	其它	-7643	-1781	-1781	-1781				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>190310</b>	<b>227031</b>	<b>255787</b>	<b>301526</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>16711</b>	<b>10934</b>	<b>8292</b>	<b>20965</b>				

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，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。

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。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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。