

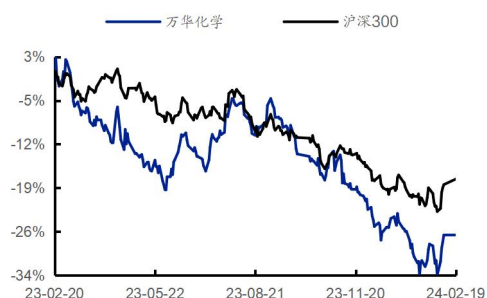
研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：杨丽蓉 S0350122080038  
 yanglr@ghzq.com.cn

## 2023年业绩稳增长，

## 联合福斯特、天合光能成立合资公司

## ——万华化学（600309）公司动态研究

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

2024/02/19

表现	1M	3M	12M
万华化学	6.3%	-9.3%	-25.2%
沪深300	4.1%	-4.6%	-15.6%

### 市场数据

2024/02/19

当前价格(元)	74.61
52周价格区间(元)	66.78-108.00
总市值(百万)	234,256.50
流通市值(百万)	234,256.50
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	1,047.35
近一月换手(%)	0.53

### 相关报告

《万华化学（600309）业绩快报点评报告：2023年归母净利润同比增长，看好公司长期成长性（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2024-02-05

《万华化学（600309）2023年12月月报：宁波一期MDI复产，蓬莱90万吨PDH环评公示（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2024-01-12

《万华化学（600309）2023年11月月报：MDI价差上扬，蓬莱40万吨POE环评公示（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2023-12-25

《万华化学（600309）2023年10月月报：拟收

### 投资要点：

化工行业未来的竞争优势在于“工程师红利”，万华化学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，对营收和原材料的价差建模，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，影响万华化学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9.03%分位数

截至2024年2月18日，2024年Q1万华化学价差指数为72.81，较2023年Q4下滑0.29个百分点（以2010年Q1价差为基点），处于历史9.03%分位数。

其中，截至2月9日，2024年Q1万华化学聚氨酯板块价差指数为88.97，较2023年Q4下滑2.23；处于历史16.05%分位数。截至2月18日，2024年Q1万华化学石化板块价差指数为65.21，较2023年Q4上升3.22；处于历史7.62%分位数；2024年Q1万华化学新材料板块价差指数为37.09，较2023年Q4下滑0.90；处于历史9.12%分位数。

2024年2月3日，万华化学发布2023年业绩快报，公司2023年实现营业总收入1754亿元，同比+5.92%；实现归母净利润168.14亿元，同比+3.57%。2023Q4的营业收入为428.07亿元，同比+21.80%，环比-4.72%；归母净利为41.11亿元，同比+56.58%，环比-0.58%。

购铜化集团化工业务,匈牙利 MDI 装置复产(买入)  
\*化学制品\*李永磊,董伯骏,汤永俊》——  
2023-11-18

《万华化学(600309)事件点评:拟收购铜化集团  
化工业务,完善电池材料产业布局(买入)\*化学  
制品\*李永磊,董伯骏》——2023-11-11

## ■ 重点项目进展

2024年2月1日,公司公告控股子公司万华化学(福建)异氰酸酯有限公司80万吨/年MDI技改扩能项目获得环评批复。项目建设内容为:拟在现有MDI装置基础上,通过技术改造将MDI装置产能由40万吨/年扩至80万吨/年。

2024年1月29日,公司官网对万华福建工业园MDI一体化扩能配套项目-气体扩能改造项目进行环评第二次公示。

2024年1月29日,公司官网对万华化学(福建)有限公司TDI一期技改扩能33万吨/年项目进行环评第一次公示。项目建设内容为:拟在现有TDI一期装置区进行生产工艺扩能改造,产能由25万吨/年扩展为33万吨/年。

2024年1月23日,万华化学与福斯特、天合光能合资成立烟台万旭新材料有限公司,主营POE粒子制造和销售。其中万华化学持股比例为51%,为第一大股东。

2024年1月17日,公司官网对万华化学集团股份有限公司年产1500吨高折射PC项目进行报批前公示。项目位于:山东省烟台市烟台化工产业园,建设内容为:1500吨高折射PC生产装置及配套的辅助工程、公用工程、环保设施等。

2024年1月10日,万融新材料(福建)有限公司(下称:万融新材料(福建))福清万融新材料一体化项目海域使用权获批。该一体化项目拟于福清市江阴半岛建设丙烷脱氢(PDH)一体化及配套设施,项目主攻高端聚烯烃产品。

## ■ MDI 价格价差

2024年1月,聚合MDI均价15652元/吨,同比+3.48%,环比+0.27%;纯MDI均价19976元/吨,同比+11.65%,环比-2.07%。2024年1月31日,聚合MDI价格16200元/吨,纯MDI价格20200元/吨。2024年1月,聚合MDI与煤炭、纯苯均价价差9426元/吨,同比+4.88%,环比-3.36%;纯MDI均价价差13750元/吨,同比+16.98%,环比-5.45%。2024年1月31日,聚合MDI与煤炭、纯苯价差9664元/吨,纯MDI价差13664元/吨。

## ■ 下游冰箱、汽车产量同比提升,房地产新开工同比下滑

2023年1-12月,国内家用电冰箱产量9869万台,同比+15.58%;出口量6718万台,同比+22.37%。其中,2023年12月,国内家用电冰箱产量817万台,同比+14.60%,环比-1.37%;出口量575万台,同比+67.64%,环比-2.54%。2023年1-12月,国内冷柜产量3778万台,同比+40.22%。其中,2023年12月,国内冷柜产量359万台,同比+31.07%,

环比+9.41%。

2023年12月，国内汽车产量308万辆，同比+29.22%，环比+10.66%；  
2023年12月，国内汽车销量316万辆，同比+23.48%，环比+10.68%。

2023年1-12月，房屋新开工面积9.54亿平方米，同比-20.40%。2023  
年1-12月，房屋累计施工面积83.84亿平方米，同比-7.20%。

### ■ 盈利预测和投资评级

综合考虑产品景气度、下游需求、在建项目进度等多种因素，预计公司  
2023-2025年归母净利润分别为168.14、219.81、308.72亿元，对应  
PE分别14、11、8倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

项目建设不及预期；市场大幅度波动；新产品不及预期；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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	165565	175361	211936	262152
增长率(%)	14	6	21	24
归母净利润（百万元）	16234	16814	21981	30872
增长率(%)	-34	4	31	40
摊薄每股收益（元）	5.17	5.36	7.00	9.83
ROE(%)	21	18	19	21
P/E	17.92	13.93	10.66	7.59
P/B	3.79	2.50	2.03	1.60
P/S	1.76	1.34	1.11	0.89
EV/EBITDA	11.39	8.81	6.94	5.40

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 本月行情（2024 年 1 月） .....	7
2、 重要公告（2024 年 1 月-2024 年 2 月） .....	7
3、 万华化学开工情况和价差指数 .....	8
4、 项目进展 .....	10
5、 聚氨酯板块 .....	17
5.1、 MDI .....	17
5.1.1、 MDI 及主要原材料价格 .....	17
5.1.2、 MDI 供需情况 .....	19
5.1.3、 MDI 下游需求情况 .....	22
5.2、 TDI .....	24
5.2.1、 TDI 及主要原材料价格 .....	25
5.2.2、 TDI 供需情况 .....	25
5.3、 聚醚价格及供需情况 .....	26
6、 石化板块 .....	27
7、 新材料板块 .....	30
8、 盈利预测与评级 .....	32
9、 风险提示 .....	32

## 图表目录

图 1: 万华化学股价 (元)	7
图 2: 万华化学价差指数处于历史 9.03%分位 (截至 2024.2.18)	8
图 3: 万华化学现有产能年化利润测算	8
图 4: 万华化学新增产能年化利润测算	9
图 5: 万华化学季度销量	9
图 6: 万华化学季度产量	10
图 7: 万华聚氨酯价差指数处于历史 16.05%分位	17
图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 14.98%分位	17
图 9: 万华化学 MDI 挂牌价	18
图 10: MDI 出口价格	18
图 11: 中国与欧洲 MDI 价格	18
图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差	18
图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差	18
图 14: 纯 MDI 和纯苯价差	19
图 15: 煤炭价格	19
图 16: MDI 周度开工负荷	19
图 17: MDI 月度表观消费量	19
图 18: MDI 月度产量	19
图 19: 聚合 MDI 月度出口量	20
图 20: 聚合 MDI 月度进口量	20
图 21: 纯 MDI 月度出口量	20
图 22: 纯 MDI 月度进口量	20
图 23: 聚合 MDI 周度库存	21
图 24: 纯 MDI 月度库存	21
图 25: 冰箱月度产量	22
图 26: 冰箱出口数量	22
图 27: 冰柜产量	22
图 28: 冰柜销量	22
图 29: 冰柜出口数量	22
图 30: 冰柜内销量	22
图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)	23
图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)	23
图 33: 国内汽车产量	23
图 34: 国内汽车销量	23
图 35: 国内汽车出口数量	23
图 36: 国内商用车销量	23
图 37: 国内货车销量	24
图 38: 国内氨纶产量	24
图 39: 美国成屋销售量	24
图 40: 美国新建住房销量及新建私人住宅量	24
图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 17.87%分位	24
图 42: 万华化学 TDI 周度挂牌价	25
图 43: TDI 和甲苯价差	25
图 44: TDI 月度表观消费量	25

图 45: TDI 月度产量 .....	25
图 46: TDI 月度进口量 .....	25
图 47: TDI 月度出口量 .....	25
图 48: TDI 周度开工负荷 .....	26
图 49: 软泡聚醚价格及价差 .....	26
图 50: 硬泡聚醚价格及价差 .....	27
图 51: 聚醚多元醇月度产量 .....	27
图 52: 聚醚月度表观消费量 .....	27
图 53: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 7.62%分位 .....	28
图 54: 乙烯-丙烷价差 .....	28
图 55: 乙烯-石脑油价差 .....	28
图 56: 丙烯-丙烷价差 .....	28
图 57: 丙烯-石脑油价差 .....	28
图 58: LLDPE 价格 .....	29
图 59: 苯乙烯价格价差 .....	29
图 60: PVC 价格价差 (乙烯法) .....	29
图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差 .....	29
图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差 .....	29
图 63: MTBE 价格 .....	29
图 64: 万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 9.12%分位 .....	30
图 65: HDI 市场价 .....	30
图 66: IPDI 市场价 .....	30
图 67: PC-0.9*双酚 A 价差 .....	31
图 68: SAP 市场价 .....	31
图 69: MMA 市场价 .....	31
图 70: PMMA 市场价 .....	31
图 71: TPU 价格 .....	31
图 72: 三元正极材料价格 .....	31
表 1: 万华化学 2024 年 1 月-2024 年 2 月重点公告 .....	7
表 2: 万华化学 2024 年 1 月新项目进展 .....	11
表 3: 万华化学各板块投资额及预计营收统计 (亿元) .....	16
表 4: 万华化学 (2024 年 1 月-2024 年 2 月) 新项目环评情况 .....	17
表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨) .....	19
表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨) .....	20
表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨) .....	20
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2024 年 1 月) .....	21
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 1 月) .....	26

## 1、本月行情（2024 年 1 月）

截至 2024 年 1 月 31 日，万华化学收盘价为 69.69 元，当月涨跌幅为-9.28%，基础化工指数涨跌幅为-17.20%，沪深 300 指数涨跌幅为-6.29%。

图 1：万华化学股价（元）



资料来源：wind，国海证券研究所

## 2、重要公告（2024 年 1 月-2024 年 2 月）

表 1：万华化学 2024 年 1 月-2024 年 2 月重点公告

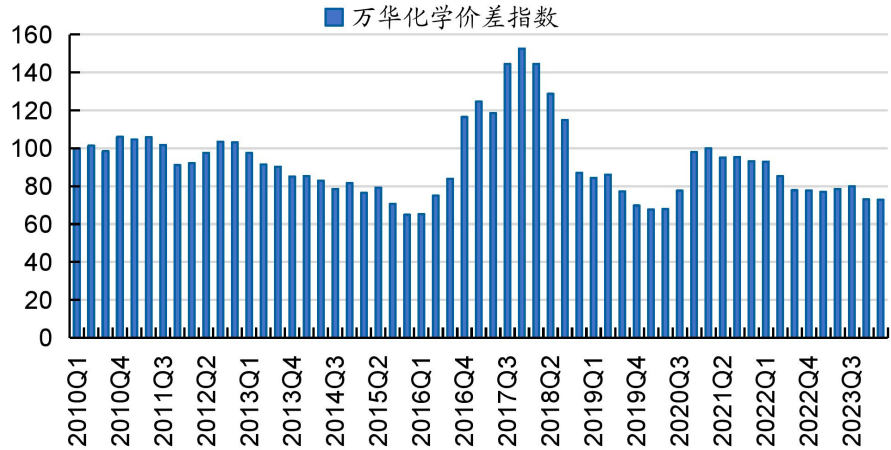
公告日期	标题	内容概要
2024/2/3	关于推动公司“提质增效重回报”及 2023 年度业绩快报公告	公司 2023 年实现营业总收入 1754 亿元，同比+5.92%；实现归母净利润 168.14 亿元，同比+3.57%；实现扣非归母净利润 164.08 亿元，同比+3.87%。2023Q4 的营业收入为 428.07 亿元，同比+21.80%，环比-4.72%；归母净利为 41.11 亿元，同比+56.58%，环比-0.58%；扣非归母净利为 39.80 亿元，同比+65.35%，环比-3.34%。
2024/2/1	关于控股子公司万华化学（福建）异氰酸酯有限公司 80 万吨/年 MDI 技改扩能项目环评获得批复公告	万华福建异氰酸酯拟在现有 MDI 装置基础上，通过技术改造将 MDI 装置产能由 40 万吨/年扩至 80 万吨/年，该项目已获得环评批复。
2024/1/31	宁波工业园二期 MDI 装置复产公告	万华化学（宁波）的 MDI 二期装置（80 万吨/年）于 2023 年 12 月 3 日开始停产检修，截至 1 月 31 日，上述 MDI 装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。
2024/1/10	宁波工业园一期 MDI 装置复产公告	万华化学（宁波）的 MDI 一期装置（40 万吨/年）于 2023 年 11 月 15 日开始停产检修，截至 1 月 10 日，上述 MDI 装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。

资料来源：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

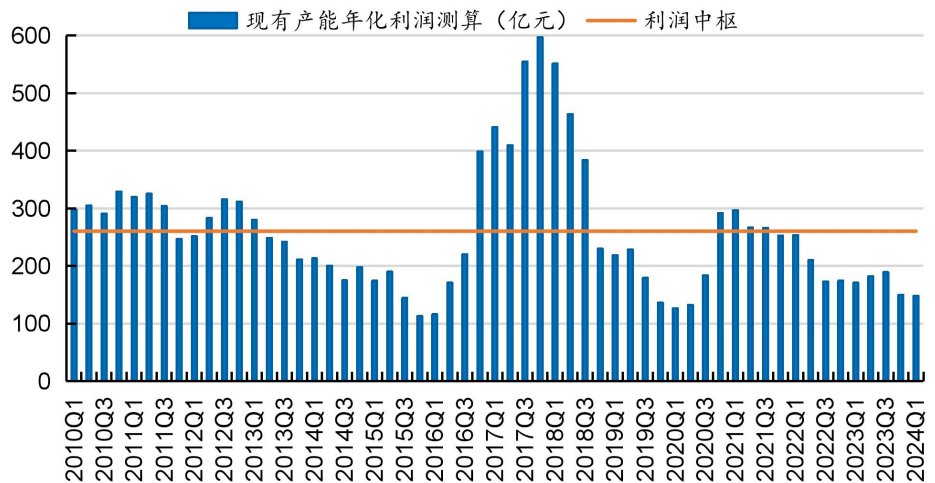
截至 2024 年 2 月 18 日，2024 年 Q1 万华化学价差指数为 72.81，较 2023 年 Q4 下降 0.29；处于历史 9.03%分位数，较 2023 年 Q4 下降 0.33 个百分点。（以 2010 年 Q1 价差为基点）

图 2：万华化学价差指数处于历史 9.03%分位（截至 2024.2.18）



资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点）

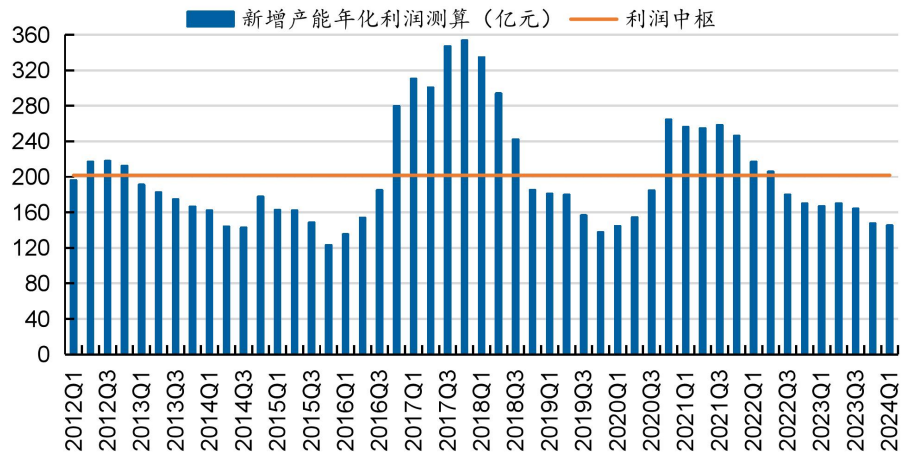
图 3：万华化学现有产能年化利润测算



资料来源：wind，国海证券研究所



图 4：万华化学新增产能年化利润测算

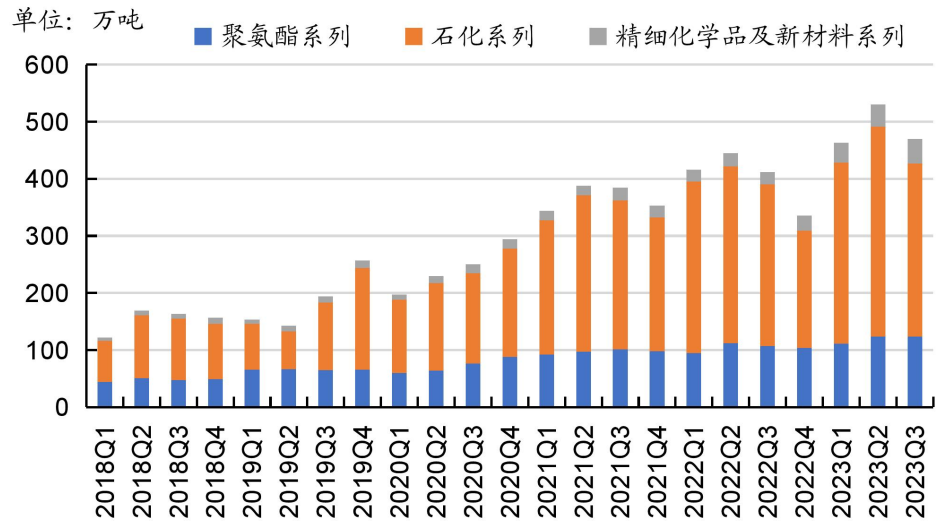


资料来源：wind，国海证券研究所

万华化学近期检修情况：

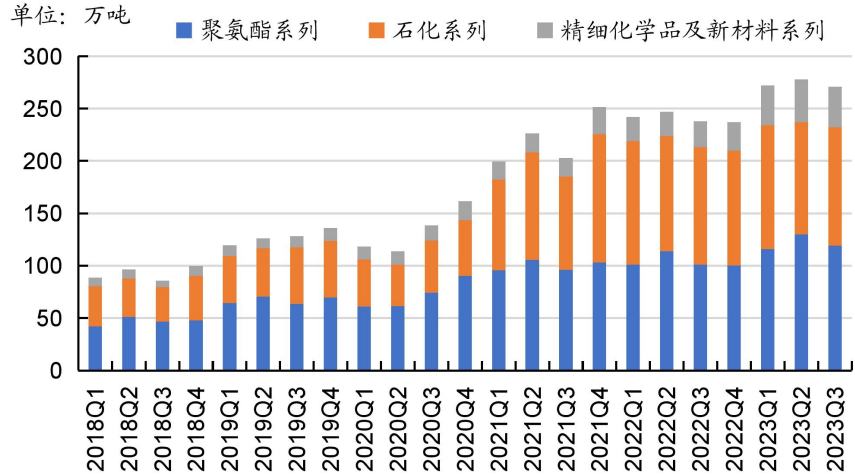
无。

图 5：万华化学季度销量



资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图 6: 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

2024年2月1日,公司公告控股子公司万华化学(福建)异氰酸酯有限公司80万吨/年MDI技改扩能项目获得环评批复。项目建设内容为:拟在现有MDI装置基础上,通过技术改造将MDI装置产能由40万吨/年扩至80万吨/年。

2024年1月29日,公司官网对万华福建工业园MDI一体化扩能配套项目-气体扩能改造项目进行环评第二次公示。

2024年1月29日,公司官网对万华化学(福建)有限公司TDI一期技改扩能33万吨/年项目进行环评第一次公示。项目建设内容为:拟在现有TDI一期装置区进行生产工艺扩能改造,产能由25万吨/年扩展为33万吨/年。

2024年1月17日,公司官网对万华化学集团股份有限公司年产1500吨高折射PC项目进行报批前公示。项目位于:山东省烟台市烟台化工产业园,建设内容为:1500吨高折射PC生产装置及配套的辅助工程、公用工程、环保设施等。

2024年1月23日,万华化学与福斯特、天合光能合资成立烟台万旭新材料有限公司,主营POE粒子制造和销售。万华化学持股比例为51%,为第一大股东。

2024年1月10日,万融新材料(福建)有限公司(下称:万融新材料(福建))福清万融新材料一体化项目海域使用权获批。该一体化项目拟于福清市江阴半岛建设丙烷脱氢(PDH)一体化及配套设施,项目主攻高端聚烯烃产品。

据我们不完全统计,按照2024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2022-2023年新项目将新增年营收327亿元,2022-2024年新项目将新增年营收累计807亿元,全部项目均投产后将新增年营收累计1837亿元。

表 2: 万华化学 2024 年 1 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)	2024 年 均价(元/吨, 含税)	预计 2023 年 营收(亿元)	预计 2024 年 营收(亿元)	全部投 产后预 计营收 (亿元)	预计投 产时间	分类
年产 12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	7	15300	9.48	9.48	9.48	2022 年	精新-新材料
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	9540	2.53	2.53	2.53	2022 年	聚氨酯
9000 吨/年 PDMS 项目	烟台	0.91	硅氢加成聚合物	0.4	30681	2.44	2.44	2.44	2022 年	精新-新兴技术
			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	2022 年	精新-功能化学品
			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	9540	4.22	4.22	4.22	2022 年	聚氨酯
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	9540	2.53	2.53	2.53	2022 年	聚氨酯
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	15300	4.47	4.47	4.47	2022 年	精新-新材料
万华化学聚醚胺新产品试验项目	烟台	0.05	聚醚胺	0.3	50000	1.33	1.33	1.33	2022 年	精新-功能化学品
年产 48 万吨双酚 A 一体化项目	烟台	62.36	双酚 A	48	9580	40.69	40.69	40.69	2022/6/1	精新-高性能聚合物
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	9540	14.35	14.35	14.35	2022 年	聚氨酯
			组合料聚醚	10	9540	8.44	8.44	8.44		

年产4万吨尼龙12 (PA12) 项目	烟台	25.48	尼龙12	4	150000	53.10	53.10	53.10	2022年	精新-新兴技术
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	4.42	2022年	精新-功能化学品
万华化学年产6万吨新戊二醇项目	烟台		新戊二醇	6	9993	5.31	5.31	5.31	2022年	石化
年产14万吨聚碳酸酯 (PC) 项目	烟台	11.09	PC	14	14667	9.09	18.17	18.17	2023年	精新-高性能聚合物
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	17045	45.25	90.50	90.50	2023年	聚氨酯
			改性 MDI	28	18000	22.30	44.60	44.60		精新-功能化学品
			HDI	5	36082	7.98	15.97	15.97		
			HDI 加合物	6	36082	9.58	19.16	19.16		
万华化学福建 40 万吨/年 MDI 项目	福建	56.05	MDI	40	17045	30.17	60.34	60.34	2023年	聚氨酯
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	16707	18.48	36.96	36.96	2023年	聚氨酯
万华化学 (四川) 年产 8 万吨 NMP 项目	眉山		NMP	8	45600	16.14	32.28	32.28	2023年	精新-功能化学品
万华化学 20 万吨/年顺酐项目	烟台	17.81	顺酐	20	6760	5.98	11.96	11.96	2023年	石化
聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目	烟台	176.0	2# 乙烯裂解装置 (含 60000 标立方米/小时 PSA 装置)	120					2024年	石化
			2# 裂解汽油加氢装置	55						
			芳烃抽提装置	40	8475		15.00	30.00		
			2# 丁二烯装置	20	8312		7.36	14.71		
			LDPE 装置	25	9047		10.01	20.01		
			POE 装置	40	25000		44.25	88.50		
MMA 一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	17122		6.06	12.12	2024年	精新-新材料
			MMA	8	12857		4.55	9.10		

			MAA	4	12857		2.28	4.55		
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	2024年	精新一功能化学品
年产12万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	5	15300		3.38	6.77	2024年	精新一新材料
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		3.32	6.64	2024年	精新一新兴技术
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	2453		2.17	4.34	2024年	石化
			BDO	10	9355		4.14	8.28		
万华化学(福建)年产108万吨苯胺项目	福建	27.3	苯胺	108	10853		51.86	103.73	2024年	聚氨酯
万华福建80万吨PVC项目	福建	46.3	VCM	80	3490		12.35	24.71	2024年	石化
			PVC	80	5789		20.49	40.98		
			25%wt 盐酸	7.52	539		0.18	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		3.60	7.20	2024年	精新一新兴技术
			CMP Pad 研磨垫	60万片/年	3000元/片		9.00	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	9700		17.17	34.34	2024年	石化
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	90000		19.91	39.82	2024年	精新一新兴技术
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		2.39	4.78	2024年	聚氨酯
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	1084		2.30	4.61	2024年	聚氨酯
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	9540		35.88	71.76	2024年	聚氨酯
万华化学4万吨聚醚胺项目	烟台	2.97	聚醚胺	4	50000		8.85	17.70	2024年	精新一功能化学品
万华化学2万吨/年有机硅MQ树脂	烟台	2.86	有机硅MQ树脂	2	32400		2.87	5.73	2024年	精新一新兴技

及衍生物项目										术	
万华化学年产 7.5 万吨聚乳酸一体化项目	眉山		PLA	7.5	26000			8.63	17.26	2024 年	精新- 新兴技术
万华化学蓬莱工业园高性能新材料一体化项目	蓬莱	231	PP	30	14667				38.94	2025 年	石化
			聚醚多元醇	50	9540				42.21	2025 年	
			丙烯酸	5.17	5943				2.72	2025 年	
			丙烯酸丁酯	16	9432				13.35	2025 年	
			丙烯酸辛酯	2	13737				2.43	2025 年	
			环氧乙烷及衍生物	30	6493				17.24	2025 年	
万华化学（宁波）年产 5 万吨水性树脂项目	宁波	3.42	水性树脂	5	27058				11.97	2025 年	精新- 新兴技术
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	聚氨酯
万华化学营养品项目	烟台	14.89	W 酯	1.11	83465				8.20	2025 年	精新- 功能化学品
			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	精新- 新兴技术
万华化学 10 万吨/年二元醇项目	烟台	17.33	二元醇	10	9355				8.28	2025 年	石化
万华化学特种异氰酸酯项目	烟台	18.93	HMDA	3	70000				18.58	2025 年	精新- 功能化学品
			XDI	0.6	150000				7.96	2025 年	
万华化学特种异丁烯衍生物项目	烟台	13.31	叔丁胺	3	25000				6.64	2025 年	精新- 功能化学品
			异壬酸	2.5	20000				4.42	2025 年	
万华化学 2 万吨/年间苯二甲胺项目	烟台	7.57	间苯二甲胺	2	60000				10.62	2025 年	精新- 功能化学品
万华（蓬莱）年产 0.42 万吨增香剂项目	蓬莱	0.98	$\beta$ -紫罗兰酮	0.42	108480				4.03	2025 年	精新- 功能化学品
万华（蓬莱）年产 6000 吨聚碳酸酯二元醇项目	蓬莱	1.47	聚碳酸酯二元醇	0.6	44490				2.36	2025 年	精新- 高性能聚合物
万华化学聚碳酸酯扩能技改项目	烟台	2.6	PC	14	14667				18.17	2025 年	精新- 高性能

										聚合物
万华化学年产 36 万吨环氧丙烷环氧乙烷衍生物扩建设项目	烟台	0.56	PO/EO 衍生物	36	8097			25.79	2025 年	石化
年产 1.2 万吨对叔丁基苯酚 (PTBP) 项目	烟台	1.87	对叔丁基苯酚	1.2	12000			1.27	2025 年	精新-功能化学品
环氧乙烷装置改扩建项目	烟台	0.95	环氧乙烷	4.5	6493			2.59	2025 年	石化
万华化学 2000 吨/年尼龙 12 弹性体工业化项目	烟台	0.35	尼龙 12 弹性体	0.2	150000			2.65	2025 年	精新-新兴技术
福建 80 万吨/年 MDI 技改扩能	福建		MDI	40	17045			60.34	2025 年	聚氨酯
万华化学 (烟台) 石化乙烯法聚氯乙稀生产线技改项目	烟台	1.90	1,2-二氯乙烷	12.96	3970			4.55	2025 年	石化
			VCM	8	6957			4.93	2025 年	
容威聚氨酯年产 16 万吨聚醚多元醇扩能项目	烟台		聚醚多元醇	16	9540			13.51	2025 年	聚氨酯
万华化学 (蓬莱) 年产 15 万吨碳酸酯项目	蓬莱	11.50	碳酸酯	15	6676			8.86	2025 年	精新-新兴技术
万华化学 (蓬莱) 氢气综合利用项目	蓬莱		合成氨	18	4101			6.53	2025 年	石化
万华化学 (蓬莱) 专用工程塑料一体化项目	蓬莱		丙烯腈	26	9539			21.95	2025 年	精新-高性能聚合物
			ABS	40	10866			38.46	2025 年	
万华化学 (蓬莱) 丙烯酸及酯二期项目	蓬莱		丙烯酸丁酯	40	9432			33.39	2025 年	石化
万华化学 1 万吨/年六氟磷酸锂项目	烟台	9.42	六氟磷酸锂	1	200000			17.70	2025 年	精新-新兴技术
万华化学 10 万吨/年高端 $\alpha$ -烯烃项目	烟台		$\alpha$ -烯烃	10	18000			15.93	2025 年	石化
万华化学 3 万吨高吸水性树脂项目	烟台		SAP	3	9650			2.56	2025 年	精新-高性能聚合物
万华化学 (福建) TDI 二期扩建 33	福建		TDI	33	16707			48.79	2025 年	聚氨酯

万吨/年项目										
万华化学（福建）高盐废水综合利用暨 70 万吨/年离子膜烧碱项目	福建		烧碱	70	842			5.22	2025 年	聚氨酯
万华化学年产 25 万吨聚氨酯树脂扩能项目	烟台		聚氨酯树脂	25	15000			33.19	2025 年	聚氨酯
万华化学 HDI 及加合物扩能项目	烟台		HDI 及加合物	7	36082			22.35	2025 年	精新一功能化学品
万华化学 1 万吨年亲水性 PU 预聚体项目	烟台		PU 预聚体	1	15000			1.33	2025 年	聚氨酯
万华烟台甲基丙烯酸羟乙酯（HEMA）改扩建项目	烟台		HEMA	1.5	17122			2.27	2025 年	精新一新材料
万华化学（蓬莱）40 万吨/年聚烯烃弹性体项目	烟台		POE	40	25000			88.50	2025 年	石化
万华化学（福建）TDI 一期技改扩能 33 万吨/年项目	福建		TDI	8	16707			11.83	2025 年	聚氨酯
万华化学年产 1500 吨高折射 PC 项目	烟台		PC	0.15					2025 年	精新一高性能聚合物
合计		972.9				327.1	807.1	1836.9		

资料来源：wind，公司公告，相关项目环评，国海证券研究所

注：2024 年产品均价截至 2024 年 2 月 18 日

**表 3：万华化学各板块投资额及预计营收统计（亿元）**

板块	聚氨酯	石化	精细化学品及新材料	合计
2022-2023 年投资额	120	18	154	292
2022-2024 年投资额	166	265	202	633
<b>全部投资额</b>	<b>245</b>	<b>440</b>	<b>288</b>	<b>973</b>
2023 年预计营收	118	11	198	327
2024 年预计营收	304	49	454	807
<b>全部预计营收</b>	<b>581</b>	<b>305</b>	<b>950</b>	<b>1837</b>

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所



表 4: 万华化学 (2024 年 1 月-2024 年 2 月) 新项目环评情况

时间	项目名称	环评公示进展
2024/2/1	万华化学 (福建) 异氰酸酯 80 万吨/年 MDI 技改扩能项目	环评获得福州市生态环境局批复
2024/1/29	万华福建工业园 MDI 一体化扩能配套项目-气体扩能改造项目	环境影响评价第二次公示
2024/1/29	万华化学 (福建) 有限公司 TDI 一期技改扩能 33 万吨/年项目	环境影响评价第一次公示
2024/1/17	万华化学集团股份有限公司年产 1500 吨高折射 PC 项目	环境影响报告书报批前公示

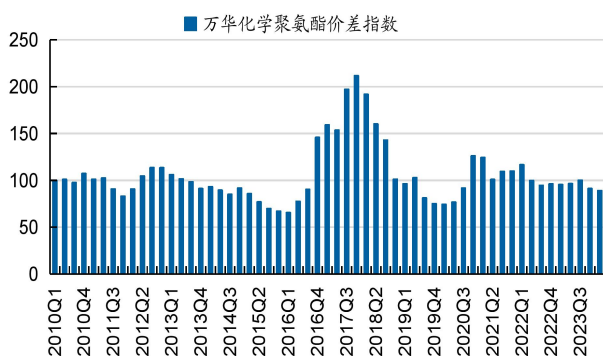
资料来源: 公司官网, 烟台生态环境局官网, 公司公告, 国海证券研究所

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

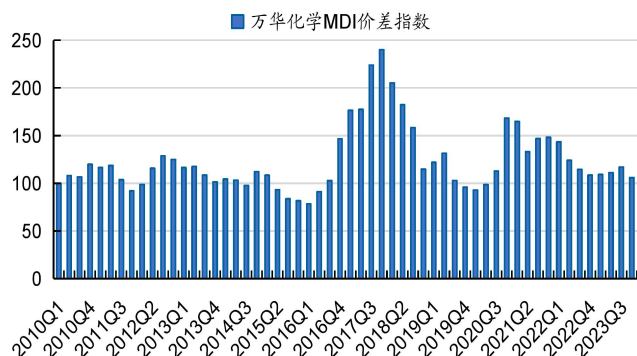
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 2024 年 2 月 9 日, 2024 年 Q1 万华化学聚氨酯板块价差指数为 88.97, 较 2023 年 Q4 下滑 2.23; 处于历史 16.05%分位数, 较 2023 年 Q4 下滑 1.53 个百分点。截至 2024 年 2 月 9 日, 2024 年 Q1 万华化学 MDI 价差指数为 102.50, 较 2023 年 Q4 下滑 3.39; 处于历史 14.98%分位数, 较 2023 年 Q4 下滑 2.10 个百分点。

图 7: 万华聚氨酯价差指数处于历史 16.05%分位



资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q1 统计截至 2024.2.9)

图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 14.98%分位

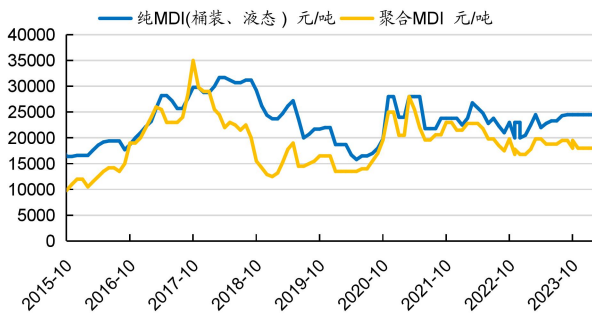


资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q1 统计截至 2024.2.9)

### 5.1、MDI

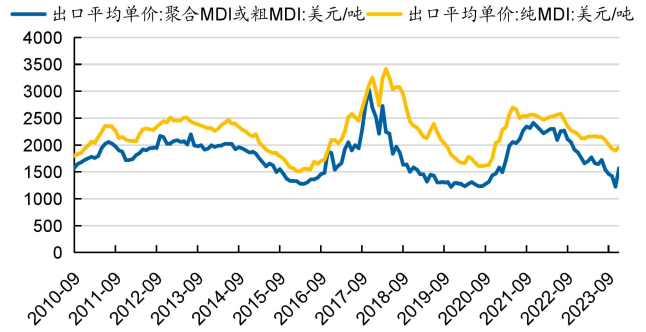
#### 5.1.1、MDI 及主要原材料价格

图 9: 万华化学 MDI 挂牌价



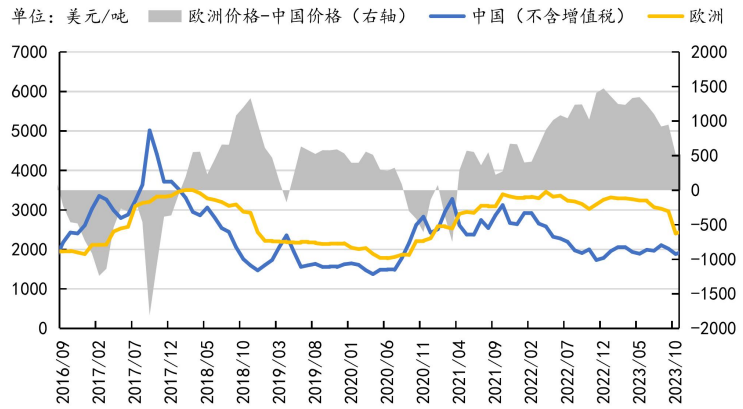
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: MDI 出口价格



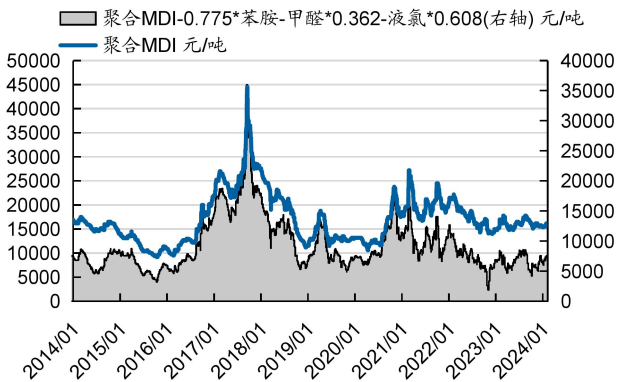
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 中国与欧洲 MDI 价格



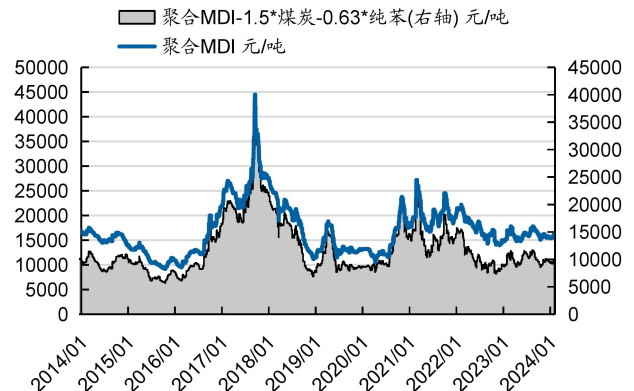
资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差



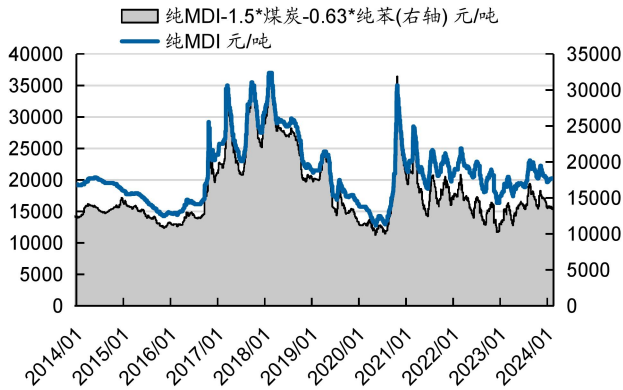
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差



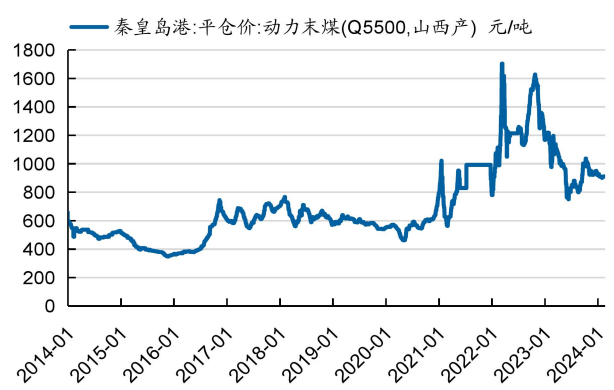
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 纯 MDI 和纯苯价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

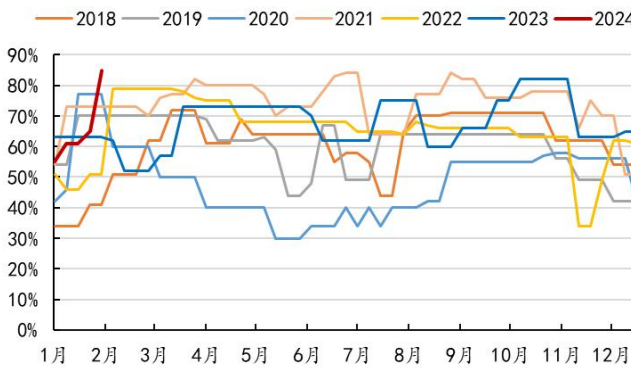
图 15: 煤炭价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

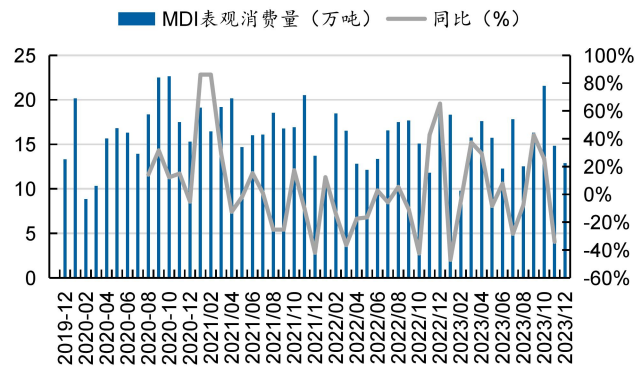
### 5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



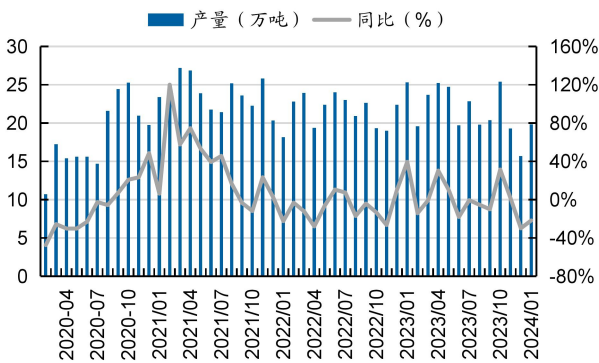
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 17: MDI 月度表观消费量



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 18: MDI 月度产量



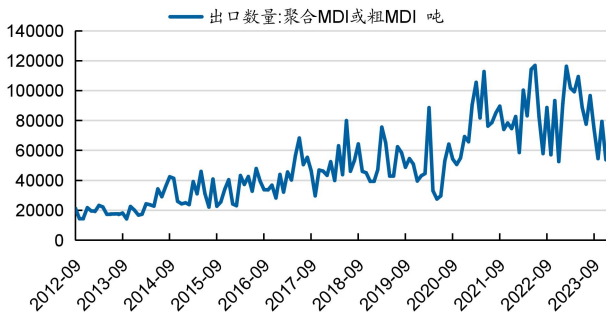
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024-01	6.54	2.60	9.14
2023-12	6.33	0.49	6.82
2023-11	5.05	3.45	8.50
2023-10	5.02	7.61	12.63
2023-09	1.63	6.78	8.41
2023-08	3.39	7.13	10.52
2023-07	6.78	7.31	14.09
2023-06	5.88	5.01	10.89
2023-05	6.07	7.55	13.62
2023-04	7.00	6.99	13.99
2023-03	7.23	5.64	12.87
2022-02	6.53	4.20	10.73
2023-01	7.23	7.22	14.46
2022-12	7.23	7.22	14.46
2022-11	3.40	7.79	11.19

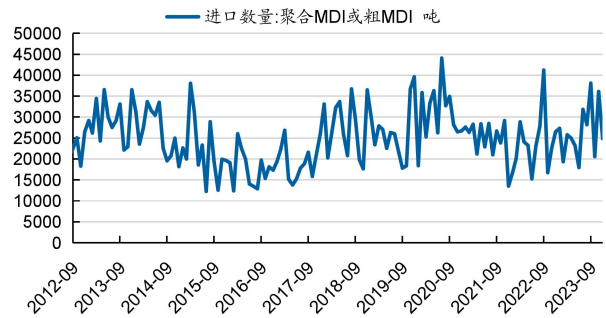
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 19: 聚合 MDI 月度出口量



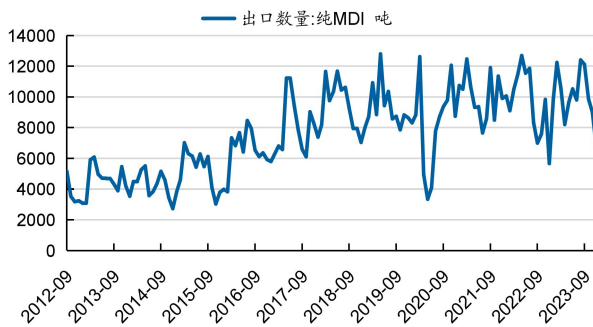
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 聚合 MDI 月度进口量



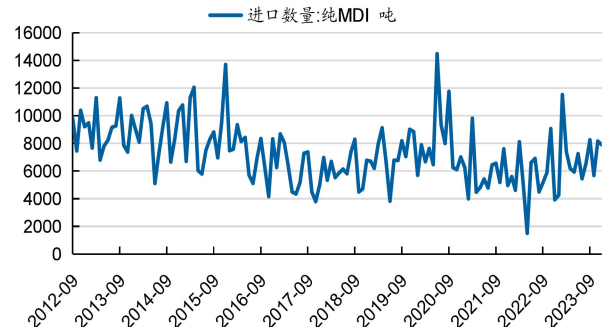
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 纯 MDI 月度出口量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 纯 MDI 月度进口量



资料来源: wind, 国海证券研究所

表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-12	2.67	0.97	3.64
2023-11	5.76	0.68	6.44
2023-10	3.63	0.90	4.53
2023-09	3.58	2.78	6.37
2023-08	2.87	5.41	8.29
2023-07	2.97	3.43	6.40
2023-06	3.09	2.93	6.01
2023-05	3.07	6.24	9.32
2023-04	3.60	4.24	7.84
2023-03	2.97	4.20	7.17
2023-02	3.80	4.55	8.36
2023-01	2.04	4.92	6.96
2022-12	1.49	2.72	4.21
2022-11	1.09	5.71	6.80
2022-10	1.15	3.16	4.30
2022-09	2.51	4.31	6.82
2022-08	1.21	3.41	4.62

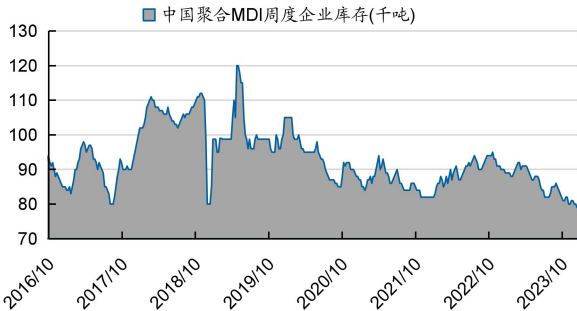
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-12	0.27	0.19	0.46
2023-11	0.30	0.40	0.70
2023-10	0.09	0.71	0.80
2023-09	0.07	0.94	1.01
2023-08	0.05	0.60	0.65
2023-07	0.06	0.81	0.86
2023-06	0.04	0.86	0.90
2023-05	0.03	0.80	0.83
2023-04	0.03	0.59	0.62
2023-03	0.11	0.73	0.83
2023-02	0.09	0.92	1.00
2023-01	0.03	0.80	0.83
2022-12	0.01	0.40	0.41
2022-11	0.02	0.84	0.86
2022-10	0.05	0.55	0.59
2022-09	0.03	0.55	0.57
2023-11	0.30	0.40	0.70

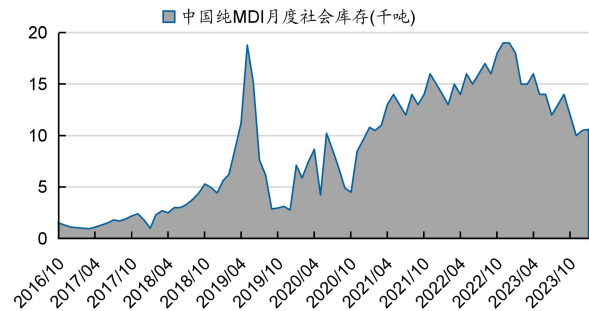
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 23: 聚合 MDI 周度库存



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 24: 纯 MDI 月度库存



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

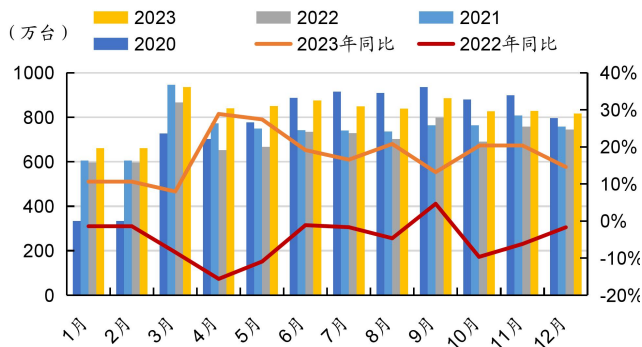
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2024 年 1 月)

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	40 万吨装置正常运行, 80 万吨装置 2024 年 1 月 31 日已重启运行
烟台万华	110	装置正常运行
福建万华	40	装置低负运行
上海亨斯迈	40	装置低负运行
上海巴斯夫	19	装置低负运行
上海科思创	60	装置正常运行
重庆巴斯夫	40	装置正常运行
东曹瑞安	7	装置低负运行
宝思德	40	装置正常运行
德国科思创	20	装置低负运行
德国科思创	40	装置低负运行
西班牙科思创	17	装置正常运行
美国科思创	33	装置恢复正常
日本科思创	7	装置正常运行
美国巴斯夫	40	装置正常运行
比利时巴斯夫	65	装置低负运行
韩国巴斯夫	25	装置正常运行
美国亨斯迈	50	装置维持 7 成开工负荷
荷兰亨斯迈	47	装置正常运行
美国陶氏	34	装置正常运行
德国陶氏	19	装置正常运行
葡萄牙陶氏	18	装置正常运行
沙特陶氏	40	装置正常运行
日本东曹	40	装置低负运行
合计	1016	

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 天天化工网, 国海证券研究所

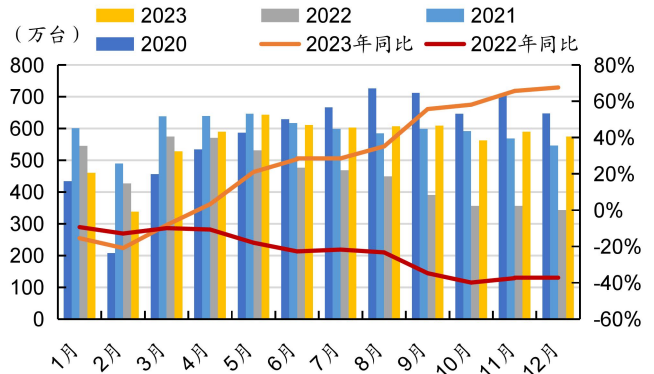
### 5.1.3、MDI 下游需求情况

图 25: 冰箱月度产量



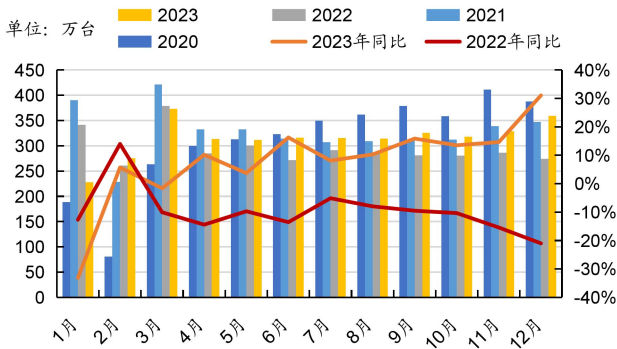
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 冰箱出口数量



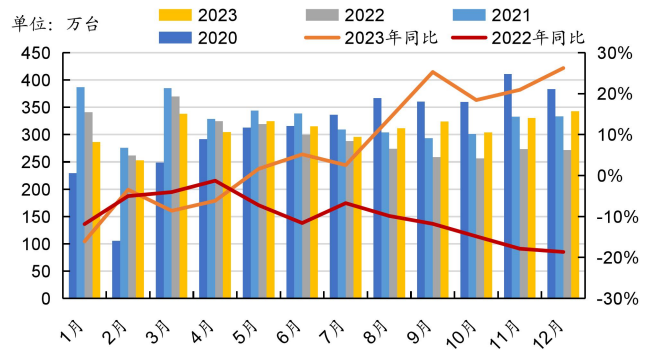
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜产量



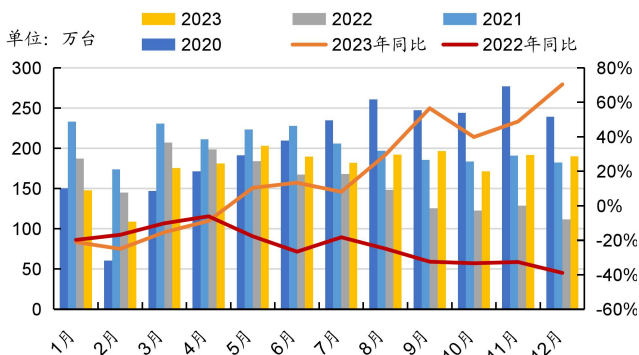
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜销量



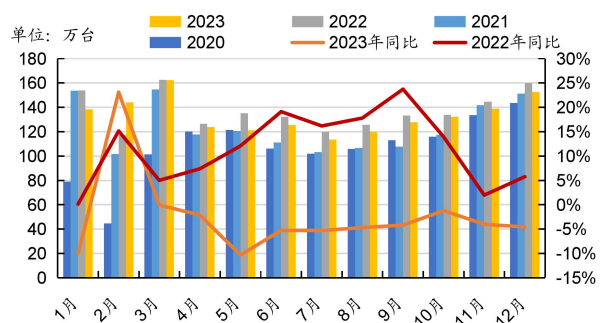
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 29: 冰柜出口数量



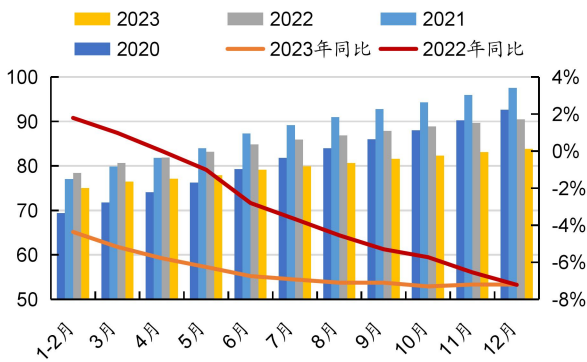
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 30: 冰柜内销量



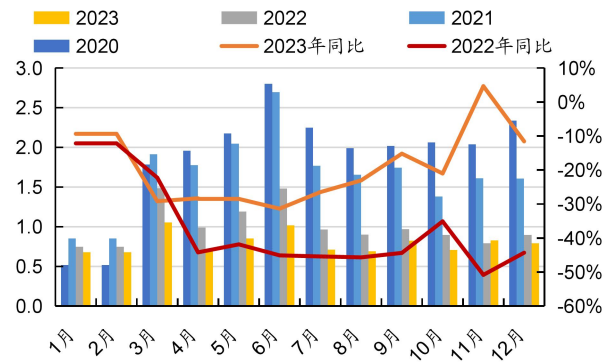
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



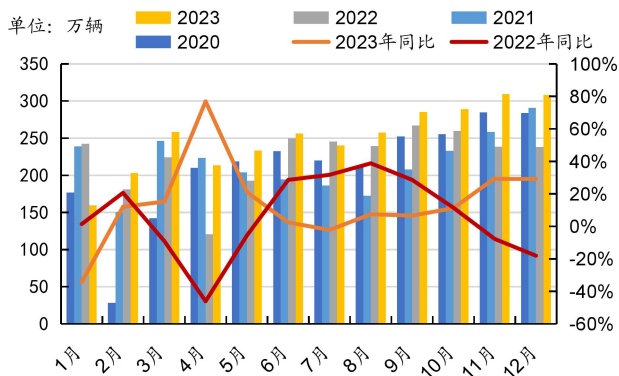
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



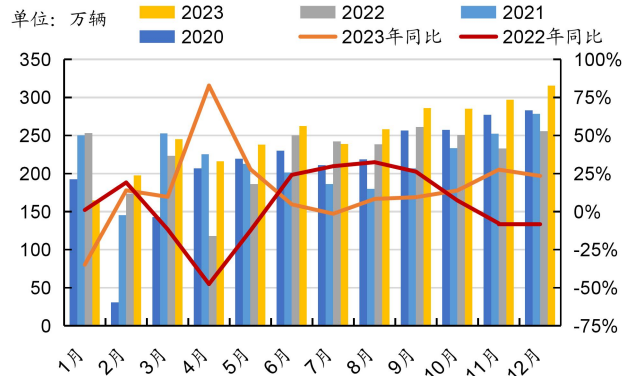
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



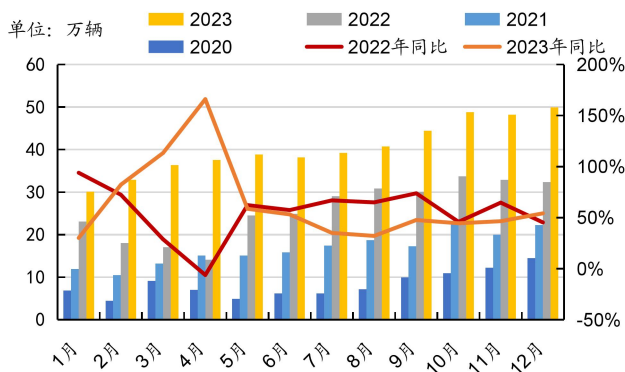
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



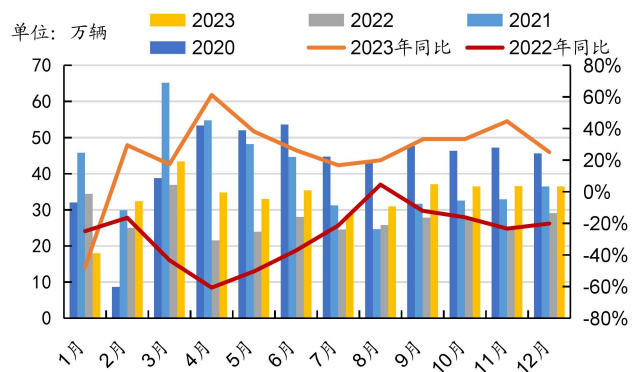
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



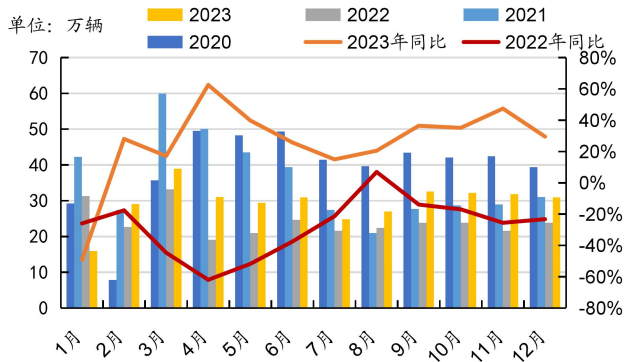
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 36: 国内商用车销量



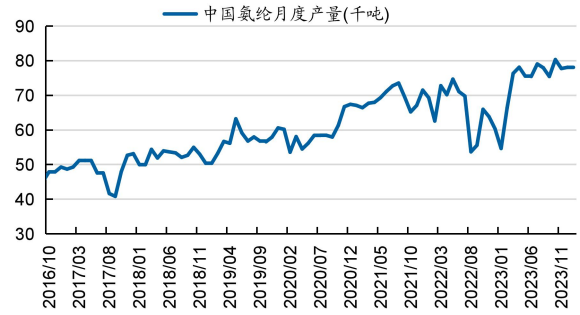
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 37: 国内货车销量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 38: 国内氨纶产量



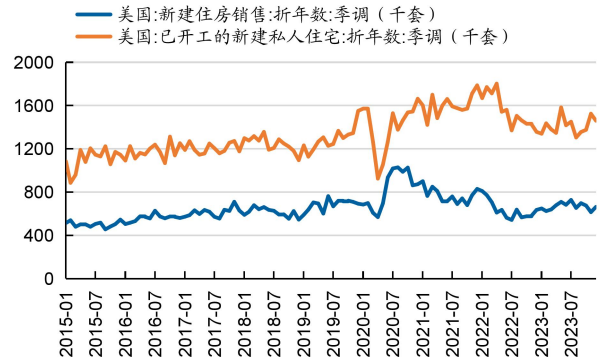
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 39: 美国成屋销售量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 40: 美国新建住房销量及新建私人住宅量

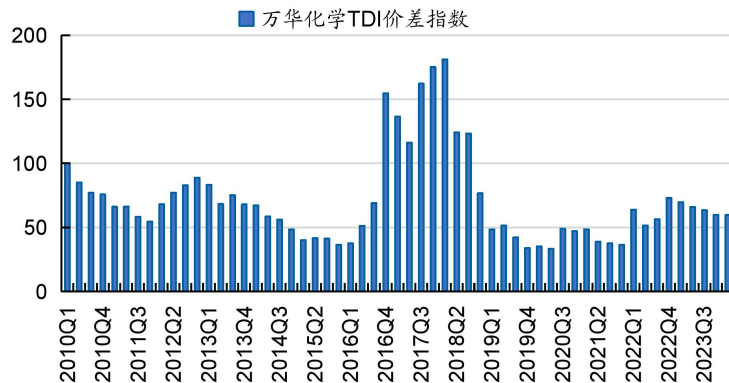


资料来源: wind, 国海证券研究所

## 5.2、TDI

截至 2024 年 2 月 9 日，2024 年 Q1 万华化学 TDI 价差指数为 59.71，较 2023 年 Q4 下降 0.08；处于历史 17.87%分位数，较 2023 年 Q4 下滑 0.06 个 pct。

图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 17.87%分位

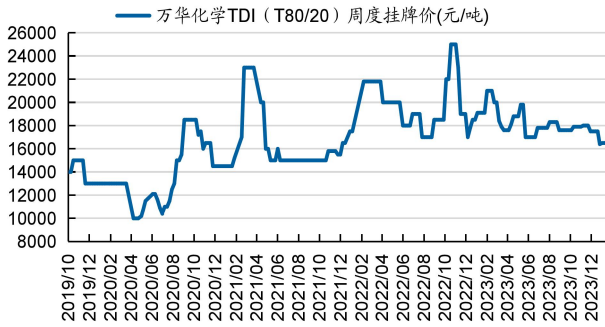


资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q1 统计截至 2024.2.9)



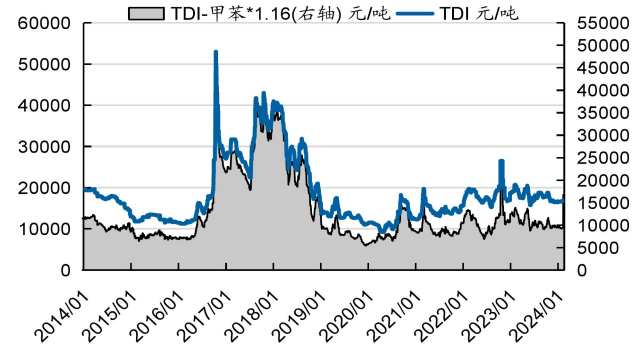
### 5.2.1、TDI 及主要原材料价格

图 42: 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

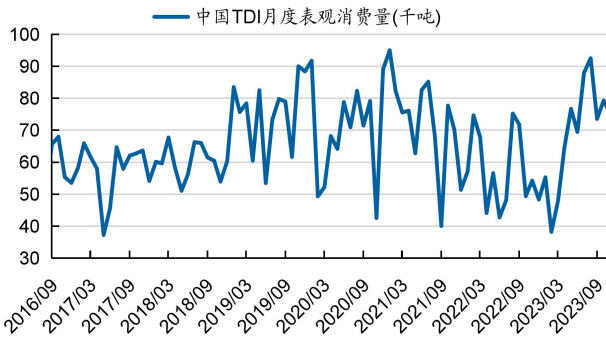
图 43: TDI 和甲苯价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

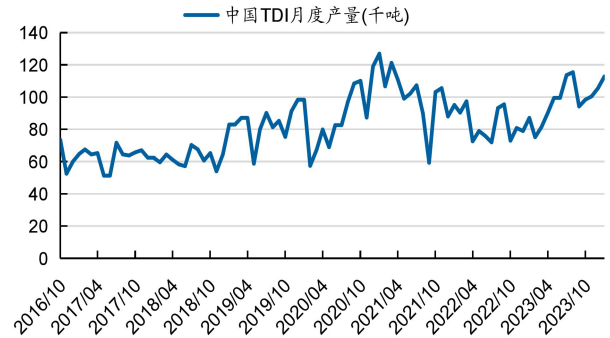
### 5.2.2、TDI 供需情况

图 44: TDI 月度表观消费量



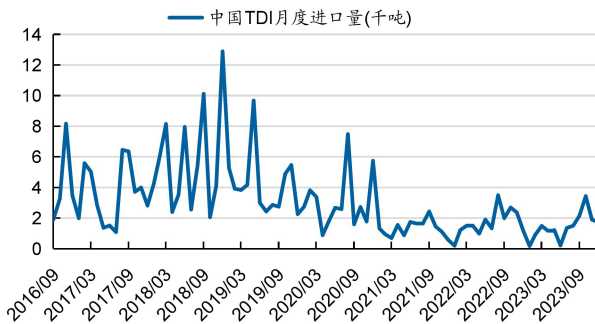
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 45: TDI 月度产量



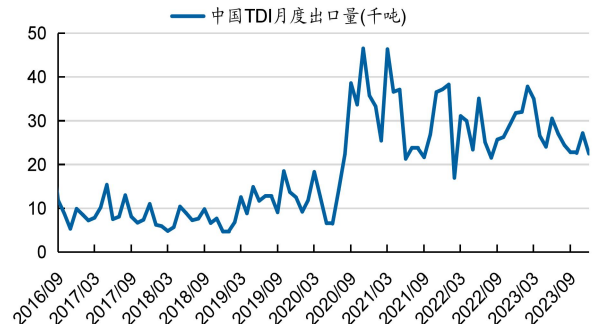
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 46: TDI 月度进口量



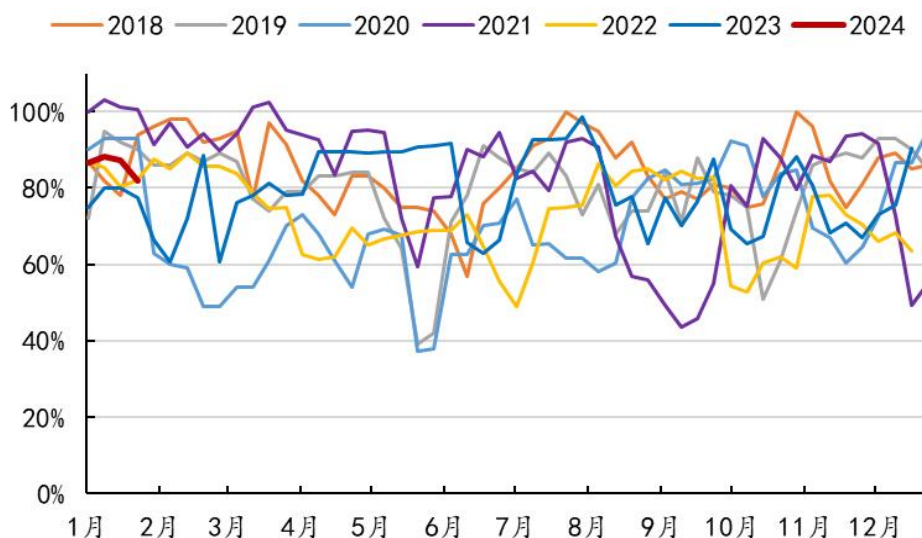
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 47: TDI 月度出口量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 48: TDI 周度开工负荷



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

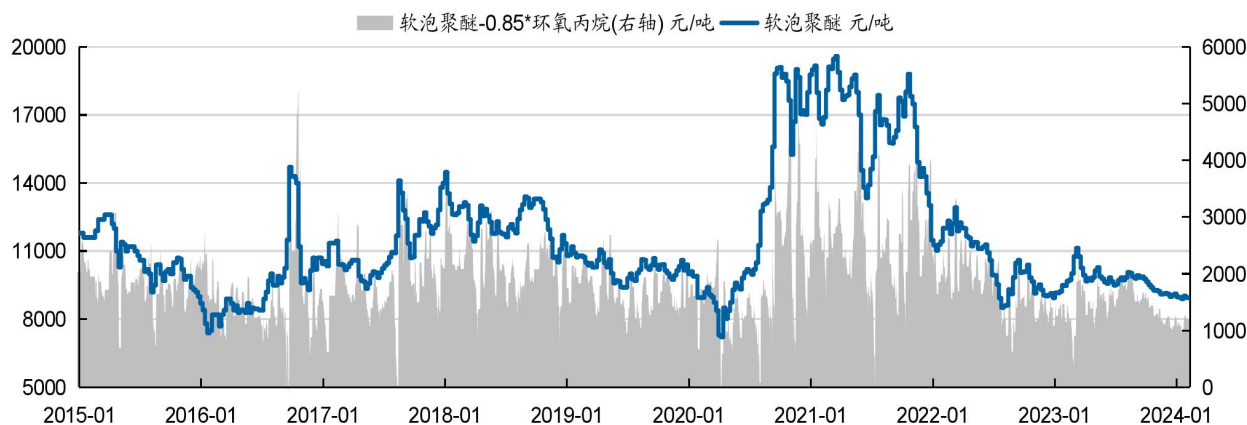
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 1 月)

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	高负荷运行	——
万华化学	30	液相光气法	满负荷运行	——
万华化学福建	25	液相光气法	中等负荷运行	——
上海巴斯夫	16	液相光气法	满负荷运行	——
沧州大化	12	液相光气法	满负荷运行	——
甘肃银光	12	液相光气法	中高负荷运行	——
新疆和山巨力	15	液相光气法	高负荷运行	——
<b>合计</b>	<b>141</b>	<b>预计月度开工负荷</b>	<b>83.51%</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 49: 软泡聚醚价格及价差



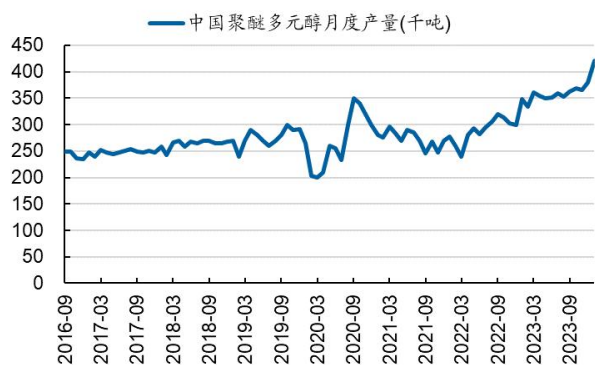
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 50: 硬泡聚醚价格及价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 51: 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 52: 聚醚月度表观消费量

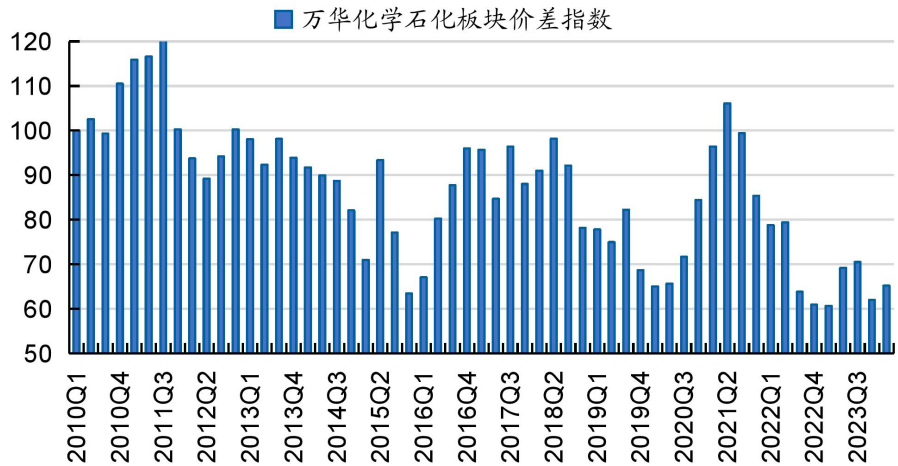


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

## 6、石化板块

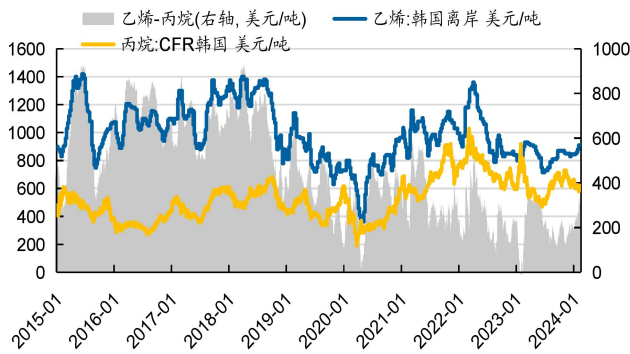
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法, 计算板块整体价差。截至 2024 年 2 月 18 日, 2024 年 Q1 万华化学石化板块价差指数 65.21, 较 2023 年 Q4 上涨 3.22; 处于历史 7.62%分位数, 较 2023 年 Q4 上升 5.37 个百分点。

图 53: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 7.62%分位



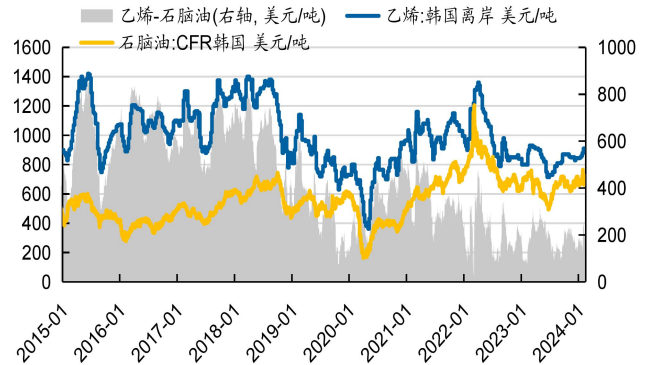
资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q1 统计截至 2024.2.18)

图 54: 乙烯-丙烷价差



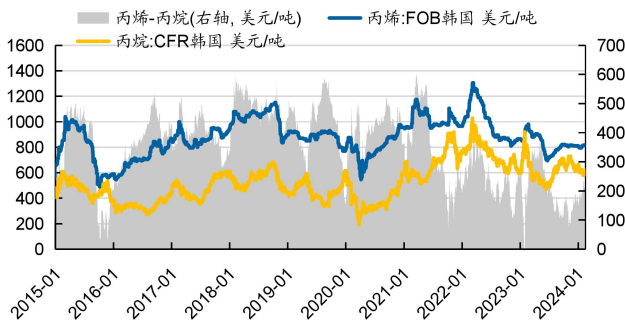
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 55: 乙烯-石脑油价差



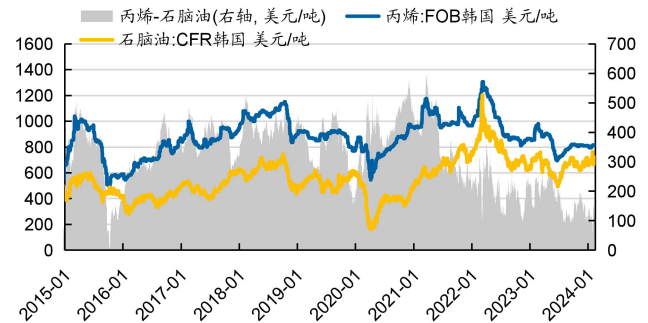
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 56: 丙烯-丙烷价差



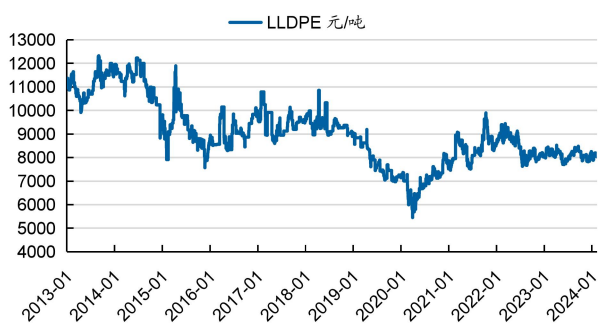
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 57: 丙烯-石脑油价差



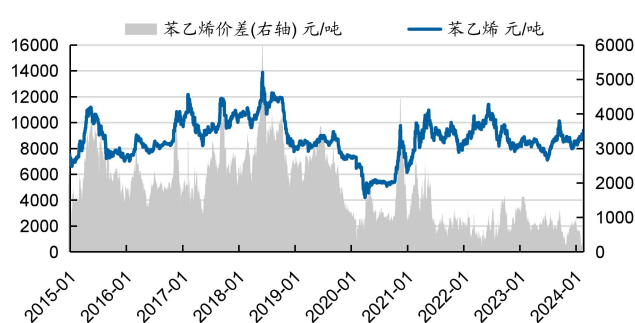
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 58: LLDPE 价格



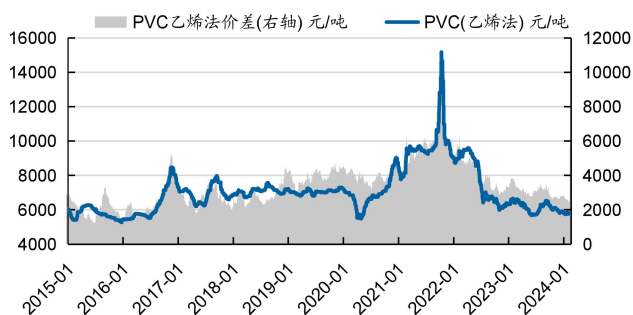
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 59: 苯乙烯价格价差



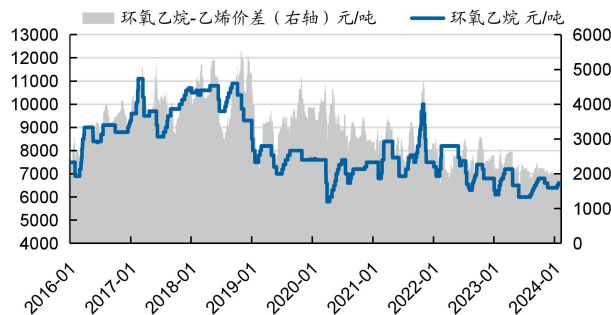
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 60: PVC 价格价差 (乙烯法)



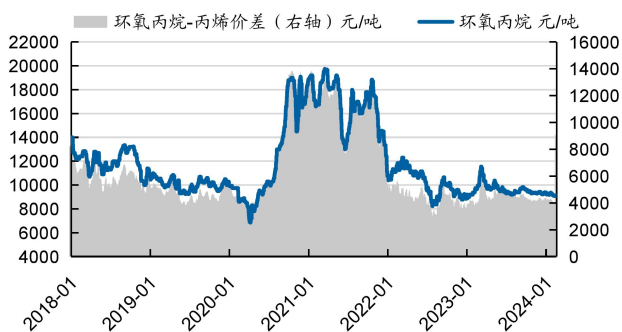
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



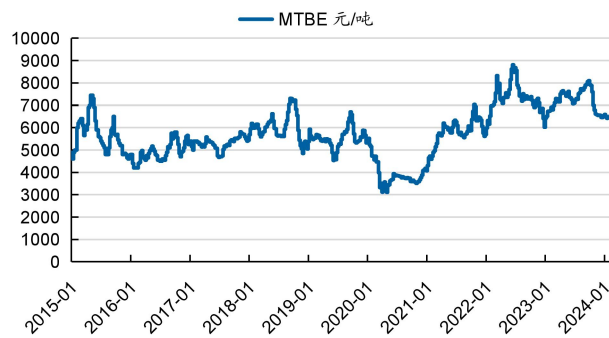
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 63: MTBE 价格

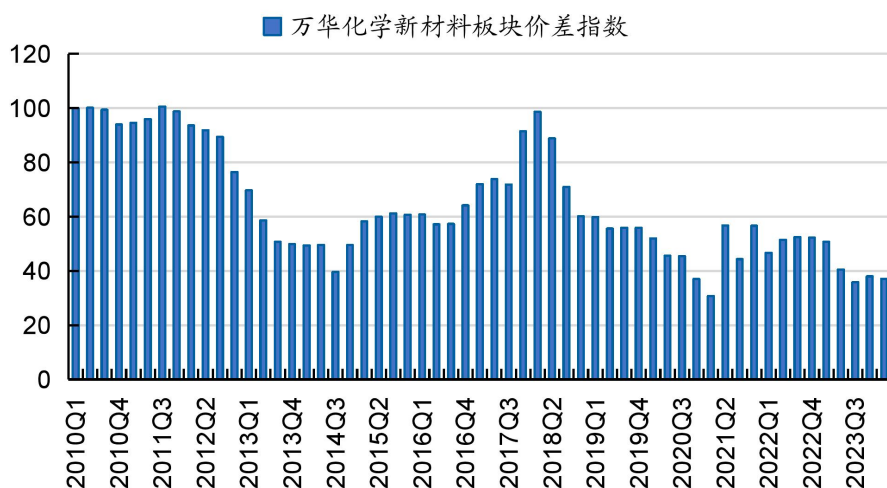


资料来源: wind, 国海证券研究所

## 7、新材料板块

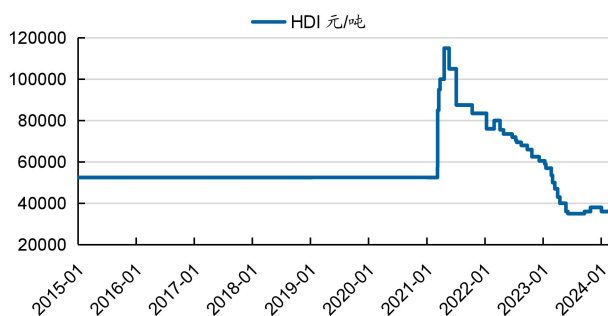
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2024 年 2 月 18 日，2024 年 Q1 万华化学新材料板块价差指数为 37.09，较 2023 年 Q4 下滑 0.90；处于历史 9.12% 分位数，较 2023 年 Q4 下滑 1.29 个百分点。

图 64：万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 9.12% 分位



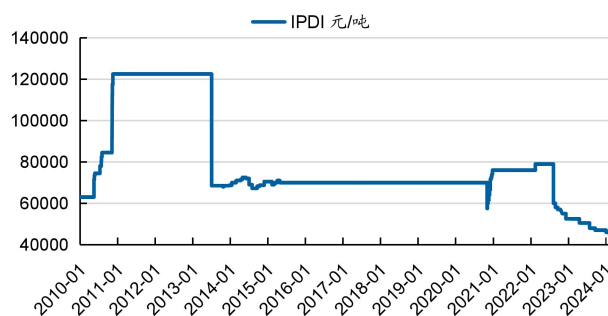
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q1 统计截至 2024.2.18）

图 65：HDI 市场价



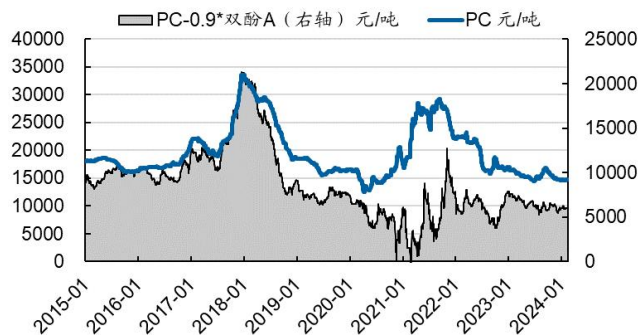
资料来源：wind，国海证券研究所

图 66：IPDI 市场价



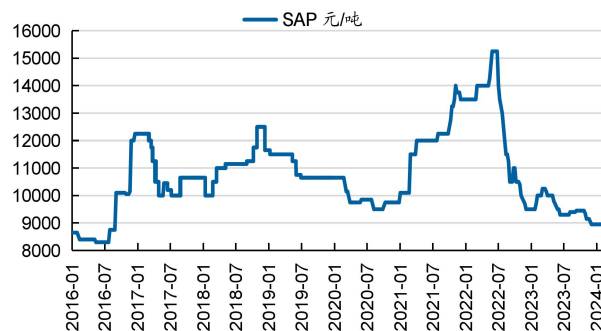
资料来源：wind，国海证券研究所

图 67: PC-0.9\*双酚 A 价差



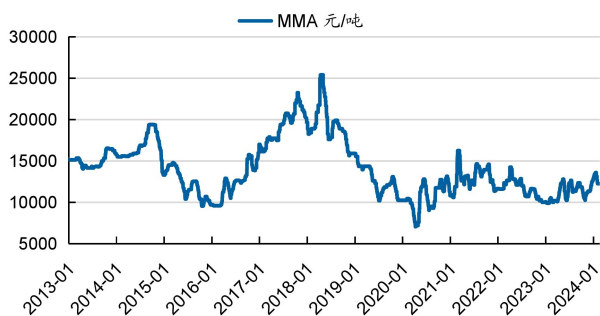
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



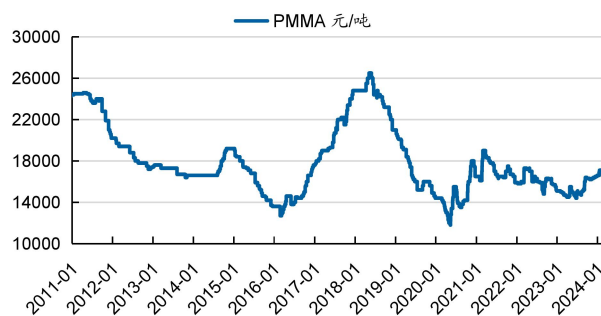
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



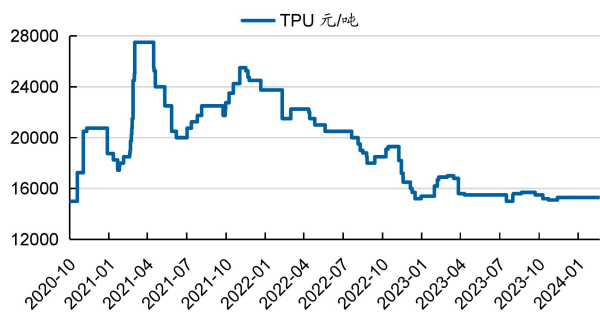
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 70: PMMA 市场价



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 71: TPU 价格



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 72: 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

综合考虑产品景气度、下游需求、在建项目进度等多种因素,预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 168.14、219.81、308.72 亿元,对应 PE 分别 14、11、8 倍,考虑公司未来成长性,维持“买入”评级。

## 9、风险提示

项目建设不及预期: MDI、TDI、柠檬醛等一系列项目投产低于预期的风险;

市场大幅度波动: MDI、TDI、PC 等公司产品市场发生较大波动的风险;

新产品不及预期: 三元正极、磷酸铁锂等新材料产品市场推广低于预期的风险;

同行业竞争加剧: PC、丙烯酸及酯、TDI 等行业竞争加剧的风险;

产品价格大幅下滑: MDI、TDI、PC、PVC 等公司产品价格大幅下滑的风险;

原材料价格大幅上涨: 原材料煤炭、丙烷等价格大幅上涨的风险。



附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	74.61		投资评级:	买入		日期:	2024/02/19	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	21%	18%	19%	21%	EPS	5.17	5.36	7.00	9.83				
毛利率	17%	17%	18%	19%	BVPS	24.47	29.83	36.83	46.66				
期间费率	3%	3%	3%	2%	<b>估值</b>								
销售净利率	10%	10%	10%	12%	P/E	17.92	13.93	10.66	7.59				
<b>成长能力</b>					P/B	3.79	2.50	2.03	1.60				
收入增长率	14%	6%	21%	24%	P/S	1.76	1.34	1.11	0.89				
利润增长率	-34%	4%	31%	40%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.82	0.79	0.84	0.91	营业收入	165565	175361	211936	262152				
应收账款周转率	18.27	17.52	17.89	17.71	营业成本	138132	145621	173757	212722				
存货周转率	9.10	9.77	9.57	9.83	营业税金及附加	913	1052	1484	1573				
<b>偿债能力</b>					销售费用	1153	1311	1695	1835				
资产负债率	60%	55%	51%	46%	管理费用	1966	1929	2543	2915				
流动比	0.54	0.53	0.58	0.72	财务费用	1235	1513	1516	1512				
速动比	0.34	0.34	0.35	0.45	其他费用/(-收入)	3420	3580	4663	5505				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	19839	21276	27463	37789				
现金及现金等价物	18989	18348	19106	27162	营业外净收支	-298	5	5	10				
应收款项	9060	10007	11846	14806	利润总额	19541	21281	27468	37799				
存货净额	18185	17953	22149	26671	所得税费用	2499	2830	3653	5027				
其他流动资产	5298	6490	6855	8406	净利润	17042	18451	23815	32772				
<b>流动资产合计</b>	<b>51532</b>	<b>52799</b>	<b>59955</b>	<b>77044</b>	少数股东损益	808	1637	1834	1900				
固定资产	78558	86468	94092	100121	归属于母公司净利润	16234	16814	21981	30872				
在建工程	37064	43967	51275	58380	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	27460	31292	35071	38876	经营活动现金流	36337	32566	36484	42458				
长期股权投资	6229	8686	11064	13482	净利润	16234	16814	21981	30872				
<b>资产总计</b>	<b>200843</b>	<b>223211</b>	<b>251457</b>	<b>287904</b>	少数股东损益	808	1637	1834	1900				
短期借款	44019	44019	44019	44019	折旧摊销	9354	10511	13160	13573				
应付款项	24205	25932	28904	29723	公允价值变动	-173	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	8821	2010	-1968	-5358				
其他流动负债	26792	28983	30442	33298	投资活动现金流	-34325	-31598	-34118	-32794				
<b>流动负债合计</b>	<b>95017</b>	<b>98935</b>	<b>103365</b>	<b>107040</b>	资本支出	-32614	-29494	-32004	-30740				
长期借款及应付债券	16168	16168	16168	16168	长期投资	-2144	-2607	-2528	-2568				
其他长期负债	8321	8321	8321	8321	其他	434	503	414	514				
<b>长期负债合计</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	筹资活动现金流	-17188	-1608	-1608	-1608				
<b>负债合计</b>	<b>119506</b>	<b>123424</b>	<b>127854</b>	<b>131529</b>	债务融资	-6310	0	0	0				
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	850	0	0	0				
股东权益	81337	99788	123603	156375	其它	-11727	-1608	-1608	-1608				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>200843</b>	<b>223211</b>	<b>251457</b>	<b>287904</b>	现金净增加额	-15202	-641	758	8056				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

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

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

## 【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视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。