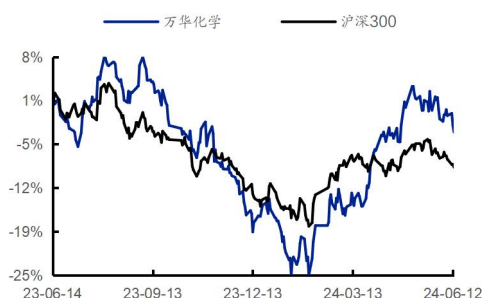


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

海外 MDI 装置不可抗力频发, 万华大乙烯装置 拟进行原料多元化改造

——万华化学 (600309) 公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/06/13

表现	1M	3M	12M
万华化学	-5.3%	11.7%	-2.5%
沪深 300	-3.8%	-1.3%	-8.8%

市场数据

2024/06/13

当前价格 (元)	85.76
52 周价格区间 (元)	66.78-99.78
总市值 (百万)	269,264.67
流通市值 (百万)	269,264.67
总股本 (万股)	313,974.66
流通股本 (万股)	313,974.66
日均成交额 (百万)	867.16
近一月换手 (%)	0.33

相关报告

《万华化学 (600309) 点评报告: Q1 业绩持续提升, 新项目丰富支撑未来成长 (买入) *化学制品* 李永磊, 董伯骏》——2024-04-21

《万华化学 (600309) 2024 年 3 月月报: 福建工业园 MDI 等装置复产, 下游家电需求逐渐复苏 (买入) *化学制品* 李永磊, 董伯骏》——2024-04-12

《万华化学 (600309) 2023 年年报点评报告: 经营彰显韧性, 新项目顺利推进支撑未来成长 (买入) *化学制品* 李永磊, 董伯骏》——2024-03-21

《万华化学 (600309) 公司动态研究: 2023 年业

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 8.21%分位数

截至 2024 年 6 月 12 日, 2024 年 Q2 万华化学价差指数为 71.48, 较 2024 年 Q1 下降 1.45 (以 2010 年 Q1 价差为基点), 处于历史 8.21%分位数。考虑到销量增长, 预计 Q2 归母净利润 42 亿元, 与一季度基本持平。

其中, 截至 6 月 12 日, 万华化学聚氨酯板块 Q2 价差指数为 82.12, 较 2024Q1 下滑 3.97, 处于历史 12.38%分位数。截至 2024 年 6 月 12 日, 万华化学 Q2 石化板块价差指数 70.19, 较 2024Q1 上升 1.52, 处于历史 15.91%分位。截至 2024 年 6 月 12 日, 万华化学 Q2 新材料板块价差指数为 38.65, 较 2024Q1 上升 1.33, 处于历史 11.34%分位数。

■ 重点项目进展

2024 年 6 月 11 日, 万华化学 (烟台) 石化有限公司 100 万吨/年乙烯装置原料多元化改造项目环境影响报告书征求意见稿公示。拟对现有 100 万吨/年乙烯装置进行原料多元化改造, 改造后原料由丙烷变为乙烷。

绩稳增长,联合福斯特、天合光能成立合资公司(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏》——2024-02-21
《万华化学(600309)2024年4月月报:福建MDI产能翻倍,TDI二期环评,欧美多套MDI装置低负荷运行(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏,贾冰》——2024-05-20

2024年5月31日,万华化学(福建)TDI二期扩建36万吨/年项目环境影响评价信息第二次公示。

2024年5月29日,万华烟台产业园聚碳酸酯(PC)扩能改造项目环境影响报告书征求意见稿公示,拟在山东省烟台化工产业园内对1#PC装置、2#PC装置、3#PC装置和1#特种PC装置进行扩能改造,项目建成后,PC总产能由48万吨/年扩为60万吨/年。

2024年5月24日,万华化学双酚A一体化装置技改扩能项目环境影响报告书征求意见稿公示,拟在山东省烟台化工产业园对现有异丙苯-苯酚丙酮-双酚A一体化项目进行技改升级及扩能改造,扩能后异丙苯装置规模由53万吨/年提升至68.192万吨/年,苯酚丙酮装置规模由65万吨/年提升至78万吨/年,双酚A产能由48万吨/年提升至57.6万吨/年。

2024年4月26日,万华化学(宁波)180万吨/年MDI技改项目和18万吨/年己二胺项目环保设施竣工、调试情况公示,本项目于2022年9月30日开始动工建设,2024年4月建设完成,调试时间为2024年4月26日至2024年7月26日。

2024年4月26日,万华化学(宁波)5万吨水性树脂项目环保设施竣工、调试情况公示,本项目于2022年11月9日开始动工建设,2024年4月建设完成,调试时间为2024年4月26日至2024年7月26日。

2024年4月26日,万华化学(宁波)有限公司MDI/HDI技改扩能一体化项目环保设施竣工、调试情况公示,本项目于2022年3月23日开始动工建设,2024年4月建设完成,调试时间为2024年4月26日至2024年7月26日。

■ MDI 价格价差

2024年5月,聚合MDI均价17381元/吨,同比+14.71%,环比+2.48%;纯MDI均价18706元/吨,同比-2.49%,环比-2.09%。2024年6月12日,聚合MDI价格18000元/吨,纯MDI价格19350元/吨。

2024年5月,聚合MDI与煤炭、纯苯均价价差10469元/吨,同比+10.64%,环比+2.72%;纯MDI均价价差11795元/吨,同比-12.59%,环比-4.41%。2024年6月12日,聚合MDI与煤炭、纯苯价差10724.25元/吨,纯MDI价差12074.25元/吨。

据天天化工网和百川盈孚,2024年以来,海外MDI装置非计划内停产频发,包括:1)美国巴斯夫40万吨装置4月11日不可抗力停产;2)美国科思创33万吨装置4月底不可抗力停产;3)美国陶氏34万吨装置5月21日不可抗力停产。此外,海外部分MDI装置处于低负荷,因此3-4月国内聚合MDI持续增长,2024年3月和4月出口量分别为11.3、12.7万吨,同比分别增长11%、28%。

■ 下游冰箱、汽车产量同比提升，房地产新开工同比下滑

2024年4月，国内家用电冰箱产量934万台，同比+15.4%；2024年4月，家用电冰箱出口量713万台，同比+20.85%，环比+10.20%。

2024年4月，国内冷柜产量380万台，同比+21.1%，环比-5.9%。2024年4月，国内冷柜销量362万台，同比+18.6%，环比-5.8%。

2024年4月，国内汽车产量241万辆，同比+12.8%，环比-10.5%；2024年4月，国内汽车销量236万辆，同比+9.3%，环比-12.5%。

2024年4月，房屋新开工面积累计2.35亿平方米，同比-24.6%。2024年4月，房屋累计施工面积68.8亿平方米，同比-10.8%。

■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差，预计公司2024-2026年营业收入分别为2012.27、2415.93、2760.20亿元，归母净利润分别为196.74、256.19、325.70亿元，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；终端需求低于预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175361	201227	241593	276020
增长率(%)	6	15	20	14
归母净利润(百万元)	16816	19674	25619	32570
增长率(%)	4	17	30	27
摊薄每股收益(元)	5.36	6.27	8.16	10.37
ROE(%)	19	19	21	23
P/E	14.33	13.69	10.51	8.27
P/B	2.72	2.63	2.24	1.88
P/S	1.38	1.34	1.11	0.98
EV/EBITDA	9.66	8.11	6.44	5.63

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 5 月）	7
2、 重要公告（2024 年 5 月-2024 年 6 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	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	25
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 (元)	7
图 2: 万华化学价差指数处于历史 8.21%分位 (截至 2024.6.12)	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 12.38%分位	16
图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 15.72%分位	16
图 9: 万华化学 MDI 挂牌价	16
图 10: MDI 出口价格	16
图 11: 中国与欧洲 MDI 价格	17
图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差	17
图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差	17
图 14: 纯 MDI 和纯苯价差	17
图 15: 煤炭价格	17
图 16: MDI 周度开工负荷	18
图 17: MDI 月度表观消费量	18
图 18: MDI 月度产量	18
图 19: 聚合 MDI 月度出口量	18
图 20: 聚合 MDI 月度进口量	18
图 21: 纯 MDI 月度出口量	19
图 22: 纯 MDI 月度进口量	19
图 23: 聚合 MDI 周度库存	19
图 24: 纯 MDI 月度库存	19
图 25: 冰箱月度产量	20
图 26: 冰箱出口数量	20
图 27: 冰柜产量	21
图 28: 冰柜销量	21
图 29: 冰柜出口数量	21
图 30: 冰柜内销量	21
图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)	21
图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)	21
图 33: 国内汽车产量	22
图 34: 国内汽车销量	22
图 35: 国内汽车出口数量	22
图 36: 国内商用车销量	22
图 37: 国内货车销量	22
图 38: 国内氨纶产量	22
图 39: 美国成屋销售量	23
图 40: 美国新建住房销量及新建私人住宅量	23
图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 8.37%分位	23
图 42: 万华化学 TDI 周度挂牌价	24
图 43: TDI 和甲苯价差	24
图 44: TDI 月度表观消费量	24

图 45: TDI 月度产量	24
图 46: TDI 月度进口量	24
图 47: TDI 月度出口量	24
图 48: TDI 周度开工负荷	25
图 49: 软泡聚醚价格及价差	25
图 50: 硬泡聚醚价格及价差	26
图 51: 聚醚多元醇月度产量	26
图 52: 聚醚月度表观消费量	26
图 53: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 15.91%分位	27
图 54: 乙烯-丙烷价差	27
图 55: 乙烯-石脑油价差	27
图 56: 丙烯-丙烷价差	27
图 57: 丙烯-石脑油价差	27
图 58: LLDPE 价格	28
图 59: 苯乙烯价格价差	28
图 60: PVC 价格价差 (乙烯法)	28
图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差	28
图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差	28
图 63: MTBE 价格	28
图 64: 万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 11.34%分位	29
图 65: HDI 市场价	29
图 66: IPDI 市场价	29
图 67: PC-0.9*双酚 A 价差	30
图 68: SAP 市场价	30
图 69: MMA 市场价	30
图 70: PMMA 市场价	30
图 71: TPU 价格	30
图 72: 三元正极材料价格	30
表 1: 万华化学 2024 年 5 月-2024 年 6 月重点公告	7
表 2: 万华化学 2024 年 5 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)	15
表 4: 万华化学 (2024 年 4 月下旬-2024 年 6 月) 新项目环评情况	15
表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)	18
表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)	19
表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)	19
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2024 年 5 月)	20
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 5 月)	25

1、本月行情（2024 年 5 月）

截至 2024 年 5 月 31 日，万华化学收盘价为 87.55 元，相较于 4 月 30 日涨跌幅为 -1.74%，基础化工指数涨跌幅为 1.23%，沪深 300 指数涨跌幅为 -0.68%。

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 5 月-2024 年 6 月）

表 1：万华化学 2024 年 5 月-2024 年 6 月重点公告

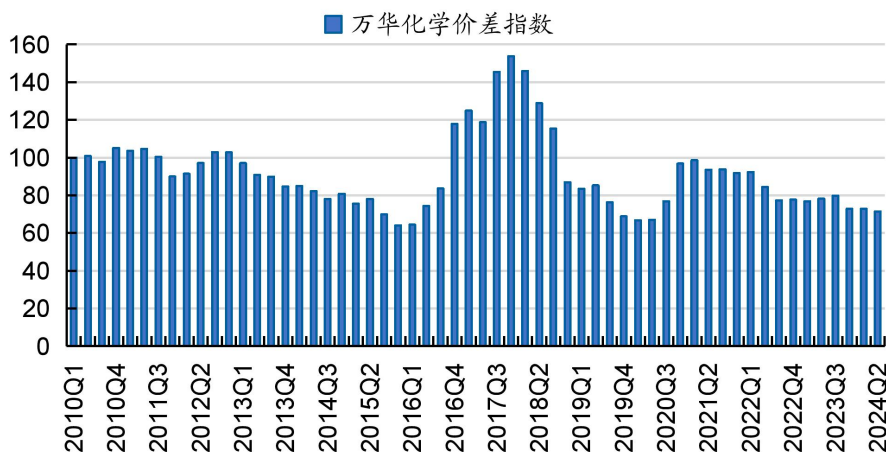
公告日期	标题	内容概要
	本月暂无公告更新	本月暂无公告更新

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

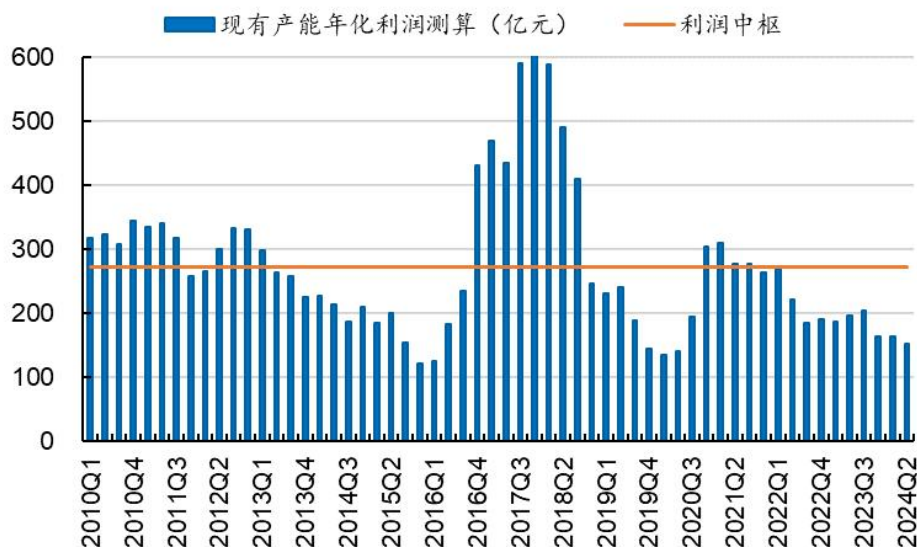
截至 2024 年 6 月 12 日, 2024 年 Q2 万华化学价差指数为 71.48, 较 2024 年 Q1 下降 1.45(以 2010 年 Q1 价差为基点), 处于历史 8.21%分位数, 较 2024Q1 下降 1.61 个百分点。

图 2: 万华化学价差指数处于历史 8.21%分位 (截至 2024.6.12)



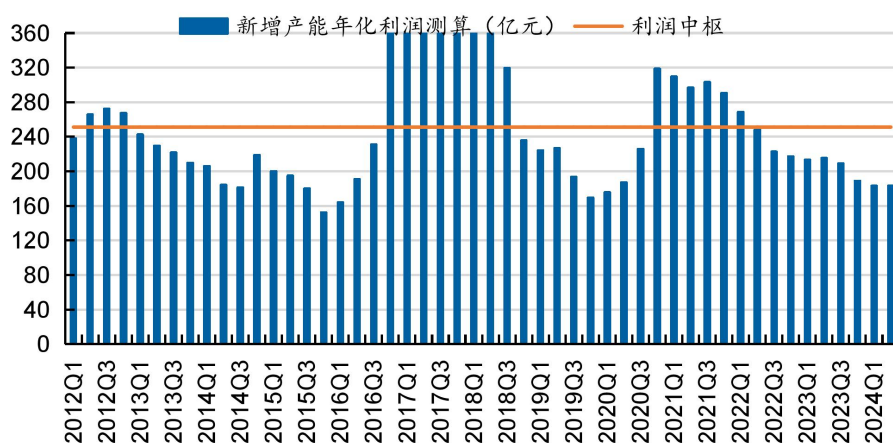
资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点)

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

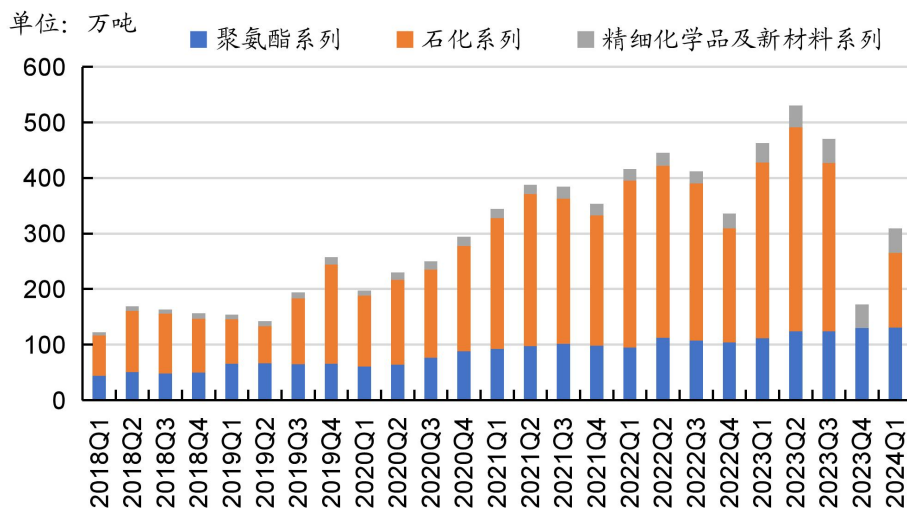


资料来源: wind, 国海证券研究所

万华化学近期检修情况:

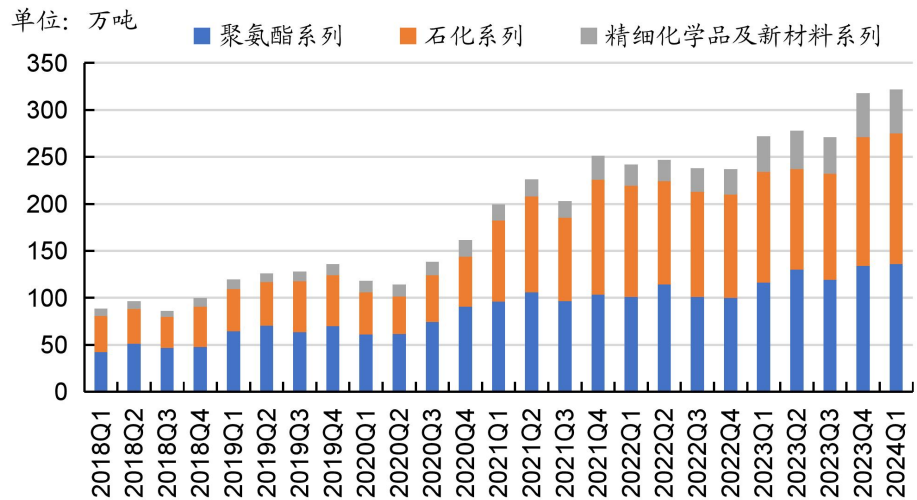
无。

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 注: 公司 2023 年 Q4 石化板块销量披露口径发生变化, 季度销量数据不具有可比性, 因此不列示。

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6月11日，万华化学（烟台）石化有限公司100万吨/年乙烯装置原料多元化改造项目环境影响报告书征求意见稿公示。拟对现有100万吨/年乙烯装置进行原料多元化改造，改造后原料由丙烷变为乙烷。

2024年5月31日，万华化学（福建）TDI二期扩建36万吨/年项目环境影响评价信息第二次公示。

2024年5月29日，万华烟台产业园聚碳酸酯（PC）扩能改造项目环境影响报告书征求意见稿公示，拟在山东省烟台化工产业园内对1#PC装置、2#PC装置、3#PC装置和1#特种PC装置进行扩能改造，项目建成后，PC总产能由48万吨/年扩为60万吨/年。

2024年5月24日，万华化学双酚A一体化装置技改扩能项目环境影响报告书征求意见稿公示，拟在山东省烟台化工产业园对现有异丙苯—苯酚丙酮-双酚A一体化项目进行技改升级及扩能改造，扩能后异丙苯装置规模由53万吨/年提升至68.192万吨/年，苯酚丙酮装置规模由65万吨/年提升至78万吨/年，双酚A产能由48万吨/年提升至57.6万吨/年。

2024年4月26日，万华化学（宁波）180万吨/年MDI技改项目和18万吨/年己二胺项目环保设施竣工、调试情况公示，本项目于2022年9月30日开始动工建设，2024年4月建设完成，调试时间为2024年4月26日至2024年7月26日。

2024年4月26日，万华化学（宁波）5万吨水性树脂项目环保设施竣工、调试情况公示，本项目于2022年11月9日开始动工建设，2024年4月建设完成，调试时间为2024年4月26日至2024年7月26日。

2024年4月26日，万华化学（宁波）有限公司MDI/HDI技改扩能一体化项目环保设施竣工、调试情况公示，本项目于2022年3月23日开始开工建设，2024年4月建设完成，调试时间为2024年4月26日至2024年7月26日。

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2022-2024年新项目将新增年营收累计633亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1844亿元。

表2: 万华化学2024年5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
福建80万吨/年MDI技改扩能	福建		MDI	40	17459	30.90	61.80	2024年	聚氨酯
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	17459	46.35	92.70	2024年	聚氨酯
			改性MDI	28	18000	22.30	44.60		
			HDI	5	33235	7.35	14.71		精新-功能化学品
			HDI加合物	6	33235	8.82	17.65		
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	7500	39.82	79.65	2024年	石化
			2#裂解汽油加氢装置	55	9000	21.90	43.81		
			芳烃抽提装置	40	8500	15.04	30.09		
			2#丁二烯装置	20	10000	8.85	17.70		
			LDPE装置	25	9318	10.31	20.62		
			POE装置	40	20000	35.40	70.80		
MMA一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	19343	6.85	13.69	2024年	精新-新材料
			MMA	8	14159	5.01	10.02		
			MAA	4	14159	2.51	5.01		
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-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	15422	3.41	6.82	2024年	精新-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	18000	3.98	7.96	2024年	精新-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	2506	2.22	4.43	2024年	石化
			BDO	10	9207	4.07	8.15		
万华化学(福建)年产108万吨苯胺项目	福建	27.3	苯胺	108	11585	55.36	110.72	2024年	聚氨酯
万华福建80万吨PVC项目	福建	46.3	VCM	80	3371	11.93	23.87	2024年	石化
			PVC	80	5844	20.69	41.37		
			25%wt 盐酸	7.52	200	0.07	0.13		
大规模集成电路平坦化关键材料(CMP Pad + slurry)项目	烟台	15.70	研磨液	1.5 ⁻ 2	36元 /kg	3.60	7.20	2024年	精新-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	9200	16.28	32.57	2024年	石化
年产5万吨磷酸铁锂锂电正极材料一体化项目	眉山		磷酸铁锂	5	42000	9.29	18.58	2024年	精新-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	1134	2.41	4.82	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	9535	35.86	71.72	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	14000	2.48	4.96	2024年	精新-功能化学品
万华化学2万吨/年有机硅MQ树脂及衍生物项目	烟台	2.86	有机硅MQ树脂	2	32400	2.87	5.73	2024年	精新-新兴技术
万华化学年产7.5万吨聚乳酸一体化项目	眉山		PLA	7.5	21000	6.97	13.94	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	8032		21.32	2025年	石化
			聚醚多元醇	50	9535		42.19	2025年	
			丙烯酸	5.17	6280		2.87	2025年	
			丙烯酸丁酯	16	9272		13.13	2025年	
			丙烯酸辛酯	2	12348		2.19	2025年	
			环氧乙烷及衍生物	30	6740		17.89	2025年	
万华化学(宁波)年	宁波	3.42	水性树脂	5	27058		11.97	2025年	精新-新兴技术

产 5 万吨水性树脂项目									
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				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	9207		8.15	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	β -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	15028		18.62	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项目	烟台	0.56	PO/EO 衍生物	36	7970		25.39	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	6740		2.68	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	100000		1.77	2025 年	精新-新兴技术
万华化学(烟台)石化乙烯法聚氯乙炔生产线技改项目	烟台	1.90	1,2-二氯乙烷	12.9	3970		4.55	2025 年	石化
			VCM	8	3371		2.39	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	9535		13.50	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	2870		4.57	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	11000		38.94	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	9272		32.82	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	66000		5.84	2025年	精新-新兴技术
万华化学10万吨/年高端 α 烯烃项目	烟台		α -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36万吨/年项目	福建		TDI	36	15982		50.91	2025年	聚氨酯
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	18000		39.82	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	33235		20.59	2025年	精新-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	18000		1.59	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	19343		2.57	2025年	精新-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	20000		70.80	2025年	石化
万华化学（福建）TDI一期技改扩能36万吨/年项目	福建		TDI	11	15982		15.56	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-高性能聚合物
万华烟台产业园聚碳酸酯（PC）扩能改造项目	烟台		PC	12	15028		15.96		精新-高性能聚合物
合计		746.3				471.3	1563.8		

资料来源：wind，公司公告，公司官网，相关项目环评，国海证券研究所

注：2024年产品均价截至2024年6月12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
2024 年投资额	67	247	92	406
2025 年及之后投资额	79	175	86	340
2024 年预计新增营收	196	187	89	471
2025 年及以后预计新增营收	333	453	306	1092

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

表 4: 万华化学 (2024 年 4 月下旬-2024 年 6 月) 新项目环评情况

时间	项目名称	环评公示进展
2024/6/11	万华化学 (烟台) 石化 100 万吨/年乙烯装置 原料多元化改造项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/5/31	万华化学 (福建) 有限公司 TDI 二期扩建 36 万吨/年项目	环境影响评价信息第二次公示
2024/5/31	万华环保科技 (福建) 有限公司编组站项目	环境影响评价信息第二次公示
2024/5/29	万华化学多功能单体项目	环境影响报告书报批前公示
2024/5/29	万华烟台产业园聚碳酸酯 (PC) 扩能改造项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/5/24	万华化学双酚 A 一体化装置技改扩能项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/5/20	万华化学多功能单体项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/4/26	万华化学 (宁波) 180 万吨/年 MDI 技改和 18 万吨/年己二胺项目	环保设施竣工、调试情况的公示
2024/4/26	万华化学 (宁波) 有限公司 5 万吨水性树脂项目	环保设施竣工、调试情况的公示
2024/4/26	万华化学 (宁波) 有限公司 MDI/HDI 技改扩能一体化项目	环保设施竣工、调试情况的公示

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

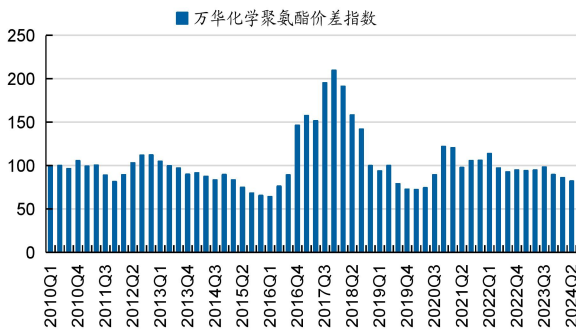
注: 新建项目环境影响评价公示流程包含 6 个环节, 其中, 建设方负责三次, 分别为与环评单位签订编制合同 7 个工作日内 (环境影响评价公众参与第一次公示)、征求意见稿完成后 (环境影响报告书征求意见稿公示)、向环保部门报批前 (环境影响报告书报批前公示); 环保部门负责三次, 分别为受理报告后 (生态环境局受理公示)、作出审批决定前 (拟作出批复决定公示)、作出审批决定后 7 个工作日内 (作出审批决定公告)。

注: 信息更新截至 2024 年 6 月 12 日

5、聚氨酯板块

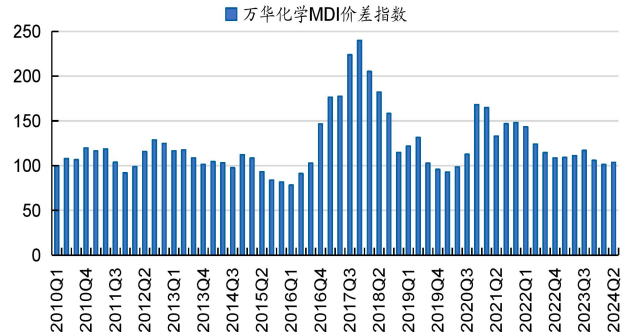
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 6 月 12 日，万华化学聚氨酯板块 Q2 价差指数为 82.12，较 2024 年 Q1 下滑 3.97；处于历史 12.38%分位数，较 2024 年 Q1 下滑 2.72 个百分点。截至 6 月 12 日，万华化学 MDI 价差指数为 103.70，较 2024 年 Q1 上升 2.43；处于历史 15.72%分位数，较 2024 年 Q1 上升 1.50 个百分点。

图 7：万华聚氨酯价差指数处于历史 12.38%分位



资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q2 统计截至 2024.6.12）

图 8：万华 MDI 价差指数目前处于历史 15.72%分位

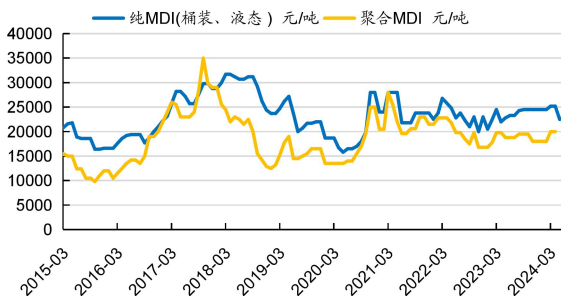


资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q2 统计截至 2024.6.12）

5.1、MDI

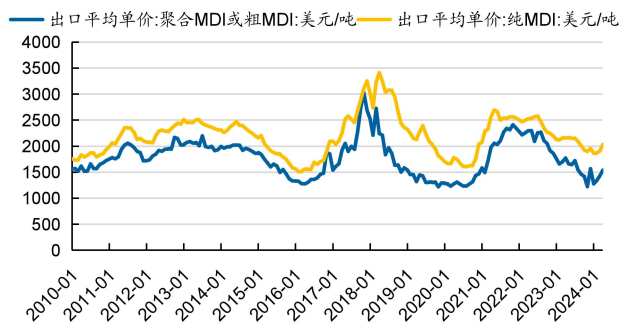
5.1.1、MDI 及主要原材料价格

图 9：万华化学 MDI 挂牌价



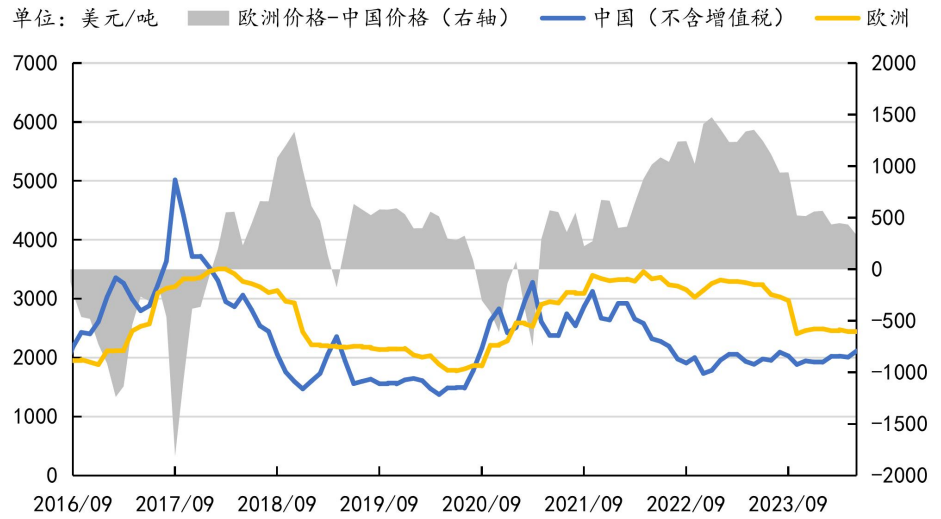
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：MDI 出口价格



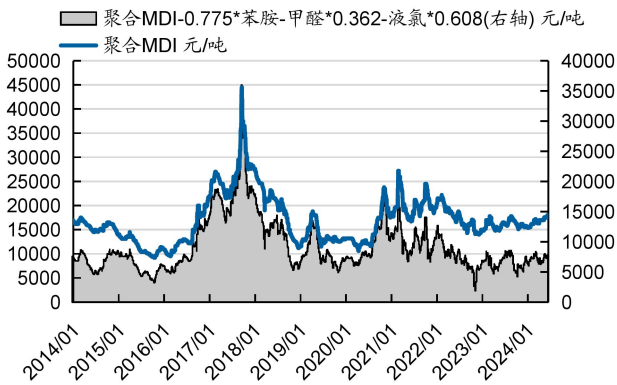
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11: 中国与欧洲 MDI 价格



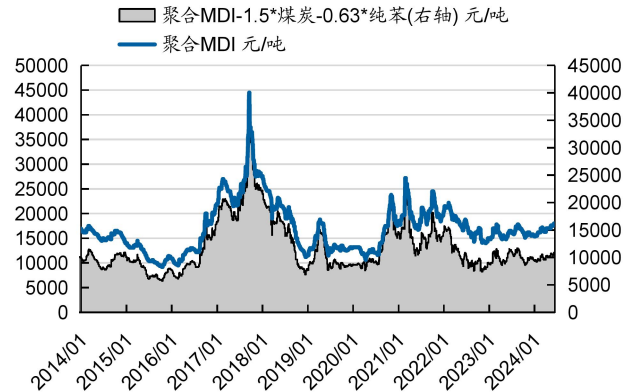
资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差



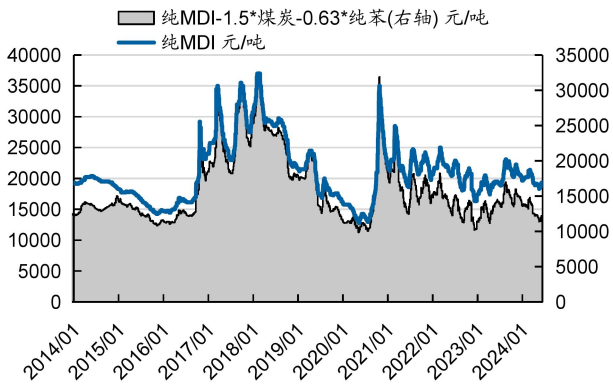
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

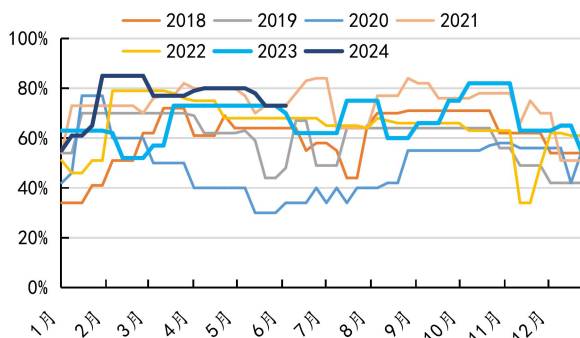
图 15: 煤炭价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

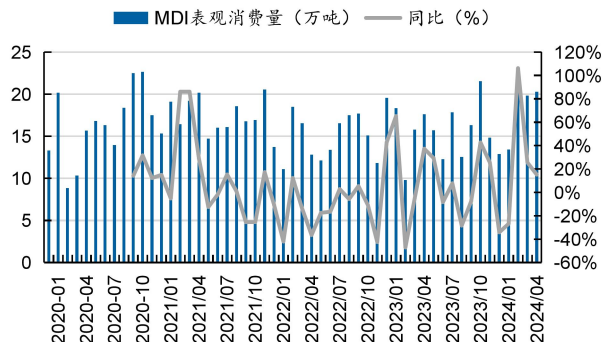
5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



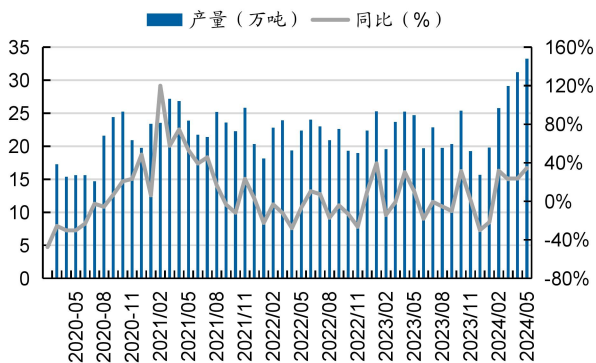
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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



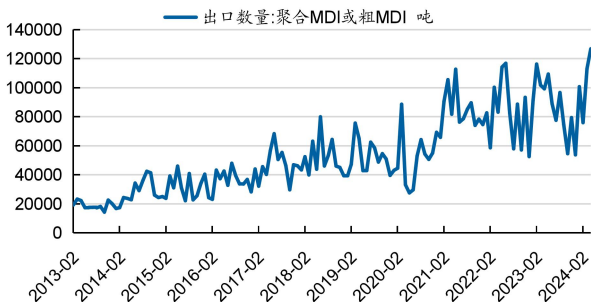
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024/05	8.41	9.95	18.36
2024/04	8.14	9.28	17.42
2024/03	7.94	9.08	17.02
2024/02	6.12	7.96	14.08
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

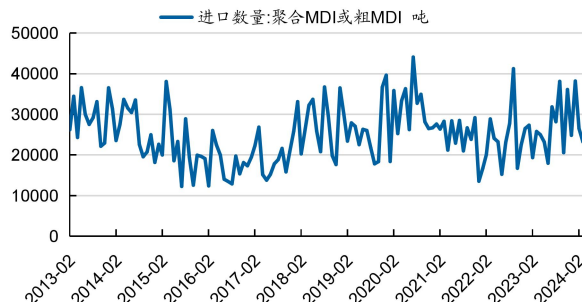
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 19: 聚合 MDI 月度出口量



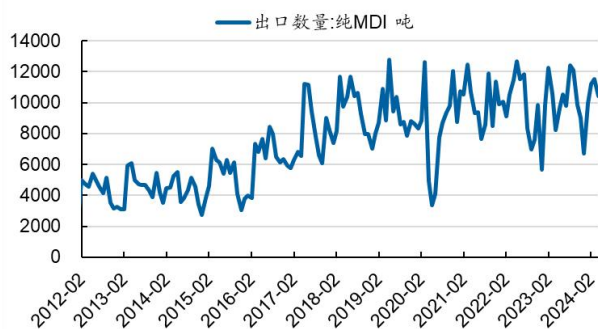
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 聚合 MDI 月度进口量



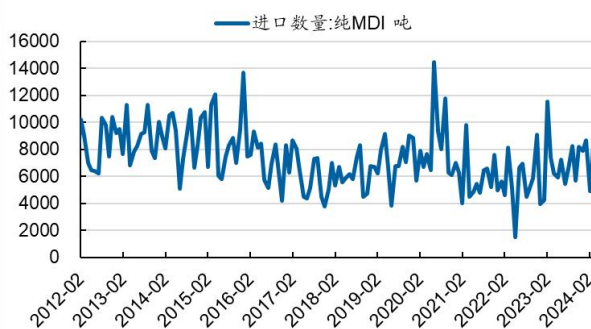
资料来源: wind, 国海证券研究所

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
2024/04	3.16	7.89	11.05
2024/03	6.68	2.53	9.21
2024/02	2.13	3.64	5.76
2024/01	4.02	3.60	7.63
2023/12	2.67	0.97	3.64
2023/11	5.76	0.68	6.44
2023/10	3.63	0.9	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

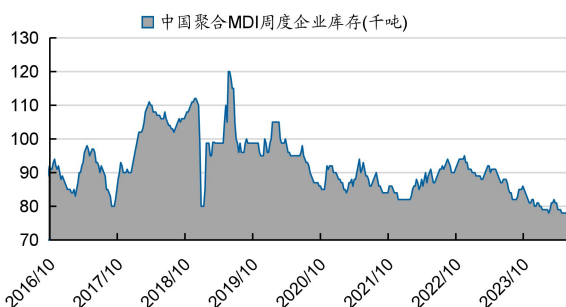
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024/04	0.14	0.67	0.81
2024/03	0.31	0.61	0.91
2024/02	0.14	0.70	0.84
2024/01	0.18	0.49	0.67
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

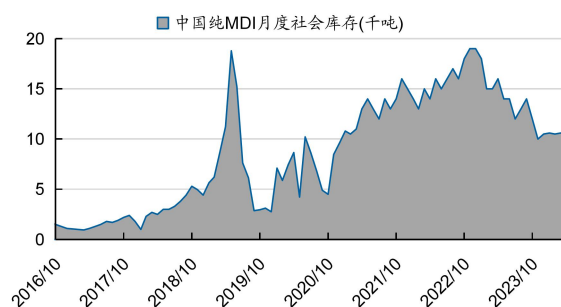
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

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

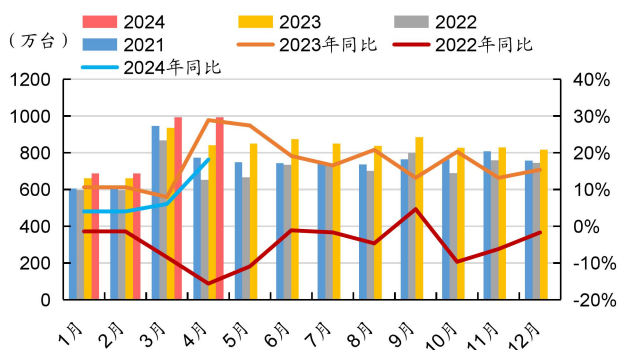
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2024 年 5 月)

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	装置低负运行, 一期 40 万吨/年装置停车检修
烟台万华	110	装置低负运行
福建万华	80	装置低负运行
上海亨斯迈	40	装置正常运行
上海巴斯夫	19	5 月 14 日开始停车检修, 预计检修一月左右
上海科思创	60	装置正常运行
重启巴斯夫	40	装置低负运行
东曹瑞安	7	装置正常运行
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	装置低负运行
美国科思创	33	装置低负运行
日本科思创	7	装置正常运行
美国巴斯夫	40	装置低负运行
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	三套装置, 其中一套停车, 现阶段维持 7 成开工负荷
荷兰亨斯迈	47	12 万吨/年装置检修后暂无开车计划, 其他两套装置正常运行
美国陶氏	34	装置因不可抗力因素停车
德国陶氏	19	装置低负运行
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	7+13 万吨/年 MDI 装置 5 月初计划检修, 为期 40 天左右
韩国锦湖三井	41	装置正常运行
伊朗 Karoon	4	装置正常运行
合计	1056	

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 天天化工网, 国海证券研究所

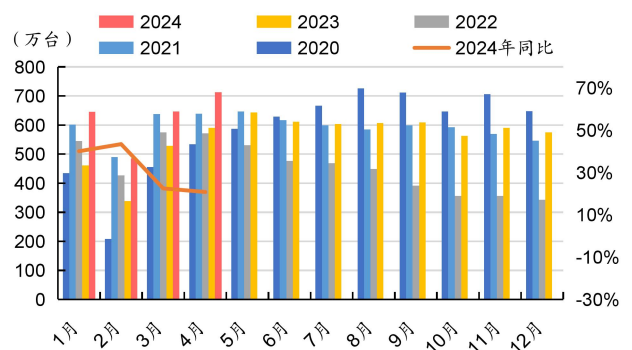
5.1.3. MDI 下游需求情况

图 25: 冰箱月度产量



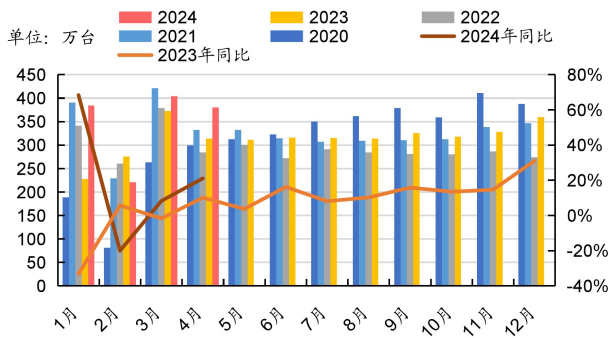
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 冰箱出口数量



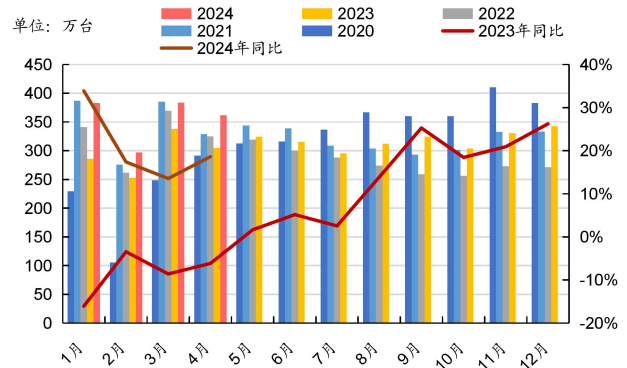
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜产量



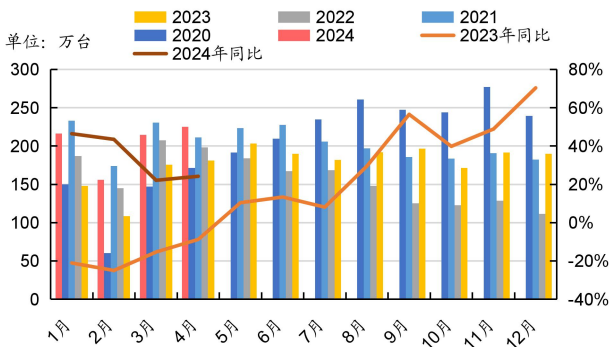
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜销量



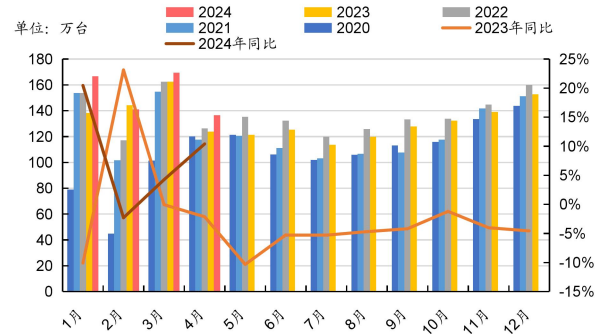
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 29: 冰柜出口数量



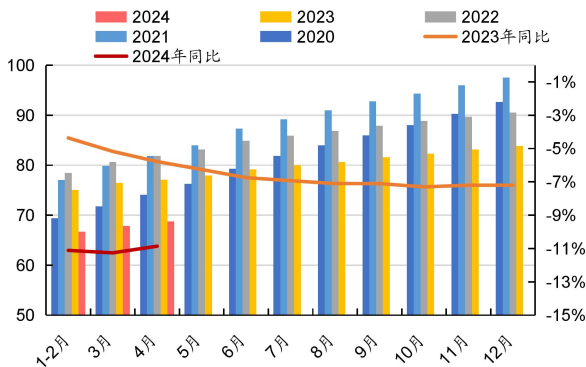
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 30: 冰柜内销量



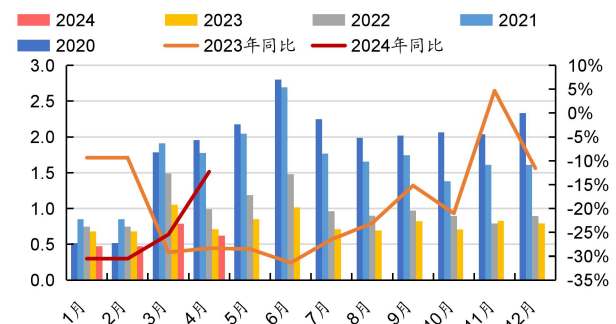
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



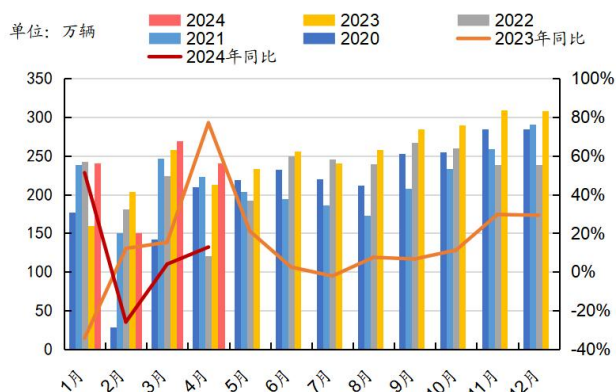
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



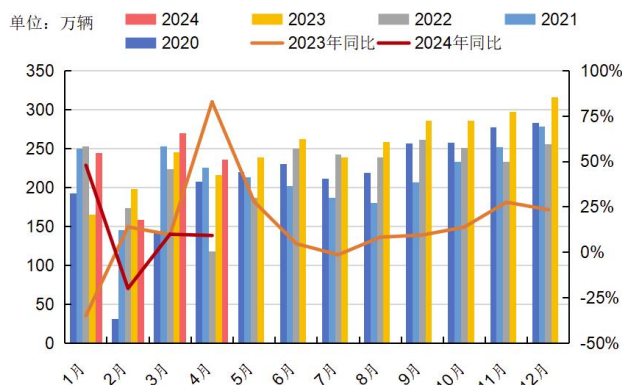
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



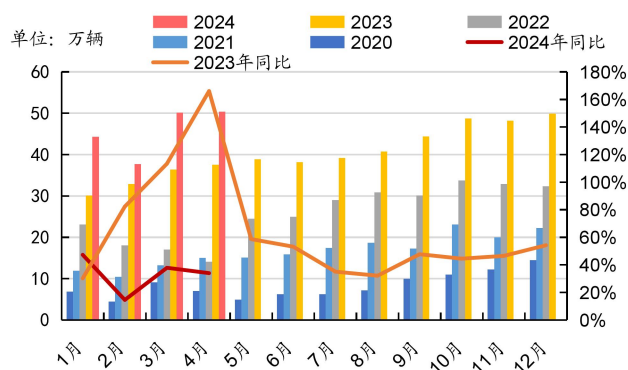
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



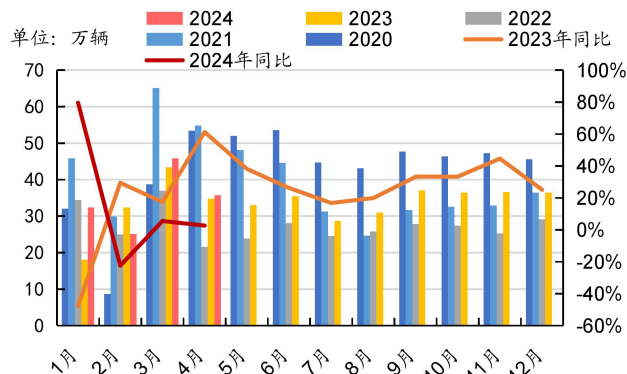
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



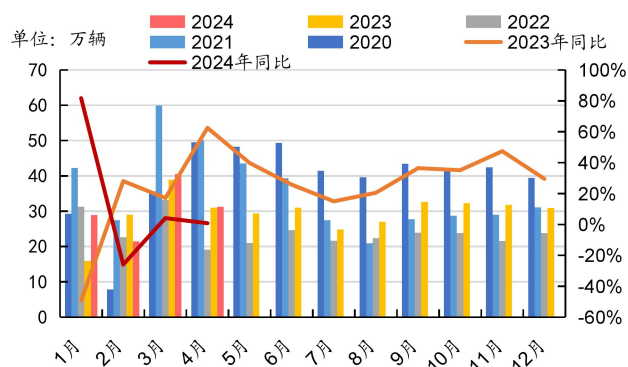
资料来源: wind, 国海证券研究所

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



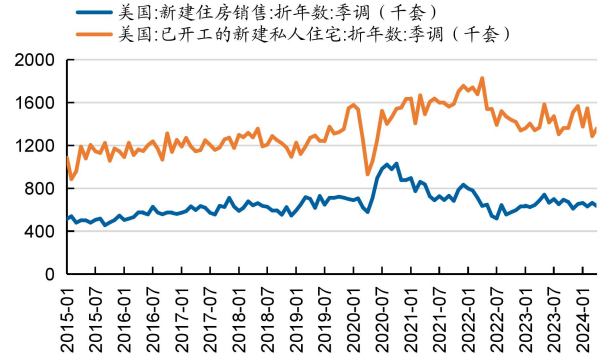
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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

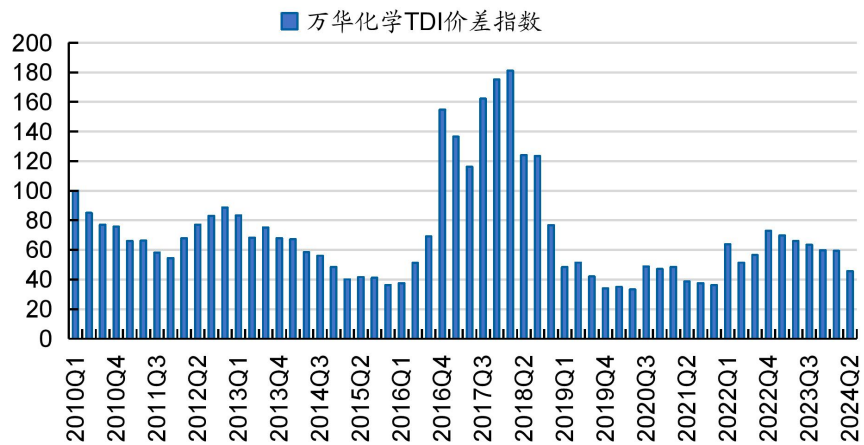


资料来源: wind, 国海证券研究所

5.2. TDI

截至 2024 年 6 月 12 日, 2024 年 Q2 万华化学 TDI 价差指数为 45.67, 较 2024 年 Q1 下降 13.66; 处于历史 8.37%分位数, 较 2024 年 Q1 下降 9.24 个 pct.

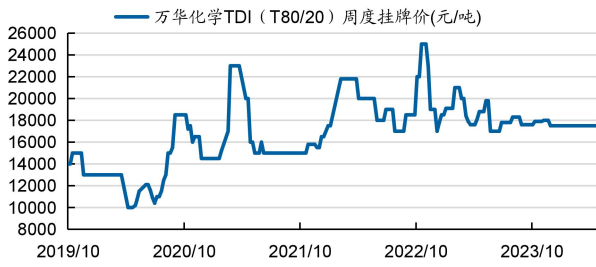
图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 8.37%分位



资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q2 统计截至 2024.6.12)

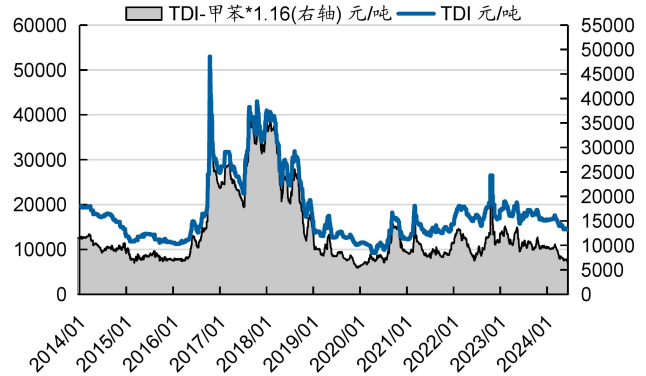
5.2.1、TDI 及主要原材料价格

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

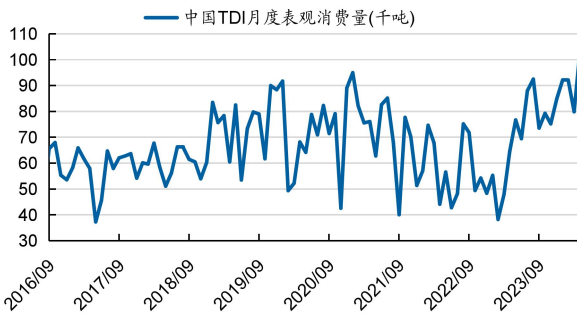
图 43：TDI 和甲苯价差



资料来源：wind，国海证券研究所

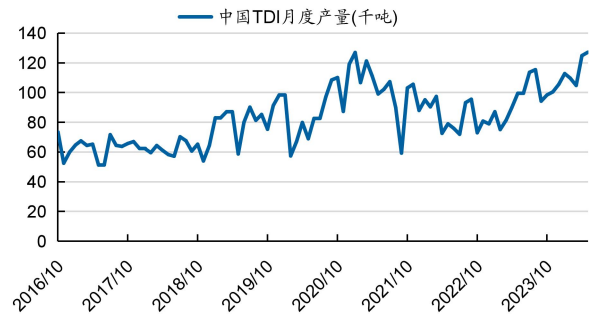
5.2.2、TDI 供需情况

图 44：TDI 月度表观消费量



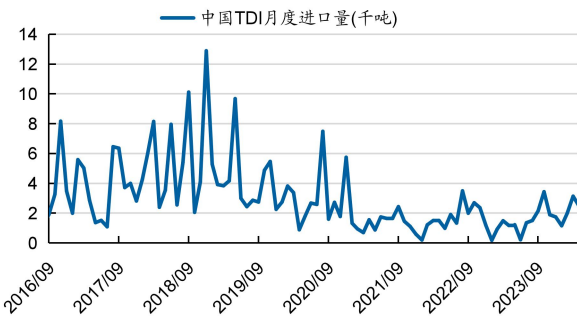
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图 45：TDI 月度产量



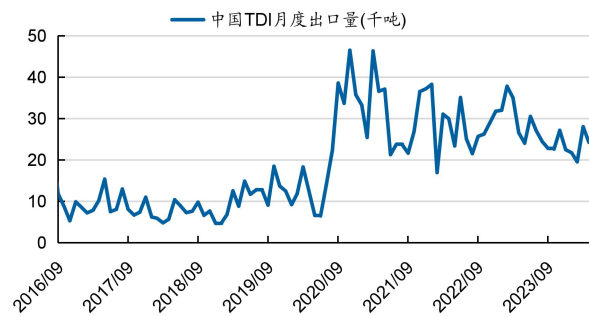
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图 46：TDI 月度进口量



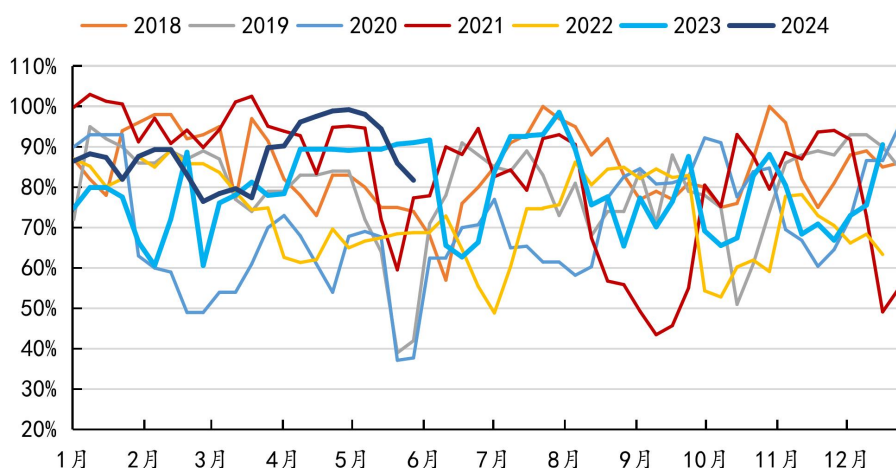
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

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

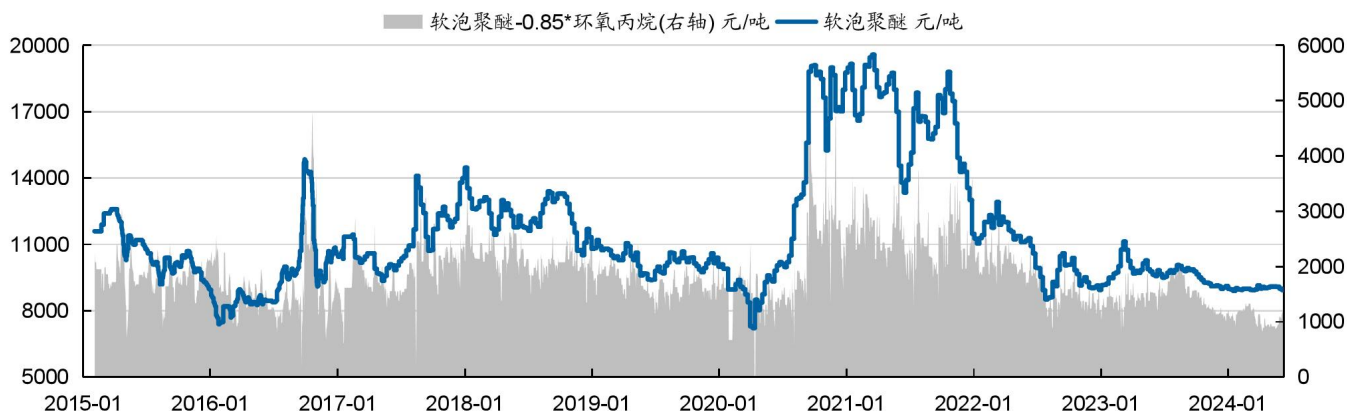
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 5 月)

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	满负荷运行	——
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	整体高负荷运行	——
上海巴斯夫	16	液相光气法	5.25 停车检修	——
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	满负荷运行	——
新疆和山巨力	15	液相光气法	整体高负荷运行	——
合计	141	预计月度开工负荷	94.28%	

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

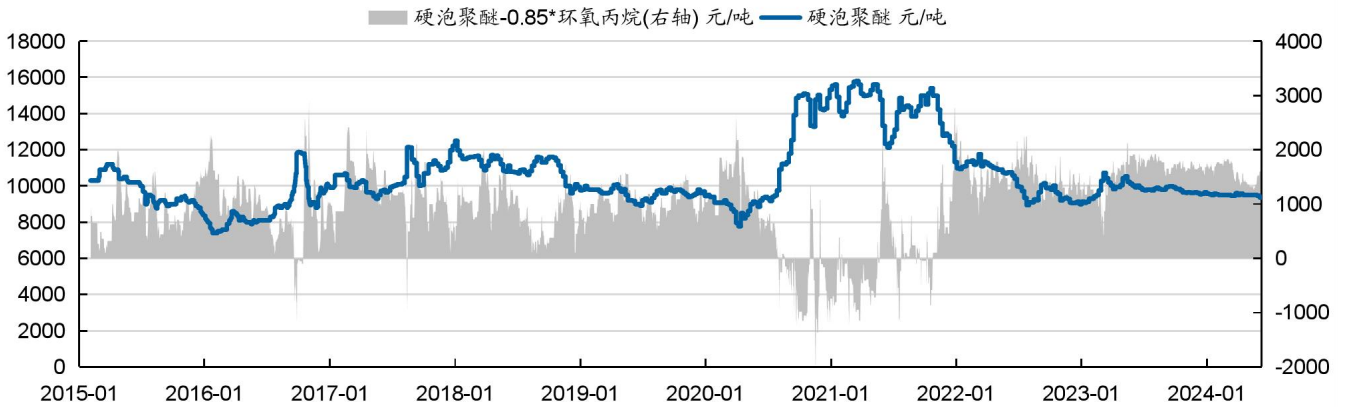
5.3、聚醚价格及供需情况

图 49: 软泡聚醚价格及价差



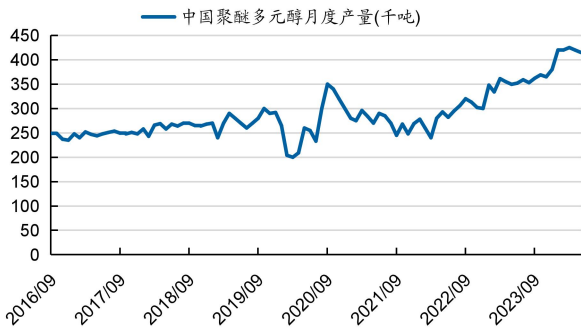
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

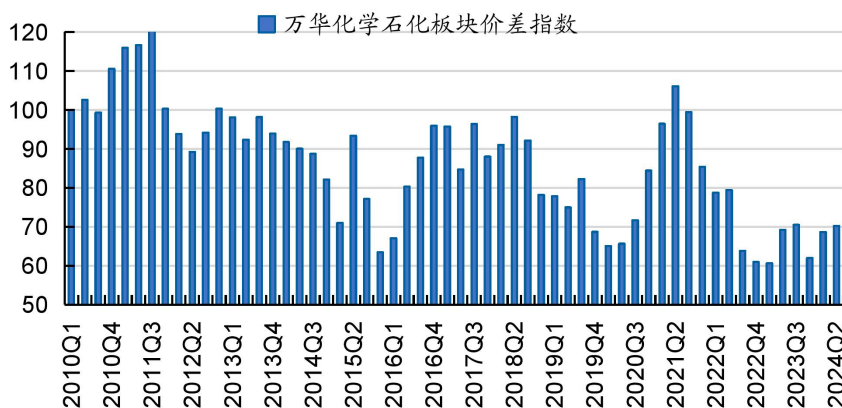


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

6、石化板块

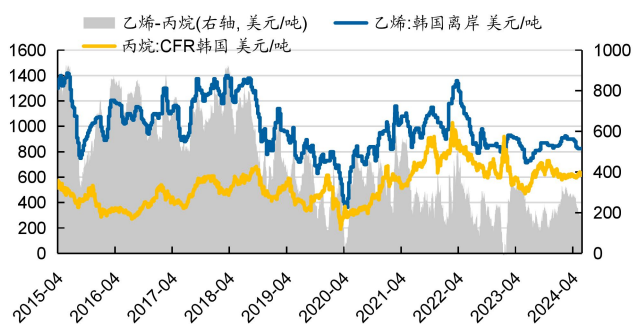
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，计算板块整体价差。截至2024年6月12日，万华化学Q2石化板块价差指数70.19，较2024年Q1上升1.52；处于历史15.91%分位，较2024年Q1上升2.53个百分点。

图 53：万华化学石化板块价差指数目前处于历史 15.91%分位



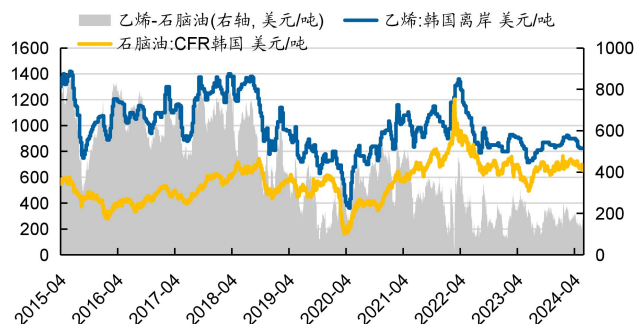
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以2010年Q1价差为基点，2024Q2统计截至2024.6.12）

图 54：乙烯-丙烷价差



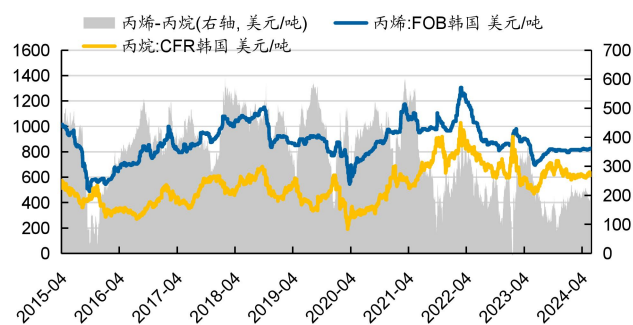
资料来源：wind，国海证券研究所

图 55：乙烯-石脑油价差



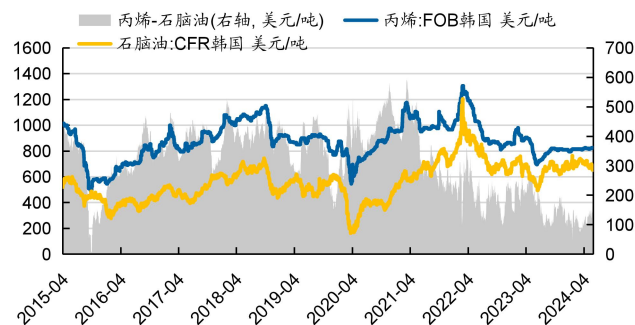
资料来源：wind，国海证券研究所

图 56：丙烯-丙烷价差



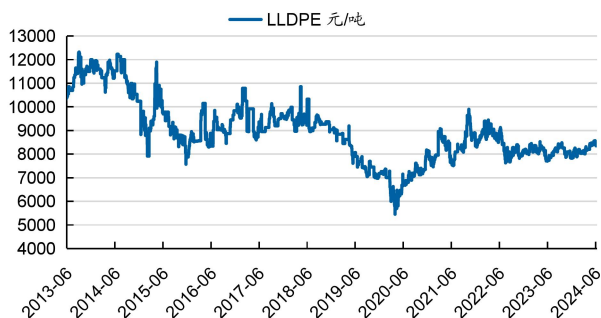
资料来源：wind，国海证券研究所

图 57：丙烯-石脑油价差



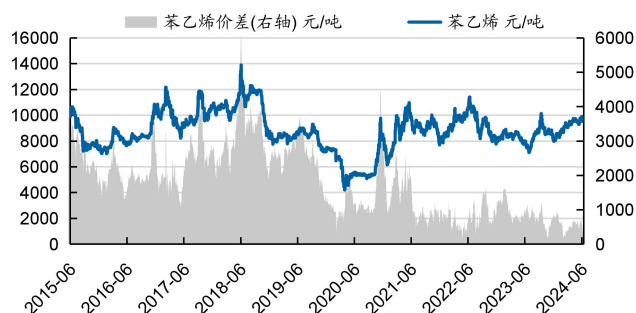
资料来源：wind，国海证券研究所

图 58: LLDPE 价格



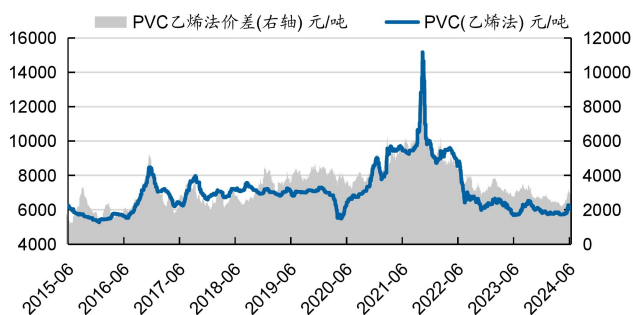
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 59: 苯乙烯价格价差



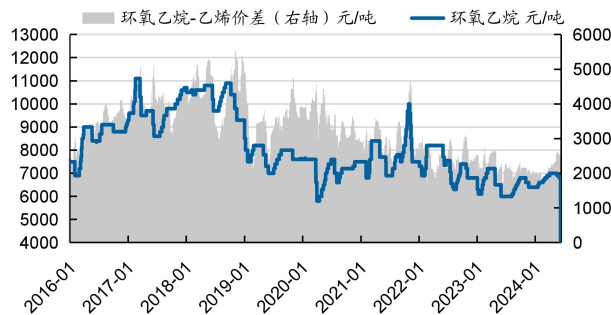
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 60: PVC 价格价差 (乙烯法)



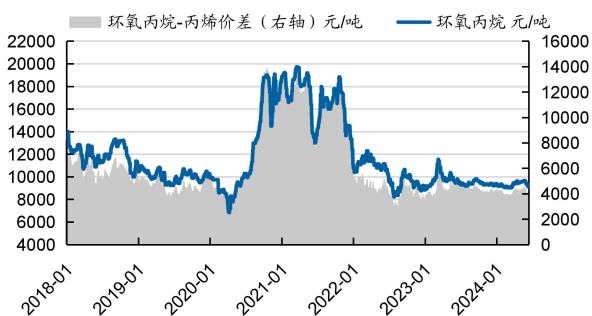
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



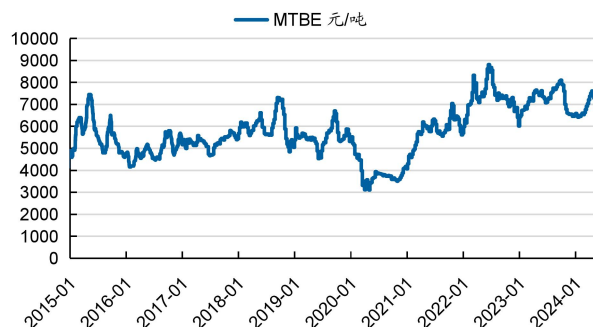
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

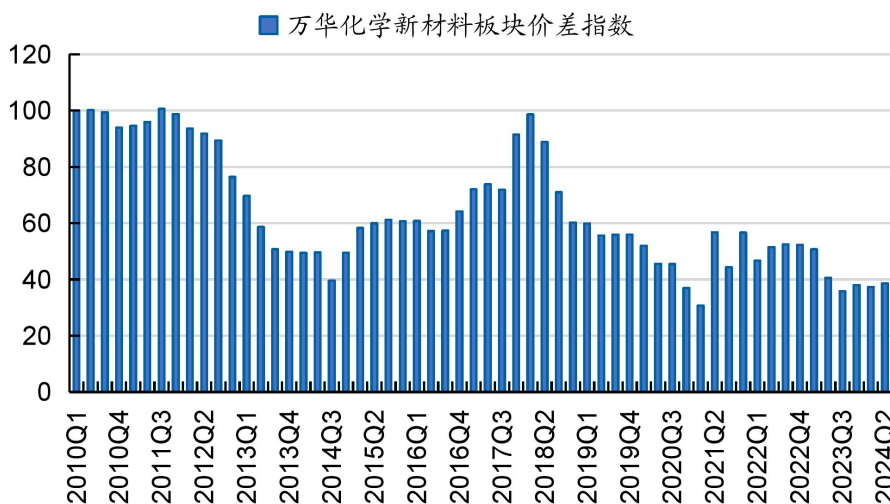


资料来源: wind, 国海证券研究所

7、新材料板块

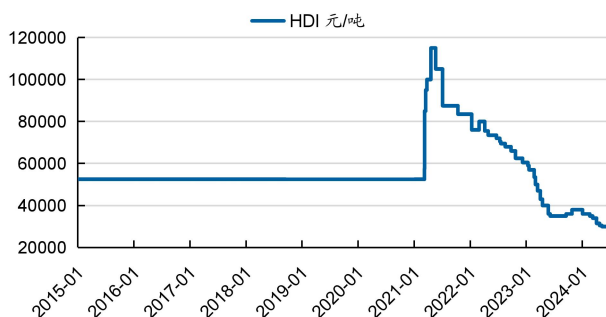
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2024 年 6 月 12 日，万华化学 Q2 新材料板块价差指数为 38.65，较 2024 年 Q1 上升 1.33；处于历史 11.34%分位数，较 2024 年 Q1 上升 1.91 个百分点。

图 64：万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 11.34%分位



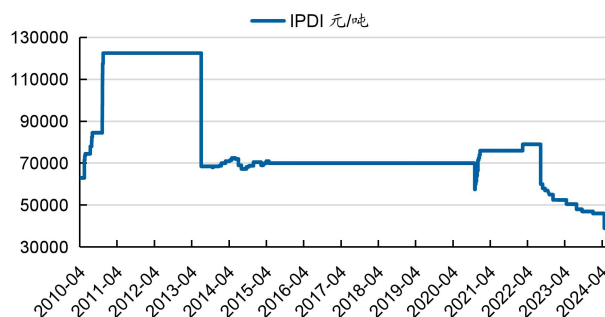
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q2 统计截至 2024.6.12）

图 65：HDI 市场价



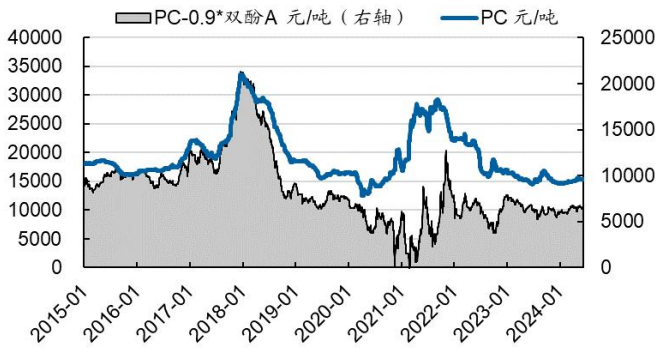
资料来源：wind，国海证券研究所

图 66：IPDI 市场价



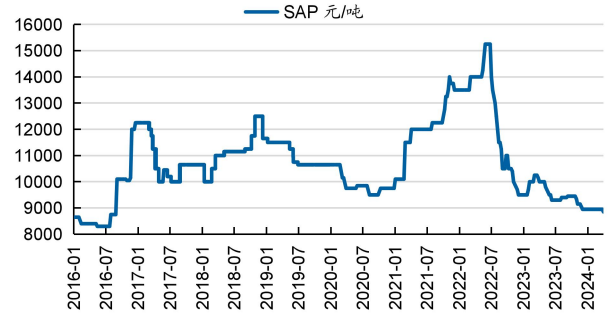
资料来源：wind，国海证券研究所

图 67: PC-0.9*双酚 A 价差



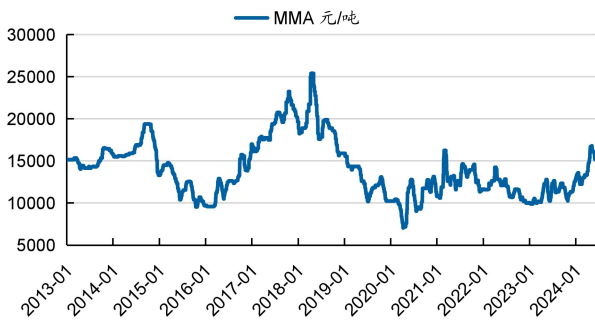
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



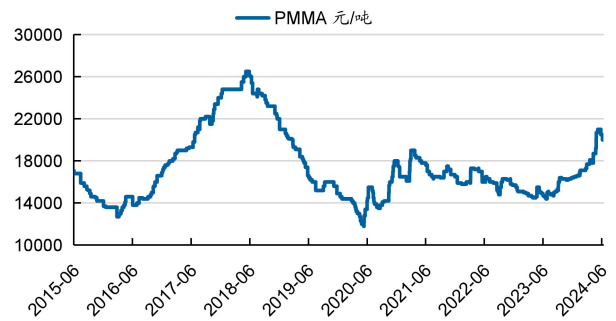
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



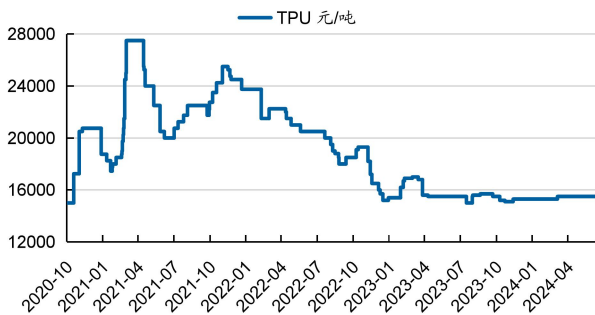
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 70: PMMA 市场价



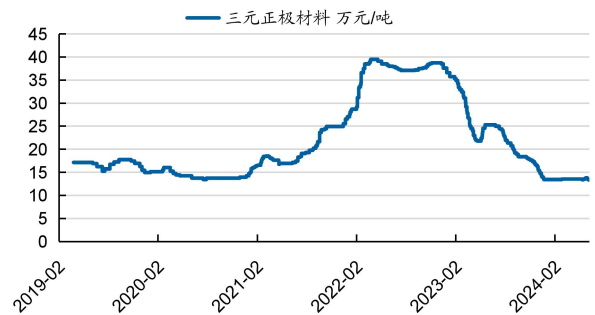
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

综合考虑公司主要产品价格价差，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2012.27、2415.93、2760.20 亿元，归母净利润分别为 196.74、256.19、325.70 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；

终端需求低于预期：终端房地产、家电行业等需求受整体宏观经济影响不及预期的风险。

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	85.76		投资评级:	买入		日期:	2024/06/13	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	19%	19%	21%	23%	EPS	5.36	6.27	8.16	10.37				
毛利率	17%	17%	18%	19%	BVPS	28.24	32.59	38.36	45.55				
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值								
销售净利率	10%	10%	11%	12%	P/E	14.33	13.69	10.51	8.27				
成长能力					P/B	2.72	2.63	2.24	1.88				
收入增长率	6%	15%	20%	14%	P/S	1.38	1.34	1.11	0.98				
利润增长率	4%	17%	30%	27%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.69	0.75	0.82	0.89	营业收入	175361	201227	241593	276020				
应收账款周转率	19.18	18.71	18.94	18.83	营业成本	145926	166356	196966	223398				
存货周转率	8.49	9.81	9.26	9.66	营业税金及附加	960	1207	1691	1656				
偿债能力					销售费用	1346	1504	1933	1932				
资产负债率	63%	59%	56%	50%	管理费用	2450	2213	2899	3069				
流动比	0.57	0.54	0.60	0.69	财务费用	1676	2374	2255	2260				
速动比	0.36	0.33	0.34	0.39	其他费用/(-收入)	4081	4108	5315	5796				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	20389	25061	32194	40078				
现金及现金等价物	23710	18176	19258	18429	营业外净收支	-379	-160	-180	-200				
应收款项	9144	10752	12754	14660	利润总额	20010	24901	32014	39878				
存货净额	20650	20510	26078	28560	所得税费用	1710	3312	4258	5304				
其他流动资产	8360	8683	9919	10688	净利润	18300	21589	27757	34574				
流动资产合计	61864	58122	68009	72337	少数股东损益	1484	1915	2137	2004				
固定资产	98764	116435	131719	141585	归属于母公司净利润	16816	19674	25619	32570				
在建工程	50455	48805	48621	47906	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	34912	36507	37049	38118	经营活动现金流	26797	36254	55587	37322				
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润	16816	19674	25619	32570				
资产总计	253040	268472	295189	311110	少数股东损益	1484	1915	2137	2004				
短期借款	43526	45944	38741	47199	折旧摊销	11389	17735	20806	22881				
应付款项	45594	40109	51690	31215	公允价值变动	-82	0	0	0				
合同负债	5674	6481	7666	8699	营运资金变动	-5351	-5366	4659	-22470				
其他流动负债	13863	14966	15664	17794	投资活动现金流	-44830	-36519	-37364	-34159				
流动负债合计	108657	107500	113761	104907	资本支出	-43070	-35405	-36500	-33179				
长期借款及应付债券	39811	39811	39811	39811	长期投资	-1870	-1708	-1338	-1523				
其他长期负债	10118	11118	11318	11518	其他	110	594	473	542				
长期负债合计	49929	50929	51129	51329	筹资活动现金流	22809	-5268	-17142	-3992				
负债合计	158586	158429	164890	156236	债务融资	33887	3418	-7004	8659				
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	76	0	0	0				
股东权益	94454	110043	130300	154874	其它	-11154	-8686	-10138	-12651				
负债和股东权益总计	253040	268472	295189	311110	现金净增加额	4684	-5534	1082	-829				

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。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

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。

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。

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。

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。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【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。