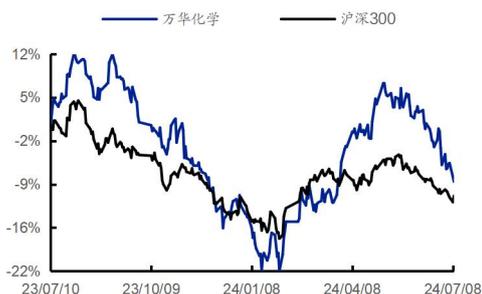


研究所:  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 贾冰 S0350524030003  
 jiab@ghzq.com.cn

## 海外 MDI 装置不可抗力频发, 宁波 20 万吨 HDI 技改扩能项目第一次环评公示

### ——万华化学 (600309) 6 月月报

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	-10.7%	-7.8%	-6.2%
沪深 300	-3.8%	-2.7%	-10.1%

#### 市场数据

当前价格 (元)	78.58
52 周价格区间 (元)	66.78-99.78
总市值 (百万)	246,721.29
流通市值 (百万)	246,721.29
总股本 (万股)	313,974.66
流通股本 (万股)	313,974.66
日均成交额 (百万)	876.19
近一月换手 (%)	7.50

#### 相关报告

《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

《万华化学 (600309) 公司动态研究: 收购安纳达及六国化工部分股份, 福建工业园 MDI 等装置停产检修 (买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏, 贾冰》——2024-03-17

《万华化学 (600309) 业绩快报点评报告: 2023

#### 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 8.37%分位数

2024 年 Q2 万华化学价差指数为 71.61，较 2024 年 Q1 下降 1.31（以 2010 年 Q1 价差为基点），处于历史 8.37%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，万华化学聚氨酯板块 Q2 价差指数为 82.59，较 2024 年 Q1 下滑 3.50；处于历史 12.70%分位数。万华化学 Q2 石化板块价差指数 69.86，较 2024 年 Q1 上升 1.19；处于历史 15.37%分位。万华化学 Q2 新材料板块价差指数为 38.56，较 2024 年 Q1 上升 1.25；处于历史 11.22%分位数。

#### ■ 重点项目进展

2024 年 7 月 4 日，万华化学集团股份有限公司 ADI 扩能项目环境影响报告书征求意见稿公示。拟对万华现有 IPDI 装置进行改造，使 IPDI 产能由现有 3 万吨/年扩为 5 万吨/年，同时可切换生产 PDI。

年归母净利同比增长,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)公司动态研究: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(买入)\*化学制品\*李永磊,董伯骏》——2024-06-14

《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

2024年7月2日,万华化学集团股份有限公司IP扩能项目环境影响报告书征求意见稿公示。拟对现有IP装置进行扩能改造,扩建完成后IP装置产能由5万吨/年扩建至8万吨/年。

2024年7月1日,万华化学(宁波)码头有限公司新建液体散货码头工程环境影响评价公众参与第二次信息公示。

2024年6月25日,万华化学(宁波)有限公司年产20万吨HDI技改扩能项目环境影响评价第一次公示。新增HDI单体产能10万吨/年,新增缩二脲产能1万吨/年;造气装置新增一个12000Nm<sup>3</sup>/h的冷箱;配套建设光气合成。

2024年6月25日,万华化学(烟台)电池材料科技有限公司电池级硫酸盐装置扩能改造项目环境影响报告书报批前公示。扩能改造后年生产81000吨六水硫酸镍晶体、16000吨七水硫酸钴晶体、9500吨硫酸锰、同时副产7960吨碱式碳酸镁、18000立方米硫酸镁溶液、500吨铜精矿、2500吨化工用二氧化锰矿粉和1000吨粗氢氧化镍钴。

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6月5日,万华化学集团股份有限公司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报批前公示。拟对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6月4日,万华化学集团股份有限公司双酚A一体化装置技改扩能项目环境影响报告书报批前公示。拟对现有异丙苯装置、苯酚丙酮装置、双酚A装置及配套的辅助生产及公用工程设施进行技术改造,以实现异丙苯、苯酚、丙酮、双酚A等产品产能提升,二异丙苯、异丙苯等产品方案变更和能量回收的目的。

## ■ MDI 价格价差

2024年6月,聚合MDI均价17657元/吨,同比+9.70%,环比+2.86%;纯MDI均价18955元/吨,同比-1.95%,环比+1.33%。2024年7月5日,聚合MDI价格16900元/吨,纯MDI价格18150元/吨。

2024年6月,聚合MDI与煤炭、纯苯平均价差10601元/吨,同比-4.96%,环比+1.26%;纯MDI平均价差11700元/吨,同比-17.47%,环比-0.81%。2024年7月5日,聚合MDI与煤炭、纯苯价差10233元/吨,纯MDI价差11283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 月底不可抗力停车；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 出口持续增长，出口量分别为 11.3、12.7 万吨，同比分别+11%、+28%；5 月国内聚合 MDI 出口受海外市场与国内市场价差缩窄和海外需求减少影响有所下滑，出口量为 9.4 万吨，同比-14%。

### ■ 下游冰箱、汽车产量同比提升，房地产新开工同比下滑

2024 年 5 月，国内家用电冰箱产量 893 万台，同比+5.2%；2024 年 5 月，家用电冰箱出口量 744 万台，同比+15.7%，环比+4.4%

2024 年 5 月，国内冷柜产量 329 万台，同比+5.7%，环比-13.4%。2024 年 5 月，国内冷柜销量 344 万台，同比+6.0%，环比-4.9%。

2024 年 5 月，国内汽车产量 237 万辆，同比+1.7%，环比-1.4%；2024 年 5 月，国内汽车销量 242 万辆，同比+1.5%，环比+2.5%。

2024 年 5 月，房屋新开工面积累计 3.01 亿平方米，同比-24.2%。2024 年 5 月，房屋累计施工面积 68.9 亿平方米，同比-11.6%。

### ■ 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 196.12、255.03、324.54 亿元，对应 PE 分别 13、10、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	19612	25503	32454
增长率(%)	4	17	30	27
摊薄每股收益（元）	5.36	6.25	8.12	10.34
ROE(%)	19	19	21	23
P/E	14.33	12.58	9.67	7.60
P/B	2.72	2.41	2.05	1.73
P/S	1.38	1.23	1.02	0.89
EV/EBITDA	9.66	7.59	6.03	5.27

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 6 月） .....	7
2、 重要公告（2024 年 6 月-2024 年 7 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 .....	19
5.1、 MDI .....	19
5.1.1、 MDI 及主要原材料价格 .....	19
5.1.2、 MDI 供需情况 .....	21
5.1.3、 MDI 下游需求情况 .....	24
5.2、 TDI .....	27
5.2.1、 TDI 及主要原材料价格 .....	27
5.2.2、 TDI 供需情况 .....	28
5.3、 聚醚价格及供需情况 .....	29
6、 石化板块 .....	31
7、 新材料板块 .....	33
8、 盈利预测与评级 .....	35
9、 风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1: 万华化学股价 (元)	7
图 2: Q2 万华化学价差指数处于历史 8.37%分位	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: Q2 万华聚氨酯价差指数处历史 12.70%分位	19
图 8: Q2 万华 MDI 价差指数处于历史 16.20%分位	19
图 9: 万华化学 MDI 挂牌价	19
图 10: MDI 出口价格	19
图 11: 中国与欧洲 MDI 价格	20
图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差	20
图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差	20
图 14: 纯 MDI 和纯苯价差	20
图 15: 煤炭价格	20
图 16: MDI 周度开工负荷	21
图 17: MDI 月度表观消费量	21
图 18: MDI 月度产量	21
图 19: 聚合 MDI 月度出口量	21
图 20: 聚合 MDI 月度进口量	21
图 21: 纯 MDI 月度出口量	22
图 22: 纯 MDI 月度进口量	22
图 23: 聚合 MDI 周度库存	22
图 24: 纯 MDI 月度库存	22
图 25: 冰箱月度产量	24
图 26: 冰箱出口数量	24
图 27: 冰柜产量	24
图 28: 冰柜销量	24
图 29: 冰柜出口数量	24
图 30: 冰柜内销量	24
图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)	25
图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)	25
图 33: 国内汽车产量	25
图 34: 国内汽车销量	25
图 35: 国内汽车出口数量	25
图 36: 国内商用车销量	25
图 37: 国内货车销量	26
图 38: 国内氨纶产量	26
图 39: 美国成屋销售量	26
图 40: 美国新建住房销量及新建私人住宅量	26
图 41: Q2 万华化学 TDI 价差指数处于历史 8.06%分位	27
图 42: 万华化学 TDI 周度挂牌价	27
图 43: TDI 和甲苯价差	27
图 44: TDI 月度表观消费量	28

图 45: TDI 月度产量.....	28
图 46: TDI 月度进口量.....	28
图 47: TDI 月度出口量.....	28
图 48: TDI 周度开工负荷.....	28
图 49: 软泡聚醚价格及价差.....	29
图 50: 硬泡聚醚价格及价差.....	29
图 51: 聚醚多元醇月度产量.....	30
图 52: 聚醚月度表观消费量.....	30
图 53: Q2 万华化学石化板块价差指数处于历史 15.37%分位.....	31
图 54: 乙烯-丙烷价差.....	31
图 55: 乙烯-石脑油价差.....	31
图 56: 丙烯-丙烷价差.....	31
图 57: 丙烯-石脑油价差.....	31
图 58: LLDPE 价格.....	32
图 59: 苯乙烯价格价差.....	32
图 60: PVC 价格价差 (乙烯法) .....	32
图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差.....	32
图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差.....	32
图 63: MTBE 价格.....	32
图 64: Q2 万华化学新材料板块价差指数处于历史 11.22%分位.....	33
图 65: HDI 市场价.....	33
图 66: IPDI 市场价.....	33
图 67: PC-0.9*双酚 A 价差.....	34
图 68: SAP 市场价.....	34
图 69: MMA 市场价.....	34
图 70: PMMA 市场价.....	34
图 71: TPU 价格.....	34
图 72: 三元正极材料价格.....	34
表 1: 万华化学 2024 年 6 月-2024 年 7 月重点公告.....	7
表 2: 万华化学 2024 年 6 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) .....	17
表 4: 万华化学 (2024 年 6 月-2024 年 7 月) 新项目环评情况.....	18
表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨) .....	21
表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨) .....	22
表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨) .....	22
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2024 年 6 月) .....	23
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 6 月) .....	29

## 1、本月行情（2024 年 6 月）

截至 2024 年 6 月 30 日，万华化学收盘价为 80.86 元，相较于 5 月 31 日涨跌幅为-7.64%，基础化工指数涨跌幅为-8.68%，沪深 300 指数涨跌幅为-3.30%。

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 6 月-2024 年 7 月）

表 1：万华化学 2024 年 6 月-2024 年 7 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：国海证券研究所（注：信息更新截至 2024 年 7 月 5 日）

### 3、万华化学开工情况和价差指数

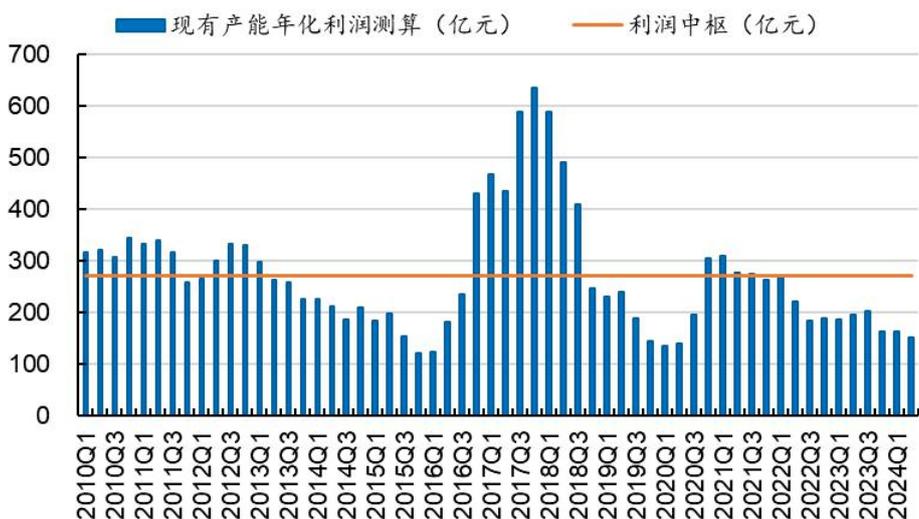
2024 年 Q2 万华化学价差指数为 71.61，较 2024 年 Q1 下降 1.31（以 2010 年 Q1 价差为基点），处于历史 8.37%分位数，较 2024Q1 下降 1.46 个百分点。

图 2：Q2 万华化学价差指数处于历史 8.37%分位



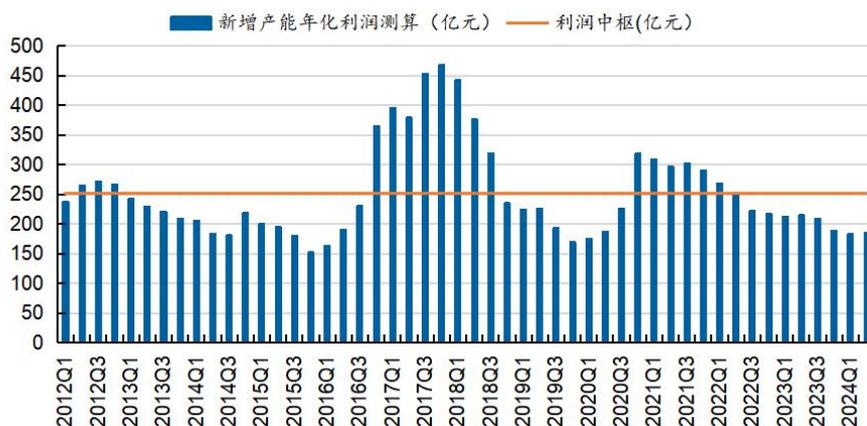
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点）

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

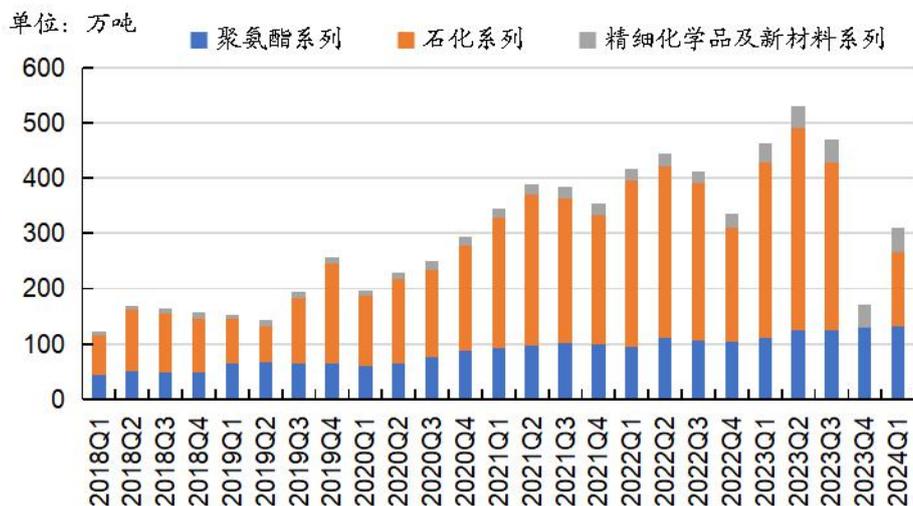


资料来源: wind, 国海证券研究所

万华化学近期检修情况:

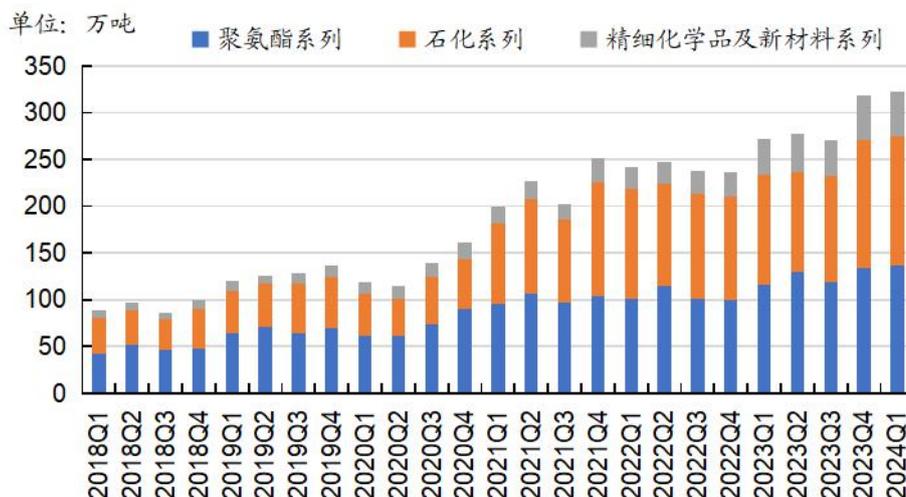
据百川盈孚国内外 MDI 装置动态情况 (2024 年 7 月 4 日), 宁波万华 120 万吨/年产能其中一期 40 万吨/年装置停车检修。

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7月4日，万华化学集团股份有限公司 ADI 扩能项目环境影响报告书征求意见稿公示。拟对万华现有 IPDI 装置进行改造，使 IPDI 产能由现有 3 万吨/年扩为 5 万吨/年，同时可切换生产 PDI。

2024年7月2日，万华化学集团股份有限公司 IP 扩能项目环境影响报告书征求意见稿公示。拟对现有 IP 装置进行扩能改造，扩建完成后 IP 装置产能由 5 万吨/年扩建至 8 万吨/年。

2024年7月1日，万华化学(宁波)码头有限公司新建液体散货码头工程环境影响评价公众参与第二次信息公示。

2024年6月25日，万华化学(宁波)有限公司年产 20 万吨 HDI 技改扩能项目环境影响评价第一次公示。新增 HDI 单体产能 10 万吨/年，新增缩二脲产能 1 万吨/年；造气装置新增一个 12000Nm<sup>3</sup>/h 的冷箱；配套建设光气合成。

2024年6月25日，万华化学(烟台)电池材料科技有限公司电池级硫酸盐装置扩能改造项目环境影响报告书报批前公示。扩能改造后年生产 81000 吨六水硫酸镍晶体、16000 吨七水硫酸钴晶体、9500 吨硫酸锰、同时副产 7960 吨碱式碳酸镁、18000 立方米硫酸镁溶液、500 吨铜精矿、2500 吨化工用二氧化锰矿粉和 1000 吨粗氢氧化镍钴。

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6月5日，万华化学集团股份有限公司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报批前公示。拟对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6月4日，万华化学集团股份有限公司双酚A一体化装置技改扩能项目环境影响报告书报批前公示。拟对现有异丙苯装置、苯酚丙酮装置、双酚A装置及配套的辅助生产及公用工程设施进行技术改造，以实现异丙苯、苯酚、丙酮、双酚A等产品产能提升，二异丙苯、异丙苯等产品方案变更和能量回收的目的。

据我们不完全统计，按照截至2024年7月5日的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2024年新项目将新增年营收累计753亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1845亿元。

表2：万华化学2024年6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	15432	9.56	9.56	9.56	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	9498	2.52	2.52	2.52	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	9498	4.20	4.20	4.20	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	9498	2.52	2.52	2.52	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	15432	4.51	4.51	4.51	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	14000	0.37	0.37	0.37	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	9704	41.22	41.22	41.22	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	9498	14.29	14.29	14.29	2022年	聚氨酯
			组合料聚醚	10	9498	8.41	8.41	8.41		
年产4万吨尼龙12(PA12)项目	烟台	25.48	尼龙12	4	100000	35.40	35.40	35.40	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	10562	5.61	5.61	5.61	2022年	石化
年产14万吨聚碳酸酯(PC)项目	烟台	11.09	PC	14	15064	9.33	18.66	18.66	2023年	精新-高性能聚合物
万华化学福建40万吨/年MDI项目	福建	56.05	MDI	40	17503	30.98	61.96	61.96	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	15723	17.39	34.79	34.79	2023年	聚氨酯
万华化学(四川)年产8万吨NMP项目	眉山		NMP	8	12000	4.25	8.50	8.50	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	6851	6.06	12.13	12.13	2023 年	石化
福建 80 万吨/年 MDI 技改扩能	福建		MDI	40	17503		30.98	61.96	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	17503		46.47	92.94	2024 年	聚氨酯
			改性 MDI	28	18000		22.30	44.60		
			HDI	5	32746		7.24	14.49		精新-功能化学品
			HDI 加合物	6	32746		8.69	17.39		
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	9478		10.48	20.97		
			POE 装置	40	20000		35.40	70.80		
MMA 一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	19902		7.04	14.09	2024 年	精新-新材料
			MMA	8	14316		5.07	10.14		
			MAA	4	14316		2.53	5.07		
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	15432		3.41	6.83	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	眉山		甲醇	20	2506		2.22	4.43	2024 年	石化
			BDO	10	9182		4.06	8.13		

配套公辅工程项目										
万华化学(福建)年产108万吨苯胺项目	福建	27.3	苯胺	108	11635		55.60	111.20	2024年	聚氨酯
万华福建80万吨PVC项目	福建	46.3	VCM	80	3476		12.30	24.61	2024年	石化
			PVC	80	5858		20.74	41.47		
			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 <sup>-</sup> 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	1131		2.40	4.80	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	9498		35.72	71.45	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	蓬莱	231	PP	30	8032			21.32	2025年	石化
			聚醚多元醇	50	9498			42.03	2025年	

项目			丙烯酸	5.17	6281			2.87	2025年	
			丙烯酸丁酯	16	9305			13.18	2025年	
			丙烯酸辛酯	2	12219			2.16	2025年	
			环氧乙烷及衍生物	30	6731			17.87	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					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	9182			8.13	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	15064			18.66	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	烟台	0.56	PO/EO衍生物	36	7965			25.38	2025年	石化

生物扩建项目										
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	6731			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)石化乙烯法聚氯乙烯生产线技改项目	烟台	1.90	1,2-二氯乙烷	12.96	3970			4.55	2025年	石化
			VCM	8	3476			2.46	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	9498			13.45	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	9305			32.94	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 $\alpha$ 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36万吨/年项目	福建		TDI	36	15723			50.09	2025年	聚氨酯
万华化学(福建)高盐废水综	福建		烧碱	70	842			5.22	2025年	聚氨酯

合利用暨 70 万吨/年离子膜烧碱项目										
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	32746			20.29	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	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	19902			2.64	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	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	15723			15.31	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
万华烟台产业园聚碳酸酯 (PC) 扩能改造项目	烟台		PC	12	15064			16.00		精新一高性能聚合物
合计		972.9				212.3	752.6	1844.7		

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 7 月 5 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
2022-2024 年投资额	166	265	202	633
2022-2025 年投资额	245	440	288	973
2024 年预计营收	325	205	223	753
2025 年及之后预计营收	657	659	529	1845

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

表 4: 万华化学 (2024 年 6 月-2024 年 7 月) 新项目环评情况

时间	项目名称	环评公示进展
2024/7/4	万华化学集团股份有限公司 ADI 扩能项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/7/2	万华化学集团股份有限公司 IP 扩能项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/7/1	万华化学(宁波)码头有限公司新建液体散货码头工程	环境影响评价公众参与第二次信息公示
2024/6/25	万华化学(宁波)有限公司年产 20 万吨 HDI 技改扩能项目	环境影响评价第一次公示
2024/6/25	万华化学(烟台)电池材料科技有限公司电池级硫酸盐装置扩能改造项目	环境影响报告书报批前公示
2024/6/11	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
2024/6/7	万华化学(烟台)电池材料科技有限公司电池级硫酸盐装置扩能改造项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/6/5	万华化学集团股份有限公司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)。

注: 信息更新截至 2024 年 7 月 5 日

## 5、聚氨酯板块

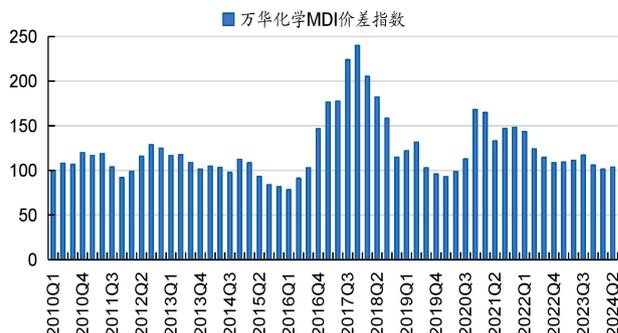
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。万华化学聚氨酯板块 Q2 价差指数为 82.59，较 2024 年 Q1 下滑 3.50；处于历史 12.70%分位数，较 2024 年 Q1 下滑 2.41 个百分点。万华化学 Q2 MDI 价差指数为 104.48，较 2024 年 Q1 上升 3.20；处于历史 16.20%分位数，较 2024 年 Q1 上升 1.98 个百分点。

图 7：Q2 万华聚氨酯价差指数处历史 12.70%分位



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

图 8：Q2 万华 MDI 价差指数处于历史 16.20%分位



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

### 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



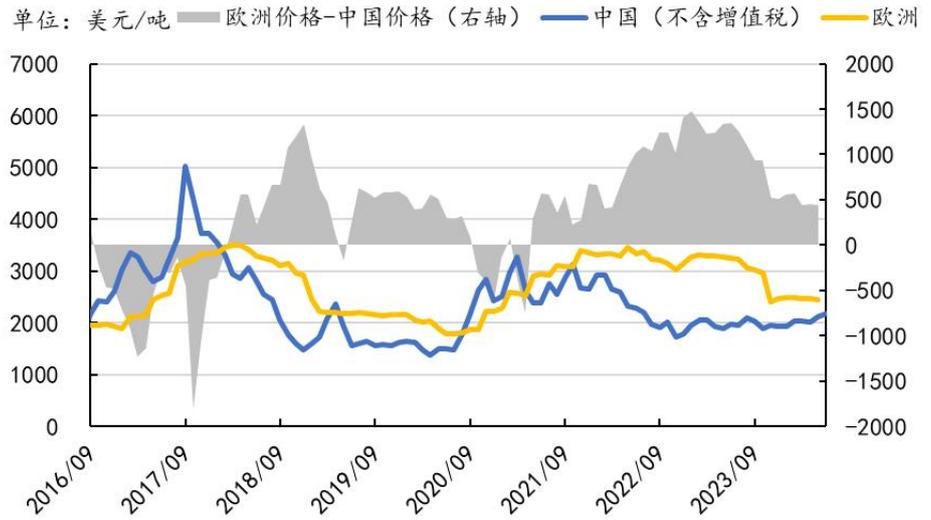
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：MDI 出口价格



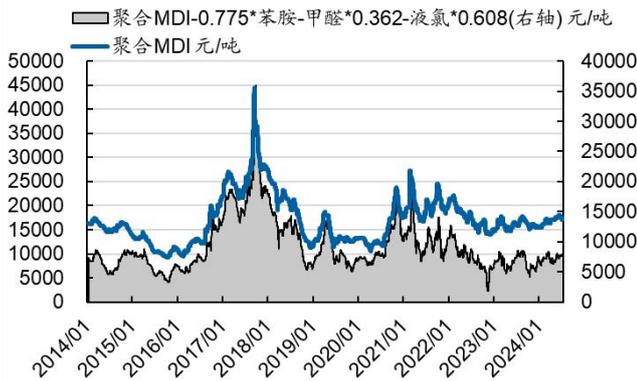
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11: 中国与欧洲 MDI 价格



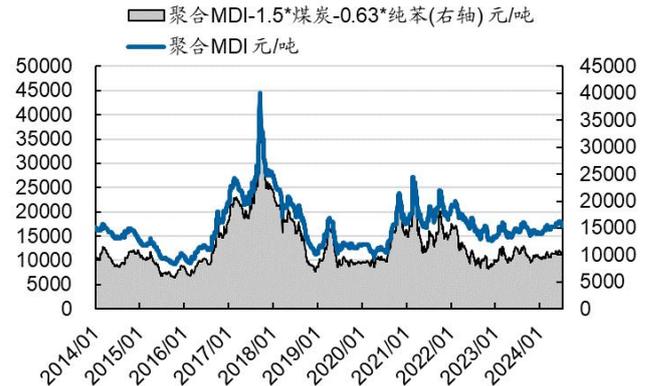
资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差



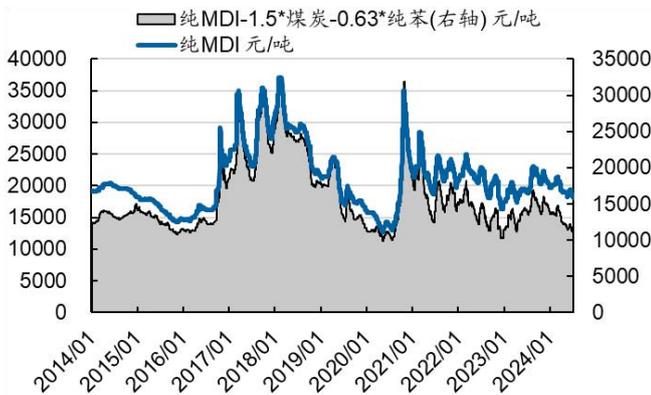
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

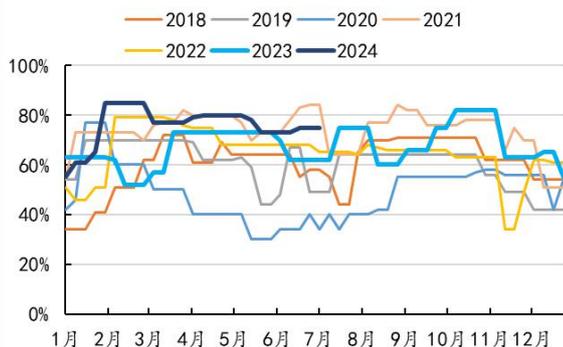
图 15: 煤炭价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

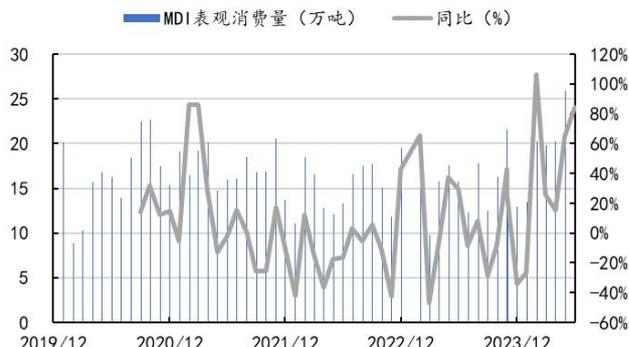
### 5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



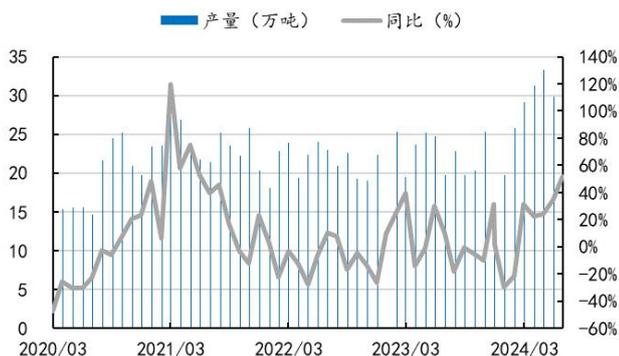
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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



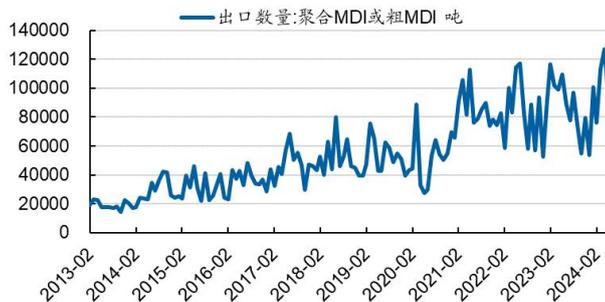
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024/06	8.14	6.76	14.90
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

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



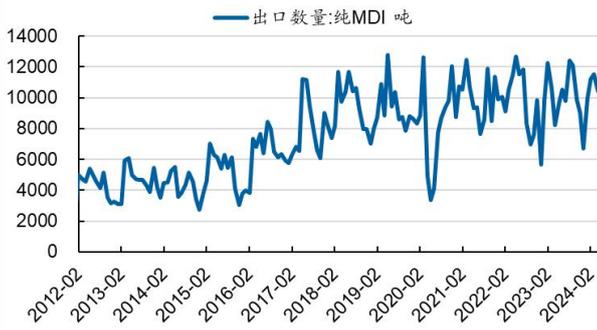
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 聚合 MDI 月度进口量



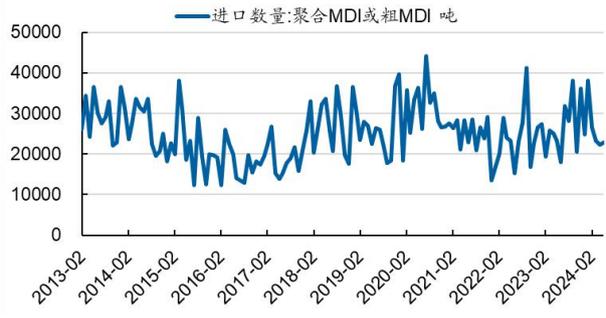
资料来源: wind, 国海证券研究所

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
2024/05	2.34	4.52	6.86
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

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
2024/05	0.16	0.62	0.78
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

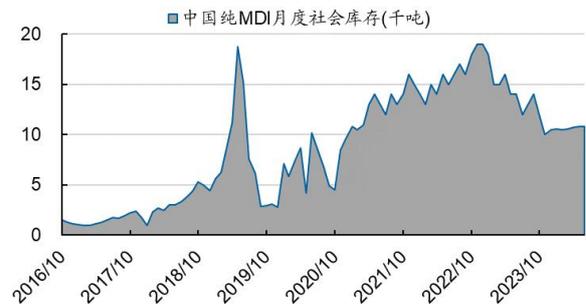
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

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

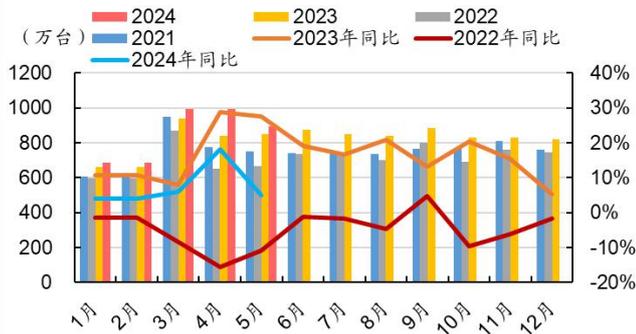
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2024 年 6 月)

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	装置正常运行
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	装置正常运行
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	20 万吨/年 MDI 装置因装置故障意外停车, 原计划定于 9 月份检修提前, 预计检修 45 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, 国海证券研究所

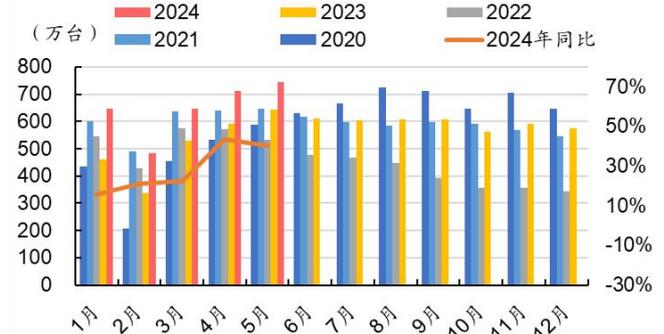
### 5.1.3、MDI 下游需求情况

图 25: 冰箱月度产量



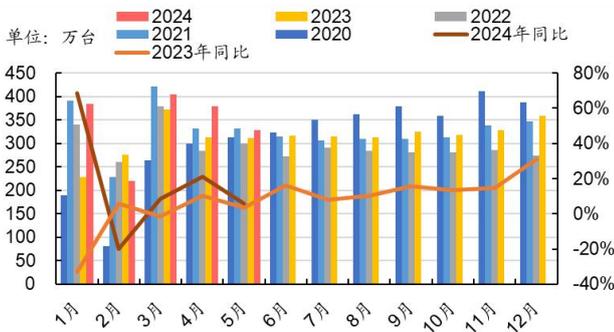
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 冰箱出口数量



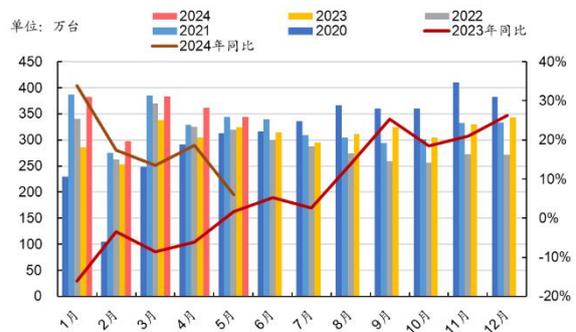
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜产量



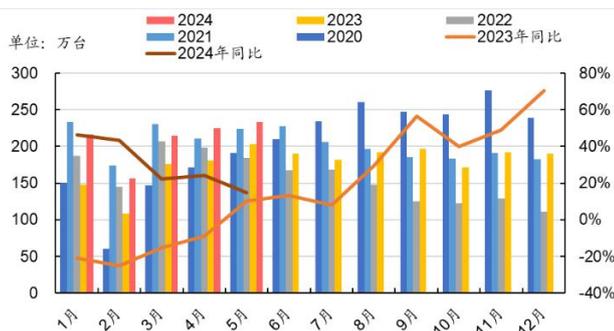
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜销量



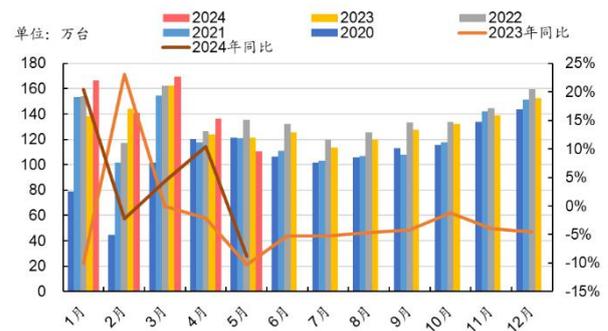
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 29: 冰柜出口数量



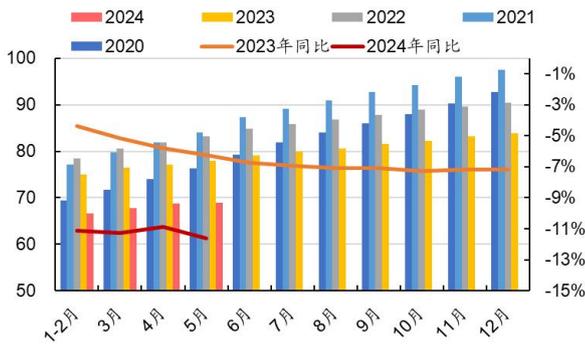
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 30: 冰柜内销量



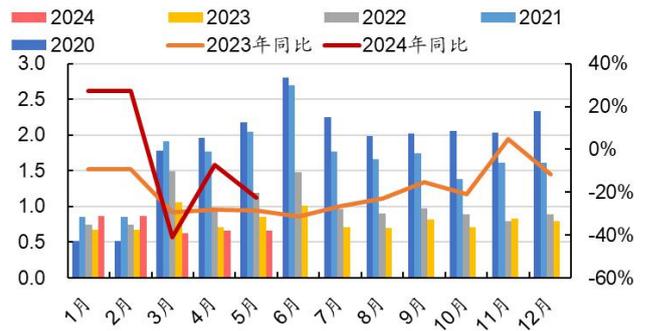
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



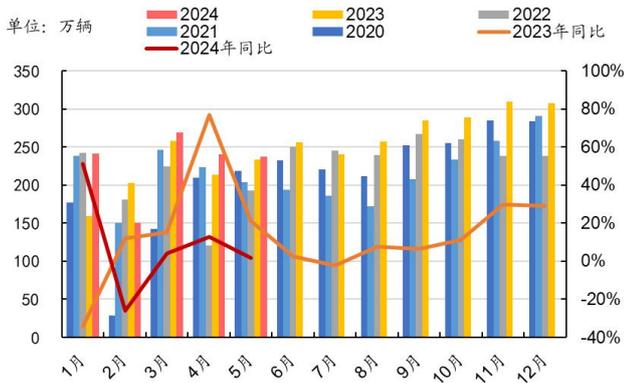
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



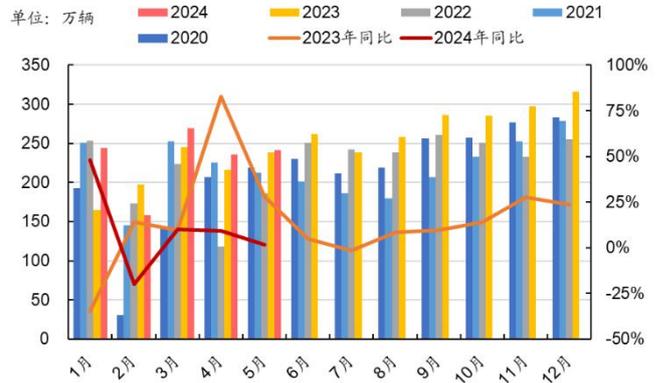
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



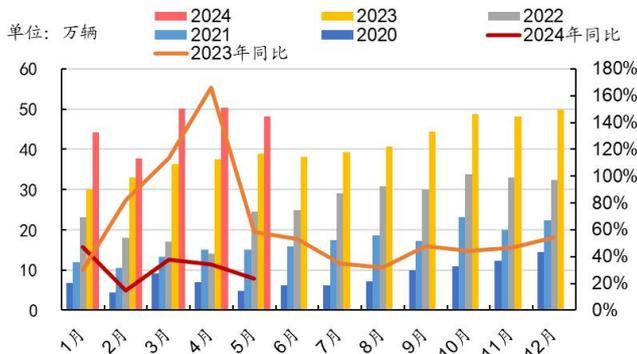
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



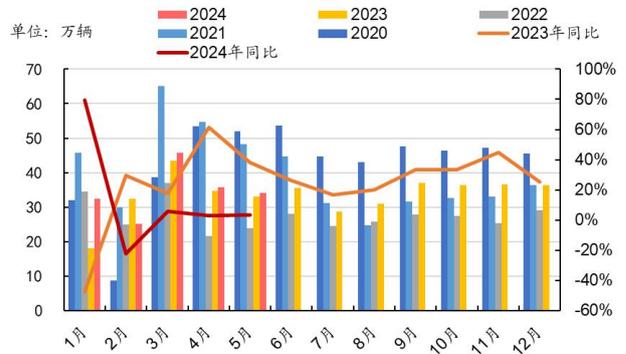
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



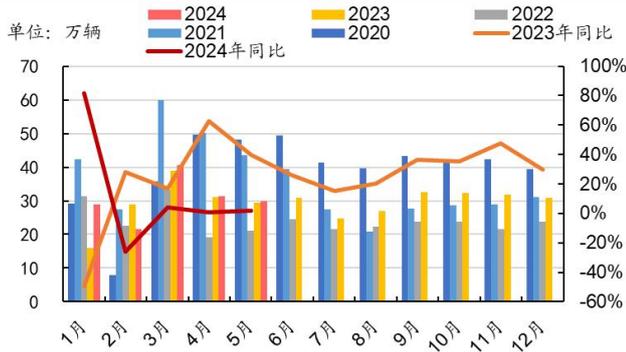
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

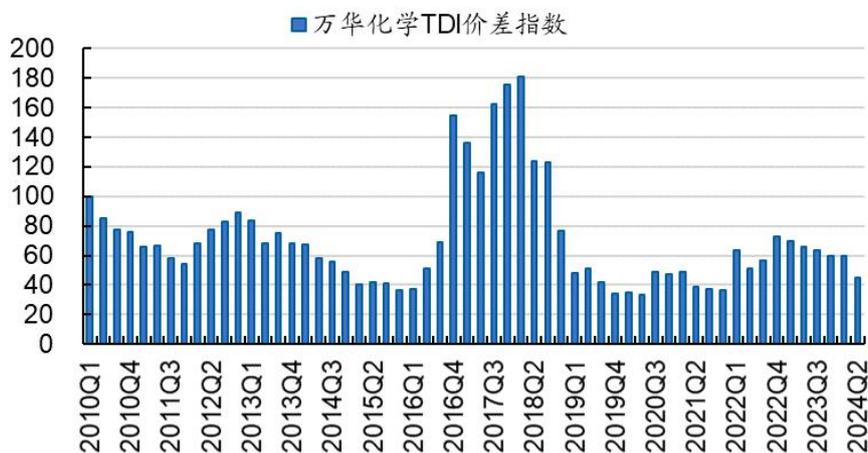


资料来源: wind, 国海证券研究所

## 5.2、TDI

2024 年 Q2 万华化学 TDI 价差指数为 45.21，较 2024 年 Q1 下降 14.12；处于历史 8.06%分位数，较 2024 年 Q1 下降 9.56 个 pct。

图 41：Q2 万华化学 TDI 价差指数处于历史 8.06%分位



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

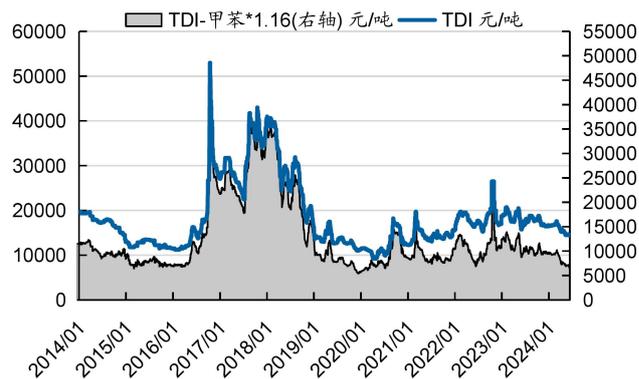
### 5.2.1、TDI 及主要原材料价格

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

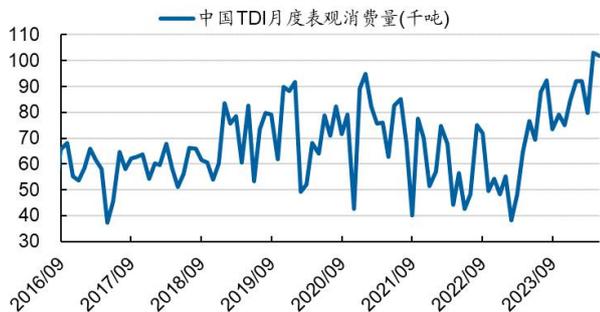
图 43：TDI 和甲苯价差



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

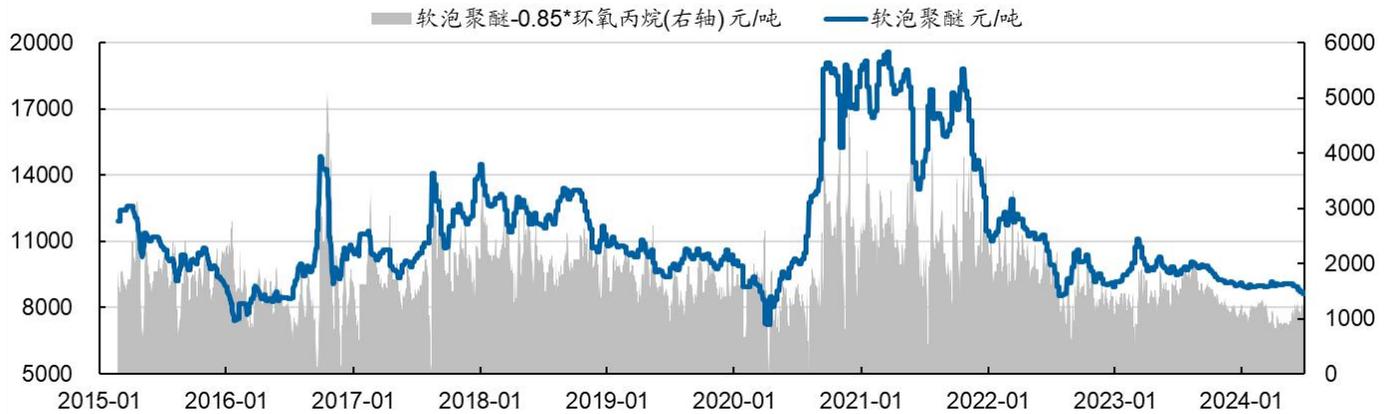
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 6 月)

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	月内短时降负荷运行	——
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	高负荷运行	——
上海巴斯夫	16	液相光气法	5.25-6.24 停车	——
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	中旬短停一周	——
<b>合计</b>	<b>141</b>	<b>预计月度开工负荷</b>	<b>85.29%</b>	

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

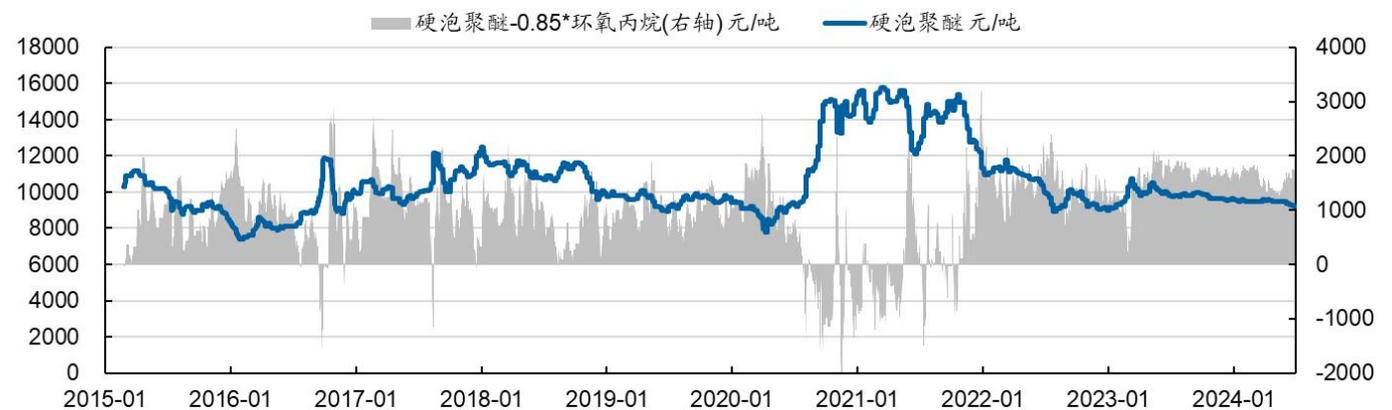
### 5.3、聚醚价格及供需情况

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

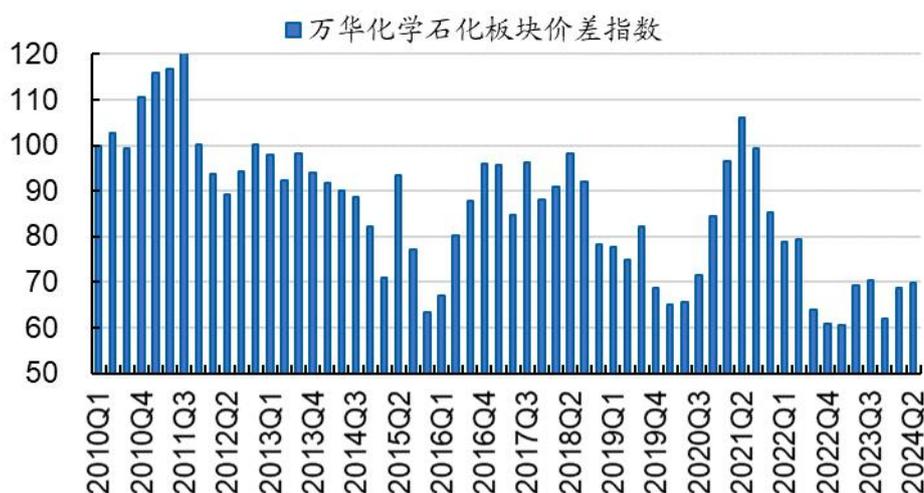


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

## 6、石化板块

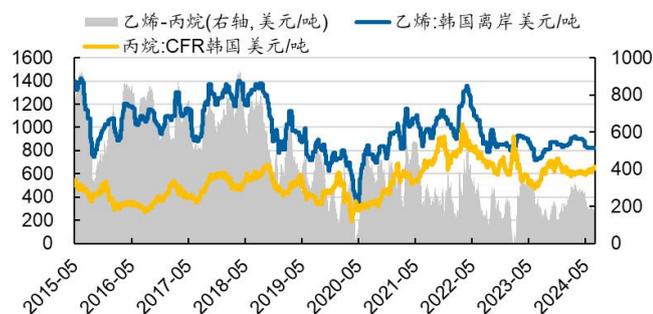
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，计算板块整体价差。万华化学 Q2 石化板块价差指数 69.86，较 2024 年 Q1 上升 1.19；处于历史 15.37%分位，较 2024 年 Q1 上升 1.99 个百分点。

图 53：Q2 万华化学石化板块价差指数处于历史 15.37%分位



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

图 54：乙烯-丙烷价差



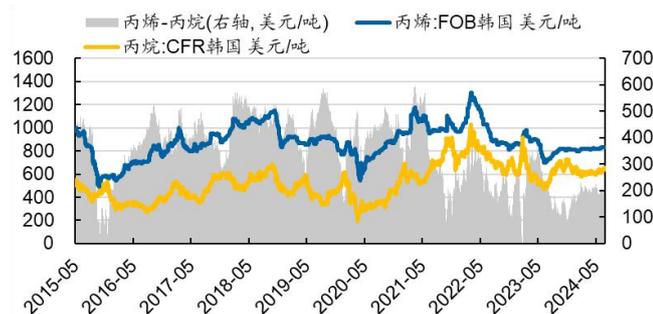
资料来源：wind，国海证券研究所

图 55：乙烯-石脑油价差



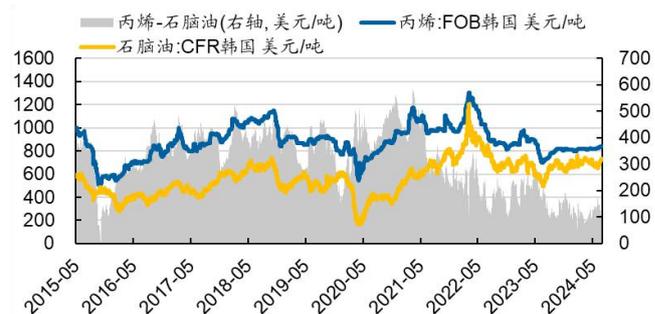
资料来源：wind，国海证券研究所

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)



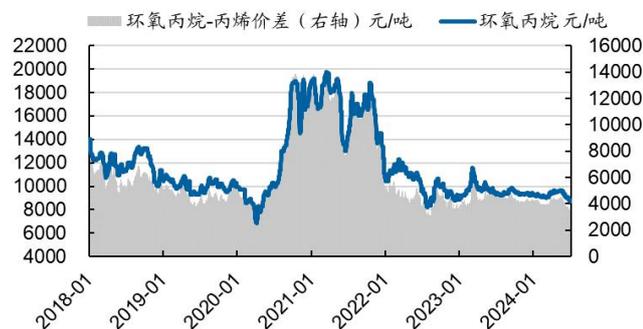
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



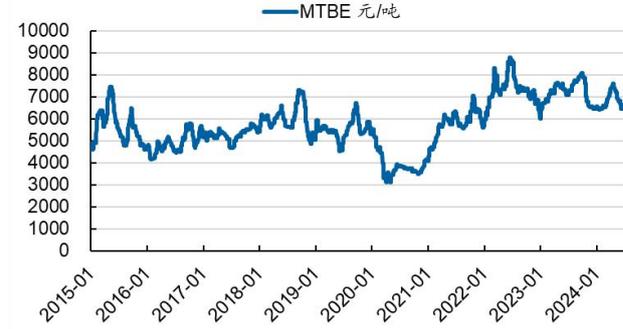
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

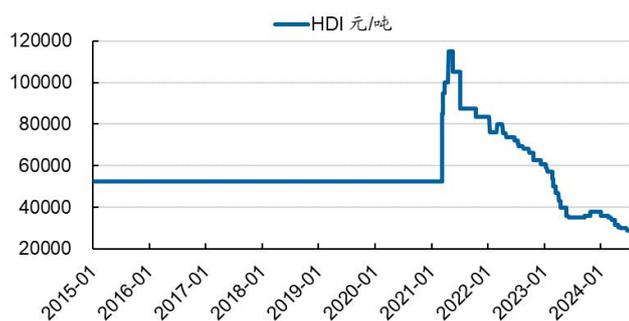
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。万华化学 Q2 新材料板块价差指数为 38.56，较 2024 年 Q1 上升 1.25；处于历史 11.22%分位数，较 2024 年 Q1 上升 1.79 个百分点。

图 64: Q2 万华化学新材料板块价差指数处于历史 11.22%分位



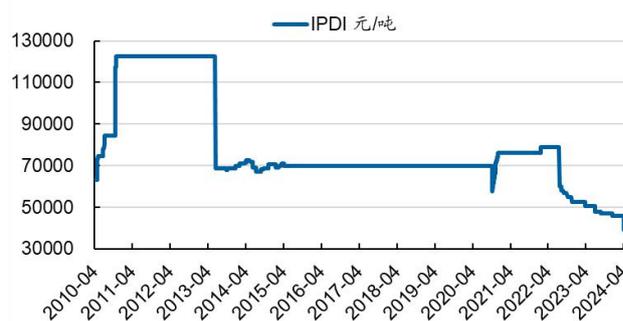
资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点)

图 65: HDI 市场价



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 66: IPDI 市场价



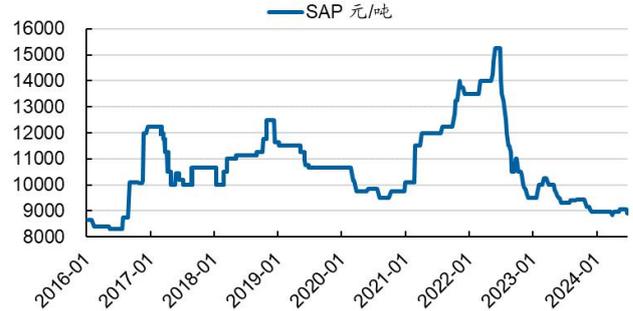
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 67: PC-0.9\*双酚 A 价差



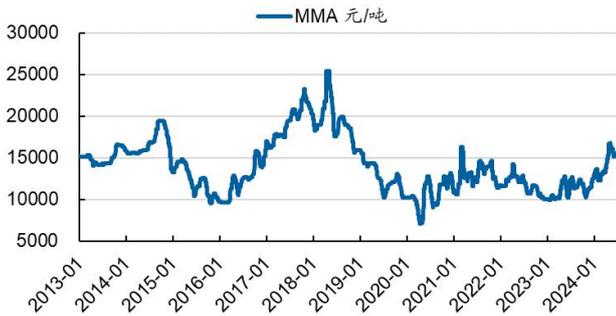
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



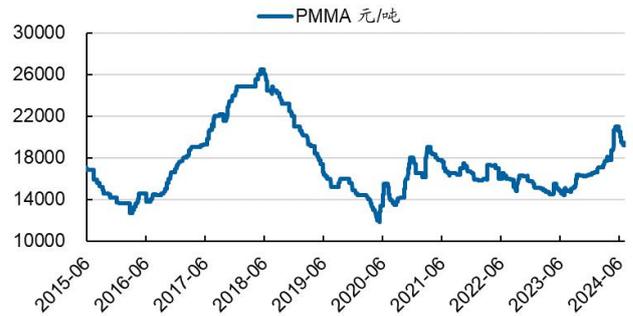
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



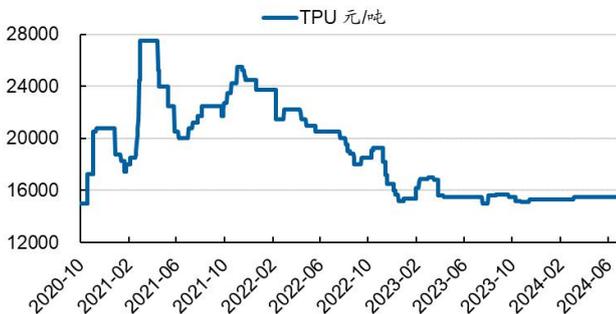
资料来源: wind, 国海证券研究所

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 196.12、255.03、324.54 亿元，对应 PE 分别 13、10、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:	78.58		投资评级:	买入		日期:	2024/07/09	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	19%	19%	21%	23%	EPS	5.36	6.25	8.12	10.34				
毛利率	17%	17%	18%	19%	BVPS	28.24	32.57	38.31	45.46				
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>								
销售净利率	10%	10%	11%	12%	P/E	14.33	12.58	9.67	7.60				
<b>成长能力</b>					P/B	2.72	2.41	2.05	1.73				
收入增长率	6%	15%	20%	14%	P/S	1.38	1.23	1.02	0.89				
利润增长率	4%	17%	30%	27%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.69	0.74	0.81	0.87	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				
<b>偿债能力</b>					销售费用	1346	1504	1933	1932				
资产负债率	63%	60%	56%	51%	管理费用	2450	2213	2899	3069				
流动比	0.57	0.58	0.63	0.72	财务费用	1676	2451	2400	2401				
速动比	0.36	0.37	0.38	0.43	其他费用/(-收入)	4081	4108	5315	5796				
					营业利润	20389	24983	32049	39937				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-379	-160	-180	-200				
现金及现金等价物	23710	23109	23065	23113	利润总额	20010	24823	31869	39737				
应收款项	9144	10752	12754	14660	所得税费用	1710	3301	4239	5285				
存货净额	20650	20510	26078	28560	净利润	18300	21522	27631	34452				
其他流动资产	8360	8683	9919	10688	少数股东损益	1484	1909	2128	1997				
<b>流动资产合计</b>	<b>61864</b>	<b>63054</b>	<b>71816</b>	<b>77022</b>	归属于母公司净利润	16816	19612	25503	32454				
固定资产	98764	116435	131719	141585									
在建工程	50455	48805	48621	47906	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	34912	36507	37049	38118	经营活动现金流	26797	36274	55626	37365				
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润	16816	19612	25503	32454				
<b>资产总计</b>	<b>253040</b>	<b>273405</b>	<b>298996</b>	<b>315794</b>	少数股东损益	1484	1909	2128	1997				
短期借款	43526	47944	39741	49199	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				
<b>流动负债合计</b>	<b>108657</b>	<b>109500</b>	<b>114761</b>	<b>106907</b>	资本支出	-43070	-35405	-36500	-33179				
长期借款及应付债券	39811	42811	42811	42811	长期投资	-1870	-1708	-1338	-1523				
其他长期负债	10118	11118	11318	11518	其他	110	594	473	542				
<b>长期负债合计</b>	<b>49929</b>	<b>53929</b>	<b>54129</b>	<b>54329</b>	筹资活动现金流	22809	-356	-18307	-3157				
<b>负债合计</b>	<b>158586</b>	<b>163429</b>	<b>168890</b>	<b>161236</b>	债务融资	33887	8418	-8004	9659				
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	76	0	0	0				
股东权益	94454	109976	130107	154558	其它	-11154	-8774	-10303	-12816				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>253040</b>	<b>273405</b>	<b>298996</b>	<b>315794</b>	现金净增加额	4684	-601	-44	49				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9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。

董伯骏，研究所所长助理，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，6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。

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。

杨雨蓉，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，贾冰，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。