

# 万华化学（600309）

证券研究报告  
2024年08月21日

## 产能释放带动产销规模提升，多项目稳步推进

**事件：**万华化学发布2024年中报，实现营业收入970.67亿元，同比增长10.8%；归属于上市公司股东的净利润81.74亿元，同比下降4.6%，扣除非经常性损益后的净利润81.0亿元，同比减少2.54%。按31.40亿股的总股本计，实现每股收益2.60元，每股经营现金流为3.28元。第二季度实现营业收入509.06亿元，同比增长11.42%、环比增长10.28%；实现归属于上市公司股东的净利润40.17亿元，同比减少11.03%、环比减少3.39%；折合单季度EPS 1.28元。

公司拟实施2024年半年度利润分配，以总股本31.40亿股为基数，向全体股东每10股派发5.20元现金红利（含税）。

**产销规模增加，毛利率持稳，非经常性因素影响公司业绩。**2024年上半年，公司主营业务中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收354.55、395.75、129.79亿元，较去年同期分别变动+26.85、+34.43、+17.15亿元，yoy+8.2%、+9.5%、+15.2%。公司实现毛利额158.27亿元，同比增加14.55亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额99.27、17.90、22.05亿元，同比变动+3.86、+9.57、-2.79亿元。公司综合毛利率为16.4%，同比下滑0.1pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别为28.0%、4.52%、16.99%，同比变动-1.1、+2.2、-5.1pcts。24上半年聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列产量分别283、277、100万吨，分别同比+37、+52、+21万吨；销量方面，上述三个系列产品分别销售269、275、92万吨，其中，聚氨酯和精细化学品及新材料系列销量较去年同期分别增加34、18万吨。从价格上看，24H1聚氨酯系列产品价差同比缩窄以及新材料及功能化学品价格同比下滑影响公司利润水平。

公司期间费用率5.5%，较去年同期增加0.7pcts。三费金额合计32.63亿元，同比增加8.22亿元。24H1公司研发费用为20.81亿元，同比增加2.9亿元，研发费用率为2.14%，yoy+0.1pcts；此外，24H1公司信用减值损失同比增加2.14亿元。

**在建工程项目持续推进，贡献公司长期成长。**公司在建工程规模继续扩张，截至2024/6/30达到历史高位598.13亿元，在建工程/固定资产的比例为55.58%。2024年下半年，公司将继续推动乙烯二期、蓬莱一期建设工作，此外公司公布与ADNOC等合作特种聚烯烃项目，持续提升国际化水平。

**盈利预测与估值：**公司部分产品价格今年以来有所回落，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计2024-2026年归母净利润为171、202、253亿元（2024、2025前值为239、284亿元），维持“买入”投资评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险，新建项目进度及盈利不达预期风险，相关数据为自行统计计算

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565.48	175,360.94	193,041.93	211,330.16	233,889.07
增长率(%)	13.76	5.92	10.08	9.47	10.67
EBITDA(百万元)	32,448.29	35,652.42	39,370.88	45,989.83	54,997.72
归属母公司净利润(百万元)	16,233.63	16,815.76	17,121.83	20,157.37	25,258.70
增长率(%)	(34.14)	3.59	1.82	17.73	25.31
EPS(元/股)	5.17	5.36	5.45	6.42	8.04
市盈率(P/E)	13.56	13.09	12.86	10.92	8.71
市净率(P/B)	2.86	2.48	1.75	1.57	1.39
市销率(P/S)	1.33	1.26	1.14	1.04	0.94
EV/EBITDA	9.97	8.22	7.22	6.33	5.33

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	70.11元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,139.75
流通A股股本(百万股)	3,139.75
A股总市值(百万元)	220,127.64
流通A股市值(百万元)	220,127.64
每股净资产(元)	29.14
资产负债率(%)	66.14
一年内最高/最低(元)	99.10/66.78

### 作者

唐婕 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

张峰 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《万华化学-季报点评:Q3 净利环比微降,各板块销量同比增长》2023-11-01
- 《万华化学-半年报点评:二季度业绩环比改善,多项目落地推动未来发展》2023-08-08
- 《万华化学-季报点评:聚氨酯、新材料板块销量显著增长, Q1 业绩超预期》2023-04-17

## 事件

万华化学发布 2024 年中报，实现营业收入 970.67 亿元，同比增长 10.8%；实现营业利润 105.71 亿元，同比增长 2.9%；归属于上市公司股东的净利润 81.74 亿元，同比下降 4.6%，扣除非经常性损益后的净利润 81.0 亿元，同比减少 2.54%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 2.60 元（扣非后为 2.58 元），每股经营现金流为 3.28 元。

第二季度实现营业收入 509.06 亿元，同比增长 11.42%、环比增长 10.28%；实现归属于上市公司股东的净利润 40.17 亿元，同比减少 11.03%、环比减少 3.39%；单季度 EPS 1.28 元。

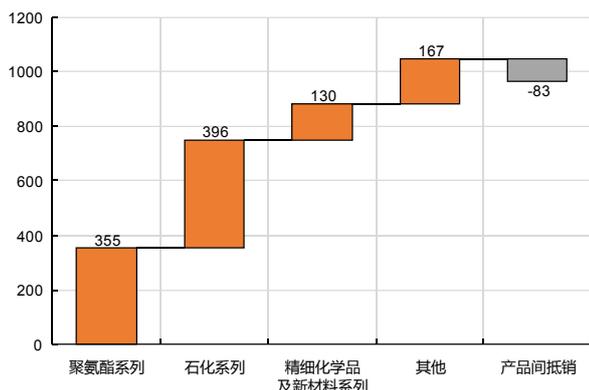
公司拟实施 2024 年半年度利润分配，以总股本 31.40 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 5.20 元现金红利（含税）。

## 点评

### 销售规模稳步扩张，盈利水平维持平稳

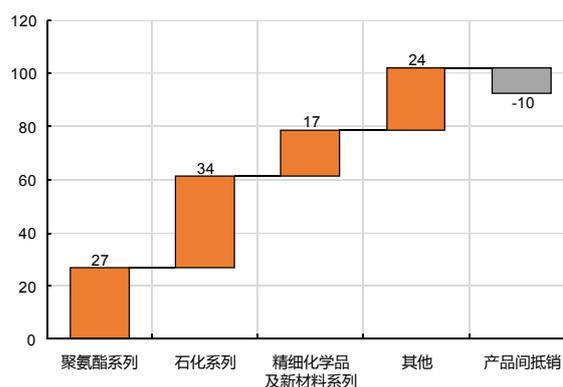
三大业务板块均实现营收同比增长。2024 年上半年，公司实现营业收入 970.67 亿元，分业务看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 354.55、395.75、129.79 亿元，较去年同期分别变动+26.85、+34.43、+17.15 亿元，yoy+8.2%、+9.5%、+15.2%；其他业务实现营收 166.72 亿元，同比增加 23.51 亿元，yoy+16.4%；产品间抵消为 82.69 亿元，较去年增加约 9.61 亿元。

图 1：万华化学 2024 年 H1 分系列产品营业收入构成



资料来源：公司 2024 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

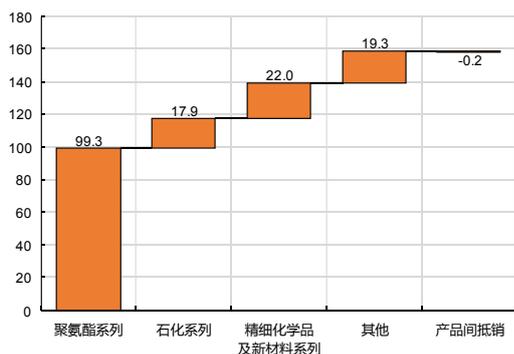
图 2：万华化学 2024 年 H1 分系列产品营收增量构成



资料来源：公司 2024 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

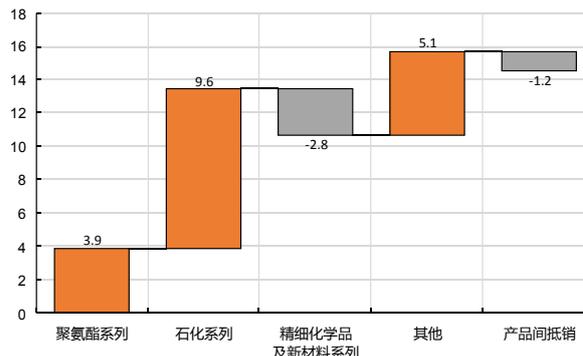
综合毛利率水平持稳，但精细化学品及新材料系列盈利水平同比下滑。2024 年上半年，公司实现毛利额 158.27 亿元，同比增加 14.55 亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 99.27、17.90、22.05 亿元，同比变动+3.86、+9.57、-2.79 亿元。公司综合毛利率为 16.4%，同比下滑 0.1pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别为 28.0%、4.52%、16.99%，同比变动-1.1、+2.2、-5.1pcts。

图 3：万华化学 2024 年 H1 分系列产品毛利额构成



资料来源：公司 2024 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

图 4：万华化学 2024 年 H1 分系列产品毛利额增量构成



资料来源：公司 2024 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

**业务板块销量全年提升，但主营产品价差同比有所收窄**

上半年多个项目实现新产能释放。24 上半年公司福建基地 MDI 项目完成技改扩产，MDI 年产能由 40 万吨提升至 80 万吨；TDI 装置有效产能增加；宁波基地年产 18 万吨己二胺项目投产；蓬莱基地 PDH、POCHP、EO、聚醚、EOD、储运等一期装置已进入管道试压和电缆敷设攻坚阶段，后续将陆续实现高质量中交。

表 1：公司主要产品产能变化情况（单位：万吨）

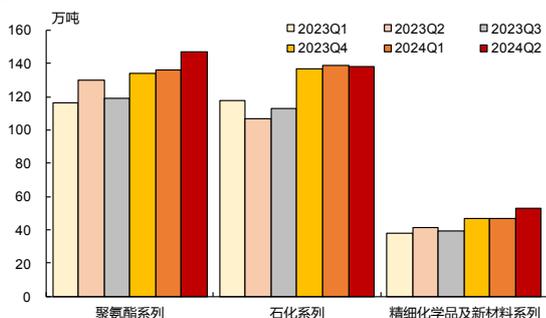
板块	主要产品（项目）	2021	2022	2023	2024H1
聚氨酯板块	MDI	265	305	310	350
	TDI	65	65	95	95
	聚醚	86	111	111	111
石化板块	PO/AE 一体化	198	203	203	203
	乙烯项目	250	345	345	345
精细化学品及新	PC	21	24	48	48
材料系列	PMMA	8	16	16	16

资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：相关数据为自行统计计算

公司产销量同、环比均实现良好增长。2024 年上半年公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 283、277、100 万吨，分别同比+37、+52、+21 万吨；销量方面，上述三个系列产品分别销售 269、275、92 万吨，其中，聚氨酯和精细化学品及新材料系列销量较去年同期分别增加 34、18 万吨（注：石化系列销量统计口径发生变更，23 年开始剔除贸易量，往期不可比）。

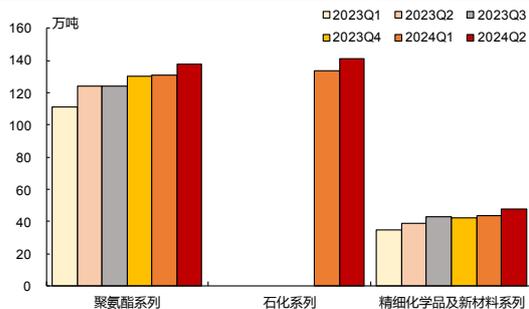
单季度看，2024Q2 聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 147、138、53 万吨，同比变动+17、+31、+12 万吨，环比变动+11、-1、+6 万吨；对应销量分别为 138、141、48 万吨，聚氨酯和精细化学品及新材料系列销量同比变动+14、+9 万吨，三个系列销量分别环比变动+7、+7、+4 万吨。

图 5：万华化学单季度分系列产品产量



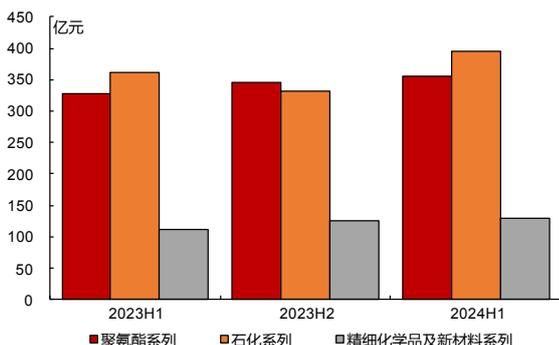
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：万华化学单季度分系列产品销量



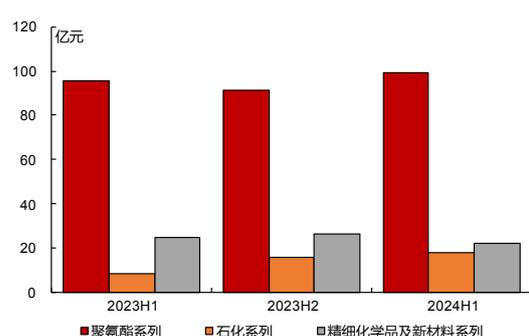
资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：石化系列销量统计口径自 23Q4 剔除贸易量，因此往期数据不可比较）

图 7：万华化学半年度分系列产品营收分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：万华化学半年度分系列产品毛利分布

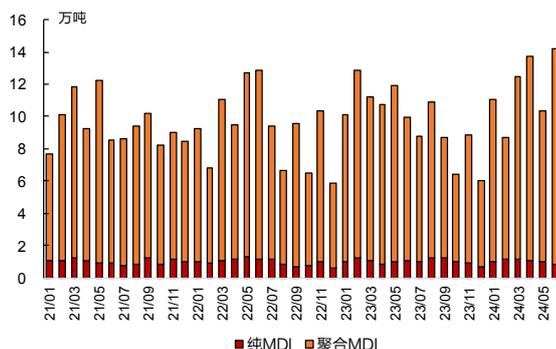


资料来源：公司公告，天风证券研究所

聚氨酯业务出口方面，24H1 全球聚氨酯行业需求保持增长趋势，尤其在下游冰冷、汽车等领域需求保持增长，同时海外建筑行业投资需求有所好转。上半年，我国 MDI/TDI 出口量分别为 70.56/14.61 万吨，其中纯 MDI 出口量 6.15 万吨，同比+0.7%，环比 23H2 +2.6%；聚合 MDI 出口量 64.42 万吨，同比 yoy+6.1%，环比+47.5%；但 TDI 出口量同比-21.5%，环比-0.3%。

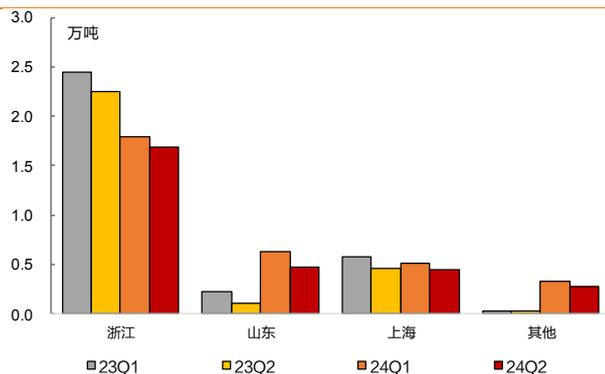
分贸易收发货地看，24H1 山东地区的纯 MDI 和聚合 MDI 出口量均实现同比增长。24 年上半年浙江/山东/上海地区的纯 MDI 出口量分别为 3.48/1.11/0.96 万吨，同比 -25.8%/+237.7%/-7.3%；上述三个地区聚合 MDI 出口量分别为 28.36/21.55/5.67 万吨，同比 +4.7%/+16.0%/-37.9%。

图 9：我国 MDI 单月出口情况



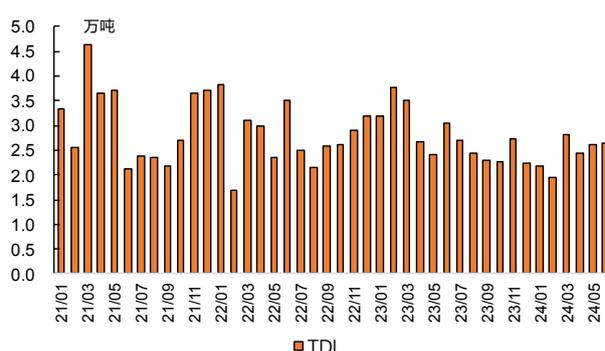
资料来源：百川盈孚、海关总署，天风证券研究所

图 11：我国纯 MDI 出口分收发货地情况



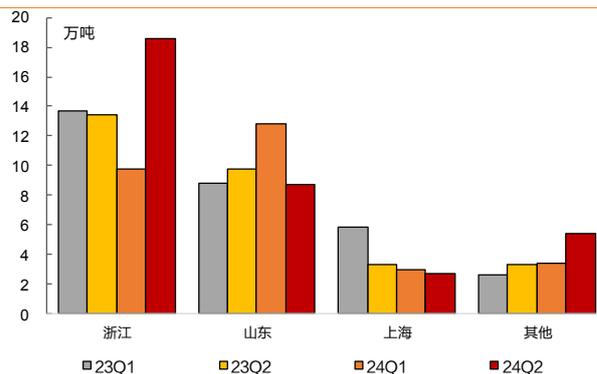
资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 10：我国 TDI 单月出口情况



资料来源：百川盈孚、海关总署，天风证券研究所

图 12：我国聚合 MDI 出口分收发货地情况



资料来源：海关总署，天风证券研究所

从价格上看，24H1 公司聚氨酯系列产品价差同比缩窄以及新材料及功能化学品价格同比下滑影响公司利润水平，据公司公告及百川盈孚数据：

**聚氨酯系列产品：**今年上半年，公司纯 MDI/聚合 MDI/TDI/硬泡聚醚/软泡聚醚（市场价）均价分别为 1.95/1.68/1.55/0.91/0.91 万元/吨，yoy+3.3%/+7.0%/-15.4%/-8.0%/-6.0%；24Q2 上述 5 个产品市场均价分别为 1.88/1.73/1.46/0.91/0.91 万元/吨，yoy-0.6%/+11.3%/-18.1%/-8.3%/-4.7%，qoq-7.0%/-13.3%/-11.3%/-0.3%/+0.3%。从价差来看，上半年纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价差分别同比-3.9%/-0.5%/-21.4%，二季度单季度同比-11.3%/+2.6%/-25.7%、环比变动-13.3%/+5.3%/-17.6%。

**石化系列产品：**产品价格同比涨跌互现；据公司公告，今年上半年丙烯（山东）/正丁醇（山东）/丙烯酸（山东）/丙烯酸丁酯（山东）/NPG 华东加氢/MTBE（山东）/LLDPE 膜级（华东）/乙烯法 PVC（华东）价格分别为 6875/8290/6193/9284/10563/6857/8344/5914 元/吨，同比-1.9%/+9.95%/-4.55%/+0.83%/+3.6%/-4.46%/+2.38%/-4.93%。上述产品二季度单季度市场均价分别为 6980/8454/6473/9800/10979/7192/8711/6006 元/吨，环比 +0.5%/-2.3%/+7.6%/-1.2%/+8.9%/+6.8%/+3.8%/-0.4%。

**新材料及功能化学品：**HDI/IPDI 系列价格回落较为明显，今年上半年 TPU/PC/SAP/PMMA/HDI/IPDI 市场均价分别为 1.54/1.51/0.90/1.93/3.26/4.30 万元/吨，分

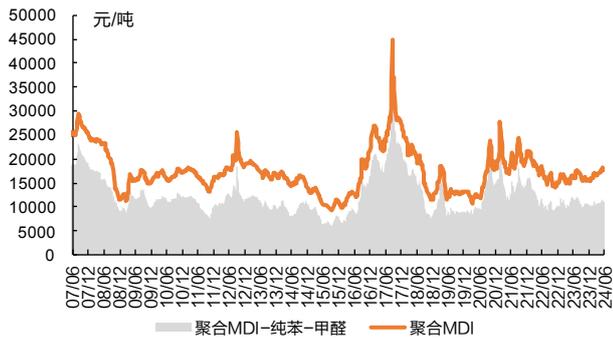
别同比变动 -3.0%/-2.9%/-8.7%/ +4.3%/-28.4%/-16.6%。二季度单季度市场均价分别为 1.55/1.53/0.90/2.05/3.03/4.03 万元/吨，环比+0.9%/+3.2%/+0.5%/+14.0%/-14.3%/-12.4%。

图 13：公司主要产品市场价格变化

板块	产品价格-均值(含税)	单位	季度均价												同比				
			2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q2
聚氨酯	纯苯	元/吨	5508	7508	7973	7354	7950	9123	8294	7006	7066	6762	7684	7581	8273	9051	17%	34%	9%
	纯MDI	元/吨	24219	20642	22262	21993	22700	21500	19921	18677	18842	18915	21304	20900	20212	18890	7%	-1%	-7%
	聚合MDI	元/吨	21377	18308	20081	20639	20573	18208	16136	15023	15942	15565	16808	15792	16254	17331	2%	11%	7%
	纯MDI-纯苯-甲醛价差	元/吨	20208	15308	16620	16658	17065	15114	14121	13676	13838	14132	15931	15589	14459	12530	4%	-1%	-13%
	聚合MDI-纯苯-甲醛价差	元/吨	17366	12974	14439	15305	14938	11822	10335	10022	10938	10782	11435	10461	10501	11061	-4%	3%	5%
	纯MDI-出口	美元/吨	2235	2640	2526	2558	2490	2544	2468	2238	2135	2160	2085	1928	1881	1969	-12%	-9%	5%
	聚合MDI-出口	美元/吨	1607	2028	2245	2360	2252	2231	2213	1943	1706	1693	1576	1403	1348	1622	-21%	-4%	20%
	TDI	元/吨	14342	14027	13892	14436	18659	17238	17500	19731	18879	17854	17908	16938	16492	14623	-13%	-18%	-11%
	TDI-甲苯	元/吨	11102	9525	9368	10314	14498	12434	12803	15521	14685	13546	13157	12757	12202	10059	-17%	-26%	-18%
	硬泡聚醚	元/吨	15227	14492	14256	13750	11336	10969	9661	9435	9879	9923	10123	9440	9129	9104	-8%	-8%	0%
软泡聚醚	元/吨	18877	16988	16708	15811	12159	11369	9439	9446	9850	9596	9627	9352	9118	9148	-7%	-5%	0%	
石化产品	合同价(CP):丙烷:沙特	美元/吨	593	528	648	822	806	855	690	619	740	515	479	607	627	592	-15%	15%	-6%
	合同价(CP):丁烷:沙特	美元/吨	570	510	647	792	804	865	680	610	744	508	472	618	637	590	-14%	16%	-7%
	MTBE	元/吨	5038	5960	5768	6262	7073	7716	7618	7008	6968	7477	7725	7132	6732	7192	-3%	-4%	7%
	环氧丙烷	元/吨	18508	16877	16662	15525	11695	11188	9443	9385	9983	9715	9471	9345	9176	9394	-8%	-3%	2%
	正丁醇	元/吨	11323	13946	14812	9663	10327	9842	7357	7800	7792	7600	8908	8412	8650	8454	11%	11%	-2%
	丙烯	元/吨	7738	8165	7773	8021	8251	8273	7336	7431	7422	6700	6895	7064	6945	6980	-6%	4%	0%
	丙烯酸	元/吨	8962	9462	13650	14854	14055	12769	7939	6723	7075	5963	6210	6015	6015	6473	-15%	9%	8%
	丙烯酸丁酯	元/吨	16346	17508	19400	17571	16645	15646	11157	10654	10783	8977	10092	9600	9923	9800	-8%	9%	-1%
	新戊二醇	元/吨	13137	18337	19963	16300	17520	15263	9852	9438	10681	9783	9500	9631	10085	10979	-6%	12%	9%
	乙烯法PVC	元/吨	8771	9616	9922	11298	9607	9172	6873	6325	6546	6073	6496	6210	6027	6006	-6%	-1%	0%
乙炔法PVC:乙炔	元/吨	4811	5446	5991	6897	5080	4306	3344	3131	3291	2975	3363	2720	2469	2278	-25%	-23%	-8%	
环氧乙烷	元/吨	7608	7669	7485	8286	7709	7981	7550	7008	6742	6454	6315	6554	6461	6877	-2%	7%	4%	
LLDPE	元/吨	8757	8601	8852	9694	9473	9316	8378	8474	8518	8328	8501	8365	8391	8711	-1%	5%	4%	
新材料及功能化学品	TPU	元/吨	21669	22942	21923	24286	22591	21038	19164	17269	16358	15508	15254	15362	15500	-6%	0%	1%	
	PC	元/吨	20600	26973	27469	25143	22373	21173	16796	17019	16042	15031	15796	15138	14908	15298	-8%	2%	3%
	SAP	元/吨	10504	11962	12154	13321	13636	14462	12161	10023	9925	9712	9373	9188	8942	8985	-10%	-7%	0%
	PMMA	元/吨	17385	17677	17477	17521	15964	17008	17036	18431	18683	18315	18315	18123	17977	20500	-4%	12%	14%
	HDI	元/吨	61923	106823	88846	84071	78136	74346	69471	62962	53500	38308	25154	37538	35308	30289	-34%	-21%	-14%
	IPDI	元/吨	76000	76000	76000	76000	77636	79000	67286	55000	52500	50808	48423	47000	46000	40308	-12%	-21%	-12%

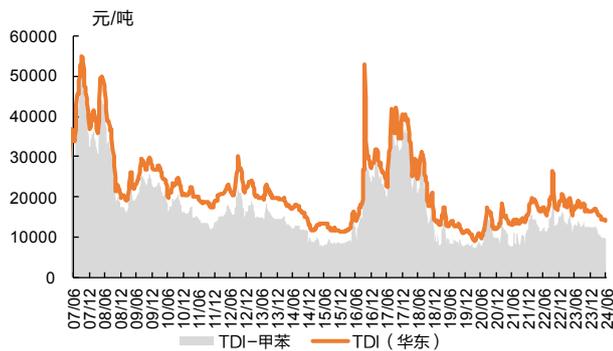
资料来源: wind, 卓创资讯, 百川盈孚, 天风证券研究所

图 14：国内聚合 MDI 价格、价差



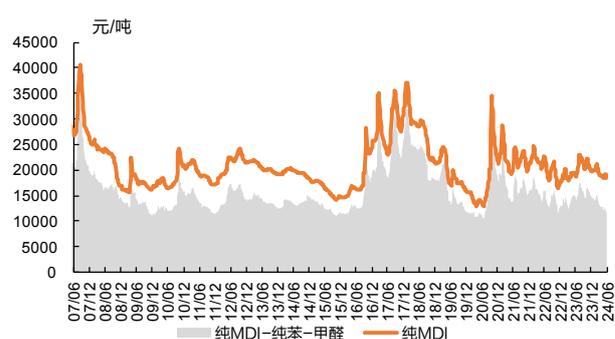
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16：国内 TDI 价格、价差



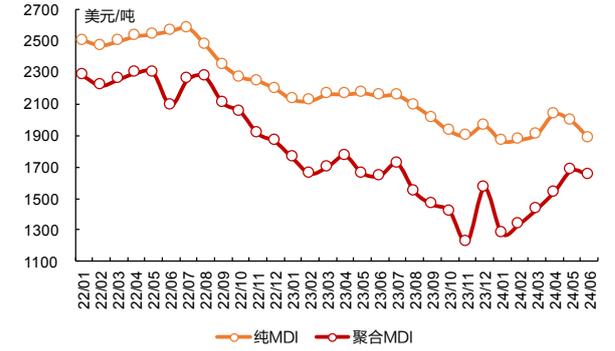
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15：国内纯 MDI 价格、价差



资料来源: 百川盈孚, 天风证券研究所

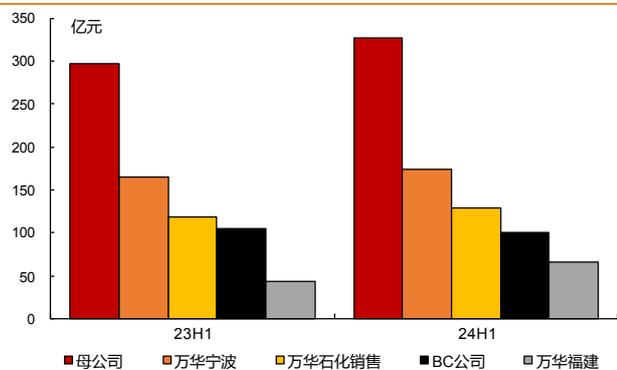
图 17：我国 MDI 月度出口均价



资料来源: 百川盈孚, 天风证券研究所

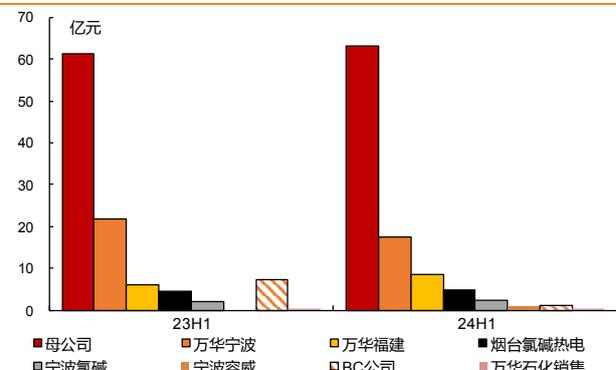
**母公司及参控股子公司经营方面**，24H1 母公司/万华宁波/万华石化销售/BC 公司/万华福建分别实现营业收入 326/174/130/101/66 亿元，同比变动+29/+10/+12/-4/+22 亿元。净利润方面，母公司/万华宁波/万华福建/烟台氯碱热电/宁波氯碱/宁波容威/BC 公司/万华石化销售分别实现净利润 63/17/8/5/2/1.1/1.0/0.07 亿元，同比变动+1.7/-4.2/+2.4/+0.5/+0.1/+1.1/-6.1/-0.01 亿元。

图 18：万华化学 24H1 母公司及参控股子公司收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：万华化学 24H1 母公司及参控股子公司净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

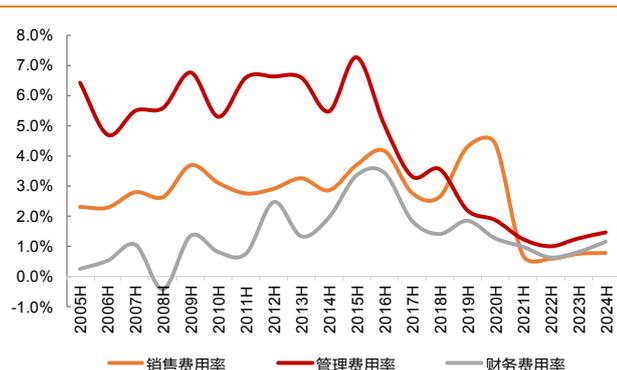
### 24H1 费用同比有所上升，公司重视高研发投入

24 年上半年，公司期间费用率 5.5%，较去年同期增加 0.7pcts。分项看，销售/管理/财务费用率分别为 0.76%/1.46%/1.14%，分别 yoy+0.03/+0.20/+0.34pcts。三费金额合计 32.63 亿元，同比增加 8.22 亿元。其中，公司销售费用同比增加 0.98 亿元，主要系公司员工费用、销售佣金及咨询费以及其他分别增加 0.42、0.26、0.39 亿元所致；管理费用同比增加 3.16 亿元，增加额主要来自公司员工费用增加 2.07 亿元；财务费用同比增加 4.07 亿元，主要系公司 24H1 利息支出同比增加 4.80 亿元所致。单季度看，24Q2 公司期间费用率为 5.4%，yoy+1.0pcts，qoq-0.3pcts。

此外，24H1 公司信用减值损失同比增加 2.14 亿元，主要由于应收账款增加导致坏账准备计提增加。同时，所得税费用同比增加 5.83 亿元，主要由于 23H1 享受税收优惠所致，具体地，增加额主要来源于子公司适用不同税率以及调整以前期间所得税的影响分别同比增加 2.89、2.67 亿元。上述变化均对公司净利润产生负向影响。

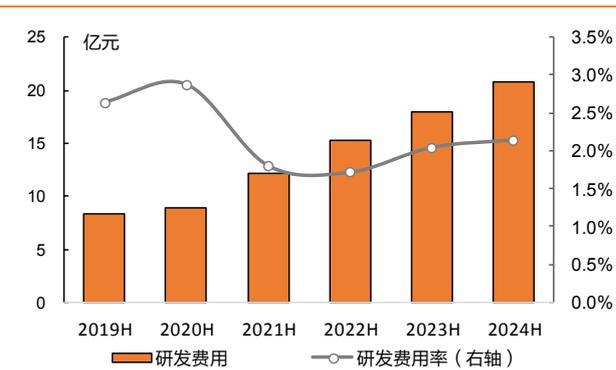
**公司研发投入持续增加**，24H1 公司研发费用为 20.81 亿元，同比增加 2.9 亿元，其中员工费用增加约 1.12 亿元、折旧费用增加 0.97 亿元；研发费用率为 2.14%，yoy+0.1pcts。上半年各项自主研发技术加速成果转化，POE、POCHP、MQ 树脂、尼龙 12 弹性体装置一次性开车成功，极大地丰富了高端材料产品线。PC、水性树脂、改性异氰酸酯、TPU、改性材料等不断推出差异化的产品。完成了膜材料全线产品迭代升级，聚焦于海淡膜等高附加值领域，部分产品已进入客户长周期验证阶段。在研发 AI、电化学、合成生物学等前沿领域，持续保持与高校的产学研紧密合作，上半年公司共申请国内外发明专利 376 件，新获得发明专利授权 332 件。

图 20：公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：公司研发费用及费用率



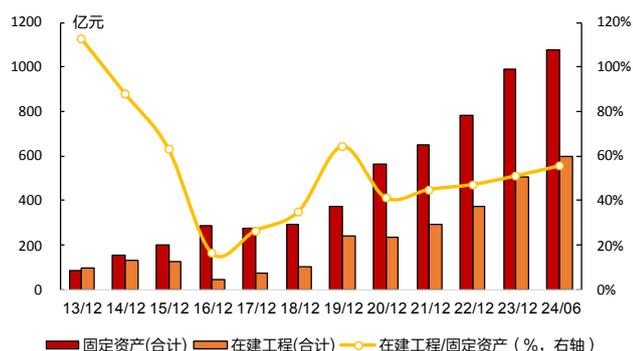
资料来源：wind，天风证券研究所

## 在建工程项目持续推进，贡献公司长期成长

公司在建工程规模继续扩张，截至 2024/6/30 达到历史高位 598.13 亿元，在建工程/固定资产的比例为 55.58%。此外，公司 2024 年二季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 89.73 亿元，同比减少 3.36 亿元，较前一季度下降 21.19 亿元。

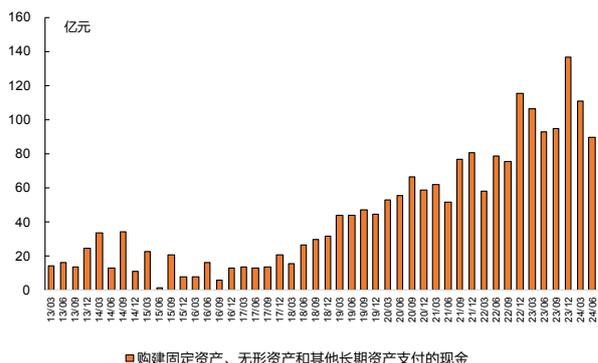
根据公司公告，重要在建工程项目如电池产业链项目、聚氨酯产业链延伸及配套项目、码头项目、BC 公司技改项目等的工程进度已达到 85% 以上，后续项目达产将对公司长期业绩增长形成支撑；同时 BC 公司造气项目、异氰酸酯新建及配套项目、乙烯二期项目、高性能材料一体化项目以及大型煤气化等项目稳步推进。2024 年下半年，公司将继续推动乙烯二期、蓬莱一期建设工作，争取如期投产。

图 22：固定资产与在建工程情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

图 23：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所；备注：单季度数据

## 与 ADNOC 等合作特种聚烯烃项目，持续提升公司国际化水平

公司于 7 月 24 日公告，与万融新材料(公司持股 80%)、阿布扎比国家石油公司(ADNOC)、北欧化工(Borealis)、博禄化学(Borouge)在北京举办《项目合作协议》签约仪式。ADNOC、Borealis、Borouge 组成投资联合体和万融新材料将在按相关法律法规审批的前提下意向按照 50%:50% 持股比例组建中外合资公司，共同启动在福建省福州市建设一套产能 160 万吨/年的特种聚烯烃一体化设施的可行性研究。

**此次合作将持续提升公司国际化水平。**公司已在福州建立完善的聚氨酯产业链，拟通过合资项目乙烷裂解副产氢气与聚氨酯产业链捕捉的二氧化碳的充分利用，以及通过在合资项目中使用 100% 零碳电力，整体地降低二氧化碳排放。

2006 年公司海外设立销售公司开启国际化之路，2011 年并购匈牙利 BC 公司设立欧洲基地拓展了国际化之路，本次项目合作将再次大幅提升公司国际化水平。

## 盈利预测与估值

公司部分产品价格今年以来有所回落，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 171、202、253 亿元（2024、2025 前值为 239、284 亿元），维持“买入”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险，新建项目进度及盈利不达预期风险，相关数据为自行统计计算。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,988.84	23,709.96	27,025.87	29,586.22	32,744.47
应收票据及应收账款	9,060.25	9,144.25	10,159.94	10,973.08	12,415.83
预付账款	1,277.27	2,202.62	1,611.96	2,492.30	1,957.43
存货	18,185.32	20,650.14	19,269.85	25,590.70	23,045.93
其他	4,020.74	6,157.34	6,685.58	5,762.18	6,500.25
<b>流动资产合计</b>	<b>51,532.43</b>	<b>61,864.31</b>	<b>64,753.20</b>	<b>74,404.47</b>	<b>76,663.91</b>
长期股权投资	6,228.73	7,045.77	8,045.77	9,045.77	10,045.77
固定资产	78,558.11	98,763.84	141,575.67	171,551.13	193,224.77
在建工程	37,063.69	50,454.56	42,272.74	34,363.64	29,618.18
无形资产	9,980.40	10,785.89	11,215.91	11,595.93	11,925.94
其他	17,479.83	24,126.02	17,287.15	18,238.86	17,867.46
<b>非流动资产合计</b>	<b>149,310.77</b>	<b>191,176.08</b>	<b>220,397.24</b>	<b>244,795.32</b>	<b>262,682.13</b>
<b>资产总计</b>	<b>200,843.20</b>	<b>253,040.39</b>	<b>285,150.44</b>	<b>319,199.80</b>	<b>339,346.04</b>
短期借款	44,019.48	43,526.40	55,467.64	64,899.35	75,652.52
应付票据及应付账款	24,205.25	45,593.74	25,375.12	31,893.65	30,195.66
其他	21,400.53	13,863.18	24,007.61	25,296.67	24,144.97
<b>流动负债合计</b>	<b>89,625.26</b>	<b>102,983.32</b>	<b>104,850.38</b>	<b>122,089.68</b>	<b>129,993.14</b>
长期借款	15,968.34	39,810.79	39,810.79	39,810.79	32,637.87
应付债券	200.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8,320.70	10,118.01	7,802.23	8,746.98	8,889.08
<b>非流动负债合计</b>	<b>24,489.04</b>	<b>49,928.80</b>	<b>47,613.03</b>	<b>48,557.77</b>	<b>41,526.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>119,506.21</b>	<b>158,586.18</b>	<b>152,463.40</b>	<b>170,647.45</b>	<b>171,520.08</b>
少数股东权益	4,492.45	5,798.01	6,840.21	8,067.18	9,604.67
股本	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75
资本公积	2,159.98	1,816.40	27,250.64	27,746.94	27,746.94
留存收益	72,055.24	83,848.35	95,833.63	109,943.79	127,624.88
其他	(510.43)	(148.29)	(377.20)	(345.31)	(290.26)
<b>股东权益合计</b>	<b>81,336.99</b>	<b>94,454.22</b>	<b>132,687.03</b>	<b>148,552.35</b>	<b>167,825.96</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>200,843.20</b>	<b>253,040.39</b>	<b>285,150.44</b>	<b>319,199.80</b>	<b>339,346.04</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	17,041.91	18,299.81	17,121.83	20,157.37	25,258.70
折旧摊销	8,280.58	10,144.55	14,121.80	16,462.71	18,487.26
财务费用	2,058.04	2,825.20	2,913.42	3,255.94	3,399.98
投资损失	(408.04)	(620.89)	(507.01)	(511.98)	(546.62)
营运资金变动	14,593.77	(24,657.20)	(8,582.42)	(655.68)	(3,265.71)
其它	(5,229.43)	20,805.28	1,488.85	1,752.81	2,196.41
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,336.82</b>	<b>26,796.75</b>	<b>26,556.49</b>	<b>40,461.17</b>	<b>45,530.01</b>
资本支出	30,283.70	44,423.32	51,497.60	37,964.35	35,603.36
长期投资	2,299.02	817.04	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(66,907.33)	(90,070.46)	(101,172.42)	(77,361.46)	(71,802.19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(34,324.61)</b>	<b>(44,830.10)</b>	<b>(48,674.82)</b>	<b>(38,397.12)</b>	<b>(35,198.83)</b>
债权融资	(11,587.24)	26,808.13	5,812.11	6,541.17	1,008.56
股权融资	(5,061.85)	(5,083.54)	19,622.14	(6,044.87)	(8,181.49)
其他	(538.45)	1,084.46	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(17,187.54)</b>	<b>22,809.06</b>	<b>25,434.24</b>	<b>496.30</b>	<b>(7,172.93)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(15,175.32)</b>	<b>4,775.72</b>	<b>3,315.91</b>	<b>2,560.35</b>	<b>3,158.25</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>165,565.48</b>	<b>175,360.94</b>	<b>193,041.93</b>	<b>211,330.16</b>	<b>233,889.07</b>
营业成本	138,132.22	145,926.36	159,679.94	171,806.34	186,267.93
营业税金及附加	913.12	959.72	1,061.73	1,267.98	1,403.33
销售费用	1,152.91	1,346.36	1,351.29	1,690.64	1,871.11
管理费用	1,966.12	2,450.05	2,509.55	3,169.95	3,508.34
研发费用	3,420.09	4,080.71	3,860.84	4,543.60	5,028.62
财务费用	1,234.94	1,676.47	2,913.42	3,255.94	3,399.98
资产/信用减值损失	(256.21)	(178.18)	(463.49)	(299.29)	(313.65)
公允价值变动收益	172.96	81.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	408.04	620.89	507.01	511.98	546.62
其他	(1,417.28)	(1,992.20)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>19,838.57</b>	<b>20,389.19</b>	<b>21,708.67</b>	<b>25,808.39</b>	<b>32,642.74</b>
营业外收入	44.79	64.40	68.62	59.27	64.10
营业外支出	342.71	443.71	385.70	390.71	406.71
<b>利润总额</b>	<b>19,540.65</b>	<b>20,009.87</b>	<b>21,391.59</b>	<b>25,476.95</b>	<b>32,300.13</b>
所得税	2,498.74	1,710.07	2,780.91	3,566.77	4,845.02
<b>净利润</b>	<b>17,041.91</b>	<b>18,299.81</b>	<b>18,610.68</b>	<b>21,910.18</b>	<b>27,455.11</b>
少数股东损益	808.28	1,484.05	1,488.85	1,752.81	2,196.41
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16,233.63</b>	<b>16,815.76</b>	<b>17,121.83</b>	<b>20,157.37</b>	<b>25,258.70</b>
每股收益(元)	5.17	5.36	5.45	6.42	8.04

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.76%	5.92%	10.08%	9.47%	10.67%
营业利润	-32.58%	2.78%	6.47%	18.89%	26.48%
归属于母公司净利润	-34.14%	3.59%	1.82%	17.73%	25.31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.57%	16.79%	17.28%	18.70%	20.36%
净利率	9.80%	9.59%	8.87%	9.54%	10.80%
ROE	21.13%	18.97%	13.61%	14.35%	15.96%
ROIC	18.20%	18.42%	15.23%	13.15%	14.50%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.50%	62.67%	53.47%	53.46%	50.54%
净负债率	54.58%	72.16%	55.45%	54.40%	48.89%
流动比率	0.54	0.57	0.62	0.61	0.59
速动比率	0.35	0.38	0.43	0.40	0.41
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	18.70	19.27	20.00	20.00	20.00
存货周转率	9.08	9.03	9.67	9.42	9.62
总资产周转率	0.85	0.77	0.72	0.70	0.71
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	5.17	5.36	5.45	6.42	8.04
每股经营现金流	11.57	8.53	8.46	12.89	14.50
每股净资产	24.47	28.24	40.08	44.74	50.39
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.56	13.09	12.86	10.92	8.71
市净率	2.86	2.48	1.75	1.57	1.39
EV/EBITDA	9.97	8.22	7.22	6.33	5.33
EV/EBIT	13.39	11.49	11.26	9.85	8.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com