

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：汤永俊 S0350121080058
 tangyj03@ghzq.com.cn

收购巨力 47.81%股权，蓬莱基地多项目环评公示

——万华化学（600309）2023年4月月报

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/05/19

表现	1M	3M	12M
万华化学	-9.8%	-14.4%	6.9%
沪深300	-4.4%	-2.2%	-1.4%

市场数据

2023/05/19

当前价格(元)	87.00
52周价格区间(元)	77.95-108.00
总市值(百万)	273,157.96
流通市值(百万)	273,157.96
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	601.31
近一月换手(%)	0.27

相关报告

《——万华化学（600309）一季报点评：一季度业绩环比改善，原料下行推动盈利持续修复（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-04-15

《——万华化学（600309）2023年3月月报：收购巨力反垄断获批，下游汽车、冷柜产量同环比提升（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-04-11

《——万华化学（600309）事件点评：收购巨力反垄断获批，MDI和TDI格局持续优化（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-04-10

《万华化学(600309.SH)2022年报点评：量价下滑

投资要点：

化工行业未来的竞争优势在于“工程师红利”，万华是国内少有的以技术创新驱动公司发展的典型。公司以优良文化为基础，通过技术创新和卓越运营打造出高技术 and 低成本两大护城河。万华化学正以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 14.95%分位数

截至2023年5月14日，2023年Q2万华化学价差指数为80.02，较2023年Q1下滑0.29个百分点（以2010年Q1价差为基点），处于历史14.95%分位数。按照4月份价格体系，考虑新产能逐步投放，据我们测算，2023年二季度万华化学归母净利润为43亿元。

其中，2023年Q2万华化学聚氨酯板块价差指数为99.96，较2023年Q1下滑2.17；处于历史21.15%分位数。2023年Q2万华化学石化板块价差指数为67.93，较2023年Q1上升7.69；处于历史12.83%分位数。2023年Q2万华化学新材料板块价差指数为41.13，较2023年Q1下滑9.35；处于历史14.89%分位数。

■ 重点项目进展

2023年4月14日，公司官网对万华化学MMA工业化装置改建项目环评进行报批前公示，公司拟对现有1#MMA装置进行技术改造，将1#MMA装置原料由异丁烯变更为叔丁醇，项目建设后装置产能、产品方案不变。

2023年4月18日，公司官网对万华化学（蓬莱）丙烯酸及酯二期项目环评进行征求意见稿公示，公司拟在蓬莱基地新建16万吨/年丙烯酸装

致业绩承压，化工龙头开启新一轮成长（买入）*化学制品*董伯骏，李永磊》——2023-03-21

《——万华化学（600309）2023年2月月报：MDI价格持续上行，万华新能源材料再添环评（买入）

*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-03-14

置、40万吨/年丙烯酸丁酯装置及配套公用工程和辅助设施。

2023年4月23日，烟台市生态环境局对万华化学（蓬莱）年产15万吨碳酸酯项目环评进行受理公示，公司拟在蓬莱基地新建一套6.0万t/a碳酸乙烯酯装置、一套10.5万t/a碳酸丙烯酯装置、一套碳酸二甲酯装置（8.0万t/a碳酸二甲酯、6.6万t/a丙二醇、0.25万t/a二丙二醇）、一套碳酸甲乙酯/碳酸二乙酯装置（6.0万t/a碳酸甲乙酯、2.0万t/a碳酸二乙酯）和一套9.0万t/a二氧化碳精制装置及公用工程辅助设施。

2023年4月24日，烟台市生态环境局对万华化学年产6000吨P醇改扩建项目环评进行受理公示，本项目主要对原有P醇装置进行改造，同步新建和改扩建公用工程和辅助设施，改造之后P醇产品由4000t/a扩能至6000t/a。

2023年4月25日，公司官网对万华（蓬莱）氢气综合利用项目环评进行报批前公示，公司拟在蓬莱基地建设18万吨/年合成氨生产装置，原一体化项目批复的25000Nm³/h(O₂)空分装置不再建设，本次新建42000Nm³/h(O₂)空分装置。

2023年4月25日，公司官网对万华化学500吨/年异丙醇胺（IPAM）工业化试验项目环评进行报批前公示，公司拟对现有厂区内的装置进行改建，用于异丙醇胺（IPAM）工业化试验，储运工程、公辅工程和环保工程均依托现有。

2023年4月25日，公司官网对万华化学（蓬莱）专用工程塑料一体化项目环评进行报批前公示，公司拟在蓬莱基地新建一套26万t/a丙烯腈装置、一套40万t/aABS装置，以及配套的公辅工程、储运工程、环保工程等。

2023年5月4日，烟台市生态环境局对2000吨/年尼龙12弹性体工业化项目环评作出审批决定公告，公司拟在烟台工业园新建一套2000t/a尼龙12弹性体装置及公用工程和辅助设施。

2023年5月4日，烟台市生态环境局对万华化学膜材料装置扩建工程项目环评作出审批决定公告，公司拟在烟台工业园新建反渗透制膜生产线1条及公用工程和辅助设施。

据我们不完全统计，按照2022年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计2022-2023年新项目将新增年营收471亿元，2022-2024年新项目将新增年营收累计992亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1886亿元。

■ MDI 价格价差

2023年4月，聚合MDI均价15273元/吨，同比-18.86%，环比-8.51%；纯MDI均价18178元/吨，同比-17.70%，环比-6.50%。2023年4月30日，聚合MDI价格15400元/吨，纯MDI价格18550元/吨。2023年4月，聚合MDI与煤炭、纯苯平均价差9426元/吨，同比-22.62%，环比-13.93%；纯MDI平均价差12331元/吨，同比-20.17%，环比-10.00%。2023年4月30日，聚合MDI与煤炭、纯苯价差9678元/吨，纯MDI价

差 12828 元/吨。

■ 下游冰箱产量同环比提升，房地产新开工同比下滑

2023 年 1-3 月，国内家用电冰箱产量 2257 万台，同比+9.52%；出口量 1327 万台，同比-14.22%。其中，2023 年 3 月，国内家用电冰箱产量 936 万台，同比+7.98%，环比+41.76%；出口量 528 万台，同比-8.17%，环比+56.21%。2023 年 1-3 月，国内冷柜产量 874 万台，同比-10.94%。其中，2023 年 3 月，国内冷柜产量 372 万台，同比-1.87%，环比+35.84%。

2023 年 4 月，国内汽车产量 213.3 万辆，同比+76.94%，环比-17.45%；国内汽车销量 215.9 万辆，同比+82.83%，环比-11.91%。

2023 年 1-3 月，房屋新开工面积 2.41 亿平方米，同比-19.23%。2022 年 1-3 月，房屋累计施工面积 76.46 亿平方米，同比-5.17%。

■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司近期主要产品价格价差情况，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 204.55、291.30、379.52 亿元，对应 PE 分别 13、9、7 倍，考虑公司未来呈高成长性，维持“买入”评级。

■ 风险提示

项目建设不及预期；市场大幅度波动；新产品不及预期；同行业竞争加剧；产品价格大幅下滑；原材料价格大幅上涨。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	165565	171075	212694	275852
增长率（%）	14	3	24	30
归母净利润（百万元）	16234	20455	29130	37952
增长率（%）	-34	26	42	30
摊薄每股收益（元）	5.17	6.51	9.28	12.09
ROE（%）	21	21	23	23
P/E	17.92	13.35	9.38	7.20
P/B	3.79	2.81	2.16	1.66
P/S	1.76	1.60	1.28	0.99
EV/EBITDA	11.39	8.98	6.57	5.07

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 本月行情	7
2、 本月（4-5月）重要公告	7
3、 万华化学开工情况和价差指数	8
4、 项目进展	11
5、 聚氨酯板块	17
5.1、 MDI	17
5.1.1、 MDI 及主要原材料价格	17
5.1.2、 MDI 供需情况	19
5.1.3、 MDI 下游需求情况	21
5.2、 TDI	24
5.2.1、 TDI 及主要原材料价格	25
5.2.2、 TDI 供需情况	25
5.3、 聚醚价格及供需情况	26
6、 石化板块	28
7、 新材料板块	30
8、 盈利预测与评级	32
9、 风险提示	32

图表目录

图 1: 万华化学股价 (元)	7
图 2: 万华化学价差指数处于历史 14.95%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	10
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 21.15%分位	17
图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 19.38%分位	17
图 9: 万华化学 MDI 挂牌价	17
图 10: MDI 出口价格	17
图 11: 中国与欧洲 MDI 价格	18
图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差	18
图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差	18
图 14: 纯 MDI 和纯苯价差	18
图 15: 煤炭价格	18
图 16: MDI 周度开工负荷	19
图 17: MDI 月度表观消费量	19
图 18: MDI 月度产量	19
图 19: 聚合 MDI 月度出口量	19
图 20: 聚合 MDI 月度进口量	19
图 21: 纯 MDI 月度出口量	20
图 22: 纯 MDI 月度进口量	20
图 23: 聚合 MDI 周度库存	20
图 24: 纯 MDI 月度库存	20
图 25: 冰箱月度产量	21
图 26: 冰箱出口数量	21
图 27: 冰柜产量	22
图 28: 冰柜销量	22
图 29: 冰柜出口数量	22
图 30: 冰柜内销量	22
图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)	22
图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)	22
图 33: 国内汽车产量	23
图 34: 国内汽车销量	23
图 35: 国内汽车出口数量	23
图 36: 国内商用车销量	23
图 37: 国内货车销量	23
图 38: 国内氨纶产量	23
图 39: 美国成屋销售量	24
图 40: 美国新建住房销量及新建私人住宅量	24
图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 25.18%分位	24
图 42: 万华化学 TDI 周度挂牌价	25
图 43: TDI 和甲苯价差	25
图 44: TDI 月度表观消费量	25

图 45: TDI 月度产量.....	25
图 46: TDI 月度进口量.....	25
图 47: TDI 月度出口量.....	25
图 48: TDI 周度开工负荷.....	26
图 49: 软泡聚醚价格及价差.....	26
图 50: 硬泡聚醚价格及价差.....	27
图 51: 聚醚多元醇月度产量.....	27
图 52: 聚醚多元醇月度表观消费量.....	27
图 53: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 12.83%分位.....	28
图 54: 乙烯-丙烷价差.....	28
图 55: 乙烯-石脑油价差.....	28
图 56: 丙烯-丙烷价差.....	28
图 57: 丙烯-石脑油价差.....	28
图 58: LLDPE 价格.....	29
图 59: 苯乙烯价格价差.....	29
图 60: PVC 价格价差.....	29
图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差.....	29
图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差.....	29
图 63: MTBE 价格.....	29
图 64: 万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 14.89%分位.....	30
图 65: HDI 市场价.....	30
图 66: IPDI 市场价.....	30
图 67: PC-0.9*双酚 A 价差.....	31
图 68: SAP 市场价.....	31
图 69: MMA 市场价.....	31
图 70: PMMA 市场价.....	31
图 71: TPU 价格.....	31
图 72: 三元正极材料价格.....	31
表 1: 万华化学 4-5 月重点公告.....	7
表 2: 万华化学 2023 年 4 月新项目进展.....	12
表 3: 万华化学各板块投资额及预计营收统计 (亿元).....	16
表 4: 万华化学本月 (4-5 月) 新项目环评情况.....	16
表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨).....	19
表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨).....	20
表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨).....	20
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2023 年 4 月).....	21
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2023 年 4 月).....	26

1、本月行情

截至 2023 年 4 月 30 日，万华化学收盘价为 92.18 元，本月涨跌幅为-3.86%，基础化工指数涨跌幅为-7.50%，沪深 300 指数涨跌幅为-0.54%。

图 1：万华化学股价（元）



资料来源：wind，国海证券研究所

2、本月（4-5月）重要公告

表 1：万华化学 4-5 月重点公告

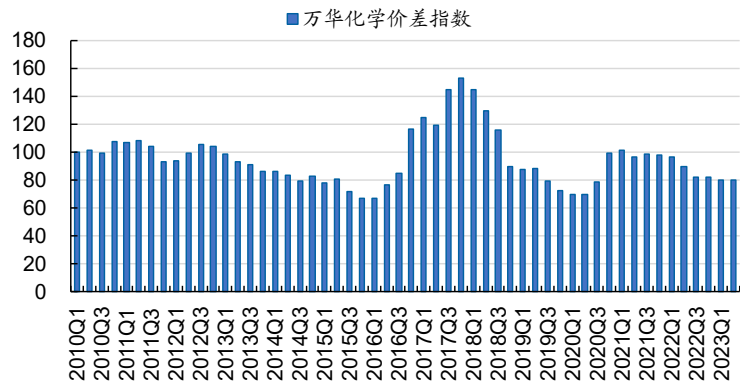
公告日期	标题	内容概要
2023/5/8	烟台工业园乙烯等装置停产检修公告	按照年度检修计划，公司烟台工业园 PP（30 万吨/年）、乙烯（100 万吨/年）、PO/SM（30/65 万吨/年）等装置将于 2023 年 5 月 8 日开始陆续停产检修，预计检修 45 天左右。
2023/4/29	关于收购烟台巨力精细化工股份有限公司部分股权的公告	万华化学以 17.85 亿元的价格收购新疆和山东旭持有的烟台巨力 47.81% 股权，双方已于 2023 年 4 月 28 日完成股权交割。此次收购交割后，万华化学及其一致行动人宁波中登合计持有烟台巨力 67.81% 股权。
2023/4/28	2023 年 5 月份中国地区 MDI 价格公告	自 2023 年 5 月份开始，万华化学中国地区聚合 MDI 挂牌价 18800 元/吨（比 4 月份价格下调 1000 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 22800 元/吨（比 4 月份价格上调 800 元/吨）。
2023/4/15	2023 年第一季度报告	2023 年一季度，公司实现营收 419.39 亿元，同比+0.37%；实现归母净利润 40.53 亿元，同比-24.58%。

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

3、万华化学开工情况和价差指数

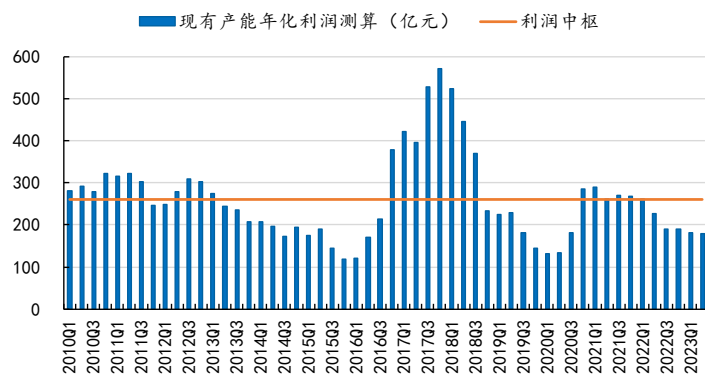
截至 2023 年 5 月 14 日，2023 年 Q2 万华化学价差指数为 80.02，较 2023 年 Q1 下滑 0.29；处于历史 14.95%分位数，较 2023 年 Q1 下滑 0.34 个百分点。（以 2010 年 Q1 价差为基点）

图 2：万华化学价差指数处于历史 14.95%分位



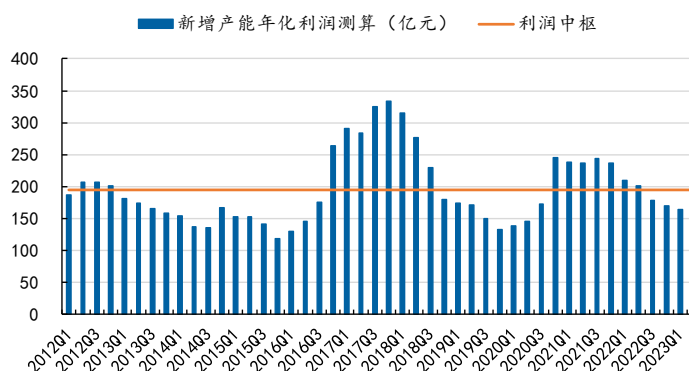
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点）

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（注：假设开工率 90%）

图 4: 万华化学新增产能年化利润测算

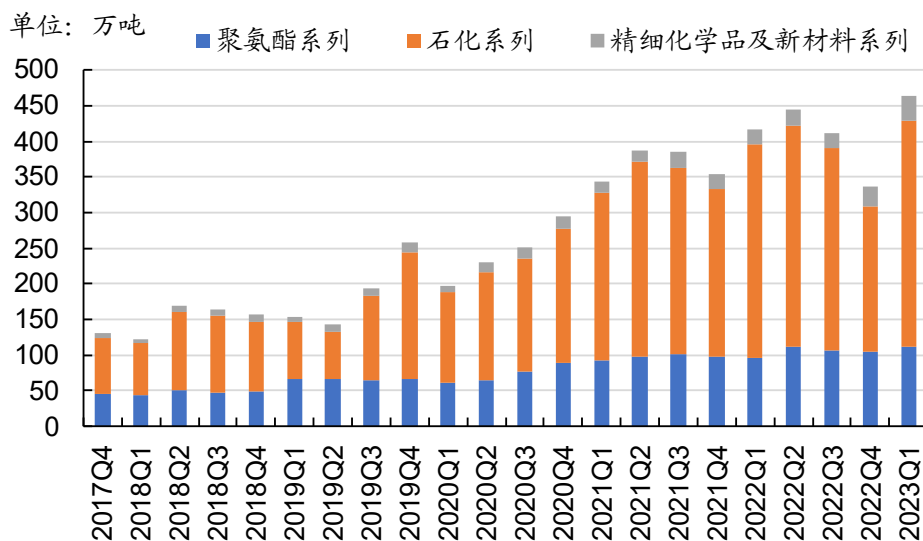


资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 假设开工率 90%)

万华化学近期检修情况:

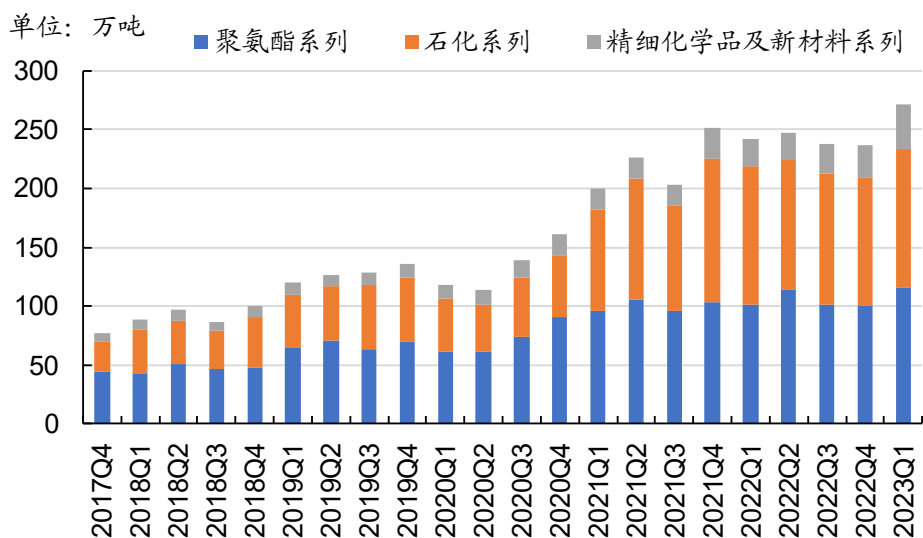
2023 年 5 月 8 日公司公告, 根据化工企业生产工艺特点, 为确保生产装置安全有效运行, 按照年度检修计划, 公司烟台工业园 PP (30 万吨/年)、乙烯 (100 万吨/年)、PO/SM (30/65 万吨/年) 等装置将于 2023 年 5 月 8 日开始陆续停产检修, 预计检修 45 天左右。

图 5: 万华化学季度销量



资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

图 6: 万华化学季度产量



资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

4、项目进展

2023年4月14日，公司官网对万华化学 MMA 工业化装置改建项目环评进行报批前公示，公司拟对现有 1#MMA 装置进行技术改造，将 1#MMA 装置原料由异丁烯变更为叔丁醇，项目建设后装置产能、产品方案不变。

2023年4月18日，公司官网对万华化学（蓬莱）丙烯酸及酯二期项目环评进行征求意见稿公示，公司拟在蓬莱基地新建 16 万吨/年丙烯酸装置、40 万吨/年丙烯酸丁酯装置及配套公用工程和辅助设施。

2023年4月23日，烟台市生态环境局对万华化学（蓬莱）年产 15 万吨碳酸酯项目环评进行受理公示，公司拟在蓬莱基地新建一套 6.0 万 t/a 碳酸乙烯酯装置、一套 10.5 万 t/a 碳酸丙烯酯装置、一套碳酸二甲酯装置（8.0 万 t/a 碳酸二甲酯、6.6 万 t/a 丙二醇、0.25 万 t/a 二丙二醇）、一套碳酸甲乙酯/碳酸二乙酯装置（6.0 万 t/a 碳酸甲乙酯、2.0 万 t/a 碳酸二乙酯）和一套 9.0 万 t/a 二氧化碳精制装置及公用工程辅助设施。

2023年4月24日，烟台市生态环境局对万华化学年产 6000 吨 P 醇改扩建项目环评进行受理公示，本项目主要对原有 P 醇装置进行改造，同步新建和改扩建公用工程和辅助设施，改造之后 P 醇产品由 4000t/a 扩能至 6000t/a。

2023年4月25日，公司官网对万华（蓬莱）氢气综合利用项目环评进行报批前公示，公司拟在蓬莱基地建设 18 万吨/年合成氨生产装置，原一体化项目批复的 25000Nm³/h(O₂) 空分装置不再建设，本次新建 42000Nm³/h(O₂)空分装置。

2023年4月25日，公司官网对万华化学 500 吨/年异丙醇胺（IPAM）工业化试验项目环评进行报批前公示，公司拟对现有厂区内的装置进行改建，用于异丙醇胺（IPAM）工业化试验，储运工程、公辅工程和环保工程均依托现有。

2023年4月25日，公司官网对万华化学（蓬莱）专用工程塑料一体化项目环评进行报批前公示，公司拟在蓬莱基地新建一套 26 万 t/a 丙烯腈装置、一套 40 万 t/a ABS 装置，以及配套的公辅工程、储运工程、环保工程等。

2023年5月4日，烟台市生态环境局对 2000 吨/年尼龙 12 弹性体工业化项目环评作出审批决定公告，公司拟在烟台工业园新建一套 2000t/a 尼龙 12 弹性体装置及公用工程和辅助设施。

2023年5月4日，烟台市生态环境局对万华化学膜材料装置扩建工程项目环评作出审批决定公告，公司拟在烟台工业园新建反渗透制膜生产线 1 条及公用工程和辅助设施。

据我们不完全统计，按照 2022 年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计 2022-2023 年新项目将新增年营收 471 亿元，2022-2024 年新项目将新增年营收累计 992 亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计 1886 亿元。

表 2: 万华化学 2023 年 4 月新项目进展

项目名称	地点	投资额 (亿元)	产品名称	产能 (万吨/年)	2022 年均价 (元/吨, 含税)	预计 2022 年营收 (亿元)	预计 2023 年营收 (亿元)	全部投产后预计营收 (亿元)	预计投产时间	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	23328	14.45	14.45	14.45	2022 年	精新-新材料
万华聚醚多元醇装置技改项目	烟台	1.62	聚醚单体	3	11823	3.14	3.14	3.14	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	1.22	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	4.42	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						
万华化学珠海项目 (华南项目)	珠海	20	组合聚醚	5	11823	2.62	5.23	5.23	2022 年	聚氨酯
万华 (佛山) 容威聚氨酯聚醚混配改建项目	佛山	0.05	聚醚多元醇	3	11823	1.57	3.14	3.14	2022 年	聚氨酯
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		特种异氰酸酯型高端 TPU 和 MDI 型普通 TPU	3.3	23328	3.41	6.81	6.81	2022 年	精新-新材料
万华化学聚醚胺新产品试验项目	烟台	0.05	聚醚胺	0.3	50000	0.66	1.33	1.33	2022 年	精新-功能化学品
年产 48 万吨双酚 A 一体化项目	烟台	62.36	双酚 A	48	14543	30.89	61.78	61.78	2022 年 6 月	精新-高性能聚合物
万华化学 (宁波) 容威聚氨酯年产 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	11823	8.89	17.79	17.79	2022 年	聚氨酯
			组合料聚醚	10	11823	5.23	10.46	10.46		
年产 4 万吨尼龙 12 (PA12) 项目	烟台	25.48	尼龙 12	4	150000	26.55	53.10	53.10	2022 年	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	2022年	精新-功能化学品
万华年产6万吨新戊二醇项目	烟台		新戊二醇	6	13264		7.04	7.04	2022年	石化
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	2726		4.82	4.82	2022年	石化
			BDO	10	22687		20.08	20.08		
万华福建40万吨/年MDI项目	福建	56.05	MDI	40	19199		67.96	67.96	2022年	聚氨酯
年产14万吨聚碳酸酯项目	烟台	11.09	PC	14	19200		11.89	23.79	2023年	精新-高性能聚合物
柠檬醛及其衍生物一体化项目	烟台	23.70	柠檬醛	4.8	80000		16.99	33.98	2023年	精新-功能化学品
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	19199		50.97	101.94	2023年	聚氨酯
			改性MDI	28	15000		18.58	37.17		
			HDI	5	73748		16.32	32.63		精新-功能化学品
			HDI加合物	6	73748		19.58	39.16		
万华化学(福建)扩建25万吨/年TDI项目	福建	19.27	TDI	25	18342		20.29	40.58	2023年	聚氨酯
万华(四川)年产8万吨NMP	眉山		NMP	8	45600		16.14	32.28	2023年	精新-功能化学品
万华化学20万吨/年顺酐项目	烟台	17.81	顺酐	20	8788		7.78	15.55	2023年	石化
聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目	烟台	176.0	2#乙烯裂解装置(含60000标立方米/小时PSA装置)	120					2024年	石化
			2#裂解汽油加氢装置	55						
			芳烃抽提装置	40	8475			30.00		
			2#丁二烯装置	20	9402			16.64		
			LDPE装置	25	10938			24.20		
			POE装置	40	25000			88.50		
MMA一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	17724			12.55	2024年	精新-新材料
			MMA	8	11679			8.27		
			MAA	4	11679			4.13		
年产12万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	5	23328			10.32	2024年	精新-新材料
9万吨/年聚氨酯树脂(改性)装置扩能改造	珠海	0.62	改性聚氨酯树脂	5	15000			6.64	2024年	精新-新兴技术

万华化学(福建)年产108万吨苯胺项目	福建	27.3	苯胺	108	11983			114.52	2024年	聚氨酯
万华福建80万吨PVC项目	福建	46.3	VCM	80	6278			44.45	2024年	石化
			PVC	80	7713			54.61		
			25%wt 盐酸	7.52	539			0.36		
大规模集成电路平坦化关键材料(CMP Pad + slurry)项目	烟台	15.70	研磨液	1.5 ⁻²	36元/kg			7.20	2024年	精新-新兴技术
			CMP Pad 研磨垫	60万片/年	3000元/片			18.00		
万华化学40万吨/年环氧丙烷(POCHP)项目	烟台	24.81	环氧丙烷	40	10616			37.58	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	150264			66.49	2024年	精新-新兴技术
万华3万吨/年聚氨酯固化剂	烟台	4.28	聚氨酯固化剂	3	18000			4.78	2024年	聚氨酯
万华(福建)大型煤气化有效气综合利用-年产48万吨甲醛	福建	2.32	甲醛	48	1244			5.28	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	11823			88.93	2024年	聚氨酯
万华化学4万吨聚醚胺项目	烟台	2.97	聚醚胺	4	50000			17.70	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			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	26000			17.26	2024年	精新-新兴技术
万华化学蓬莱工业园高性能新材料一体化项目	蓬莱	231	PP	30	19200			50.97	2025年	石化
			聚醚多元醇	50	11823			52.31	2025年	
			丙烯酸	5.17	10349			4.74	2025年	
			丙烯酸丁酯	16	11927			16.89	2025年	
			丙烯酸辛酯	2	13178			2.33	2025年	
			环氧乙烷及衍生物	30	7353			19.52	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

万华营养品项目	烟台	14.89	W 酯	1.11	157946			15.51	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 10 万吨/年二元醇项目	烟台	17.33	二元醇	10	22687			20.08	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 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	19200			23.79	2025 年	精新-高性能 聚合物
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	8985			28.62	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	7353			2.93	2025 年	石化
万华化学 2000 吨/年尼龙 12 弹性体工业化项目	烟台	0.35	尼龙 12 弹性体	0.2	150000			2.65	2025 年	精新-新兴 技术
福建 80 万吨/年 MDI 技改扩能	福建		MDI	40	19199			67.96	2025 年	聚氨酯
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	6957			4.93	2025 年	
容威聚氨酯年产 16 万吨聚醚多元醇扩能项目	烟台		聚醚多元醇	16	11823			16.74	2025 年	聚氨酯
万华化学（蓬莱）年产 15 万吨碳酸酯项目	蓬莱		碳酸酯	15	6676			8.86	2025 年	精新-新兴 技术
万华化学（蓬莱）氢气综合利用项目	蓬莱		合成氨	18	4101			6.53	2025 年	石化

万华化学（蓬莱）专用工程塑料一体化项目		丙烯腈	26	10658			24.52	2025年	精新-高性能聚合物
	蓬莱	ABS	40	12812			45.35	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	11927			42.22	2025年	石化
合计						103.1	471.4	1886.1	

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

表 3：万华化学各板块投资额及预计营收统计（亿元）

板块	聚氨酯	石化	精细化学品及新材料	合计
2022-2023 年投资额	120.1	17.8	154.0	291.9
2022-2024 年投资额	166.1	264.9	201.7	632.8
全部投资额	245.1	439.7	267.1	952.0
2023 年预计营收	197.6	39.7	234.1	471.4
2024 年预计营收	394.2	195.7	402.2	992.0
全部预计营收	648.9	548.1	689.1	1886.1

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

表 4：万华化学本月（4-5 月）新项目环评情况

时间	项目名称	环评公示进展
2023/5/4	万华化学膜材料装置扩建工程项目	烟台市生态环境局作出审批决定公告
2023/5/4	万华化学 2000 吨/年尼龙 12 弹性体工业化项目	烟台市生态环境局作出审批决定公告
2023/4/25	万华化学（蓬莱）专用工程塑料一体化项目	环境影响报告书报批前公示
2023/4/25	万华 500 吨/年异丙醇胺（IPAM）工业化试验项目	环境影响报告书报批前公示
2023/4/25	万华化学（蓬莱）氢气综合利用项目	环境影响报告书报批前公示
2023/4/24	万华化学年产 6000 吨 P 醇改扩建项目	烟台市生态环境局受理公示
2023/4/23	万华化学（蓬莱）年产 15 万吨碳酸酯项目	烟台市生态环境局受理公示
2023/4/18	万华化学（蓬莱）丙烯酸及酯二期项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2023/4/14	万华化学 MMA 工业化装置改建项目	环境影响报告书报批前公示

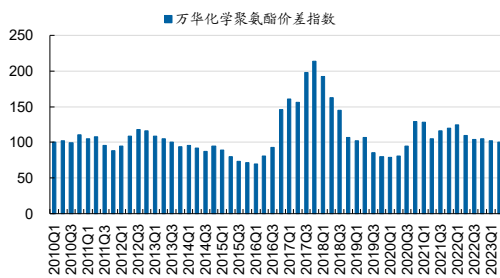
资料来源：公司官网，烟台生态环境局官网，眉山市政府官网，福清市政府官网，国海证券研究所

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

5、聚氨酯板块

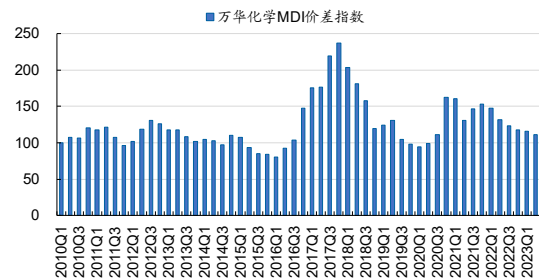
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 2023 年 5 月 14 日,2023 年 Q2 万华化学聚氨酯板块价差指数为 99.96,较 2023 年 Q1 下滑 2.17;处于历史 21.15%分位数,较 2023 年 Q1 下滑 1.51 个百分点。截至 2023 年 5 月 14 日,2023 年 Q2 万华化学 MDI 价差指数为 110.92,较 2023 年 Q1 下滑 4.75;处于历史 19.38%分位数,较 2023 年 Q1 下滑 3.03 个百分点。

图 7: 万华聚氨酯价差指数处于历史 21.15%分位



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

图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 19.38%分位

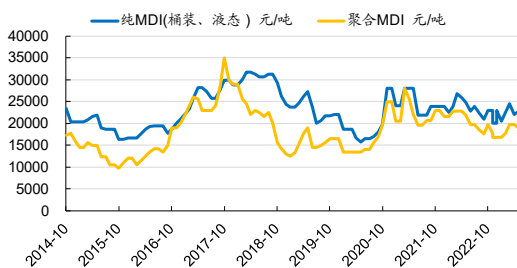


资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点)

5.1、MDI

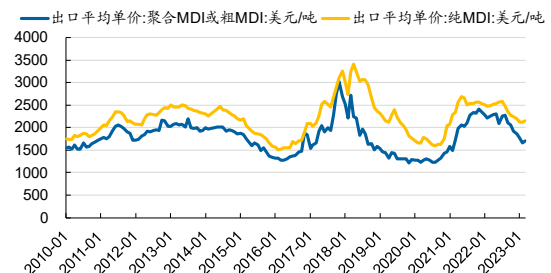
5.1.1、MDI 及主要原材料价格

图 9: 万华化学 MDI 挂牌价



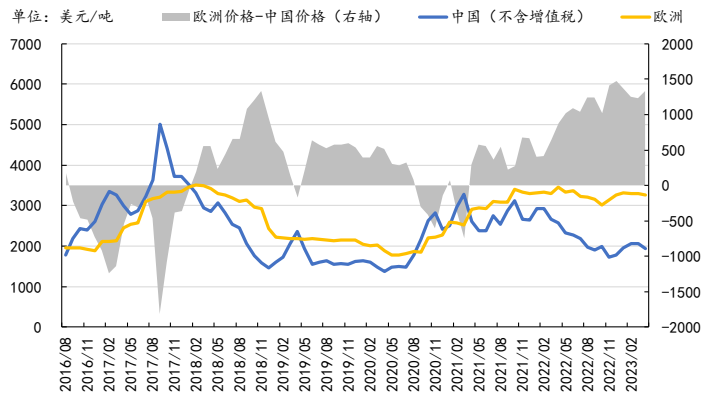
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: MDI 出口价格



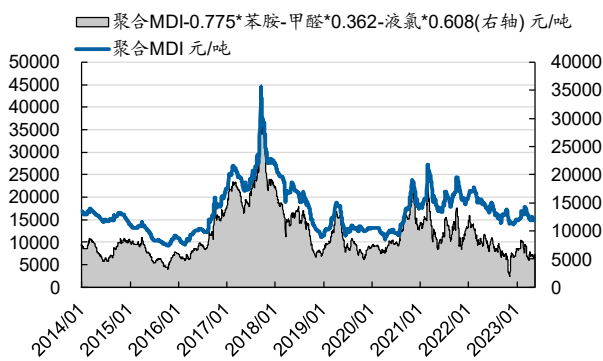
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 中国与欧洲 MDI 价格



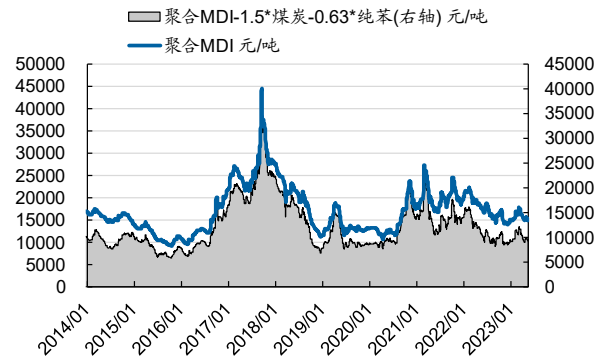
资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差



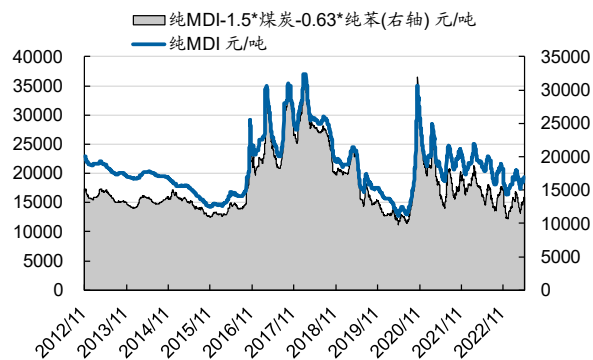
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差



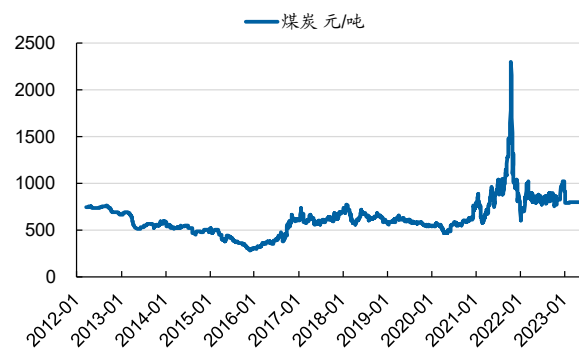
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 14: 纯 MDI 和纯苯价差



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

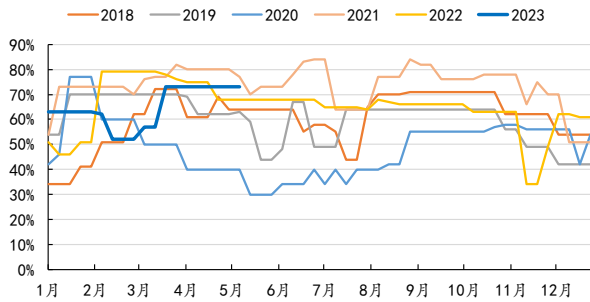
图 15: 煤炭价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

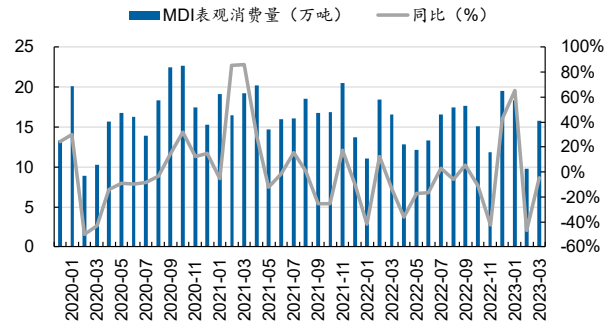
5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



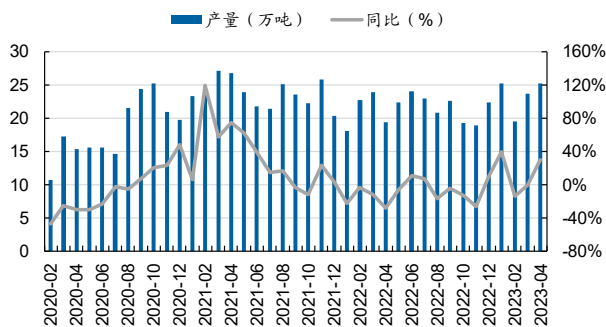
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 17: MDI 月度表观消费量



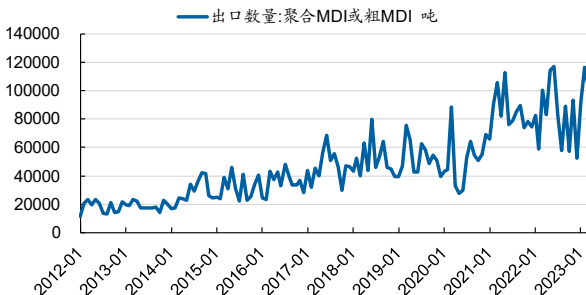
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 18: MDI 月度产量



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 19: 聚合 MDI 月度出口量



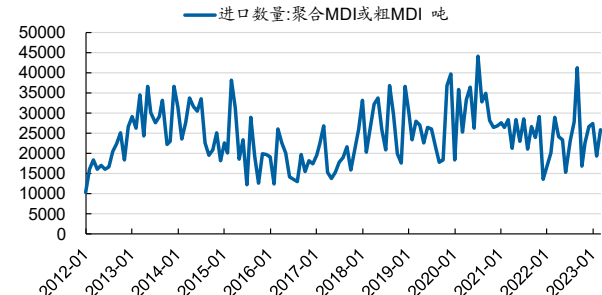
资料来源: wind, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-04	7.00	6.99	13.99
2023-03	7.23	5.64	12.87
2023-03	6.53	4.20	10.73
2023-01	7.23	7.22	14.46
2022-12	7.23	7.22	14.46
2022-11	3.40	7.79	11.19
2022-10	1.82	6.66	8.48
2022-09	5.68	6.66	12.34
2022-08	6.20	6.23	12.43
2022-07	6.20	8.29	14.49
2022-06	6.72	8.35	15.07
2022-05	7.23	7.66	14.89
2022-04	7.23	7.66	14.89
2022-03	7.23	7.72	14.96
2022-02	6.53	7.48	14.02
2022-01	7.00	3.29	10.29

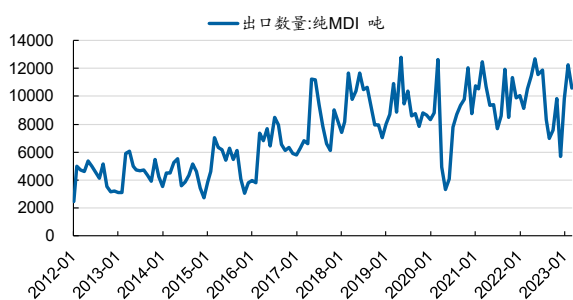
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 20: 聚合 MDI 月度进口量



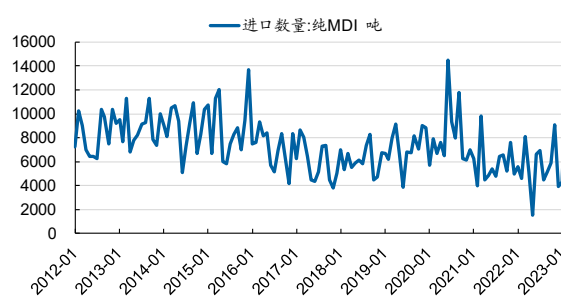
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 纯 MDI 月度出口量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 纯 MDI 月度进口量



资料来源: wind, 国海证券研究所

表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-03	2.97	4.20	7.17
2023-02	3.80	4.55	8.36
2023-01	2.04	4.92	6.96
2022-12	1.49	2.72	4.21
2022-11	1.09	5.71	6.80
2022-10	1.15	3.16	4.30
2022-09	2.51	4.31	6.82
2022-08	1.21	3.41	4.62
2022-07	2.28	4.65	6.94
2022-06	3.66	5.12	8.78
2022-05	4.39	5.26	9.65
2022-04	1.40	5.99	7.39
2022-03	4.21	3.66	7.87
2022-02	1.66	3.05	4.72
2022-01	2.58	4.50	7.09
2021-12	1.99	3.59	5.58

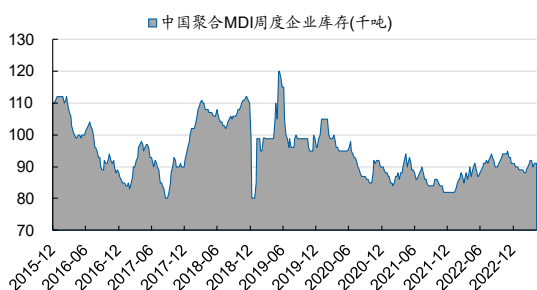
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-03	0.11	0.73	0.83
2023-02	0.09	0.92	1.00
2023-01	0.03	0.80	0.83
2022-12	0.01	0.40	0.41
2022-11	0.02	0.84	0.86
2022-10	0.05	0.55	0.59
2022-09	0.03	0.55	0.57
2022-08	0.05	0.60	0.65
2022-07	0.25	0.74	1.00
2022-06	0.24	0.66	0.90
2022-05	0.00	0.95	0.95
2022-04	0.00	0.89	0.89
2022-03	0.01	0.74	0.75
2022-02	0.07	0.67	0.75
2022-01	0.22	0.51	0.73
2021-12	0.15	0.51	0.65

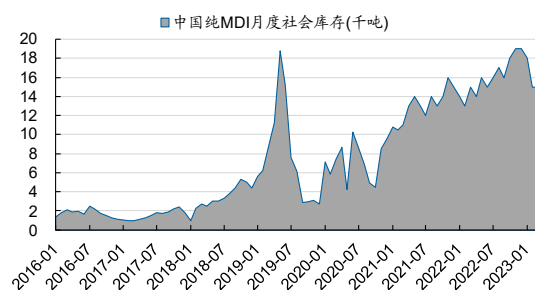
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

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

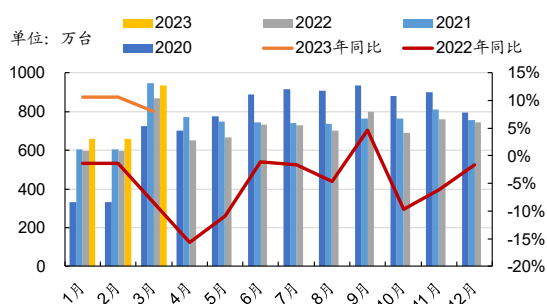
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2023 年 4 月)

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	一期装置运行正常, 二期 80 万吨/年装置恢复生产
烟台万华 (八角工业园)	110	装置正常运行
福建万华	40	装置已全线贯通
上海亨斯迈	37	装置 6 月份存检修计划
上海巴斯夫	22	装置 6 月份存检修计划
上海科思创	60	装置正常运行
重庆巴斯夫	40	装置恢复生产
浙江瑞安	8	装置正常运行
德国科思创	62	乌尔丁根工厂因电解阴线受到严重破坏, 装置发生不可抗力, 目前恢复时间无法确定
西班牙科思创	17	装置正常运行
德国陶氏	20	装置正常运行
韩国锦湖	41	装置正常运行
美国陶氏	34	装置正常运行
美国科思创	33	装置恢复正常
美国巴斯夫	40	装置正常运行
美国亨斯迈	50	装置正常运行
比利时巴斯夫	65	3 月初停车检修
葡萄牙陶氏	19	装置正常运行
欧洲亨斯迈	47	装置正常运行
沙特陶氏	40	装置正常运行
万华宝思德	35	装置正常运行
日本科思创	7	装置正常运行
日本东曹	40	其中 7+13 万吨/年装置 5 月份停车检修
韩国巴斯夫	25	装置正常运行
合计	1012	

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 天天化工网, 国海证券研究所

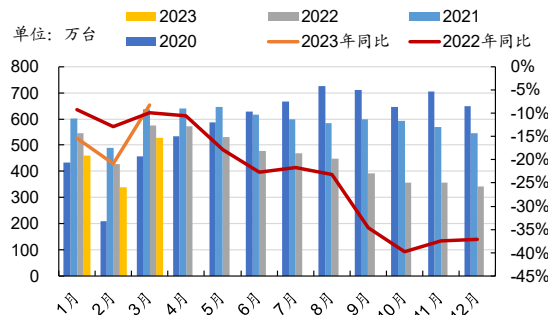
5.1.3、MDI 下游需求情况

图 25: 冰箱月度产量



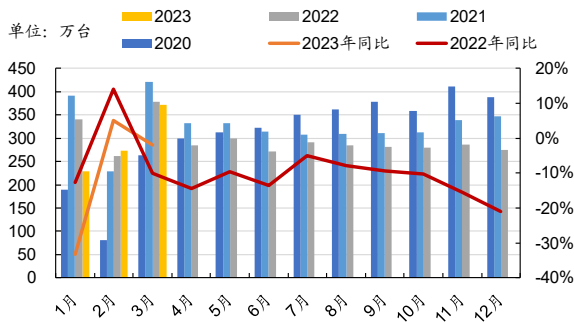
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 冰箱出口数量



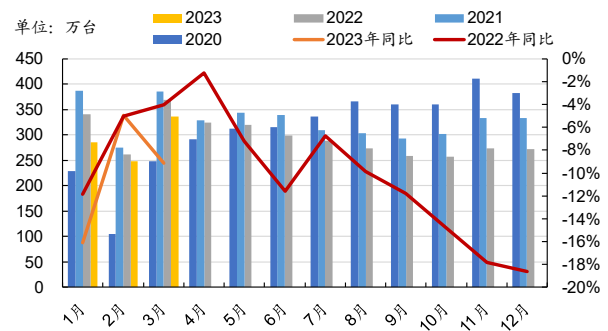
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜产量



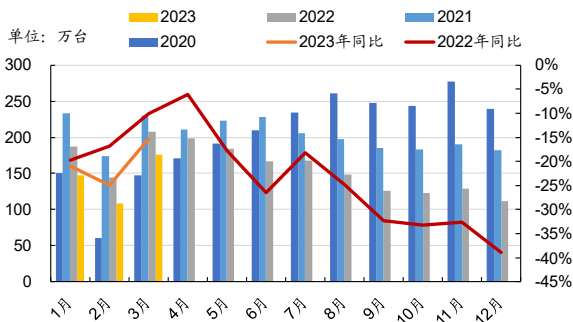
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜销量



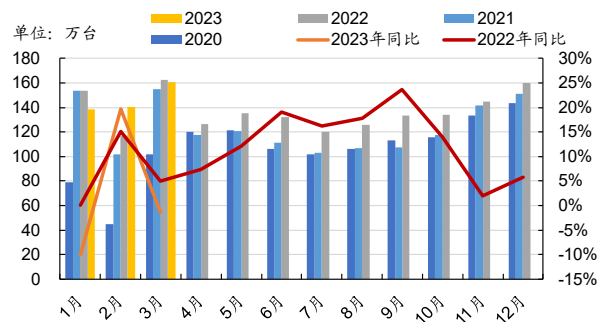
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 29: 冰柜出口数量



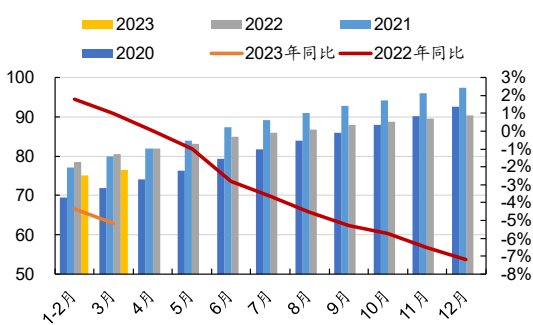
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 30: 冰柜内销量



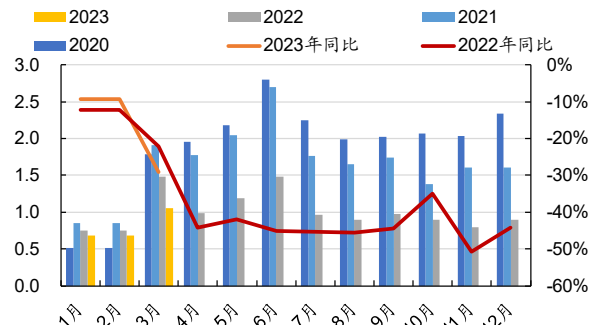
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



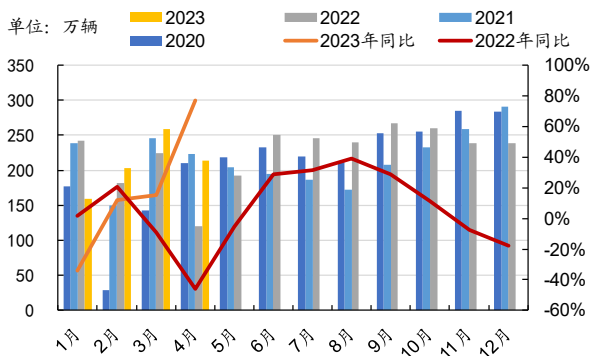
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



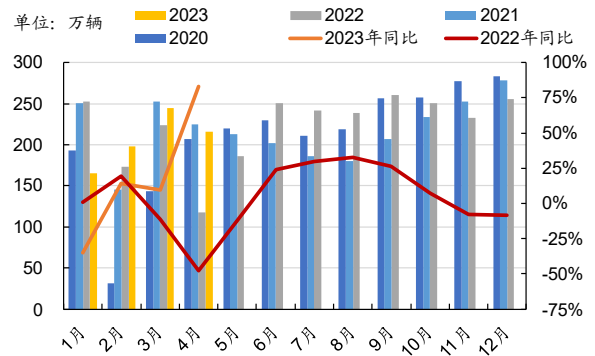
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



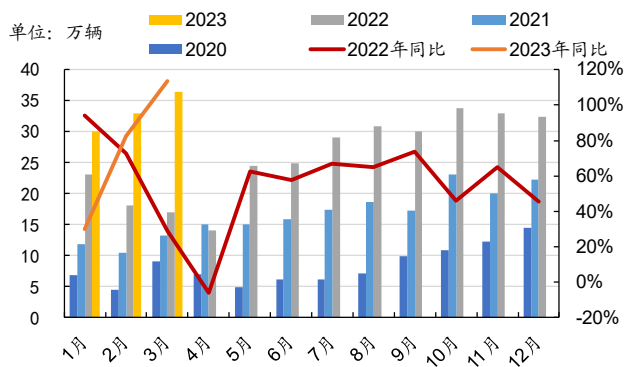
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



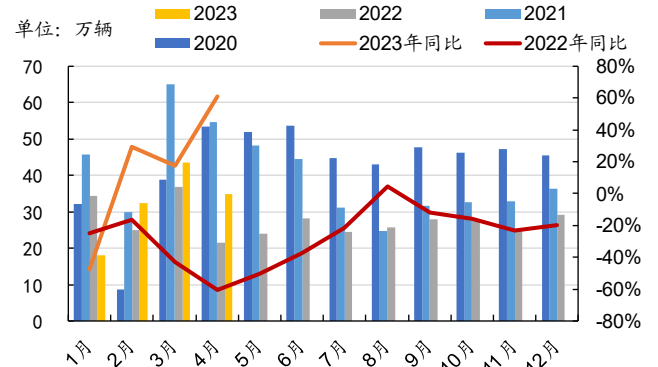
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



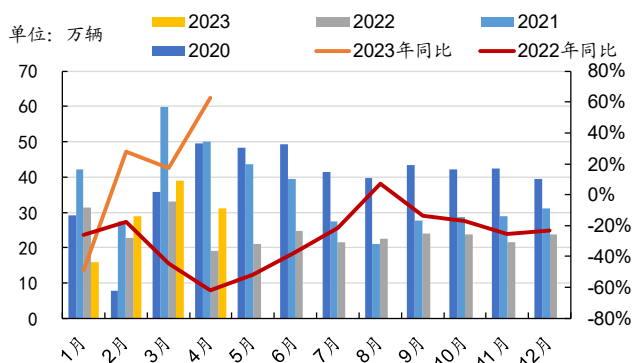
资料来源: wind, 国海证券研究所

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



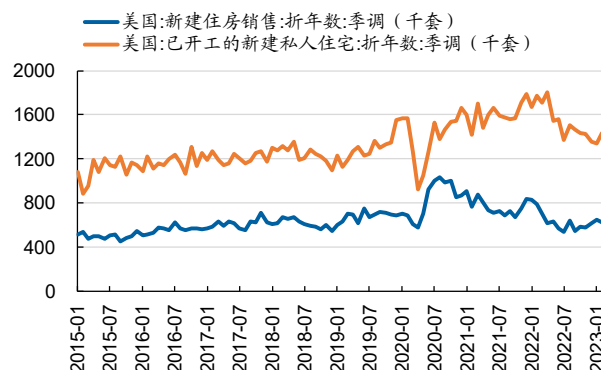
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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

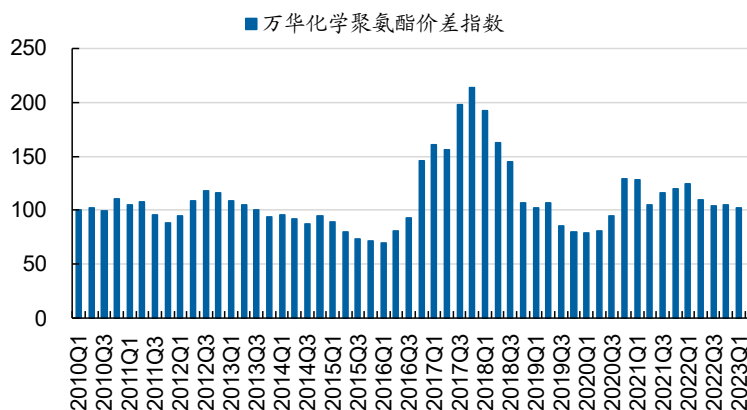


资料来源: wind, 国海证券研究所

5.2、TDI

截至 2023 年 5 月 14 日, 2023 年 Q2 万华化学 TDI 价差指数为 70.52, 较 2023 年 Q1 上升 0.75; 处于历史 25.18%分位数, 较 2023 年 Q1 上升 0.51 个百分点。

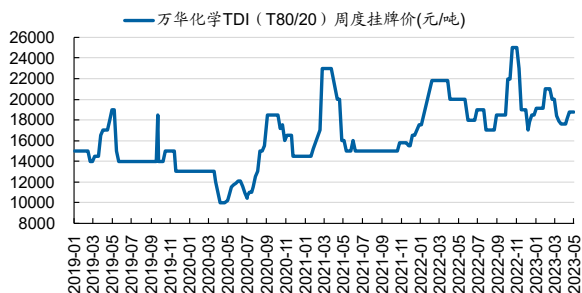
图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 25.18%分位



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

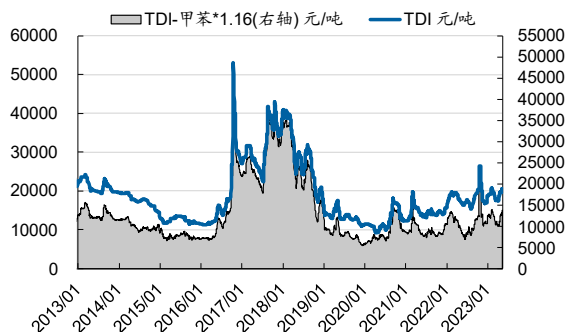
5.2.1、TDI 及主要原材料价格

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

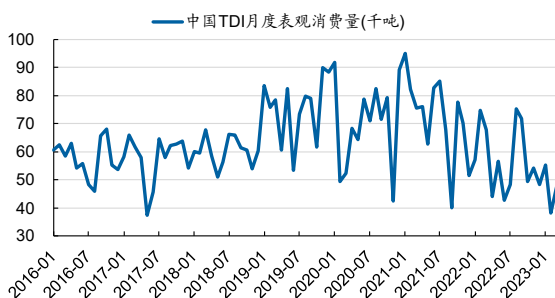
图 43: TDI 和甲苯价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

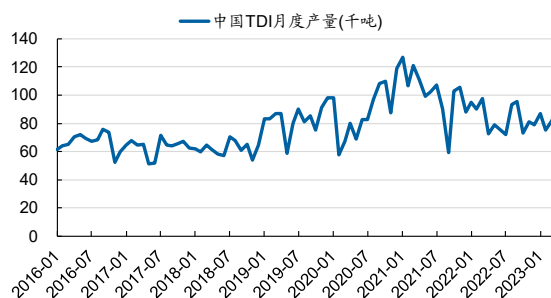
5.2.2、TDI 供需情况

图 44: TDI 月度表观消费量



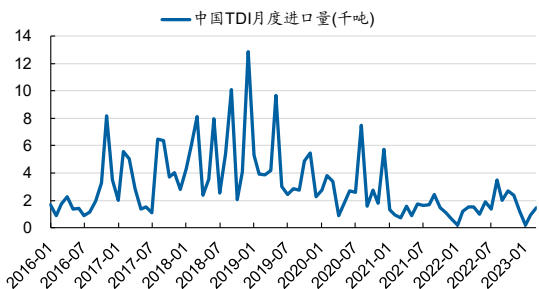
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 45: TDI 月度产量



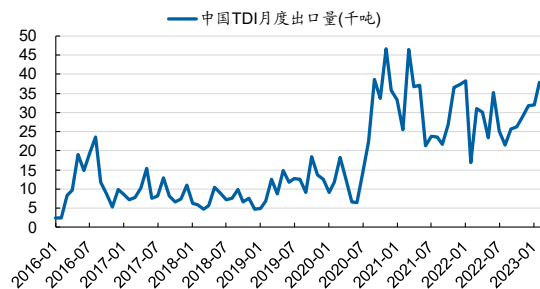
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 46: TDI 月度进口量



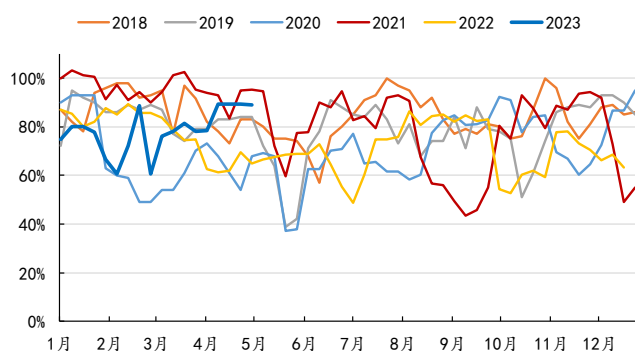
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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

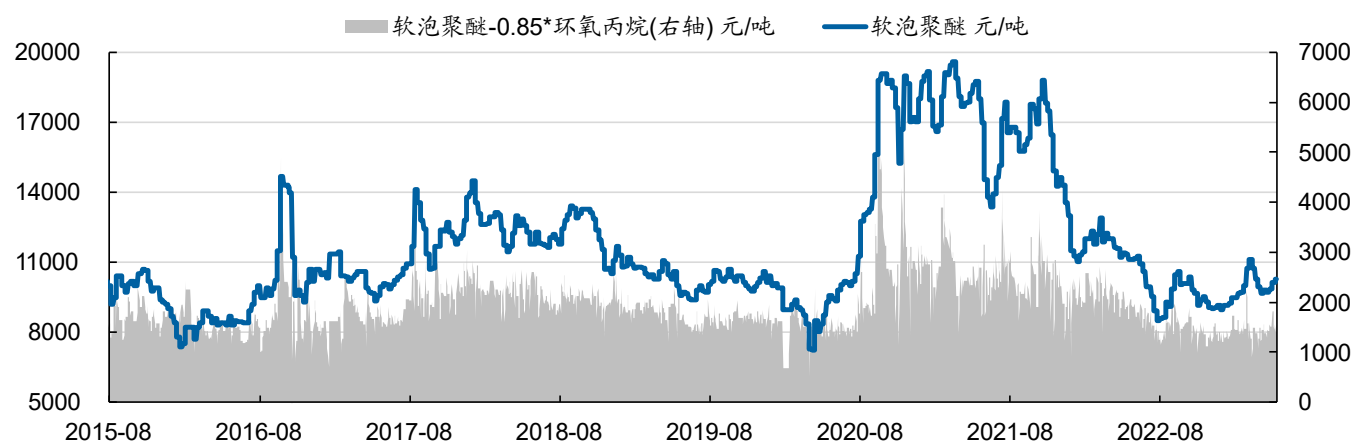
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2023 年 4 月)

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	满负荷稳定运行	损失产量万吨以上
万华化学	30	液相光气法	满负荷稳定运行	——
上海巴斯夫	16	液相光气法	高负荷运行	——
沧州大化	12	液相光气法	满负荷平稳运行	——
甘肃银光	12	液相光气法	4 月未重启	——
新疆和山巨力	15	液相光气法	3.27-4.13 停车检修	损失产量 10000 吨左右
合计	116	预计开工负荷	84.05%	

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

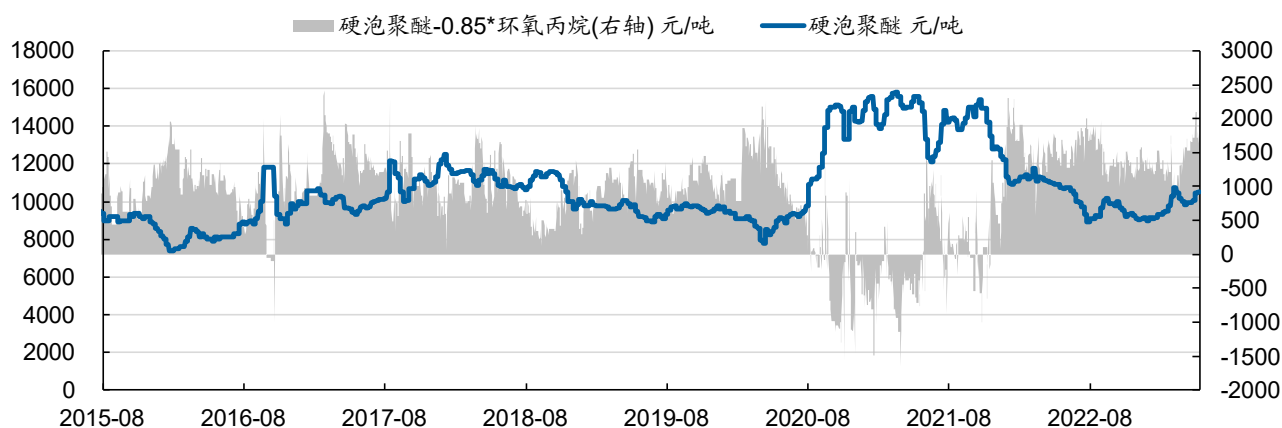
5.3、聚醚价格及供需情况

图 49: 软泡聚醚价格及价差



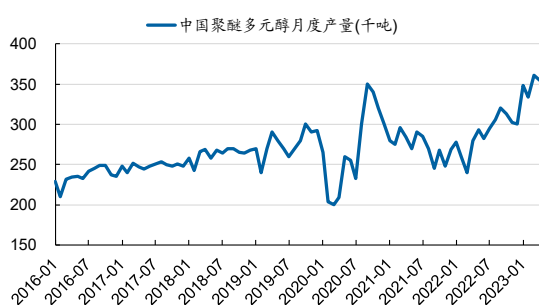
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 50: 硬泡聚醚价格及价差



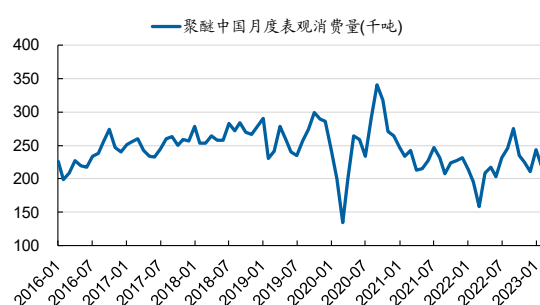
资料来源: wind, 国海证券研究所

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: 聚醚多元醇月度表观消费量

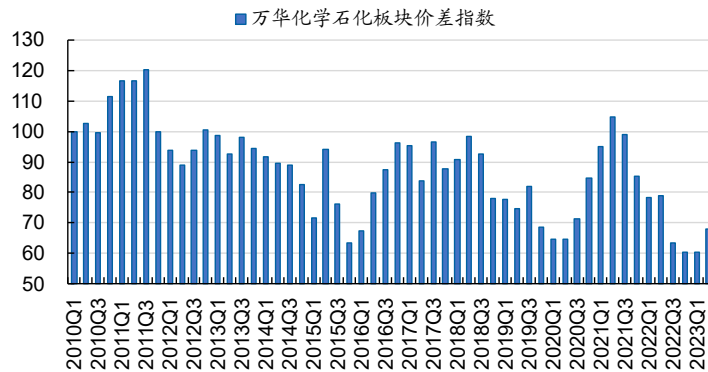


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

6、石化板块

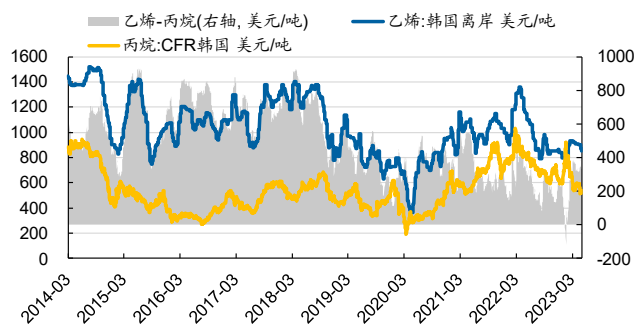
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，计算板块整体价差。截至2023年5月14日，2023年Q2万华化学石化板块价差指数67.93，较2023年Q1上升7.69；处于历史12.83%分位数，较2023年Q1上升12.83个百分点。

图 53：万华化学石化板块价差指数目前处于历史 12.83%分位



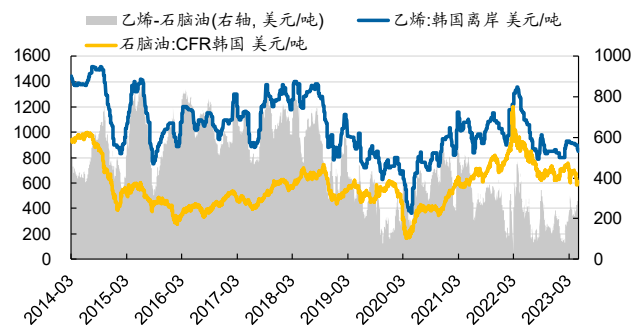
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所（注：以2010年Q1价差为基点）

图 54：乙烯-丙烷价差



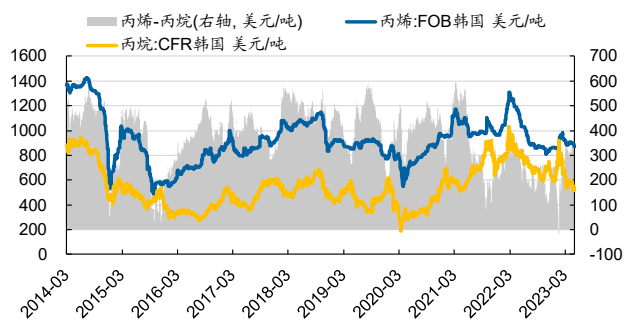
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 55：乙烯-石脑油价差



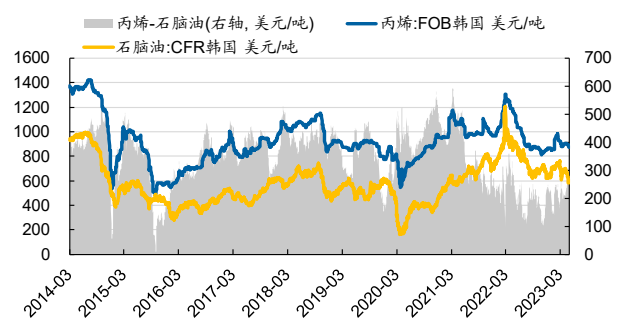
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 56：丙烯-丙烷价差



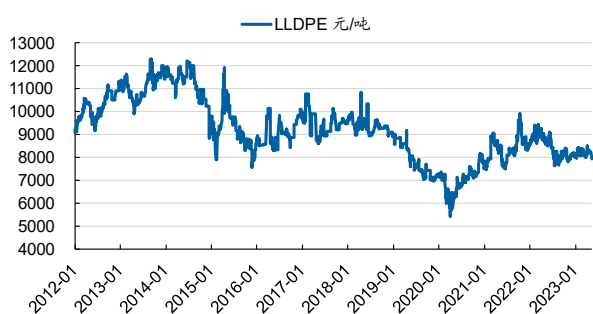
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 57：丙烯-石脑油价差



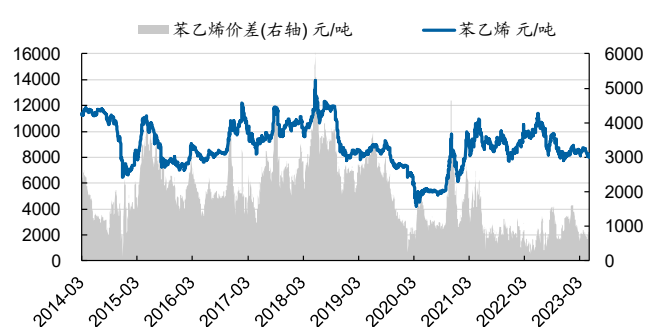
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 58: LLDPE 价格



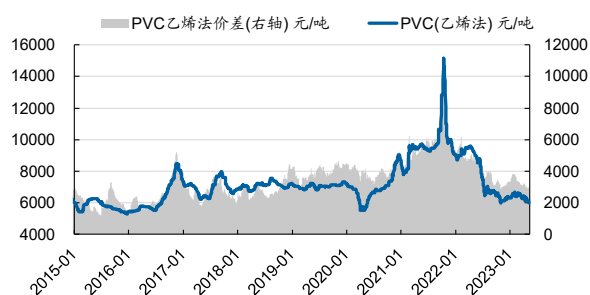
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 59: 苯乙烯价格价差



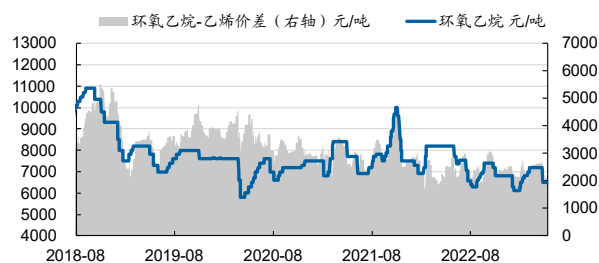
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 60: PVC 价格价差



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



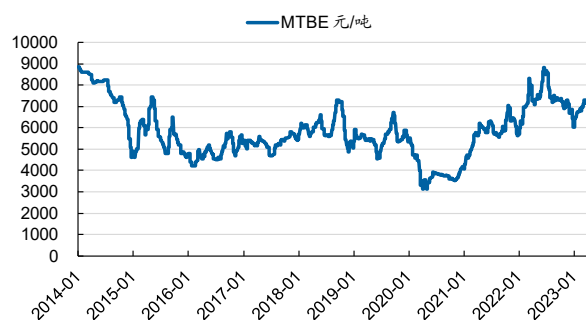
资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 63: MTBE 价格

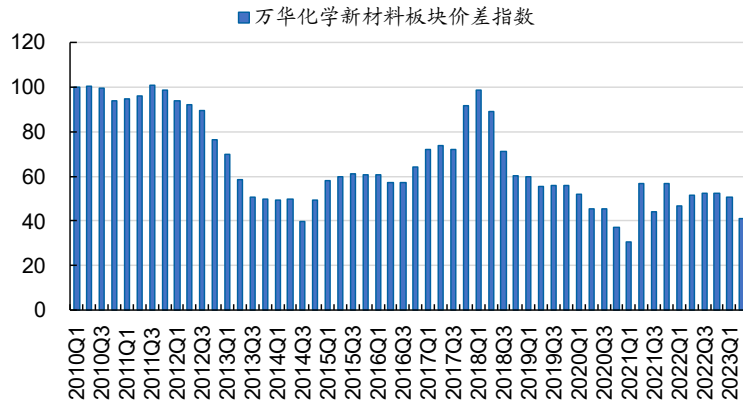


资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

7、新材料板块

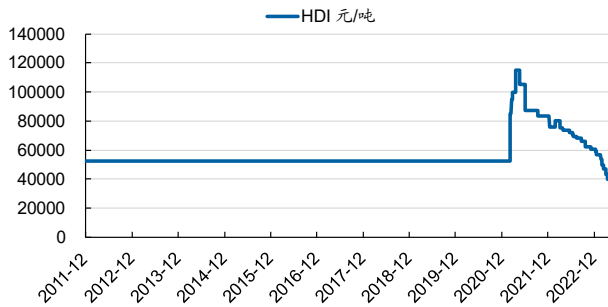
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2023 年 5 月 14 日，2023 年 Q2 万华化学新材料板块价差指数为 41.13，较 2023 年 Q1 下滑 9.35；处于历史 14.89%分位数，较 2023 年 Q1 下滑 13.39 个百分点。

图 64：万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 14.89%分位



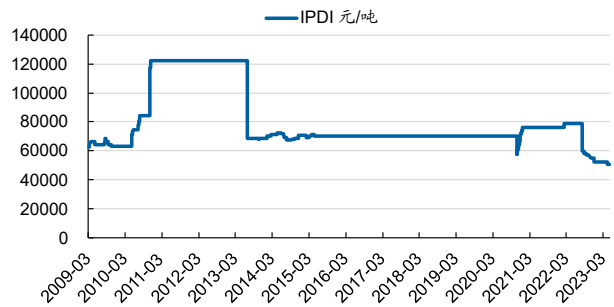
资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点）

图 65：HDI 市场价



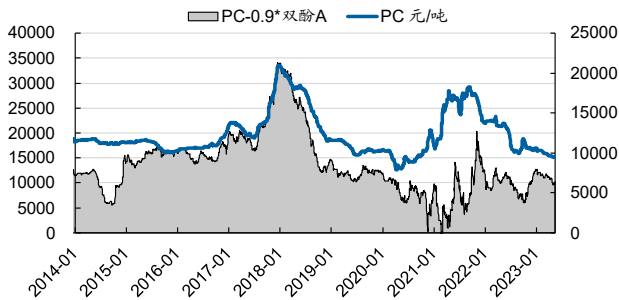
资料来源：wind，国海证券研究所

图 66：IPDI 市场价



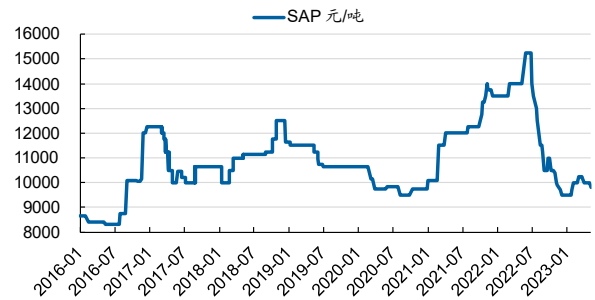
资料来源：wind，国海证券研究所

图 67: PC-0.9*双酚 A 价差



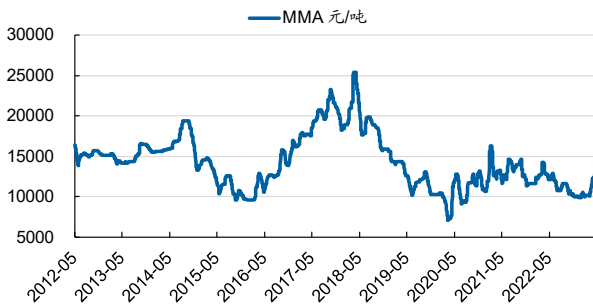
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



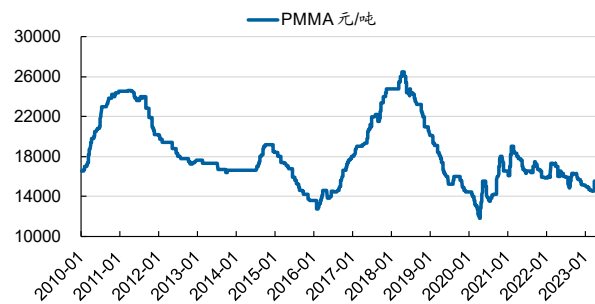
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



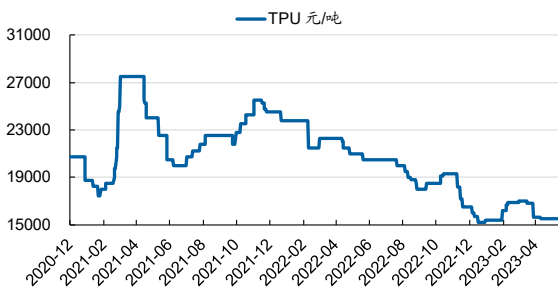
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 70: PMMA 市场价



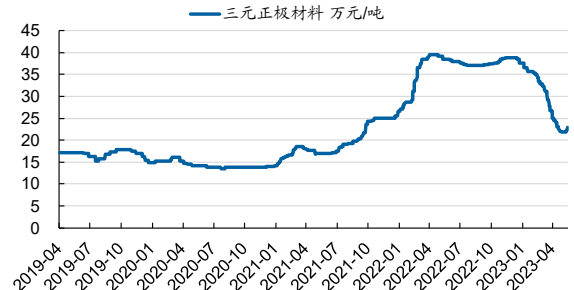
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

综合考虑公司近期主要产品价格价差情况，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 204.55、291.30、379.52 亿元，对应 PE 分别 13、9、7 倍，考虑公司未来呈高成长性，维持“买入”评级。

9、风险提示

项目建设不及预期：MDI、TDI、柠檬醛等一系列项目投产低于预期的风险；

市场大幅度波动：MDI、TDI、PC 等公司产品市场发生较大波动的风险；

新产品不及预期：三元正极、磷酸铁锂等新材料产品市场推广低于预期的风险；

同行业竞争加剧：PC、丙烯酸及酯、TDI 等行业竞争加剧的风险；

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

原材料价格大幅上涨：原材料煤炭、丙烷等价格大幅上涨的风险。

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	87.00				投资评级:	买入				日期:	2023/05/19			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	21%	21%	23%	23%	EPS	5.17	6.51	9.28	12.09										
毛利率	17%	20%	21%	21%	BVPS	24.47	30.99	40.27	52.36										
期间费率	3%	3%	3%	2%	估值														
销售净利率	10%	12%	14%	14%	P/E	17.92	13.35	9.38	7.20										
成长能力					P/B	3.79	2.81	2.16	1.66										
收入增长率	14%	3%	24%	30%	P/S	1.76	1.60	1.28	0.99										
利润增长率	-34%	26%	42%	30%															
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	0.82	0.76	0.81	0.87	营业收入	165565	171075	212694	275852										
应收账款周转率	18.27	17.52	17.89	17.71	营业成本	138132	137586	168430	218722										
存货周转率	9.10	8.23	8.94	8.63	营业税金及附加	913	941	1170	1517										
偿债能力					销售费用	1153	1283	1595	2069										
资产负债率	60%	54%	49%	45%	管理费用	1966	1882	2340	3034										
流动比	0.54	0.56	0.68	0.89	财务费用	1235	1513	1533	1475										
速动比	0.34	0.33	0.43	0.60	其他费用/(-收入)	3420	3421	4254	5517										
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	19839	25094	35051	45327										
现金及现金等价物	18989	15004	26588	45420	营业外净收支	-298	5	10	10										
应收款项	9060	9763	11888	15580	利润总额	19541	25099	35061	45337										
存货净额	18185	20776	23804	31970	所得税费用	2499	3338	4558	5803										
其他流动资产	5298	9160	8574	12126	净利润	17042	21761	30503	39534										
流动资产合计	51532	54703	70855	105096	少数股东损益	808	1306	1373	1581										
固定资产	78558	86468	94092	100121	归属于母公司净利润	16234	20455	29130	37952										
在建工程	37064	43967	51275	58380	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	27460	31292	35071	38876	经营活动现金流	36337	29234	47155	53206										
长期股权投资	6229	8686	11064	13482	净利润	16234	20455	29130	37952										
资产总计	200843	225115	262356	315956	少数股东权益	808	1306	1373	1581										
短期借款	44019	44019	44019	44019	折旧摊销	9354	10511	13160	13573										
应付款项	24205	25125	30136	39538	公允价值变动	-173	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	8821	-4643	2170	-1343										
其他流动负债	26792	28384	30111	34775	投资活动现金流	-34325	-31611	-33964	-32766										
流动负债合计	95017	97529	104267	118333	资本支出	-32614	-29494	-31999	-30740										
长期借款及应付债券	16168	16168	16168	16168	长期投资	-2144	-2607	-2528	-2568										
其他长期负债	8321	8321	8321	8321	其他	434	490	563	542										
长期负债合计	24489	24489	24489	24489	筹资活动现金流	-17188	-1608	-1608	-1608										
负债合计	119506	122018	128756	142822	债务融资	-6310	0	0	0										
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	850	0	0	0										
股东权益	81337	103098	133600	173134	其它	-11727	-1608	-1608	-1608										
负债和股东权益总计	200843	225115	262356	315956	现金净增加额	-15202	-3985	11584	18832										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

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

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

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

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

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。