

万华化学（600309.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2023年5月19日

评级：买入（维持）

市场价格：87.00

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	145,538	165,565	179,515	196,076	220,139
增长率 yoy%	98.2%	13.8%	8.4%	9.2%	12.3%
归母净利润（百万元）	24,649	16,234	20,456	24,151	28,532
增长率 yoy%	145.5%	-34.1%	26.0%	18.1%	18.1%
每股收益（元）	7.85	5.17	6.52	7.69	9.09
净资产收益率	34.4%	20.0%	19.9%	18.8%	18.1%
P/E	11.1	16.8	13.4	11.3	9.6
PEG	0.1	1.2	1.6	1.2	0.8
P/B	4.0	3.6	2.8	2.3	1.8

备注：股价取自 2023/5/19

基本状况

总股本(百万股)	3,140
流通股本(百万股)	3,140
市价(元)	87.00
市值(百万元)	273,158
流通市值(百万元)	273,158

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件：4月14日，公司发布2023年第一季度报告：**2023年第一季度公司实现营业收入419.39亿元，同比增长0.37%，环比增长19.33%；实现归属母公司净利润40.53亿元，同比下降24.58%，环比增长54.38%。
- 点评：**
- 周期筑底龙头先行，盈利环比已有起色。**23Q1，公司实现营业收入419.39亿元，同比+0.37%，环比+19.33%；实现归母净利润40.53亿元，同比-24.58%，环比+54.38%。分产品看，聚氨酯/石化/新材料业务分别实现营收156.96/181.87/53.39亿元，同比+0.39%/-3.25%/+5.38%，环比+11.86%/+36.51%/+9.87%。盈利能力方面，受欧美地区持续加息导致市场存经济下行预期影响，国际能源价格震荡下行带动公司上游大宗原料价格同比下行。根据公告，23Q1中石化纯苯挂牌均价和动力煤5000大卡市场均价分别为7038和981元/吨，同比-11.43%和-11.14%；丙烷CP和丁烷CP均价分别为700和712美元/吨，同比-12.86%和-11.23%。受益于成本压力的逐步释放以及消费需求的逐步回暖，公司盈利环比提升。23Q1毛利率和净利率分别为17.53%和10.46%，同比-3.02pct和-2.75pct，环比+1.52pct和+2.48pct。期间费用方面，23Q1公司期间费用率为5.36%，环比-1.65pct。其中，销售费用率为0.76%，环比-0.21pct；管理费用（含研发费用，可比口径）率为3.30%，环比-1.35pct；财务费用率为1.31%，环比-0.09pct。
- MDI价差环比修复，收购巨力坐稳龙头。**根据公告，23Q1，公司聚氨酯业务产销量分别为116和111万吨，同比+14.85%和+16.84%，环比+16.00%和+6.73%。
（1）MDI：随着原料价格的回落以及下游需求的恢复，MDI价差环比有所修复。根据Wind，23Q1纯MDI和聚合MDI的市场均价分别为18887和15560元/吨，同比-16.63%和-23.39%，环比-0.23%和+4.74%；纯MDI和聚合MDI的价差均值分别为11332和8005元/吨，同比-18.87%和-31.14%，环比+1.93%和+13.68%。需求方面，多项房地产利好政策催化下，家用电冰箱产量同比回升。23Q1全国家用电冰箱产量达2227万台，同比+7.79%。公司作为全球MDI龙头企业，四大生产基地合计拥有年产能305万吨（烟台110+宁波120+福建40+匈牙利BC35），另有100万吨规划在建产能（宁波60+福建40）。22年12月，福建工业园年产40万吨MDI项目投产；宁波基地60万吨技改产能有望于年底释放，届时公司MDI总产能有望达365万吨/年。量价提升下，看好MDI后续盈利改善。
（2）TDI：根据Wind，23Q1，国内TDI价格、价差分别为19092和12354元/吨，同比+5.61%

和+13.45%，环比-3.93%和-4.55%。根据公告，截至22年底，公司具备TDI年产能65万吨（烟台30+福建10+匈牙利BC25），根据21年6月的环评公示，公司福建基地达产后年产能将增至25万吨（现有10万吨/年产能已于今年2月永久关停）。收购巨力夯实龙头：今年4月，公司作价17.85亿元完成对和山东旭所持有的烟台巨力47.81%的股权收购，交割完成后，公司及其一致行动人宁波中登合计持有67.81%的股权。目前，烟台巨力及其全资子公司新疆巨力拥有TDI名义产能23万吨/年，随着收购及新增产能的逐步释放，公司TDI总名义产能有望达103万吨/年。考虑到国内目前仅7家TDI工业化生产企业，并购完成后，公司在完善西北地区产业布局的基础上，将进一步筑牢规模优势，夯实TDI绝对龙头地位。

- **石化景气仍处低位，项目储备筑牢优势。**根据公告，23Q1，公司石化业务产销量分别为118和317万吨，同比持平和+5.67%，环比+7.27%和+54.63%。价格方面，根据Wind，23Q1丙烯/PO/MTBE/丙烯酸/新戊二醇/PVC/LLDPE/EO的产品均价分别为7449/9535/6837/7030/10408/6485/8302/7719元/吨，同比-6.2%/-14.3%/+3.1%/-49.0%/-39.3%/-27.9%/-7.1%/+16.7%；环比+1.3%/-1.0%/-5.5%/+2.4%/+8.6%/+3.7%/-1.1%/+1.8%；价差方面，23Q1，丙烯-丙烷/PO-丙烯/MTBE/丙烯酸-丙烯/新戊二醇-异丁醇/PVC的价差分别为1414/3055/1745/1592/3665/3502元/吨；同比-25.0%/-27.6%/-6.7%/-80.1%/-71.0%/+68.0%；环比-9.9%/-5.5%/-17.3%/+6.4%/-33.0%/+9.2%。产能方面，截至22年底，公司现有乙烯产能100万吨/年，已建成的PO/AE一体化项目和聚氨酯产业链一体化（乙烯项目）设计产能分别为203和345万吨/年。在建项目方面，22年4月，公司投资231亿元建设蓬莱工业园高性能新材料一体化项目，包括90万吨/年丙烷脱氢、30万吨/年聚丙烯、30万吨/年EO等，预计于24年6月陆续投产；同年12月，公司投资176亿元建设120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目，包括120万吨/年乙烯、25万吨/年LDPE等，预计于24年10月开始陆续投产。依托世界级规模PO/AE一体化装置和大乙烯装置，公司不断拓宽C2-C4产业链条，随新增产能的陆续释放，公司有望进一步发挥原料、成本、技术等多元优势，实现从产品型公司向平台型公司的跨越转型。
- **新材料建设多点开花，多元化布局成长可期。**根据公告，23Q1，公司新材料业务产销量分别为38和35万吨，同比+65.22%和+66.67%，环比+40.74%和+29.63%。价格方面，根据Wind，23Q1，公司HDI/TPU/SAP/PC/双酚A/PMMA/MMA的产品均价分别为54489/16296/11012/16344/9803/14413/10290元/吨，同比-30.4%/-28.3%/-26.6%/-27.0%/-44.8%/-11.5%/-15.8%，环比-13.3%/-6.5%/+1.5%/-6.9%/-19.2%/-4.0%/-3.6%；价差方面，23Q1，TPU-MDI/PC-双酚A/SAP/PMMA的价差均值分别为8745/7522/5539/4123元/吨，同比-36.1%/+17.6%/+33.4%/+1.3%，环比-11.0%/+13.4%/-0.7%/-4.8%。新增项目方面，公司是国内较早开展POE项目布局的生产企业，先后于21年9月和22年3月完成中试装置建设并产出合格中试产品。按照规划，2x20万吨/年聚烯烃弹性体（POE）装置预计于24年建成投产，打破海外长期“卡脖子”技术垄断。此外，今年3-4月，公司另有新增500吨/年异丙醇胺（IPAM）、MMA工业化装置改建、1500吨/年砒聚合物等众多项目的环评公示。多领域布局下，公司新材料业务板块在建产能超百万吨，在打造长期成长曲线、创造新盈利增长点的同时，助力公司由传统聚氨酯领军企业逐步迈向全球新材料业务龙头。

- **盈利预测与投资建议：**结合近期市场情况，我们调整公司的盈利预测并新增 2025 年业绩预测，调整后预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 204.56/241.51/285.32 亿元（原 2023 和 2024 年分别为 219.13/255.96 亿元），对应当前股价 PE 为 13/11/10 倍，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**经济下行、全球供应链不稳定性加剧、产品、原料价格大幅波动、项目投产进度不达预期、安全环保因素。

内容目录

一、产销齐升提振业绩，Q1 盈利大幅回暖	- 6 -
二、聚氨酯：价格价差触底反弹，收购巨力再拓版图	- 9 -
三、石化：板块营收逐步上行，一体化优势构筑护城河	- 12 -
四、新材料：业务布局持续延伸，多点开花迈向全球巨头	- 15 -
五、投资建议：维持“买入”评级	- 16 -
六、风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1: 公司 2023Q1 关键数据总览	- 6 -
图表 2: 16-23Q1 公司业绩能力走势变化	- 6 -
图表 3: 23Q1 业绩环比 22Q4 已有明显修复	- 6 -
图表 4: 23Q1 盈利能力同比下降	- 7 -
图表 5: 23Q1 盈利能力环比提升	- 7 -
图表 6: 23Q1 期间费用率为 5.36%，环比-1.65pct	- 7 -
图表 7: 23Q1 研发费用为 8.69 亿元，同比+9.17%	- 7 -
图表 8: 23Q1 经营性现金流净额同比+2.87%	- 8 -
图表 9: 23Q1 总资产为 2377.94 亿元，同比+14.33%	- 8 -
图表 10: 23Q1 公司存货周转率约 1.9 次	- 8 -
图表 11: 2022 年公司在建工程同比+28.35%	- 8 -
图表 12: 公司聚氨酯产品价格数据	- 10 -
图表 13: 纯 MDI 近一年价差走势	- 10 -
图表 14: 聚合 MDI 近一年价差走势	- 10 -
图表 15: 纯 MDI 市场挂牌价	- 10 -
图表 16: 聚合 MDI 挂牌价	- 10 -
图表 17: 纯 MDI 出口量变化	- 11 -
图表 18: 聚合 MDI 出口量变化	- 11 -
图表 19: Brent 油价及纯苯价格走势	- 11 -
图表 20: TDI 价差近一年走势	- 11 -
图表 21: 硬泡聚醚价差近一年走势	- 11 -
图表 22: 软泡聚醚价差近一年走势	- 11 -
图表 23: 公司石化产品价格数据	- 13 -
图表 24: 近一年丙烯-丙烷价差走势	- 13 -

图表 25: 近一年环氧丙烷-丙烯价差走势.....	- 13 -
图表 26: MTBE 价差近一年走势.....	- 13 -
图表 27: 丙烯酸价差近一年走势.....	- 13 -
图表 28: 新戊二醇价差近一年走势.....	- 14 -
图表 29: PVC 价差近一年走势.....	- 14 -
图表 30: 公司新材料产品价格数据.....	- 15 -
图表 31: TPU 价差近一年走势.....	- 16 -
图表 32: PC 价差近一年走势.....	- 16 -
图表 33: 盈利预测.....	- 17 -

一、产销齐升提振业绩，Q1 盈利大幅回暖

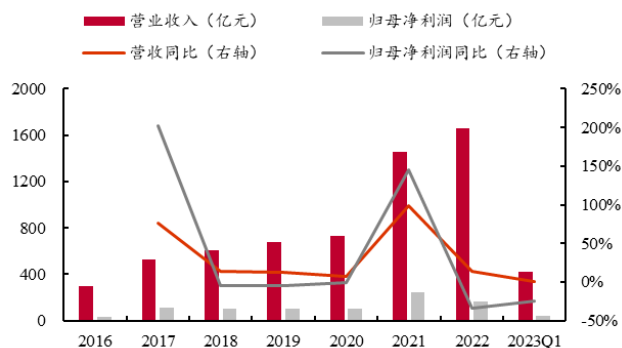
- 2023 年第一季度，公司实现营业收入 419.39 亿元，同比增长 0.37%，环比增长 19.33%；实现归属母公司净利润 40.53 亿元，同比下降 24.58%，环比增长 54.38%；实现扣非归母净利润 39.89 亿元，同比下降 25.40%，环比增长 65.69%。我们认为，产销齐升是业绩超预期的原因：（1）随着国内疫情的好转，地产竣工端修复带动聚氨酯板块产品需求持续复苏，内需增长下，主营产品产销量实现同环比增长；（2）受海外欧美国家持续加息影响，原油价格高位回落、震荡下行，主要生产原料价格较去年相比已有明显回落，成本面承压逐步好转，价格价差修复下，公司一季度业绩盈利环比大幅改善。

图表 1：公司 2023Q1 关键数据总览

	2022	2021	同比	23Q1	22Q1	22Q4	同比	环比
营业收入 (亿元)	1,655.65	1,455.38	0.14	419.39	417.84	351.45	0.37%	19.33%
毛利润 (亿元)	274.33	382.21	-0.28	73.52	85.88	56.26	-14.39%	30.68%
归母净利润 (亿元)	162.34	246.49	-0.34	40.53	53.74	26.25	-24.58%	54.38%
扣非净利润 (亿元)	157.97	243.56	-0.35	39.89	53.47	24.07	-25.40%	65.69%
毛利率	16.57%	26.26%	-9.69pct	17.53%	20.55%	16.01%	-3.02pct	1.52pct
净利率	10.29%	17.20%	-6.91pct	10.46%	13.22%	7.99%	-2.75pct	2.48pct
ROE	22.34%	42.03%	-19.7pct	5.14%	7.55%	3.48%	-2.42pct	1.66pct

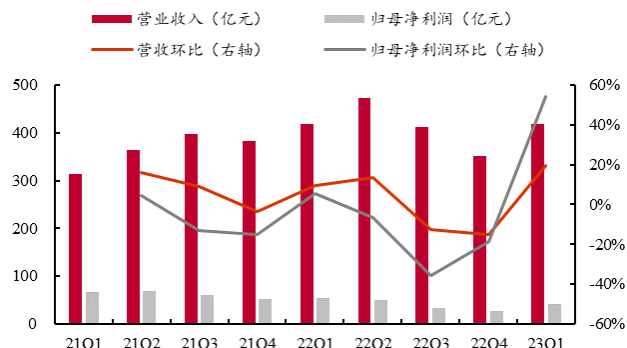
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：16-23Q1 公司业绩能力走势变化



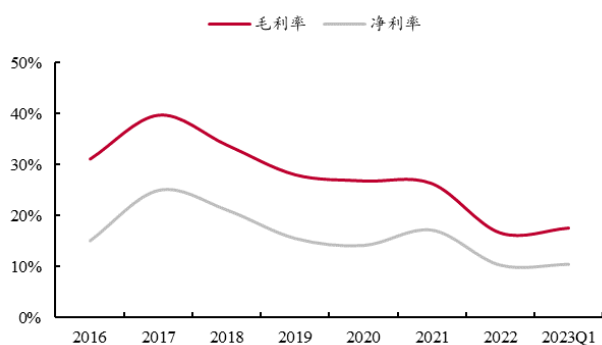
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：23Q1 业绩环比 22Q4 已有明显修复

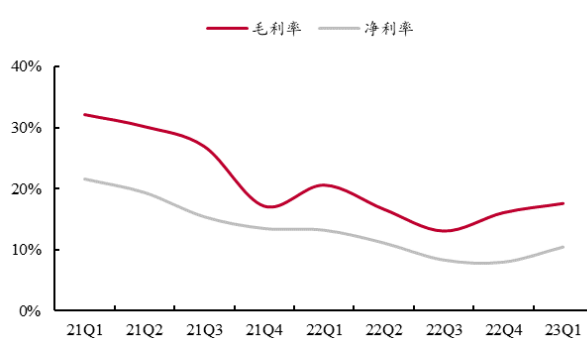


来源：Wind，中泰证券研究所

- 盈利能力同比下滑，环比 Q4 修复明显。受欧美持续加息影响，原油价格震荡下行，截至 5 月 12 日，Brent 原油当前价格为 74.17 美元/桶，较去年 3 月高点已回落 42.05%。随着主营产品原料成本的降低，公司整体盈利环比修复明显。23Q1，公司毛利率为 17.53%，同比-3.02pct，环比+1.52pct；净利率为 10.46%，同比-2.75pct，环比+2.48pct；ROE 为 5.14%，同比-2.42pct，环比+1.66pct。

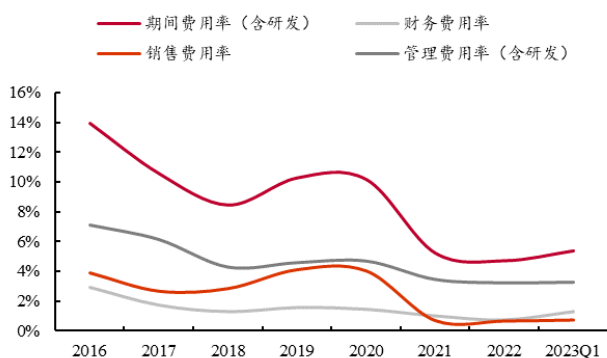
图表 4: 23Q1 盈利能力同比下降


来源: Wind, 中泰证券研究所

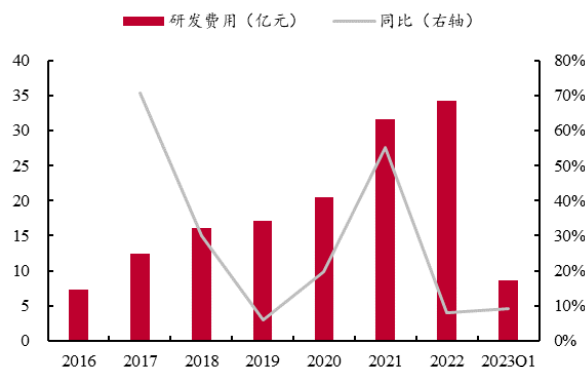
图表 5: 23Q1 盈利能力环比提升


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 降本提效持续深化, 期间费用整体下降。**2022 年, 公司降本提效工作再度深化, 围绕“人才年”管理主题, 进一步推进人才工程, 优化产业链结构, 提高企业运营效率。全年度累计追踪落实生产和管理类降本提效项目 841 条, 高质量投资类项目 116 条。23Q1 公司期间费用率合计为 5.36%, 环比下降 1.65pct。其中, 销售费用率为 0.76%, 环比下降 0.21pct, 管理费用(含研发费用, 可比口径)率为 3.30%, 环比下降 1.35pct, 财务费用率为 1.31%, 环比下降 0.09pct。
- 坚持创新驱动发展, 加大研发投入力度。**公司始终检车科技创新为第一生产力, 现已形成从基础研究、工程化开发、工艺流程优化到产品应用研发的创新型研发体系, 拥有“先进聚合物国家工程研究中心”、“国家认定企业技术中心”、“国家技术标准创新基地(化工新材料)”及 8 个“国家认可分析实验室”等研发平台。氯化氢催化氧化制氯成套技术及其产业化技术获得山东省科技进步奖特等奖, 全年共申请国内外发明专利 1002 件, 新获得授权 1058 件, 同比增长 154%, 发明专利通过率达到 99.0%, 获山东省专利一等奖一项、中国专利优秀奖。23Q1 公司研发费用为 8.69 亿元, 同比增长 9.17%。

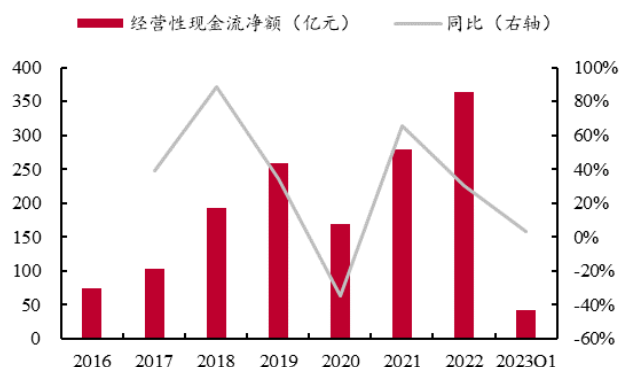
图表 6: 23Q1 期间费用率为 5.36%, 环比-1.65pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

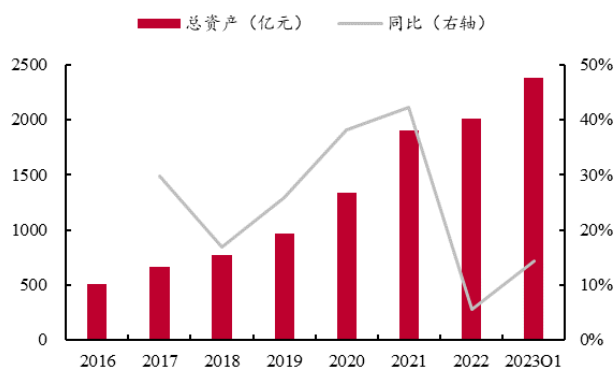
图表 7: 23Q1 研发费用为 8.69 亿元, 同比+9.17%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 经营性现金流充沛, 资产负债率小幅增加。**23Q1 公司经营性现金流净额为 41.67 亿元, 同比增长 2.87%。23Q1 总资产 2377.94 亿元, 同比增长 14.33%, 资产负债率为 63.93%, 同比提升 1.02pct。

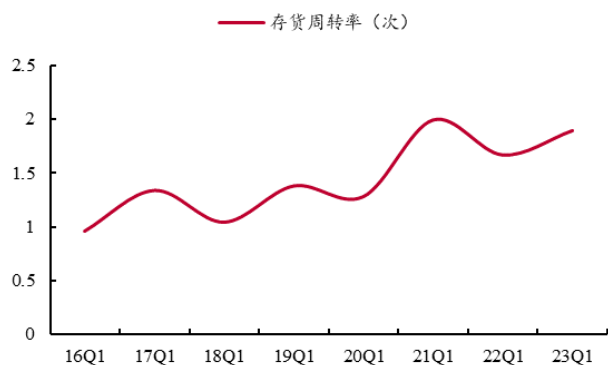
图表 8: 23Q1 经营性现金流净额同比+2.87%


来源: Wind, 中泰证券研究所

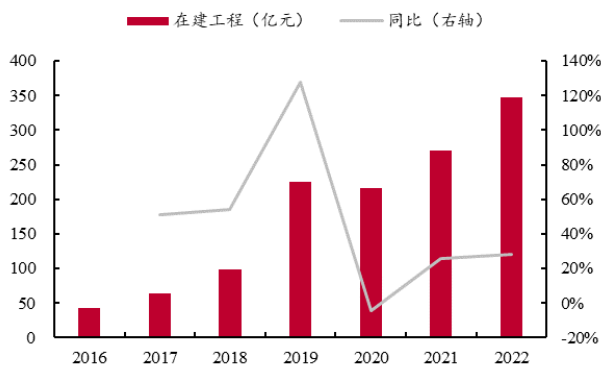
图表 9: 23Q1 总资产为 2377.94 亿元, 同比+14.33%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 营运能力有所提升, 在建工程持续推进。**随着国内疫情形势的好转, 运输和生产供应链逐步恢复有序, 公司营运能力较去年同期提升明显。23Q1, 公司存货周转率约 1.9 次, 较 22Q1 提升约 0.23 次。在建工程方面, 2022 年, 公司在建工程约 347.27 亿元, 同比增长 28.35%, 烟台大乙烯二期、蓬莱工业园等项目目前均在正常建设中。

图表 10: 23Q1 公司存货周转率约 1.9 次


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2022 年公司在建工程同比+28.35%


来源: Wind, 中泰证券研究所

二、聚氨酯：价格价差触底反弹，收购巨力再拓版图

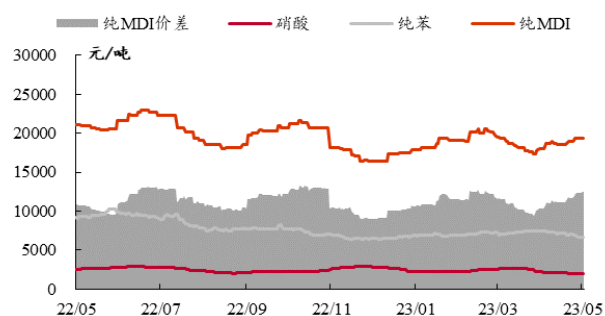
- 根据公告,公司 23Q1 聚氨酯板块实现营收 156.96 亿元,同比增长 0.39%,环比增长 11.86%。产销方面, 23Q1 聚氨酯业务产销量分别为 116 万吨和 111 万吨,同比增长 14.85%和 16.84%,环比增长 16%和增长 6.73%。
- **产能布局投产在即,收购巨力巩固优势。**(1) **MDI:** 根据公告,截至 22 年底,公司现有 MDI 产能 305 万吨/年,其中烟台基地、宁波基地、福建基地及匈牙利 BC 各有年产能 110、120、40、35 万吨/年。在建产能方面, 23 年 3 月,福建基地技改项目(新增 40 万吨/年)发布环评二次公示;宁波基地在建 60 万吨/年 MDI 产能按计划预计于今年年底投产。(2) **TDI:** 截至 22 年底,公司现有 TDI 产能 65 万吨/年,包括烟台基地 30 万吨/年、福建基地 10 万吨/年(23 年 2 月产能永久关停)和匈牙利基地 25 万吨/年。在建产能方面, 22 年 3 月,福建工业园年产 25 万吨 TDI 正式开工,按计划预计今年年底即将投产。此外,根据公司公告,23 年 4 月,公司作价 17.85 亿元完成对和山东旭所持有的烟台巨力 47.81% 的股权收购,交割完成后,公司及其一致行动人宁波中登合计持有 67.81% 的股权。烟台巨力及其全资子公司新疆巨力现有 TDI 名义产能 23 万吨/年,随着收购及新增产能的逐步释放,公司 TDI 总名义产能有望达 103 万吨/年,进一步夯实规模优势。(3) **聚醚:** 根据公司公告,截至 22 年底,公司现有聚醚产能 111 万吨/年。在建产能方面,烟台基地 85 万吨/年聚醚多元醇扩建项目于 22 年 6 月经烟台市生态环境局批复,蓬莱工业园高性能新材料一体化项目中 50 万吨/年聚醚产能预计于 24 年 6 月起陆续投产。
- **年初至今,MDI 价格价差修复明显。**价格方面,根据 Wind,23Q1,纯 MDI 和聚合 MDI 的市场均价分别为 18887 和 15560 元/吨,同比-16.6%和-23.4%,环比-0.2%和+4.7%。截至 5 月 16 日,纯 MDI 和聚合 MDI 市场价分别为 19350 和 14650 元/吨,较年初相比,分别+11.5%和+3.2%。价差方面,23Q1,纯 MDI 和聚合 MDI 的平均价差分别为 11332 和 8005 元/吨,同比-18.9%和-31.1%,环比+1.9%和+13.7%。截至 5 月 16 日,纯 MDI 和聚合 MDI 的产品价差分别为 12509 和 7809 元/吨,较年初相比,分别+24.4%和+13.0%。
- **MDI 挂牌价小幅上行,出口需求支撑明显。**公司最新 5 月聚合 MDI 挂牌价为 18800 元/吨(环比下调 1000 元/吨,较年初上调 2000 元/吨);纯 MDI 挂牌价 22800 元/吨(环比上调 800 元/吨,较年初上调 2300 元/吨)。供给方面,根据百川盈孚,23 年 4 月国内 MDI 工厂开工率为 69.47%,同比+10.77%,环比+4.25%。除上海联恒一期、二期装置(合计产能 59 万吨/年)预计于 6 月下旬停车检修、7 月底重启以及福建某工厂低负荷运行外,其余装置运行政策,整体市场供应量有所增加;需求方面,随着国内疫情的好转叠加地产激励政策的持续推出,年初消费存明显复苏回暖。随着报复性消费的逐步释放,近期下游氨纶等市场订单跟进一般,终端市场接单有限,下游企业出口压力仍存,原料消化能力相对难以提升。出口方面,根据海关总署,23Q1,国内纯 MDI 和聚合 MDI 累计出口 3.27 万吨和 30.95 万吨,同比+10.0%和+28.0%。

- 人造板“无醛化”发展，打造 MDI 需求新增长。**人造板是以木材或其他非木材植物为原料，经一定机械加工分离成各种单元材料后，施加或不施加胶粘剂和其他添加剂胶合而成的板材或模压制品。对以聚合 MDI 制成的木材胶而言，一方面其不含甲醛成分，另一方面具备很高的胶合强度，能够有效提升无醛人造板板材内的结合强度和静曲强度。22 年 6 月，广西林业集团旗下崇左广林迪芬新材料科技有限公司年产 21 万 m³ 全自动连续平压无醛（MDI）胶合板、LVL 生产线首板成功下线，该生产线施胶工段采用公司研发的单组分无醛喷涂胶合板工艺技术及装备，是世界首条全自动连续平压无醛添加胶合板/单板层积材生产线，成功开启无醛胶合板自动化生产新篇章。

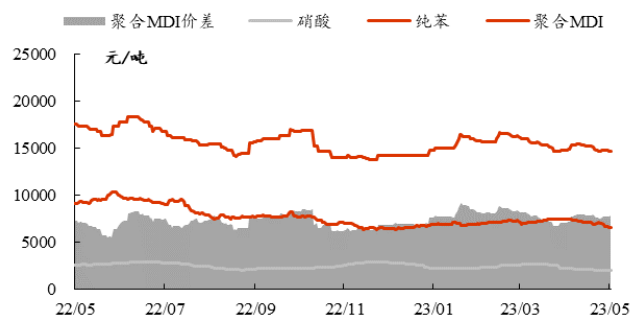
图表 12：公司聚氨酯产品价格数据

	产品	单位	最新价格	历史价格分位	2021H1	2022H1	同比	2022Q4	2023Q1	环比
聚氨酯	聚合MDI	元/吨	14650	44%	20100	15339	-23.7%	14856	15560	+4.7%
	聚合MDI价差	元/吨	7809	8%	10813	7136	-34.0%	7041	8005	+13.7%
	纯MDI	元/吨	19350	33%	22361	19556	-12.5%	18932	18887	-0.2%
	纯MDI价差	元/吨	12509	20%	13073	11353	-13.2%	11117	11332	+1.9%
	TDI	元/吨	19600	25%	14283	18663	+30.7%	19873	19092	-3.9%
	TDI价差	元/吨	13388	23%	6126	11523	+88.1%	12943	12354	-4.6%

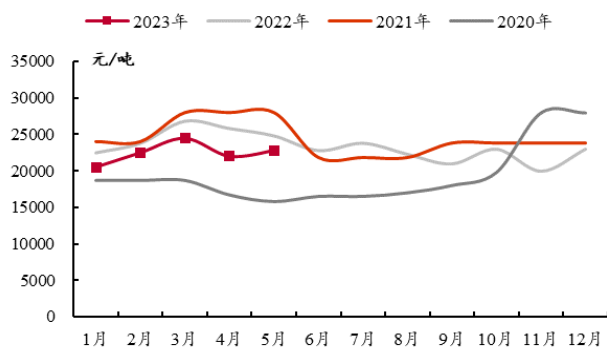
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 13：纯 MDI 近一年价差走势


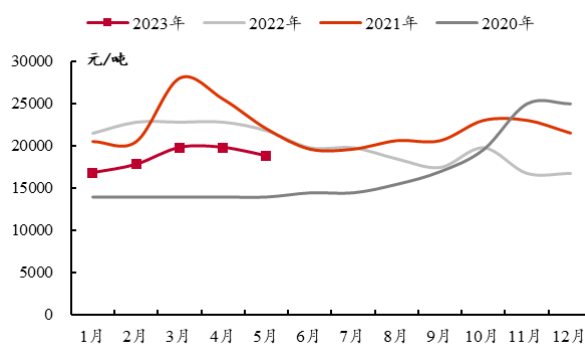
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：聚合 MDI 近一年价差走势


来源：Wind，中泰证券研究所

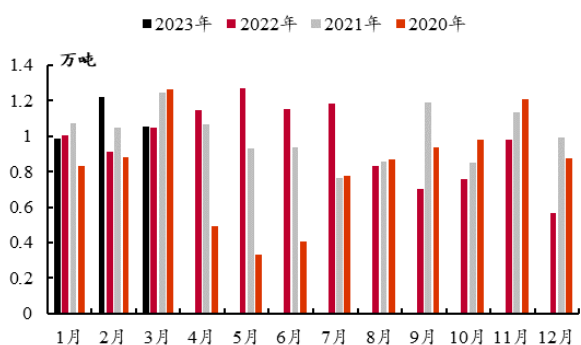
图表 15：纯 MDI 市场挂牌价


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 16：聚合 MDI 挂牌价


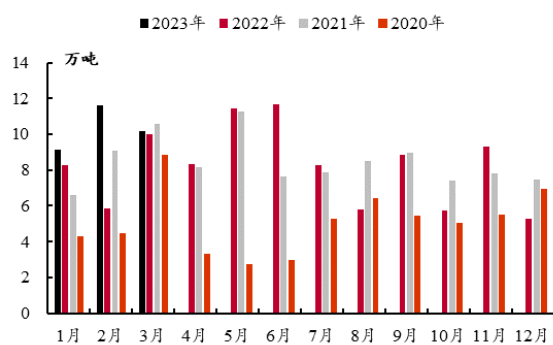
来源：Wind，中泰证券研究所；注：自 21 年 11 月起，聚合 MDI 直销和分销市场不再单独报价

图表 17: 纯 MDI 出口量变化



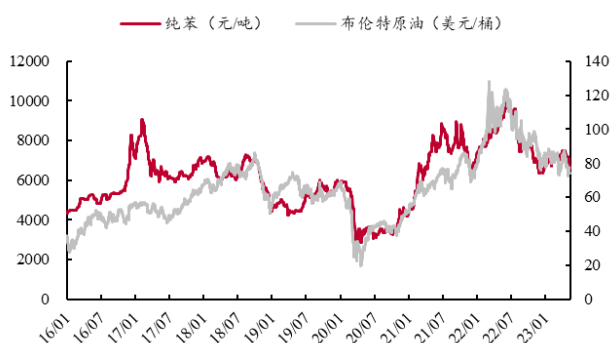
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 聚合 MDI 出口量变化



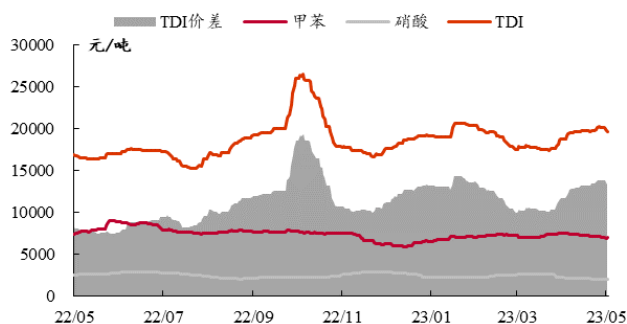
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: Brent 油价及纯苯价格走势



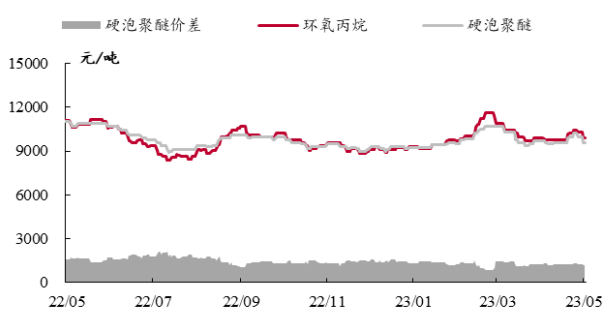
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: TDI 价差近一年走势



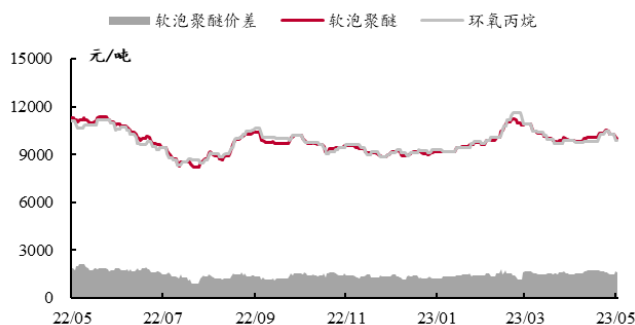
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 硬泡聚醚价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: 软泡聚醚价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

三、石化：板块营收逐步上行，一体化优势构筑护城河

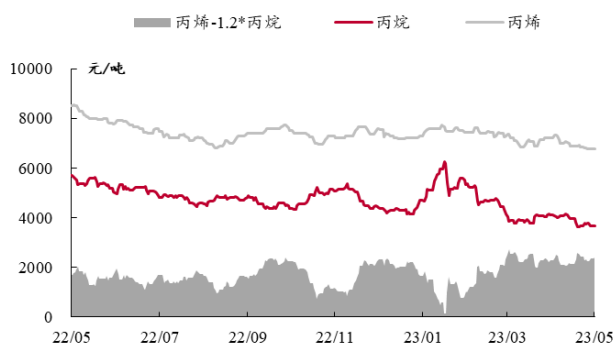
- 根据公告,公司 23Q1 石化板块实现营收 181.97 亿元,同比下降 3.25%,环比增长 36.51%。产销方面, 23Q1 石化业务产销量分别为 118 万吨和 317 万吨, 同比持平和增长 5.67%, 环比增长 7.27%和增长 36.51%。
- **石油石化景气有所复苏, 但仍处低位。**受以俄罗斯、沙特等为主的 OPEC+ 国家新一轮减产计划的影响, Brent 油价仍处高位震荡期。但随着欧美等国家多轮加息影响, 经济下行预期下, 国际油价较去年高点已有明显回落。截至 5 月 12 日, Brent 油价为 74.17 美元/桶, 较去年 3 月高点时的 127.98 美元/桶相比, 已回落约 42.05%。从公司主要石化产品价格价差方面来看, 根据 Wind, 23Q1, 丙烯/PO/MTBE/丙烯酸/新戊二醇 /PVC/LLDPE/EO 的产品均价分别为 7449/9535/6837/7030/10408/6485/8302/7719 元 / 吨, 同比 -6.2%/-14.3%/+3.1%/-49.0%/-39.3%/-27.9%/-7.1%/+16.7%; 环比 +1.3%/-1.0%/-5.5%/+2.4%/+8.6%/+3.7%/-1.1%/+1.8%; 丙烯-丙烷/PO-丙烯酸/MTBE/丙烯酸-丙烯/新戊二醇-异丁醇/PVC 的价差分别为 1414/3055/1745/1592/3665/3502 元 / 吨; 同比 -25.0%/-27.6%/-6.7%/-80.1%/-71.0%/+68.0%; 环比 -9.9%/-5.5%/-17.3%/+6.4%/-33.0%/+9.2%。
- **三基地上马 PDH, 规模优势持续巩固。**2015 年 8 月, 公司烟台工业区 75 万吨/年 PDH 项目(采用 UOP 工艺)投产, 同时为下游各产品提供丙烯原料供应。2022 年, 公司拟在烟台蓬莱和福建福清各建 1 套 90 万吨/年 PDH 装置(均采用 Lummus 工艺), 目前两大 PDH 项目同步加速推进中, 预计于 2024 年建成投产, 届时公司 PDH 产能将达到 255 万吨/年, 有望进一步发挥自身规模优势。
- **大乙烯二期、蓬莱工业园稳步推进。**20 年 11 月, 公司烟台大乙烯一期全部一次开车成功, 截至 22 年底, 公司现有乙烯产能 100 万吨/年, 已建成的 PO/AE 一体化项目和聚氨酯产业链一体化(乙烯项目)设计产能分别为 203 和 345 万吨/年。在建项目方面, 22 年 4 月, 公司投资 231 亿元建设蓬莱工业园高性能新材料一体化项目, 包括 90 万吨/年丙烷脱氢、30 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年 EO 等, 预计于 24 年 6 月陆续投产; 同年 12 月, 公司投资 176 亿元建设 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目, 包括 120 万吨/年乙烯、25 万吨/年 LDPE 等, 预计于 24 年 10 月开始陆续投产。现有石化布局进一步补齐公司 C2-C4 产业链, 充分发挥与现有 PDH 一体化项目和乙烯一期项目间的高度一体化, 随新增产能的陆续投产释放, 依托原料、成本、技术等多维协同优势, 助力公司实现从产品型公司向平台型公司的跨越转型。
- **横向串联公司主业, 迈向平台型化工龙头。**聚氨酯-石化协同方面, 公司石化业务的 PO 和 EO 可用于聚氨酯板块中聚醚的生产, 同时产生的氢气进入工业园的整体管道; 此外, MDI 生产副产物氯化氢可通过乙烯项目用于 PVC 产品的生产, 提高副产利用价值, 确保聚氨酯传统主业的生产稳定性。石化-新材料协同方面, 精丙烯酸可用于 MMA/PMMA、PP 等产品的生产, 通过横向耦合式串联, 为精细化学品与新材料业务提供

可靠的原料供应，减少外购成本消耗。横向一体化布局下，公司各产品相互依存，在充分发挥石化板块承上启下关键作用的同时合理化控制风险，进而有效提升企业的管理能力，确保生产经营的稳定性。

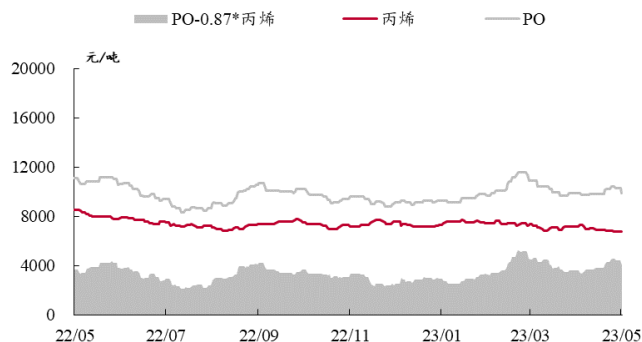
图表 23: 公司石化产品价格数据

大类	产品	单位	最新价格	历史价格分位	2021H2	2022H2	同比	2022Q4	2023Q1	环比
石化	丙烯	元/吨	6775	41%	7991	7299	-8.7%	7355	7449	1.3%
	丙烯-丙烷价差	元/吨	2387	46%	2033	1543	-24.1%	1570	1414	-9.9%
	PO	元/吨	9900	26%	16604	9493	-42.8%	9630	9535	-1.0%
	PO-丙烯价差	元/吨	4006	26%	9652	3143	-67.4%	3231	3055	-5.5%
	MTBE	元/吨	7555	86%	6109	7482	22.5%	7232	6837	-5.5%
	MTBE价差	元/吨	3239	98%	1756	2322	32.3%	2110	1745	-17.3%
	丙烯酸	元/吨	5950	11%	14667	7469	-49.1%	6865	7030	2.4%
	丙烯酸-丙烯价差	元/吨	1004	8%	8834	2141	-75.8%	1496	1592	6.4%
	新戊二醇 (npg)	元/吨	10925	28%	19332	9895	-48.8%	9585	10408	8.6%
	新戊二醇-异丁醛价差	元/吨	-1653	18%	14288	5668	-60.3%	5472	3665	-33.0%
	PVC	元/吨	5966	7%	10564	6537	-38.1%	6252	6485	3.7%
	PVC价差	元/吨	1335	15%	4448	1109	-75.1%	3206	3504	9.3%
	LLDPE	元/吨	8150	48%	8815	8259	-6.3%	8392	8302	-1.1%
	EO	元/吨	6500	13%	7993	6943	-13.1%	7584	7719	1.8%

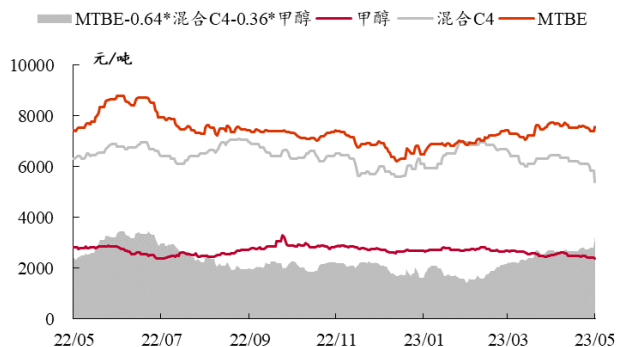
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 近一年丙烯-丙烷价差走势


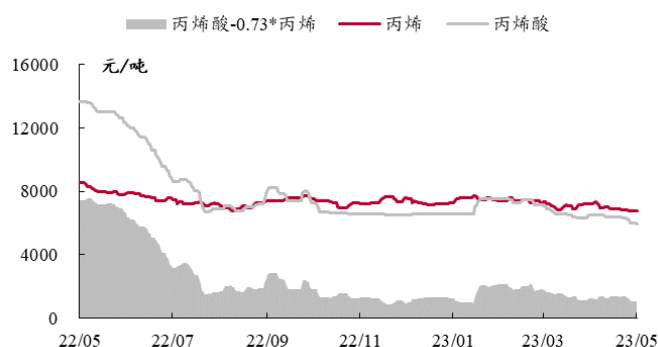
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 近一年环氧丙烷-丙烯价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

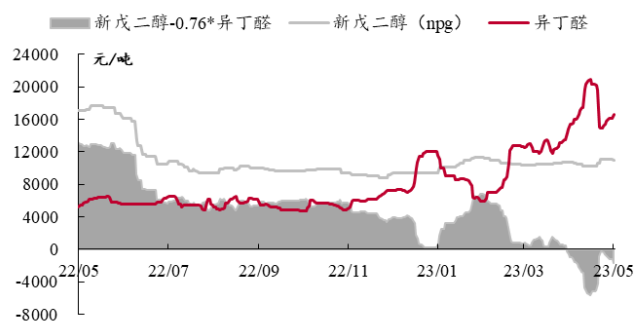
图表 26: MTBE 价差近一年走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 丙烯酸价差近一年走势


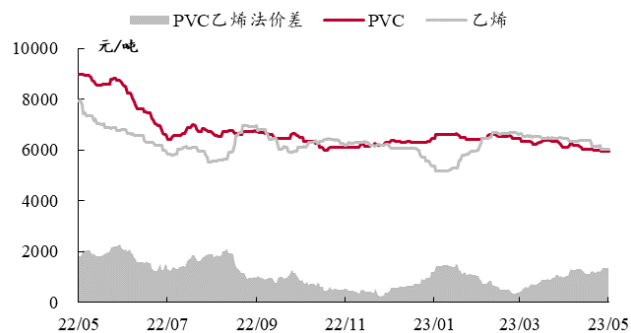
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 28: 新戊二醇价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 29: PVC 价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

四、新材料：业务布局持续延伸，多点开花迈向全球巨头

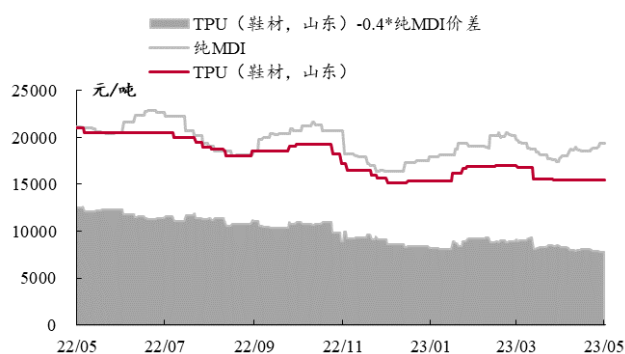
- 根据公告,公司 23Q1 新材料板块实现营收 53.39 亿元,同比增长 5.38%,环比增长 9.87%。产销方面, 23Q1 新材料业务产销量分别为 38 万吨和 35 万吨,同比增长 65.22%和增长 5.38%,环比增长 40.74%和增长 9.87%。
- 产品价差涨跌互现,工艺优化技术突破。价格方面,根据 Wind, 23Q1, 公司 HDI/TPU/SAP/PC/双酚 A/PMMA/MMA 的产品均价分别为 54489/16296/11012/16344/9803/14413/10290 元/吨,同比 -30.4%/-28.3%/-26.6%/-27.0%/-44.8%/-11.5%/-15.8%,环比 -13.3%/-6.5%/+1.5%/-6.9%/-19.2%/-4.0%/-3.6%;价差方面, 23Q1, TPU-MDI/PC-双酚 A/SAP/PMMA 的价差均值分别为 8745/7522/5539/4123 元/吨,同比-36.1%/+17.6%/+33.4%/+1.3%,环比-11.0%/+13.4%/-0.7%/-4.8%。技术工艺方面,公司 ADI(HDI、IPDI、HDMI)打破海外长期技术封锁,现已形成世界上品种最齐全、产业链最完整、技术领先的 ADI 特色产业群,全球市占率仅次于科思创,是世界上唯一掌握 MDA-H12MDA-H12MDI 全产业链、世界第二家掌握 IP-IPN-IPDA-IPDI 全产业链、国内唯一掌握 HDI 及衍生物等核心技术的企业。
- 多点开花乘势而上,在建项目储备丰富。新增项目方面,公司是国内较早开展 POE 项目布局的生产企业,先后于 21 年 9 月和 22 年 3 月完成中试装置建设并产出合格中试产品。按照规划,2×20 万吨/年聚烯烃弹性体(POE)装置预计于 24 年建成投产,打破海外长期“卡脖子”技术垄断。此外,今年 3-4 月,公司另有新增 500 吨/年异丙醇胺(IPAM)、MMA 工业化装置改建、1500 吨/年砒聚合物等众多项目的环评公示。年产 4.8 万吨柠檬醛及其衍生物一体化项目、年产 8 万吨 NMP 项目、年产 2 万吨有机硅 MQ 树脂及衍生物项目、特种异氰酸酯等项目也在持续地推动和建设过程中。多领域布局下,公司新材料业务板块在建产能超百万吨,在打造长期成长曲线、创造新盈利增长点的同时,助力公司由传统聚氨酯领军企业逐步迈向全球新材料业务龙头。

图表 30: 公司新材料产品价格数据

大类	产品	单位	最新价格	历史价格分位	2021H2	2022H2	同比	2022Q4	2023Q1	环比
新材料	HDI	元/吨	40000	0%	86156	65940	-23.5%	62841	54489	-13.3%
	TPU(鞋材,山东)	元/吨	15500	33%	23146	18321	-20.8%	17435	16296	-6.5%
	TPU-0.4*纯MDI	元/吨	7760	35%	14201	10475	-26.2%	9830	8745	-11.0%
	PC	元/吨	15373	48%	26429	17336	-34.4%	17547	16344	-6.9%
	PC-双酚A价差	元/吨	6531	66%	6579	6093	-7.4%	6633	7522	13.4%
	SAP	元/吨	10650	7%	13602	11805	-13.2%	10849	11012	1.5%
	SAP价差	元/吨	6009	79%	2463	6096	147.5%	5580	5539	-0.7%
	PMMA	元/吨	15000	57%	17058	15124	-11.3%	15009	14413	-4.0%
	MMA	元/吨	12800	31%	13291	11054	-16.8%	10678	10290	-3.6%
	PMMA价差	元/吨	2200	74%	3767	4070	8.0%	4331	4123	-4.8%

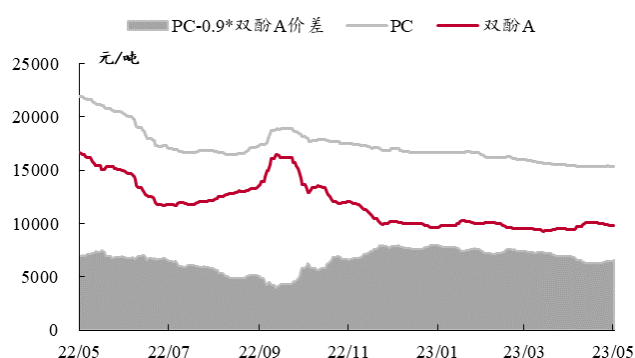
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 31: TPU 价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 32: PC 价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

五、投资建议：维持“买入”评级

■ 公司作为国内化工龙头领军企业，以技术驱动发展为核心，现已形成产业链高度整合、深度一体化的聚氨酯、石化、新材料三大产业集群，产业协同下具有极高的技术壁垒与成本优势，未来三个板块均具备广阔发展空间。结合近期市场情况，我们调整公司的盈利预测并新增 2025 年业绩预测，调整后预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 204.56/241.51/285.32 亿元（原 2023 和 2024 年分别为 219.13/255.96 亿元），对应当前股价 PE 为 13/11/10 倍，**维持“买入”评级。**

六、风险提示

- 经济下行；
- 全球供应链不稳定性加剧；
- 产品、原料价格大幅波动；
- 项目投产进度不达预期；
- 安全环保因素。

图表 33: 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,989	56,671	91,283	124,893	营业收入	165,565	179,515	196,076	220,139
应收票据	0	0	0	0	营业成本	138,132	144,420	155,437	172,353
应收账款	9,060	11,087	11,883	13,469	税金及附加	913	990	1,081	1,321
预付账款	1,277	1,607	1,759	2,032	销售费用	1,153	1,203	1,324	1,475
存货	18,185	24,146	25,125	27,368	管理费用	1,966	2,118	2,333	2,598
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3,420	4,488	5,098	5,944
其他流动资产	4,021	4,394	4,984	5,604	财务费用	1,235	1,885	1,941	2,157
流动资产合计	51,532	97,905	135,033	173,366	信用减值损失	-65	-77	-93	-107
其他长期投资	894	970	1,059	1,189	资产减值损失	-192	-415	-491	-532
长期股权投资	6,229	6,229	6,229	6,229	公允价值变动收益	173	0	0	0
固定资产	78,558	70,120	62,588	55,865	投资收益	408	266	280	294
在建工程	34,727	34,727	34,727	34,727	其他收益	740	597	669	633
无形资产	9,980	11,693	13,282	14,877	营业利润	19,839	24,786	29,243	34,589
其他非流动资产	18,922	4,556	4,556	4,557	营业外收入	45	50	58	55
非流动资产合计	149,311	128,294	122,441	117,444	营业外支出	343	212	231	255
资产合计	200,843	226,199	257,473	290,810	利润总额	19,541	24,624	29,070	34,389
短期借款	44,019	45,379	47,757	45,719	所得税	2,499	3,149	3,717	4,436
应付票据	11,139	11,646	12,534	13,898	净利润	17,042	21,475	25,353	29,953
应付账款	13,067	13,661	14,703	16,304	少数股东损益	808	1,019	1,202	1,421
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	16,234	20,456	24,151	28,532
合同负债	5,392	5,846	6,386	7,169	NOPLAT	18,119	23,119	27,046	31,832
其他应付款	1,340	1,340	1,340	1,340	EPS (按最新股本摊薄)	5.17	6.52	7.69	9.09
一年内到期的非流动负债	3,198	3,198	3,198	3,198					
其他流动负债	16,862	17,606	18,863	20,735	主要财务比率				
流动负债合计	95,017	98,676	104,781	108,363	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	15,968	15,968	15,968	15,968	成长能力				
应付债券	200	200	200	200	营业收入增长率	13.8%	8.4%	9.2%	12.3%
其他非流动负债	8,321	8,321	8,321	8,321	EBIT增长率	-32.2%	27.6%	17.0%	17.8%
非流动负债合计	24,489	24,489	24,489	24,489	归母公司净利润增长率	-34.1%	26.0%	18.1%	18.1%
负债合计	119,506	123,165	129,270	132,852	获利能力				
归属母公司所有者权益	76,845	97,070	120,572	148,454	毛利率	16.6%	19.5%	20.7%	21.7%
少数股东权益	4,492	5,963	7,631	9,504	净利率	10.3%	12.0%	12.9%	13.6%
所有者权益合计	81,337	103,033	128,203	157,958	ROE	20.0%	19.9%	18.8%	18.1%
负债和股东权益	200,843	226,199	257,473	290,810	ROIC	16.6%	16.2%	16.2%	16.7%
					偿债能力				
					资产负债率	59.5%	54.5%	50.2%	45.7%
					债务权益比	88.2%	70.9%	58.8%	46.5%
					流动比率	0.5	1.0	1.3	1.6
					速动比率	0.4	0.7	1.0	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转天数	19	20	21	21
					应付账款周转天数	32	33	33	32
					存货周转天数	48	53	57	55
					每股指标 (元)				
					每股收益	5.17	6.52	7.69	9.09
					每股经营现金流	11.57	8.23	11.47	12.64
					每股净资产	24.47	30.92	38.40	47.28
					估值比率				
					P/E	17	13	11	10
					P/B	4	3	2	2
					EV/EBITDA	46	38	34	31

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,337	25,829	36,025	39,676
现金收益	26,557	32,293	35,317	39,327
存货影响	97	-5,960	-979	-2,243
经营性应收影响	-133	-1,942	-456	-1,327
经营性应付影响	3,941	1,102	1,930	2,964
其他影响	5,874	337	213	955
投资活动现金流	-34,325	12,613	-1,628	-1,637
资本支出	-31,274	-2,207	-2,080	-2,089
股权投资	-2,299	0	0	0
其他长期资产变化	-752	14,820	452	452
融资活动现金流	-17,188	-760	215	-4,429
借款增加	-10,352	1,360	2,378	-2,039
股利及利息支付	-10,490	-757	-937	-1,082
股东融资	850	484	590	557
其他影响	2,804	-1,847	-1,816	-1,865

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。