

万华化学（600309.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2023年7月30日

评级：买入（维持）

市场价格：95.71元

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	12.2	18.5	14.7	12.4	10.5
PEG	0.1	1.3	1.7	1.3	0.9
P/B	4.4	3.9	3.1	2.5	2.0

备注：股价取自 2023/7/28

基本状况

总股本(百万股)	3,140
流通股本(百万股)	3,140
市价(元)	95.71
市值(百万元)	300,505
流通市值(百万元)	300,505

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件：7月27日，公司发布2023年半年度报告：**2023年上半年，公司实现营业收入876.26亿元，同比下降1.67%；实现归母净利润85.68亿元，同比下降17.48%；实现扣非归母净利润83.10亿元，同比下降18.30%。2023Q2单季，公司实现营业收入456.87亿元，同比下降3.48%，环比增长8.94%；实现归母净利润45.15亿元，同比下降9.86%，环比增长11.40%；实现扣非归母净利润43.22亿元，同比下降11.36%，环比增长8.35%。
- 点评：**
- 成本释压盈利修复，周期低位彰显韧性。**2023H1，公司聚氨酯/石化/新材料三大主营板块分别实现营收327.71/361.31/112.64亿元，同比-1.4%/-7.9%/+7.9%。Q2单季分别实现营收107.7/170.4/59.2亿元，同比-3.1%/-12.1%/+10.2%，环比+8.8%/-1.3%/+11.0%。**盈利能力方面**，受海外多国加息影响，全球经济存下行预期，大宗商品价格自去年年中高点持续性回落，成本端持续释压下，公司净利率已实现连续两个季度环比向上。2023H1，公司毛利率和净利率分别为16.42%和10.56%，同比分别下降2.03pct和1.55pct。2023Q2分别实现15.40%的毛利率和10.64%的净利率，同比-1.19pct和-0.48pct，环比-2.13pct和+0.18pct。**研发创新方面**，公司上半年累计研发费用支出17.91亿元，同比+17.1%。高端技术持续突破，福建TDI装置一次性开车成功，产品质量水平再上台阶；光学级MS树脂中试成功产出合格产品；水性树脂、改性尼龙12、膜材料等新材料解决方案持续完善。截至2023H1，公司在建工程总额约199.36亿元，同比+46.6%。随宁波、福建基地在建100万吨MDI产能、烟台大乙烯二期、蓬莱工业园区等石化项目以及众多新材料项目逐步达产放量，公司长期成长性可期。
- 全球聚氨酯龙头，政策催化下具备弹性。**2023H1，公司聚氨酯业务产销量分别为246万吨和235万吨，同比+14.4%和+13.5%。2023Q2分别实现产销量130万吨和124万吨，同比+14.0%和+10.7%，环比+12.1%和+11.7%。**规模优势构筑护城河：**（1）**MDI：**截至2022年底，公司具备MDI产能305万吨/年，在建宁波、福建基地规划总产能达百万吨。随纯苯等主要原料价格回落，2023年以来，MDI价差持续增扩。二季度纯MDI和聚合MDI的平均价差分别为12204和8684元/吨，环比Q1分别+4.0%和+3.4%。（2）**TDI：**截至2023H1，公司具有TDI名义产能95万吨/年（剔除烟台巨力8万吨停产产能）。增量方面，今年上半年累计新增约30万吨名义产能。具体看，4月完成对烟台巨力47.81%股权收购，剔除莱阳基地8万吨停产产能后，

预计新增名义产能15万吨；5月福建基地25万吨TDI产能达产，新旧产能置换后，累计增量达15万吨/年。此外，考虑到今年上半年欧洲巴斯夫、日本东曹先后关停30万吨、2.5万吨TDI产能，全球竞争格局持续优化下，坐稳全球聚氨酯龙头。随着下游房地产景气的修复，有望带动聚氨酯需求逐步回暖；另外，绿色家居理念普及下，聚合MDI需求增量同样值得期待。

- **石化盈利底部运行，增量兑现夯实优势。**2023H1，公司石化业务产销量分别为225万吨和684万吨，同比-1.3%和+12.1%。2023Q2分别实现产销量107万吨和367万吨，同比-2.7%和+18.4%，环比-9.3%和+15.8%。价格方面，根据Wind，2023H1，丙烯/环氧丙烷/MTBE/丙烯酸/新戊二醇/PVC（乙烯法）/环氧乙烷的市场均价分别为7006/9838/7167/6609/10156/6204/6597元/吨，同比-14.2%/-11.7%/-3.1%/-50.6%/-39.7%/-31.3%/-15.5%；2023Q2，各产品价格分别为6660/9750/7427/6014/9891/5956/6507元/吨，环比-9.6%/-1.8%/+7.7%/-16.8%/-5.2%/-7.8%/-2.8%。价差方面，2023H1，丙烯/环氧丙烷/MTBE/丙烯酸/新戊二醇/PVC的价差均值分别为1991/3720/316/1565/3471/3011元/吨，同比+9.8%/+27.8%/扭亏为盈/-79.1%/-30.7%/-33.8%；2023Q2，各产品价差分别为2199/3950/1071/1219/3246/2821元/吨，环比+23.8%/+13.4%/扭亏为盈/-36.6%/-12.3%/-12.1%。产能方面，截至2022年底，公司具备乙烯产能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，2022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2024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2024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。
- **国产替代进程加速，布局高端成长可期。**2023H1，公司精细化学品及新材料系列业务产销量分别为79万吨和74万吨，同比+71.7%和+68.2%。2023Q2分别实现产销量41万吨和39万吨，同比+78.3%和+69.6%，环比+7.9%和+11.4%。价格方面，根据Wind，2023H1，公司HDI/TPU（鞋材，山东）/聚碳酸酯（PC）/PMMA/MMA的产品均价分别为46517/15897/16838/14503/10928元/吨，同比-39.0%/-27.3%/-23.3%/-10.7%/-13.0%；2023Q2，HDI/TPU（鞋材，山东）/PC/PMMA/MMA的产品均价分别为38714/15510/15832/14595/11560元/吨，环比-28.8%/-4.8%/-11.3%/+1.3%/+12.3%。价差方面，2023H1，TPU/PC/PMMA的价差均值分别为4332/8157/3574元/吨，同比-42.9%/+19.2%/-3.1%；2023Q2，各产品价差均值分别为4137/7311/3036元/吨，环比-8.7%/-18.9%/-26.3%。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2021年9月和2022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2024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/年砜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，对标巴斯夫，迈向全球新材料巨头。
- **盈利预测与投资建议：**基于当下产品景气的判断，我们维持盈利预测，预计

2023-2025年公司归母净利润分别为204.56/241.51/285.32亿元，对应PE分别为14.7/12.4/10.5倍（对应2023/7/28收盘价），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；信息更新不及时等。

内容目录

一、万华化学：成本释压盈利修复，周期低位彰显韧性.....	- 6 -
二、聚氨酯：龙头优势不断夯实，需求回暖迎来弹性.....	- 9 -
三、石化：多项目增量放量在即，一体化布局前景可期.....	- 12 -
四、新材料：国产替代进程加速，全球巨头呼之欲出.....	- 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：公司关键数据总览.....	- 6 -
图表 2：2016-2023H1 公司收入和利润变化情况.....	- 6 -
图表 3：公司单季度收入和利润表现持续向好.....	- 6 -
图表 4：2016-2023H1 公司盈利能力变化情况.....	- 7 -
图表 5：公司已连续两个季度净利率环比向上.....	- 7 -
图表 6：2023H1 公司期间费用率为 4.83%，同比+0.92pct.....	- 7 -
图表 7：2023H1 公司合计研发支出 17.91 亿元，同比+17.1%.....	- 7 -
图表 8：公司营运能力持续提升.....	- 8 -
图表 9：公司在建工程总量充沛.....	- 8 -
图表 10：2023H1 公司资本开支约 199.36 亿元，同比+46.6%.....	- 8 -
图表 11：公司聚氨酯产品价格数据.....	- 10 -
图表 12：2017 年以来纯 MDI 价格价差走势.....	- 10 -
图表 13：2017 年以来聚合 MDI 价格价差走势.....	- 10 -
图表 14：纯 MDI 市场挂牌价.....	- 10 -
图表 15：聚合 MDI 挂牌价.....	- 10 -
图表 16：纯 MDI 出口量变化.....	- 11 -
图表 17：聚合 MDI 出口量变化.....	- 11 -
图表 18：Brent 油价及纯苯价格走势.....	- 11 -
图表 19：2017 年以来 TDI 价格价差走势.....	- 11 -
图表 20：2017 年以来硬泡聚醚价格价差走势.....	- 11 -
图表 21：2017 年以来软泡聚醚价格价差走势.....	- 11 -
图表 22：公司石化产品价格数据.....	- 13 -
图表 23：2017 年至今丙烯价格价差走势.....	- 13 -
图表 24：2017 年至今环氧丙烷价格价差走势.....	- 13 -

图表 25: 2017 年至今 MTBE 价格价差走势	- 13 -
图表 26: 2017 年至今丙烯酸价格价差走势	- 13 -
图表 27: 2019 年至今新戊二醇价格价差走势	- 14 -
图表 28: 2017 年至今 PVC (乙烯法) 价格价差走势	- 14 -
图表 29: 公司新材料产品价格数据	- 15 -
图表 30: 2021 年以来聚碳酸酯价格价差走势	- 16 -
图表 31: 2021 年以来 TPU 价格价差走势	- 16 -
图表 32: 盈利预测	- 17 -

一、万华化学：成本释压盈利修复，周期低位彰显韧性

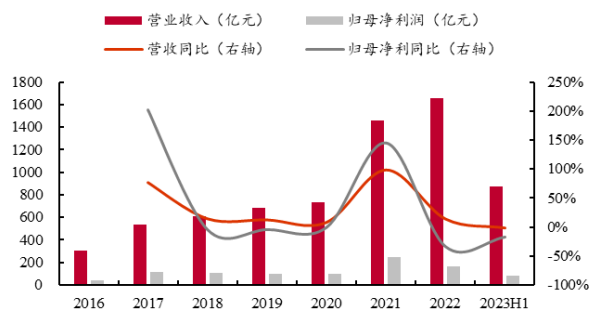
- 2023年上半年，公司实现营业收入876.26亿元，同比下降1.67%；实现归母净利润85.68亿元，同比下降17.48%；实现扣非归母净利润83.10亿元，同比下降18.30%。2023Q2单季，公司实现营业收入456.87亿元，同比下降3.48%，环比增长8.94%；实现归母净利润45.15亿元，同比下降9.86%，环比增长11.40%；实现扣非归母净利润43.22亿元，同比下降11.36%，环比增长8.35%。我们认为，公司业绩连续两季度环比回升的主要原因在于：(1) 石化板块扭亏为盈：受海外通胀、地缘政治动荡等影响，国际原油价格较去年高点下行明显，成本端压力逐步释放；(2) 聚氨酯规模优势增扩：4月，公司出资17.85亿元收购烟台巨力47.81%股权，新增名义产能15万吨（剔除莱阳基地8万吨停产产能）；5月，公司福建基地25万吨/年TDI新产能投产（关停原本10万吨老产能），当前TDI名义总产能达95万吨/年，跃居全球行业之首。

图表 1：公司关键数据总览

	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2023Q1	2022Q2	同比	环比
营业收入 (亿元)	876.26	891.19	-1.67%	456.87	419.39	473.34	-3.48%	8.94%
毛利润 (亿元)	143.88	164.41	-12.49%	70.36	73.52	78.53	-10.41%	-4.30%
归母净利润 (亿元)	85.68	103.83	-17.48%	45.15	40.53	50.09	-9.86%	11.40%
扣非净利润 (亿元)	83.10	101.72	-18.30%	43.22	39.89	48.75	-11.36%	8.35%
毛利率 (%)	16.42	18.45	-2.03pct	15.40	17.53	16.59	-1.19pct	-2.13pct
净利率 (%)	10.56	12.11	-1.55pct	10.64	10.46	11.13	-0.48pct	0.18pct
ROE (%)	10.58	14.68	-4.1pct	5.58	5.14	6.93	-1.35pct	0.44pct

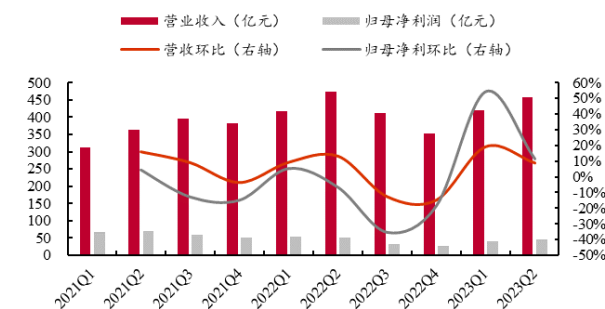
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：2016-2023H1 公司收入和利润变化情况



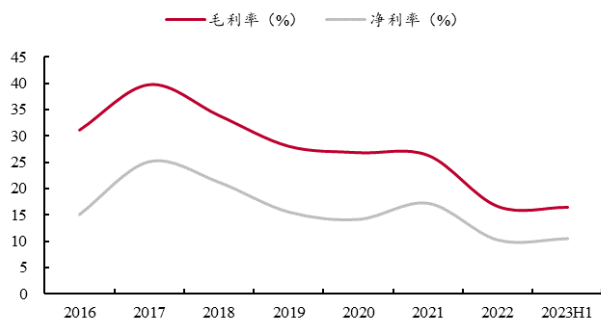
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：公司单季度收入和利润表现持续向好

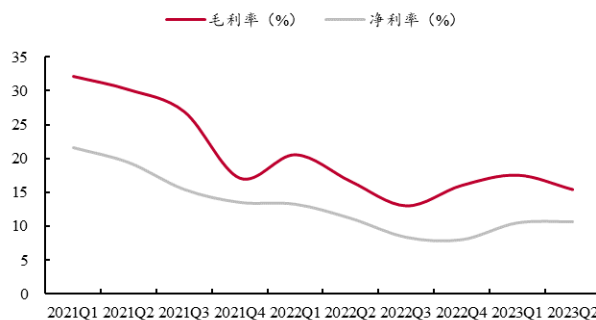


来源：Wind，中泰证券研究所

- **成本释压彰显韧性，盈利环比持续修复。**受海外多国加息影响，全球经济存下行预期，大宗商品价格自去年年中高点持续性回落。根据Wind，2023H1，Brent油价和国内动力煤市场均价分别为80.07美元/桶和1043.76元/吨，相较去年同比-23.04%、-9.28%。成本端压力逐步释放下，公司主营产品价差修复明显，带动盈利能力环比持续修复。今年上半年，公司毛利率和净利率分别为16.42%和10.56%，同比下降2.03pct和下降1.55pct。2023Q2分别实现15.40%的毛利率和10.64%的净利率，同比-1.19pct和-0.48pct，环比-2.13pct和+0.18pct，连续两个季度实现净利率环比向上。

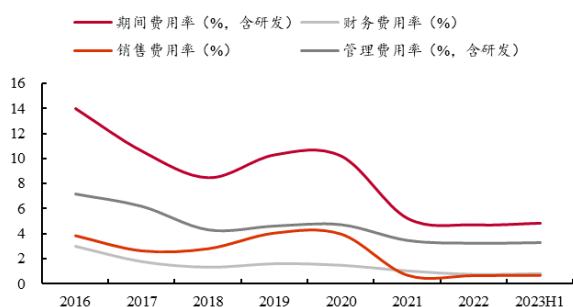
图表 4: 2016-2023H1 公司盈利能力变化情况


来源: Wind, 中泰证券研究所

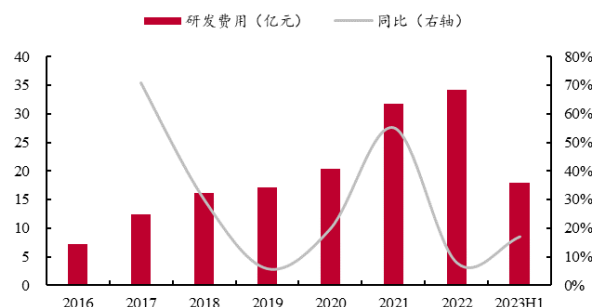
图表 5: 公司已连续两个季度净利率环比向上


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 成本控制能力突出，期间费用维持低位。**今年上半年，公司围绕“项目年”管理主题，一方面严控投资成本支出；另一方面，持续推进项目工艺以及园区和公用工程优化。**2023H1**，公司期间费用率合计为**4.83%**，同比上涨**0.92pct**。分季度看，今年二季度公司期间费用率为**4.34%**，环比一季度下降**1.03pct**。其中，二季度销售费用率为**0.69%**，同比下降**0.07pct**；管理费用（含研发费用，可比口径）率为**3.31%**，同比上涨**0.02pct**；财务费用率为**0.33%**，同比下降**0.98pct**。
- 技术提升创新引领，科研攻关不断突破。**公司坚持创新导向，TDI产品质量水平实现再提升，现已达到行业领先水平。自研技术加速成果转化：福建TDI装置一次性开车成功，光学级MS树脂中试成功产出合格产品，水性树脂、改性尼龙12、膜材料等解决方案不断完善。科技成果方面，今年上半年，公司共申请国内外发明专利**363**件，新获发明专利授权**473**件。研发支出方面，**2023H1**，公司累计研发费用支出**17.91**亿元，同比增长**17.1%**。

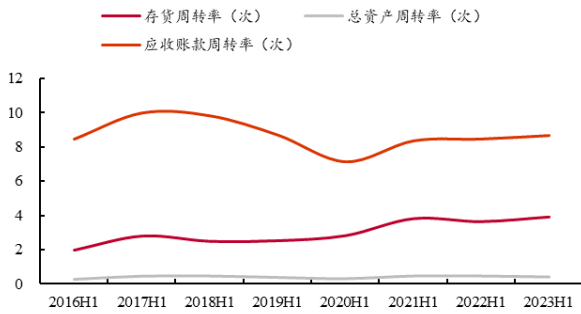
图表 6: 2023H1 公司期间费用率为 4.83%，同比 +0.92pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

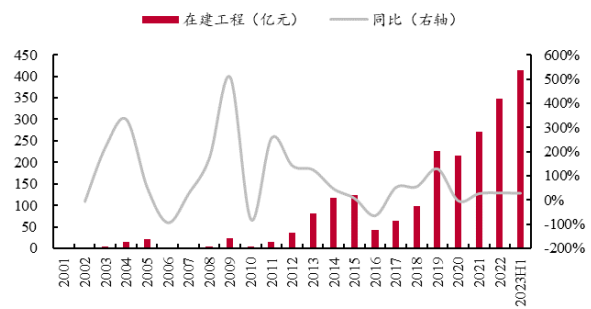
图表 7: 2023H1 公司合计研发支出 17.91 亿元，同比 +17.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 营运能力表现良好，增量兑现成长可期。**营运能力方面，从存货周转率上看，公司今年上半年存货周转率约**3.92**次，同比提升**0.27**次；从总资产周转率上看，**2023H1**，公司总资产周转率达**0.39**次，较**2022**年同期小幅下降**0.06**次。从应收账款周转率上看，**2023H1**，公司应收账款周转率为**8.67**次，同比增加**0.21**次。在建工程方面，今年上半年，公司在建工程总额约**414.42**亿元，同比**+27.4%**。

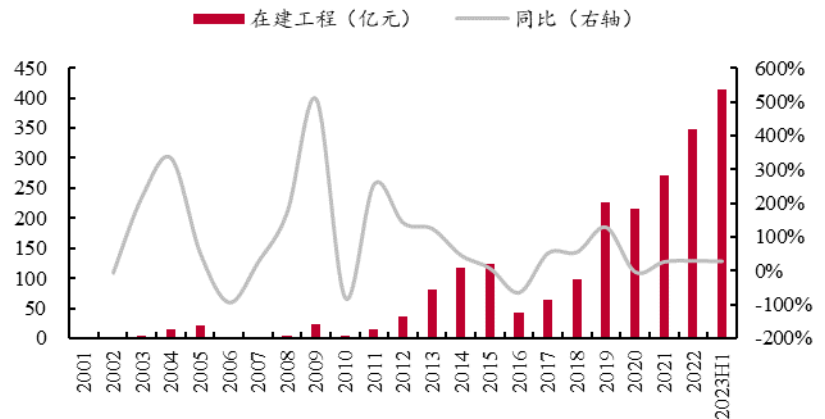
图表 8: 公司营运能力持续提升


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 公司在建工程总量充沛


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 资本开支维持高位, 长期价值投资凸显。**公司自上市以来, 始终维持较高的资本开支, 2020-2022 年连续三年超过 200 亿元。今年上半年, 公司合计资本开支达 199.36 亿元, 同比提升 46.6%。随宁波、福建基地在建 100 万吨 MDI 产能、烟台大乙烯二期、蓬莱工业园区项目以及众多新材料在建产能逐步达产放量, 公司长期成长性可期。

图表 10: 2023H1 公司资本开支约 199.36 亿元, 同比+46.6%


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

二、聚氨酯：龙头优势不断夯实，需求回暖迎来弹性

- 根据公告，公司2023年上半年聚氨酯板块实现营收327.71亿元，同比下降1.4%；2023Q2实现营收170.7亿元，同比下降3.1%、环比增长8.8%。生产经营方面，今年上半年，公司聚氨酯业务产销量分别为246万吨和235万吨，同比增长14.4%和13.5%。2023年二季度分别实现产销量130万吨和124万吨，同比增长14.0%和10.7%，环比增长12.1%和11.7%。
- **全球聚氨酯绝对龙头，规模优势构筑护城河。**（1）**MDI**：根据公告，截至2022年底，公司具备MDI产能305万吨/年，其中烟台、宁波、福建、匈牙利基地分别具备年产能110、120、40、35万吨。在建产能方面，2023年2月，福建基地80万吨技改扩能项目（新增产能40万吨/年）发布环评一次公示。此外，公司另有宁波基地60万吨MDI在建产能有望于今年年底起陆续贡献增量。（2）**TDI**：截至2023H1，公司具备TDI名义产能95万吨/年（剔除烟台巨力8万吨停产产能）。增量方面，今年上半年累计新增约30万吨名义产能。具体看，4月完成对烟台巨力47.81%股权收购，剔除莱阳基地8万吨停产产能后，预计新增名义产能15万吨；5月福建基地25万吨TDI产能达产，新旧产能置换后，累计增量达15万吨/年。此外，考虑到今年上半年欧洲巴斯夫、日本东曹先后关停30万吨、2.5万吨TDI产能，全球竞争格局持续优化下，公司规模优势持续强化。（3）**聚醚**：根据公司公告，截至2022年底，公司具备聚醚产能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2022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2024年6月起陆续投产。
- **年初至今，国内MDI价差持续增扩。**价格方面，根据Wind，2023Q2，国内纯MDI和聚合MDI市场均价分别为18901和15381元/吨，环比一季度分别+0.1%和-1.1%。截至7月28日，纯MDI和聚合MDI的市场价分别为19900和16400元/吨，较今年年初分别+14.7%和15.5%。价差方面，随纯苯等主要原料价格走低，今年以来，MDI价差持续增扩。2023年二季度，国内市场纯MDI和聚合MDI的平均价差分别为12204和8684元/吨，环比一季度分别+4.0%和+3.4%。截至7月28日，纯MDI和聚合MDI的产品价差分别为13226和9726元/吨，较年初相比分别+25.8%和+32.1%。
- **年初以来挂牌价上调，地产修复下利好需求。**根据公告，公司最新7月聚合MDI挂牌价为18800元/吨（环比上月持平，较年初上调2000元/吨）；纯MDI挂牌价23300元/吨（环比上月持平，较年初上调2800元/吨）。供给方面，根据百川盈孚，2023年6月国内MDI工厂开工率为54.19%，同比-18.68pct，环比-13.81pct。今年上半年，国内MDI总产量约138.19万吨，同比+5.81%；需求方面，白色家电作为聚合MDI下游最主要的消费来源，根据产业在线，今年上半年国内冰箱冷柜累计排产量约5781万台，同比+4.3%。随着下游房地产景气的修复，有望带动聚氨酯需求逐步回暖；出口方面，根据海关总署，今年上半年，国内纯MDI和聚合MDI累计出口6.10万吨和60.71万吨，同比-6.7%和+9.2%。
- **人造板“无醛化”发展，打造MDI需求新增量。**不同于其他木材胶，以聚合MDI制成的木材胶一方面不含甲醛成分，同时兼具很高的胶合强度，

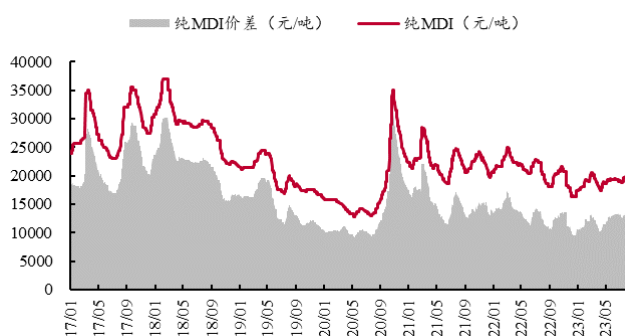
可有效提升无醛人造板板材内的结合强度和静曲强度。2022年6月，广西林业集团旗下崇左广林迪芬新材料科技有限公司年产21万 m^3 全自动连续平压无醛（MDI）胶合板、LVL生产线首板成功下线，该生产线施胶工段采用公司研发的单组分无醛喷涂胶合板工艺技术及装备，是世界首条全自动连续平压无醛添加胶合板/单板层积材生产线，成功开启无醛胶合板自动化生产新篇章。近日，商务部、住房城乡建设部等13部门印发《关于促进家具消费若干措施的通知》，释放支持家具企业开展绿色制造等多项利好性信号。政策催化下，MDI有望打开新需求增量。

图表 11: 公司聚氨酯产品价格数据

产品	单位	最新价格	价格分位（17年起）	2023H1	2022H1	同比	2023Q1	2023Q2	环比
纯MDI	元/吨	19900	29%	18894	22096	-14.5%	18887	18901	0.1%
纯MDI价差	元/吨	13226	19%	11968	13980	-14.4%	11729	12204	4.0%
聚合MDI	元/吨	16400	18%	15470	19109	-19.0%	15560	15381	-1.1%
聚合MDI价差	元/吨	9726	13%	8544	10993	-22.3%	8402	8684	3.4%
TDI	元/吨	17800	41%	18583	17993	3.3%	19092	18079	-5.3%
TDI价差	元/吨	11365	30%	12073	10557	14.4%	12474	11676	-6.4%

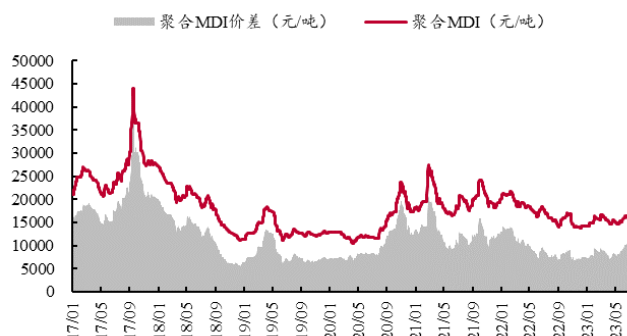
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2017 年以来纯 MDI 价格价差走势



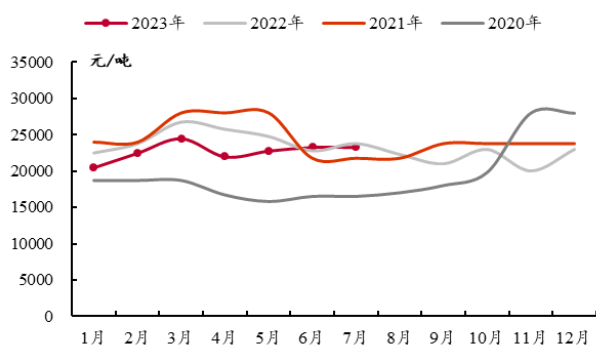
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 2017 年以来聚合 MDI 价格价差走势



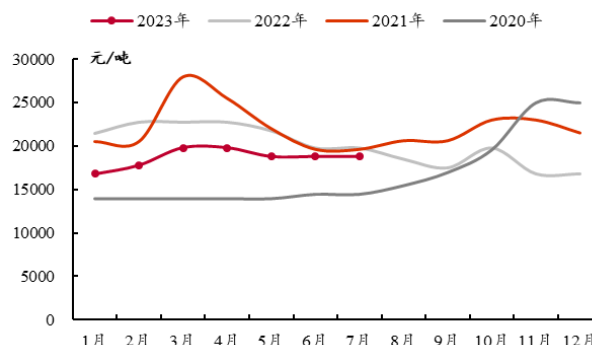
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 纯 MDI 市场挂牌价

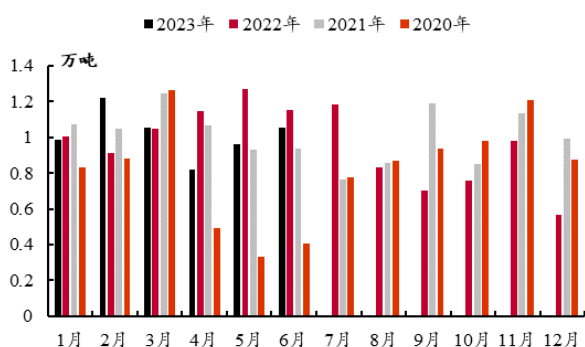


来源: Wind, 中泰证券研究所

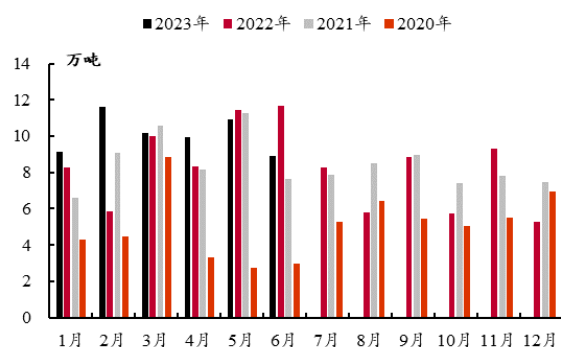
图表 15: 聚合 MDI 挂牌价



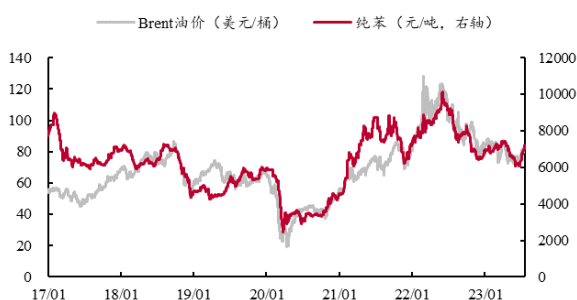
来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 自 2021 年 11 月起, 聚合 MDI 直销和分销市场不再单独报价

图表 16: 纯 MDI 出口量变化


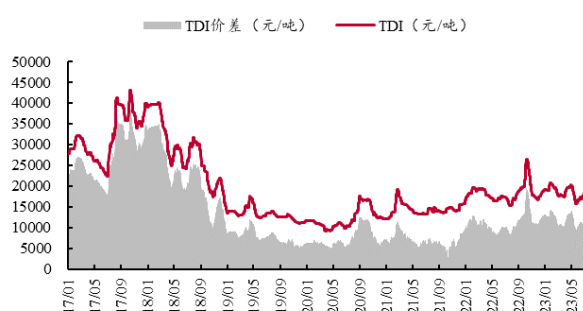
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 聚合 MDI 出口量变化


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: Brent 油价及纯苯价格走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 2017 年以来 TDI 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 2017 年以来硬泡聚醚价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 2017 年以来软泡聚醚价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

三、石化：多项目增量放量在即，一体化布局前景可期

- 根据公告，公司2023年上半年石化板块实现营收361.31亿元，同比下降7.9%；2023Q2实现营收179.45亿元，同比下降12.1%、环比下降1.3%。生产经营方面，今年上半年，公司石化业务产销量分别为225万吨和684万吨，同比下降1.3%和增长12.1%。2023年二季度分别实现产销量107万吨和367万吨，同比下降2.7%和增长18.4%，环比下降9.3%和增长15.8%。
- **石化需求不及预期，盈利能力有所承压。**今年上半年，全球油气价格高位回落。根据Wind，油价方面，上半年Brent均价约80.07美元/桶，同比-23.0%；气价方面，Henry Hub上半年均价约2.55美元/百万英热，相较2022H1同比大幅下降57.7%。价格方面，根据Wind，2023H1，丙烯/环氧丙烷/MTBE/丙烯酸/新戊二醇/PVC（乙烯法）/环氧乙烷的市场均价分别为7006/9838/7167/6609/10156/6204/6597元/吨，同比-14.2%/-11.7%/-3.1%/-50.6%/-39.7%/-31.7%/-15.5%；2023Q2，各产品价格分别为6660/9750/7427/6014/9891/5956/6507元/吨，环比-9.6%/-1.8%/+7.7%/-16.8%/-5.2%/-7.8%/-2.8%。价差方面，2023H1，丙烯/环氧丙烷/MTBE/丙烯酸/新戊二醇/PVC的价差均值分别为1991/3720/316/1565/3471/3011元/吨，同比+9.8%/+27.8%/扭亏为盈/-79.1%/-30.7%/-33.8%；2023Q2，各产品价差分别为2199/3950/1071/1219/3246/2821元/吨，环比+23.8%/+13.4%/扭亏为盈/-36.6%/-12.3%/-12.1%。
- **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。**2020年11月，公司烟台大乙烯一期全部一次开车成功，截至2022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，2022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2024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2024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

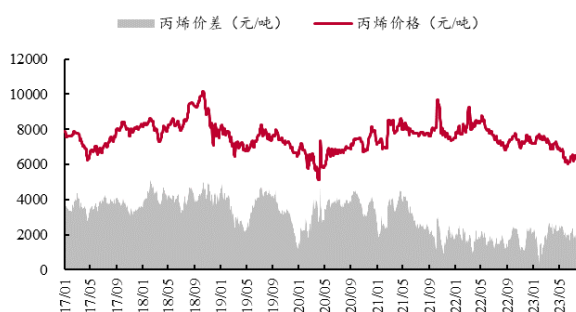
目用于 PVC 产品的生产，提高副产利用价值，确保聚氨酯传统主业的生产稳定性。石化-新材料协同方面，精丙烯酸可用于 MMA/PMMA、PP 等产品的生产，通过横向耦合式串联，为精细化学品与新材料业务提供可靠的原料供应，减少外购成本消耗。横向一体化布局下，公司各产品相互依存，在充分发挥石化板块承上启下关键作用的同时合理化控制风险，进而有效提升企业的管理能力，确保生产经营的稳定性。

图表 22: 公司石化产品价格数据

产品	单位	最新价格	价格分位 (19年起)	2023H1	2022H1	同比	2023Q1	2023Q2	环比
丙烯	元/吨	6625	33%	7006	8170	-14.2%	7364	6660	-9.6%
丙烯价差	元/吨	1595	30%	1991	1814	9.8%	1776	2199	23.8%
环氧丙烷	元/吨	9200	18%	9838	11146	-11.7%	9928	9750	-1.8%
环氧丙烷价差	元/吨	3457	18%	3720	2911	27.8%	3482	3950	13.4%
MTBE	元/吨	7450	77%	7167	7399	-3.1%	6898	7427	7.7%
MTBE价差	元/吨	1836	85%	316	-36	扭亏	-464	1071	扭亏
丙烯酸	元/吨	5900	4%	6609	13386	+50.6%	7225	6014	-16.8%
丙烯酸价差	元/吨	1130	2%	1565	7503	-79.1%	1923	1219	-36.6%
新戊二醇	元/吨	9050	12%	10156	16848	-39.7%	10430	9891	-5.1%
新戊二醇价差	元/吨	2501	6%	3471	5012	-30.7%	3703	3246	-12.3%
PVC	元/吨	6130	7%	6204	9035	-31.3%	6461	5956	-7.8%
PVC价差	元/吨	3215	9%	3011	4552	-33.8%	3208	2821	-12.4%
环氧乙烷	元/吨	6000	5%	6597	7806	-15.5%	6691	6507	-2.8%

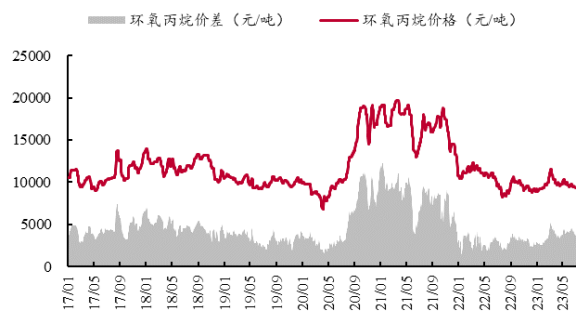
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2017 年至今丙烯价格价差走势



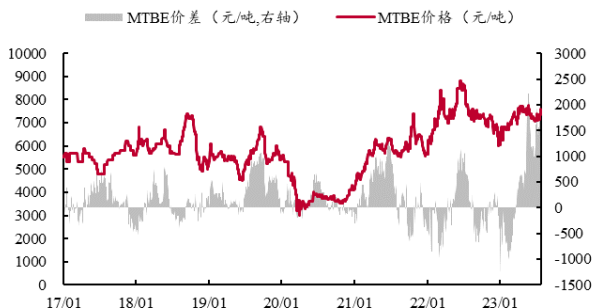
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 2017 年至今环氧丙烷价格价差走势



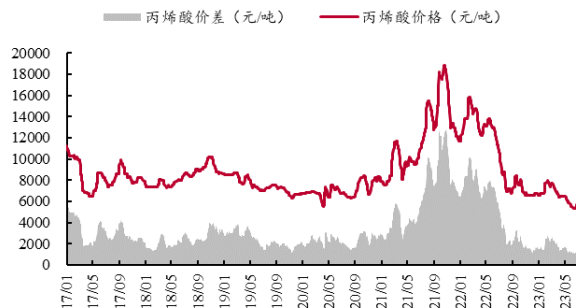
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 2017 年至今 MTBE 价格价差走势



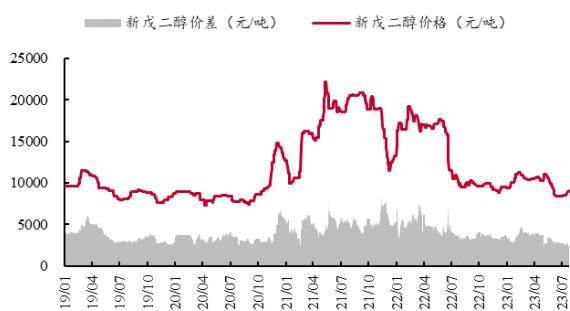
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 2017 年至今丙烯酸价格价差走势



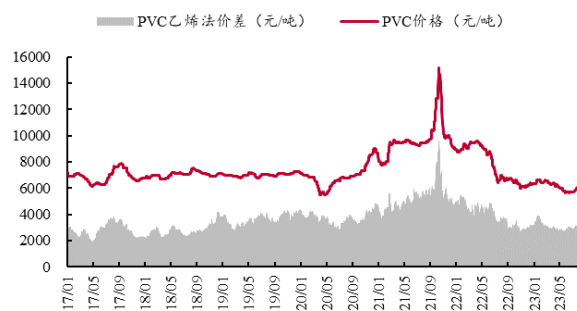
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 2019 年至今新戊二醇价格价差走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 28: 2017 年至今 PVC (乙烯法) 价格价差走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

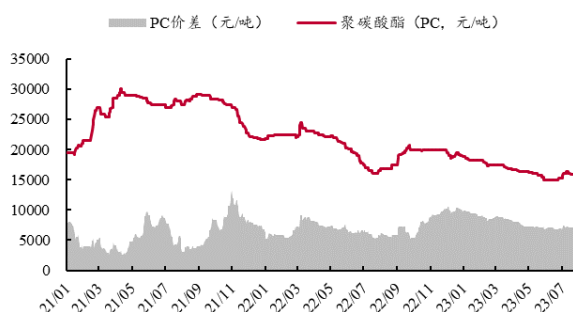
四、新材料：国产替代进程加速，全球巨头呼之欲出

- 根据公告，公司2023年上半年精细化学品及新材料系列实现营收112.64亿元，同比增长7.9%；2023Q2实现营收59.24亿元，同比增长10.2%、环比增长11.0%。生产经营方面，今年上半年，公司精细化学品及新材料系列业务的产销量分别为79万吨和74万吨，同比增长71.7%和68.2%。2023年二季度分别实现产销量41万吨和39万吨，同比增长78.3%和69.6%，环比增长7.9%和11.4%。
- 产品价差涨跌互现，工艺优化技术突破。价格方面，根据Wind，2023H1，公司HDI/TPU（鞋材，山东）/聚碳酸酯（PC）/PMMA/MMA的产品均价分别为46517/15897/16838/14503/10928元/吨，同比-39.0%/-27.3%/-23.3%/-10.7%/-13.0%；2023Q2，HDI/TPU（鞋材，山东）/PC/PMMA/MMA的产品均价分别为38714/15510/15832/14595/11560元/吨，环比-28.8%/-4.8%/-11.3%/+1.3%/+12.3%。价差方面，2023H1，TPU/PC/PMMA的价差均值分别为4332/8157/3574元/吨，同比-42.9%/+19.2%/-3.1%；2023Q2，各产品价差均值分别为4137/7311/3036元/吨，环比-8.7%/-18.9%/-26.3%。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。
- 多点开花蓄势而上，高端项目陆续上马。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2021年9月和2022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2024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，对标巴斯夫，迈向全球新材料巨头。

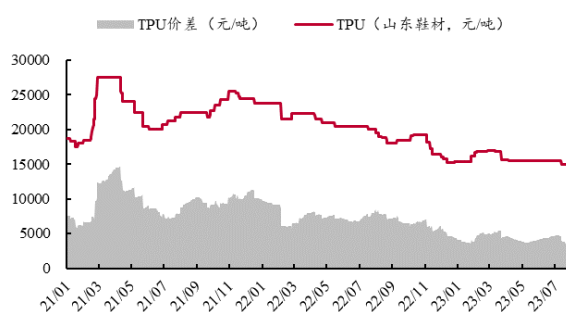
图表 29：公司新材料产品价格数据

	产品	单位	最新价格	价格分位（21年起）	2023H1	2022H1	同比	2023Q1	2023Q2	环比
新材料	HDI	元/吨	35000	0.0%	46517	76204	-39.0%	54406	38714	-28.8%
	TPU（鞋材，山东）	元/吨	15000	0.0%	15897	21866	-27.3%	16288	15510	-4.8%
	TPU价差	元/吨	3408	0.0%	4332	7589	-42.9%	4530	4137	-8.7%
	聚碳酸酯（PC）	元/吨	15900	7%	16838	21939	-23.3%	17856	15832	-11.3%
	PC价差	元/吨	6360	36%	8157	6843	19.2%	9013	7311	-18.9%
	PMMA	元/吨	14633	16%	14503	16246	-10.7%	14409	14595	1.3%
	MMA	元/吨	11500	24%	10928	12556	-13.0%	10290	11560	12.3%
	PMMA价差	元/吨	3133	52%	3574	3691	-3.1%	4119	3036	-26.3%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 30: 2021 年以来聚碳酸酯价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 31: 2021 年以来 TPU 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

五、投资建议: 维持“买入”评级

- 公司是国内化工龙头公司, 始终坚持以科技创新为第一核心竞争力, 持续优化产业结构, 业务涵盖聚氨酯、石化、精细化学品及新材料产业集群; 致力于为全球客户提供更具竞争力的产品及综合解决方案, 引领行业发展方向, 随在建项目逐步落地, 长期成长性可期, 我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 204.56/241.51/285.32 亿元, 对应 PE 分别为 14.7/12.4/10.5 倍(对应 2023/7/28 收盘价), 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;
- 信息更新不及时等。

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。