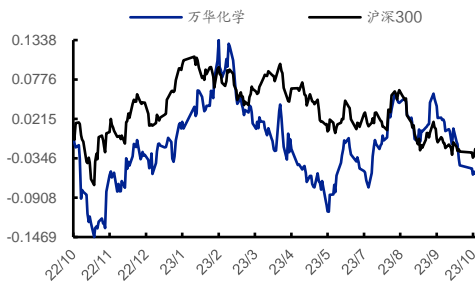


研究所  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 汤永俊 S0350523080004  
 tangyj03@ghzq.com.cn

## 多项目环评公示, 下游冰箱、汽车产量同比提升 ——万华化学(600309) 2023年9月月报

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	-7.5%	-4.0%	-5.7%
沪深300	-1.5%	-3.7%	-2.2%

### 市场数据

当前价格(元)	87.21
52周价格区间(元)	77.95-108.00
总市值(百万)	273,817.30
流通市值(百万)	273,817.30
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	845.22
近一月换手(%)	0.24

### 相关报告

《万华化学(600309) 2023年8月月报: MDI景气修复, 福建TDI扩建项目环评公示(买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-09-21  
 《万华化学(600309) 2023年7月月报: 二季度业绩持续改善, 高端α烯烃项目环评公示(买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-08-08  
 《万华化学(600309) 2023年中报点评: 二季度业绩环比改善, 多项目推进驱动成长(买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-07-28  
 《万华化学(600309) 2023年6月月报: 下游汽车、冰箱产量同比提升, 石化业务价差逐步修复

### 投资要点:

化工行业未来的竞争优势在于“工程师红利”, 万华化学是国内少有的以技术创新驱动公司发展的典型。公司以优良文化为基础, 通过技术创新和卓越运营打造出高技术和低成本两大护城河。万华化学正以周期成长股的步伐向全球化工巨头之列进军。

短期看, 影响万华化学基本面的是产品的景气度, 从表征指标来看, 价差是影响短期利润最核心的因素。万华化学的产品体系日益庞大, 为更好地表示公司景气的程度, 我们将万华化学的产品体系作为一个整体, 按照现有的产品体系, 对营收和原材料的差值建模, 在现有产品体系下追溯历史上营收和原材料的价差, 将价差定义为万华化学价差指数, 以此来判断公司的景气位置。长远看, 影响万华化学基本面的是未来的成长, 能够证明公司具有持续进化能力的里程碑式的产品至关重要。万华化学在MDI赛道上已经证明了自己, 公司未来可能落地的项目就是公司未来发力的方向, 就是公司持续进化的空间。

#### ■ 万华化学价差指数处于历史17.73%分位数

截至2023年9月30日, 2023年Q3万华化学价差指数为80.45, 较2023年Q2上升1.63个百分点(以2010年Q1价差为基点), 处于历史17.73%分位数。

其中, 2023年Q3万华化学聚氨酯板块价差指数为100.93, 较2023年Q2上升4.51; 处于历史24.24%分位数。2023年Q3万华化学石化板块价差指数为70.42, 较2023年Q2上升0.25; 处于历史16.98%分位数。2023年Q3万华化学新材料板块价差指数为35.82, 较2023年Q2下滑4.69; 处于历史7.30%分位数。

#### ■ 重点项目进展

2023年9月12日, 公司官网对万华化学(福建)TDI二期扩建33万吨/年项目环评进行一次公示, 公司拟在福建工业园建设年产33万吨TDI的工艺装置(硝化、氢化、光化)、辅助装置及公用工程装置, 生产的主要产品为TDI 33万吨/年, 副产品为OTDA 0.19万吨/年、焦油颗粒2.2万吨/年、干氯化氢27.2万吨/年、盐酸8.4万吨/年、MTDA 2万吨/年。

2023年9月13日, 公司官网对万华化学年产25万吨聚氨酯树脂扩能项

(买入)\*化学制品\*李永磊,董伯骏》——2023-07-15

《万华化学(600309)2023年5月月报:MDI价差逐步修复,福建TDI项目投产(买入)\*化学制品

\*李永磊,董伯骏》——2023-06-11

目环评进行征求意见稿公示,公司拟在烟台工业园现有生产装置及车间的基础上进行改扩建,使聚氨酯树脂产能为25万吨/年,同时对现有装卸车站、罐区、仓库等进行改造,部分环保设施和公辅工程依托万华现有厂区。

2023年9月27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拟作出审批意见公示,公司拟在烟台蓬莱工业园建设年产5万吨电子级碳酸乙烯酯及1万吨工业级碳酸乙烯酯单元、年产10.5万吨碳酸丙烯酯单元、年产8万吨碳酸二甲酯单元、年产6万吨电子级碳酸甲乙酯及2万吨电子级碳酸二乙酯、年产9万吨液体二氧化碳单元和罐区等配套公用工程及辅助设施。

2023年9月28日,公司官网对万华化学催化剂制备三期改扩建工程项目环评进行征求意见稿公示,公司拟在烟台工业园对现有WHC-2单元进行改扩建,新增50吨/年WHA产品、400吨/年WHC-B产品和100吨/年WHC-C产品以及配套建设相关公辅设施,其余依托万华化学现有厂区。

2023年10月7日,烟台市生态环境局对万华化学1万吨/年亲水性PU预聚体项目环评进行受理公示,公司拟在烟台工业园新建1万吨/年亲水性PU预聚体装置,相关供热、供水、供气等公用工程及环保工程均依托万华已有设施。

2023年10月9日,烟台市生态环境局对万华化学500吨年异丙醇胺(IPAM)工业化试验项目环评进行受理公示,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10月9日,烟台市生态环境局对万华化学HDI及加合物扩能项目环评进行受理公示,公司拟在烟台工业园对原有HDI及加合物装置进行改造,公辅工程依托现有工程。

2023年10月11日,公司官网对万华化学年产1万吨M醇项目环评进行征求意见稿公示,公司拟在烟台工业园新建MOL装置,同时对现有M醇装置进行改造,从而实现年产1万吨M醇。公辅设施依托万华现有工程。

据我们不完全统计,按照2023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354亿元,2022-2024年新项目将新增年营收累计864亿元,全部项目均投产后将新增年营收累计1791亿元。

## ■ MDI 价格价差

2023年9月,聚合MDI均价16790元/吨,同比+6.78%,环比-3.65%;纯MDI均价22045元/吨,同比+14.94%,环比-1.31%。2023年9月30日,聚合MDI价格16200元/吨,纯MDI价格21400元/吨。2023年9月,聚合MDI与煤炭、纯苯平均价差10336元/吨,同比+7.79%,环比-8.79%;纯MDI平均价差15591元/吨,同比+19.51%,环比-4.03%。

2023年9月30日，聚合MDI与煤炭、纯苯价差9848元/吨，纯MDI价差15048元/吨。

### ■ 下游冰箱、汽车产量同比提升，房地产新开工同比下滑

2023年1-8月，国内家用电冰箱产量6511万台，同比+17.40%；出口量4381万台，同比+8.33%。其中，2023年8月，国内家用电冰箱产量838万台，同比+20.80%，环比-1.32%；出口量607万台，同比+35.19%，环比+0.66%。2023年1-8月，国内冷柜产量2418万台，同比+0.17%。其中，2023年8月，国内冷柜产量312万台，同比+9.59%，环比+0.22%。

2023年8月，国内汽车产量257.5万辆，同比+7.50%，环比+7.24%；国内汽车销量258.2万辆，同比+8.35%，环比+8.19%。

2023年1-8月，房屋新开工面积6.39亿平方米，同比-24.40%。2023年1-8月，房屋累计施工面积80.64亿平方米，同比-7.10%。

### ■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差，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184.56、268.77、357.94亿元，对应PE分别15、10、8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	167832	209587	272546
增长率(%)	14	1	25	30
归母净利润(百万元)	16234	18456	26877	35794
增长率(%)	-34	14	46	33
摊薄每股收益(元)	5.17	5.88	8.56	11.40
ROE(%)	21	19	22	23
P/E	17.92	14.84	10.19	7.65
P/B	3.79	2.87	2.24	1.73
P/S	1.76	1.63	1.31	1.00
EV/EBITDA	11.39	9.70	6.96	5.32

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 .....	18
5.1、 MDI .....	18
5.1.1、 MDI 及主要原材料价格 .....	18
5.1.2、 MDI 供需情况 .....	20
5.1.3、 MDI 下游需求情况 .....	22
5.2、 TDI .....	25
5.2.1、 TDI 及主要原材料价格 .....	26
5.2.2、 TDI 供需情况 .....	26
5.3、 聚醚价格及供需情况 .....	27
6、 石化板块 .....	29
7、 新材料板块 .....	31
8、 盈利预测与评级 .....	33
9、 风险提示 .....	33

## 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 17.73%分位 (截至 2023.9.30)	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 24.24%分位	18
图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 24.81%分位	18
图 9: 万华化学 MDI 挂牌价	18
图 10: MDI 出口价格	18
图 11: 中国与欧洲 MDI 价格	19
图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差	19
图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差	19
图 14: 纯 MDI 和纯苯价差	19
图 15: 煤炭价格	19
图 16: MDI 周度开工负荷	20
图 17: MDI 月度表观消费量	20
图 18: MDI 月度产量	20
图 19: 聚合 MDI 月度出口量	20
图 20: 聚合 MDI 月度进口量	20
图 21: 纯 MDI 月度出口量	21
图 22: 纯 MDI 月度进口量	21
图 23: 聚合 MDI 周度库存	21
图 24: 纯 MDI 月度库存	21
图 25: 冰箱月度产量	22
图 26: 冰箱出口数量	22
图 27: 冰柜产量	23
图 28: 冰柜销量	23
图 29: 冰柜出口数量	23
图 30: 冰柜内销量	23
图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)	23
图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)	23
图 33: 国内汽车产量	24
图 34: 国内汽车销量	24
图 35: 国内汽车出口数量	24
图 36: 国内商用车销量	24
图 37: 国内货车销量	24
图 38: 国内氨纶产量	24
图 39: 美国成屋销售量	25
图 40: 美国新建住房销量及新建私人住宅量	25
图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 20.41%分位	25
图 42: 万华化学 TDI 周度挂牌价	26
图 43: TDI 和甲苯价差	26
图 44: TDI 月度表观消费量	26

图 45: TDI 月度产量	26
图 46: TDI 月度进口量	26
图 47: TDI 月度出口量	26
图 48: TDI 周度开工负荷	27
图 49: 软泡聚醚价格及价差	27
图 50: 硬泡聚醚价格及价差	28
图 51: 聚醚多元醇月度产量	28
图 52: 聚醚多元醇月度表观消费量	28
图 53: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 16.98%分位	29
图 54: 乙烯-丙烷价差	29
图 55: 乙烯-石脑油价差	29
图 56: 丙烯-丙烷价差	29
图 57: 丙烯-石脑油价差	29
图 58: LLDPE 价格	30
图 59: 苯乙烯价格价差	30
图 60: PVC 价格价差	30
图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差	30
图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差	30
图 63: MTBE 价格	30
图 64: 万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 7.30%分位	31
图 65: HDI 市场价	31
图 66: IPDI 市场价	31
图 67: PC-0.9*双酚 A 价差	32
图 68: SAP 市场价	32
图 69: MMA 市场价	32
图 70: PMMA 市场价	32
图 71: TPU 价格	32
图 72: 三元正极材料价格	32
表 1: 万华化学 9 月重点公告	7
表 2: 万华化学 2023 年 9 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 (9-10) 新项目环评情况	17
表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)	20
表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)	21
表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)	21
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2023 年 9 月)	22
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2023 年 9 月)	27

## 1、本月行情

截至 2023 年 9 月 30 日，万华化学收盘价为 88.32 元，本月涨跌幅为-5.79%，基础化工指数涨跌幅为-2.32%，沪深 300 指数涨跌幅为-2.01%。

图 1：万华化学股价（元）



资料来源：wind，国海证券研究所

## 2、本月重要公告

表 1：万华化学 9 月重点公告

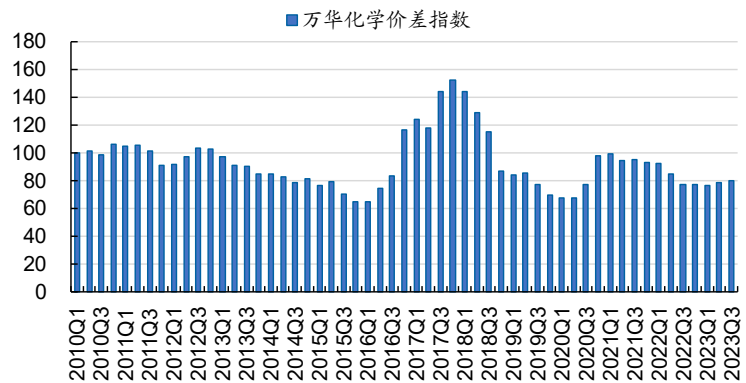
公告日期	标题	内容概要
2023/9/28	2023 年 10 月份中国地区 MDI 价格公告	自 2023 年 10 月份开始，万华化学中国地区聚合 MDI 挂牌价 18000 元/吨（比 9 月份价格下调 1500 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 24500 元/吨（同 9 月份相比没有变动）。
2023/9/26	烟台产业园 MDI 一体化、石化一体化等装置复产公告	公司烟台产业园 MDI 一体化（主要包括 MDI 110 万吨/年、TDI 30 万吨/年）、石化一体化（主要包括 PDH 75 万吨/年、PO/MTBE 24/76 万吨/年）及相关配套装置于 2023 年 8 月 15 日开始停产检修，截至本公告日，上述装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。

资料来源：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

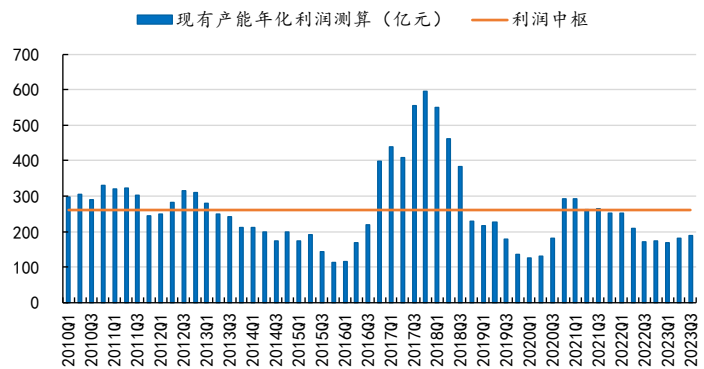
截至 2023 年 9 月 30 日，2023 年 Q3 万华化学价差指数为 80.45，较 2023 年 Q2 上升 1.63；处于历史 17.73%分位数，较 2023 年 Q2 上升 1.86 个百分点。（以 2010 年 Q1 价差为基点）

图 2：万华化学价差指数处于历史 17.73%分位（截至 2023.9.30）



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

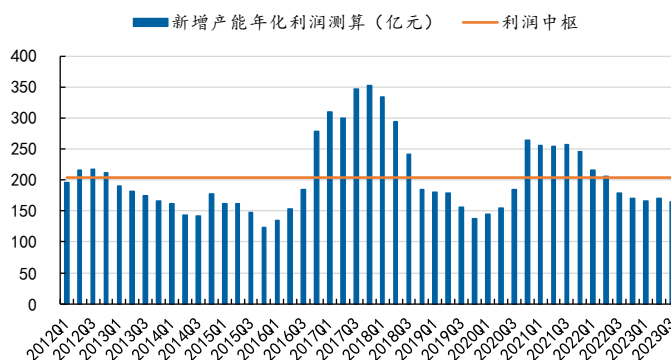
图 3：万华化学现有产能年化利润测算



资料来源：wind，国海证券研究所



图 4: 万华化学新增产能年化利润测算

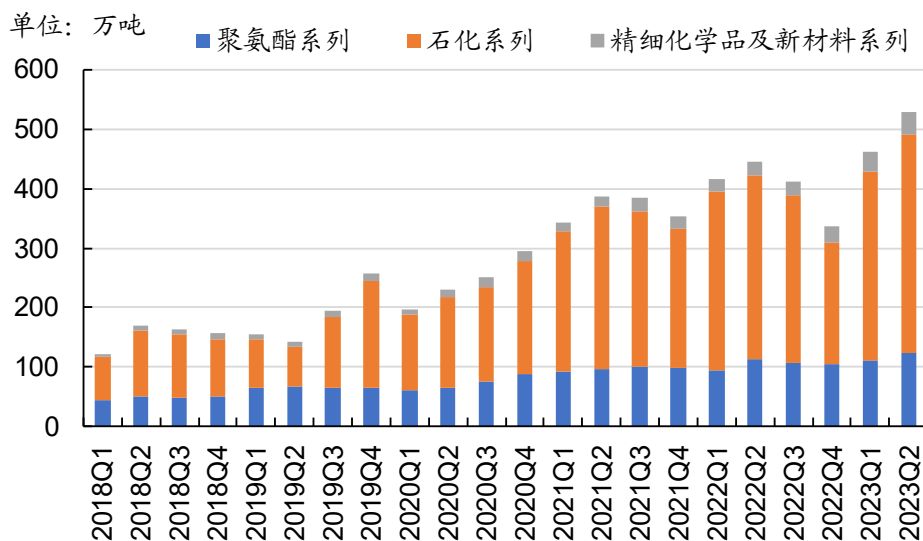


资料来源: wind, 国海证券研究所

#### 万华化学近期检修情况:

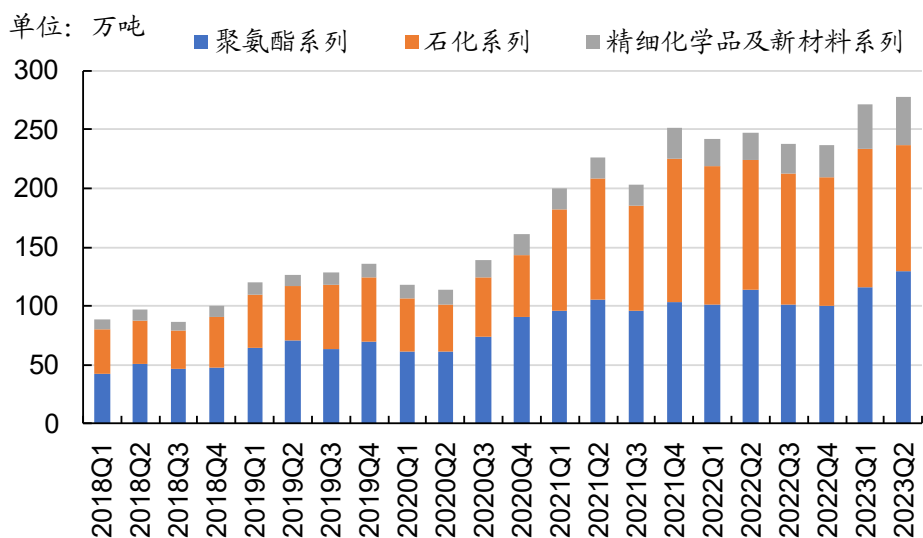
2023年9月27日公司公告, 公司烟台产业园MDI一体化(主要包括MDI 110万吨/年、TDI 30万吨/年)、石化一体化(主要包括PDH 75万吨/年、PO/MTBE 24/76万吨/年)及相关配套装置于2023年8月15日开始停产检修, 截至本公告日, 上述装置的停产检修已经结束, 恢复正常生产。

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9月12日，公司官网对万华化学（福建）TDI二期扩建33万吨/年项目环评进行一次公示，公司拟在福建工业园建设年产33万吨TDI的工艺装置（硝化、氢化、光化）、辅助装置及公用工程装置，生产的主要产品为TDI 33万吨/年，副产品为OTDA 0.19万吨/年、焦油颗粒2.2万吨/年、干氯化氢27.2万吨/年、盐酸8.4万吨/年、MTDA 2万吨/年。

2023年9月13日，公司官网对万华化学年产25万吨聚氨酯树脂扩能项目环评进行征求意见稿公示，公司拟在烟台工业园现有生产装置及车间的基础上进行改扩建，使聚氨酯树脂产能为25万吨/年，同时对现有装卸车站、罐区、仓库等进行改造，部分环保设施和公辅工程依托万华现有厂区。

2023年9月27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拟作出审批意见公示，公司拟在烟台蓬莱工业园建设年产5万吨电子级碳酸乙烯酯及1万吨工业级碳酸乙烯酯单元、年产10.5万吨碳酸丙烯酯单元、年产8万吨碳酸二甲酯单元、年产6万吨电子级碳酸甲乙酯及2万吨电子级碳酸二乙酯、年产9万吨液体二氧化碳单元和罐区等配套公用工程及辅助设施。

2023年9月28日，公司官网对万华化学催化剂制备三期改扩建工程项目环评进行征求意见稿公示，公司拟在烟台工业园对现有WHC-2单元进行改扩建，新增50吨/年WHA产品、400吨/年WHC-B产品和100吨/年WHC-C产品以及配套建设相关公辅设施，其余依托万华化学现有厂区。

2023年10月7日，烟台市生态环境局对万华化学1万吨/年亲水性PU预聚体项目环评进行受理公示，公司拟在烟台工业园新建1万吨/年亲水性PU预聚体装置，相关供热、供水、供气等公用工程及环保工程均依托万华已有设施。

2023年10月9日，烟台市生态环境局对万华化学500吨年异丙醇胺（IPAM）工业化试验项目环评进行受理公示，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10月9日，烟台市生态环境局对万华化学HDI及加合物扩能项目环评进行受理公示，公司拟在烟台工业园对原有HDI及加合物装置进行改造，公辅工程依托现有工程。

2023年10月11日，公司官网对万华化学年产1万吨M醇项目环评进行征求意见稿公示，公司拟在烟台工业园新建MOL装置，同时对现有M醇装置进行改造，从而实现年产1万吨M醇。公辅设施依托万华现有工程。

据我们不完全统计，按照2023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354亿元，2022-2024年新项目将新增年营收累计864亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1791亿元。

表 2: 万华化学 2023 年 9 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)	2023 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	15755	9.76	9.76	9.76	2022 年	精新-新材料
万华化学聚醚多元醇装置技改	烟台	1.62	聚醚单体	3	10198	2.71	2.71	2.71	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-二甲氨基环己胺	2						
万华化学珠海项目 (华南)	珠海	20	组合聚醚	5	10198	2.26	4.51	4.51	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	10198	1.35	2.71	2.71	2022 年	聚氨酯
年产 2.5 万吨特种异氰酸酯型高端 TPU 技改项目	烟台		特种异氰酸酯高端 TPU 和 MDI 型普通 TPU	3.3	15755	2.30	4.60	4.60	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	10049	21.34	42.68	42.68	2022 年 6 月	精新-高性能聚合物
万华化学 (宁波) 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	10198	7.67	15.34	15.34	2022 年	聚氨酯
			组合料聚醚	10	10198	4.51	9.03	9.03		

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
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	9927		5.27	5.27	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	2432			4.30	2022年	石化
			BDO	10	11514			10.19		
万华福建40万吨/年MDI项目	福建	56.05	MDI	40	17120		30.30	60.60	2023年	聚氨酯
年产14万吨聚碳酸酯项目	烟台	11.09	PC	14	15641		9.69	19.38	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	17120		45.45	90.90	2023年	聚氨酯
			改性MDI	28	18000		22.30	44.60		
			HDI	5	41535		9.19	18.38		精新-功能化学品
			HDI加合物	6	41535		11.03	22.05		
万华化学(福建)扩建25万吨/年TDI项目	福建	19.27	TDI	25	18423		20.38	40.76	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	6908		6.11	12.23	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	8312			14.71		
			LDPE装置	25	8888			19.66		
			POE装置	40	25000			88.50		
MMA一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	16563			11.73	2024年	精新-新材料
			MMA	8	11208			7.93		
			MAA	4	11208			3.97		

年产 12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	5	15755			6.97	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	11467			109.59	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	6197			43.87		
			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 <sup>-2</sup>	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	9700			34.34	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	90000			39.82	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	1110			4.71	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	10198			76.71	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	15641			41.52	2025 年	石化
			聚醚多元醇	50	10198			45.13	2025 年	
			丙烯酸	5.17	6503			2.98	2025 年	
			丙烯酸丁酯	16	9360			13.25	2025 年	
			丙烯酸辛酯	2	11249			1.99	2025 年	

			环氧乙烷及 衍生物	30	6317			16.77	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	11514			10.19	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	$\beta$ -紫罗兰酮	0.42	108480			4.03	2025年	精新-功能 化学品
万华(蓬莱)年 产6000吨聚碳酸 酯二元醇项目	蓬莱	1.47	聚碳酸酯二 元醇	0.6	44490			2.36	2025年	精新-高性 能聚合物
万华化学聚碳酸 酯扩能技改项目	烟台	2.6	PC	14	15641			19.38	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	8008			25.51	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	6317			2.52	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	17120			60.60	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	10198			14.44	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	9539			21.95	2025年	精新-高性能聚合物
	蓬莱		ABS	40	10866			38.46	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	9360			33.13	2025年	石化
万华1万吨/年六氟磷酸锂项目	烟台		六氟磷酸锂	1	200000			17.70	2025年	精新-新兴技术
万华10万吨/年高端α烯烃项目	烟台		α-烯烃	10	18000			15.93	2025年	石化
万华3万吨高吸水性树脂项目	烟台		SAP	3	9650			2.56	2025年	精新-高性能聚合物
福建TDI扩建33万吨/年项目	福建		TDI	33	18423			53.80	2025年	聚氨酯
福建70万吨/年离子膜烧碱项目	福建		烧碱	70	842			5.22	2025年	聚氨酯
年产25万吨聚氨酯树脂扩能项目	烟台		聚氨酯树脂	25	15000			33.19	2025年	聚氨酯
万华化学HDI及加合物扩能项目	烟台		HDI	3	41535			11.03	2025年	精新-功能化学品
合计		962.1				84.8	354.3	1791.4		

资料来源: wind, 公司公告, 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
<b>全部投资额</b>	<b>245.1</b>	<b>439.7</b>	<b>276.6</b>	<b>961.4</b>
2023 年预计营收	152.7	11.4	190.2	354.3
2024 年预计营收	369.1	169.9	324.7	863.7
<b>全部预计营收</b>	<b>701.3</b>	<b>487.7</b>	<b>602.4</b>	<b>1791.4</b>

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所



**表 4: 万华化学本月 (9-10) 新项目环评情况**

时间	项目名称	环评公示进展
2023/10/11	万华化学年产 1 万吨 M 醇项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2023/10/9	万华化学 HDI 及加合物扩能项目	烟台市生态环境局受理公示
2023/10/9	500 吨年异丙醇胺 (IPAM) 工业化试验项目	烟台市生态环境局受理公示
2023/10/7	万华化学 1 万吨年亲水性 PU 预聚体项目	烟台市生态环境局受理公示
2023/9/28	万华化学催化剂制备三期改扩建工程项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2023/9/27	万华化学 (蓬莱) 年产 15 万吨碳酸酯项目	烟台市生态环境局拟作出审批意见公示
2023/9/13	万华化学年产 25 万吨聚氨酯树脂扩能项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2023/9/12	万华化学 (福建) TDI 二期扩建 33 万吨/年项目	环境影响评价第一次公示

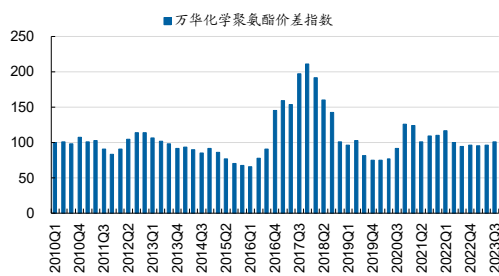
资料来源: 公司官网, 烟台生态环境局官网, 国海证券研究所

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

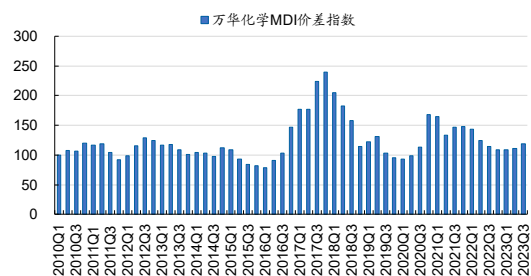
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 2023 年 9 月 30 日，2023 年 Q3 万华化学聚氨酯板块价差指数为 100.93，较 2023 年 Q2 上涨 4.51；处于历史 24.24%分位数，较 2023 年 Q2 上涨 3.09 个百分点。截至 2023 年 9 月 30 日，2023 年 Q3 万华化学 MDI 价差指数为 118.39，较 2023 年 Q2 上涨 7.20；处于历史 24.81%分位数，较 2023 年 Q2 上涨 4.45 个百分点。

图 7：万华聚氨酯价差指数处于历史 24.24%分位



资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2023Q3 统计截至 2023.9.30）

图 8：万华 MDI 价差指数目前处于历史 24.81%分位

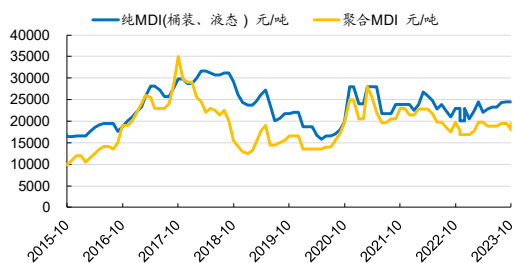


资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2023Q3 统计截至 2023.9.30）

## 5.1、MDI

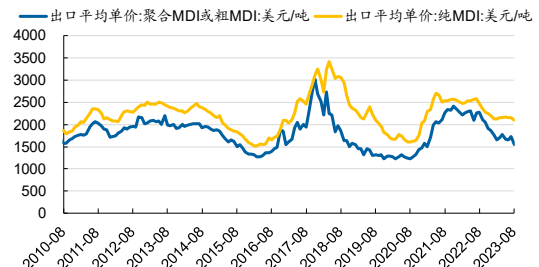
### 5.1.1、MDI 及主要原材料价格

图 9：万华化学 MDI 挂牌价



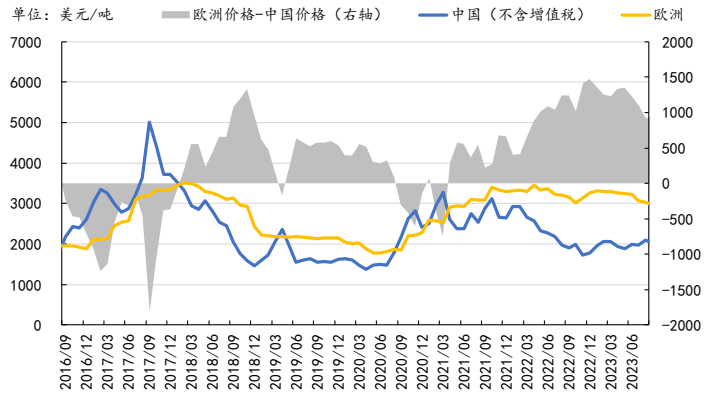
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：MDI 出口价格



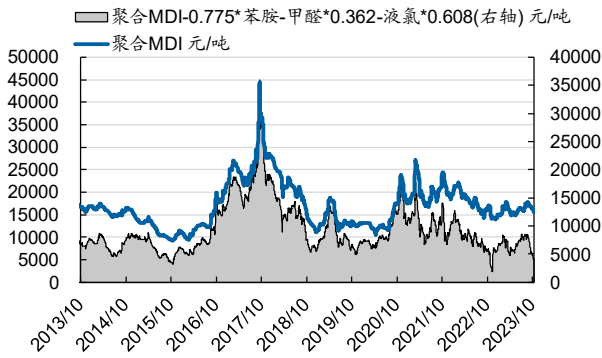
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11: 中国与欧洲 MDI 价格



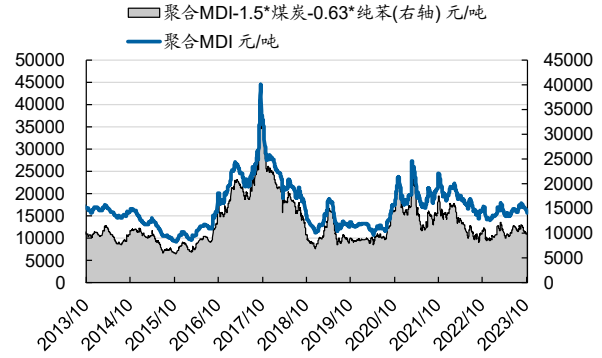
资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差



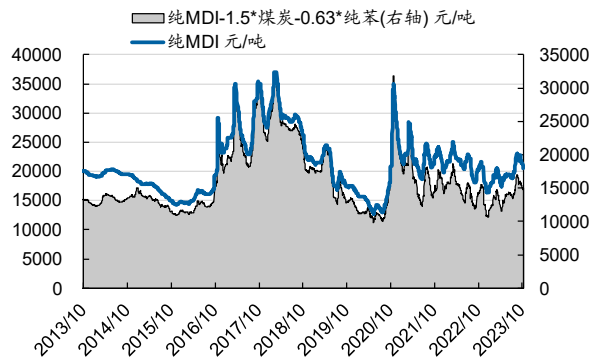
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差



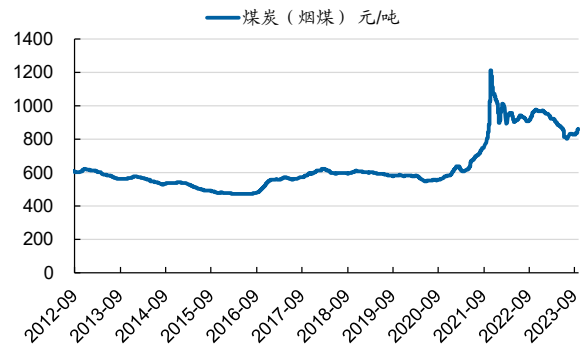
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 纯 MDI 和纯苯价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

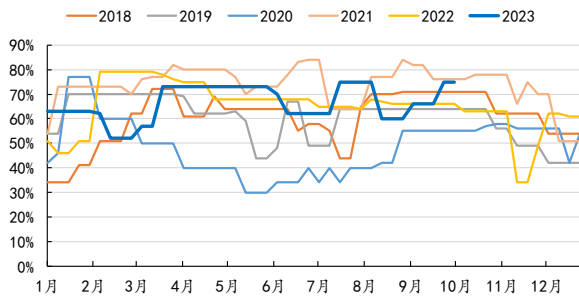
图 15: 煤炭价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

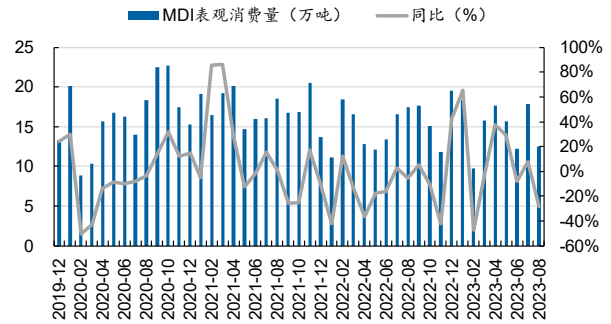
### 5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



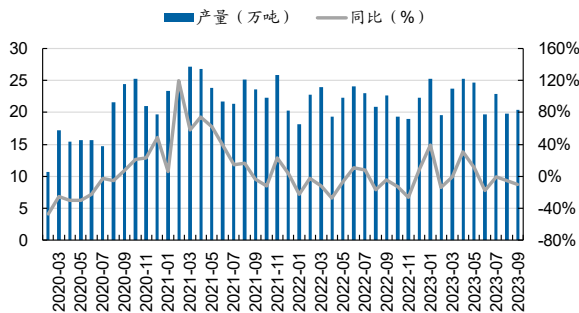
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 17: MDI 月度表观消费量



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 18: MDI 月度产量



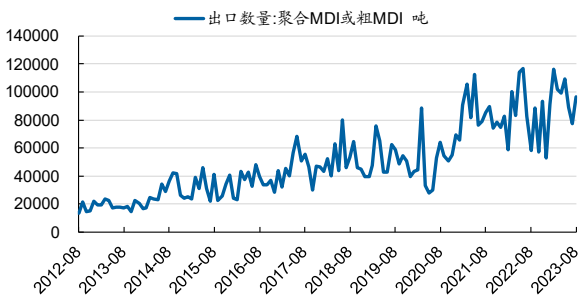
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-09	1.63	6.78	8.41
2023-08	3.39	7.13	10.52
2023-07	6.78	7.31	14.09
2023-06	5.88	5.01	10.89
2023-05	6.07	7.55	13.62
2023-04	7.00	6.99	13.99
2023-03	7.23	5.64	12.87
2023-02	6.53	4.20	10.73
2022-01	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

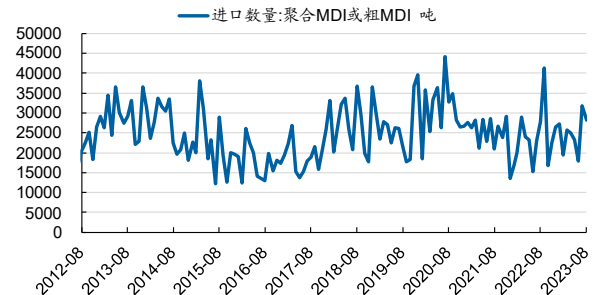
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 19: 聚合 MDI 月度出口量



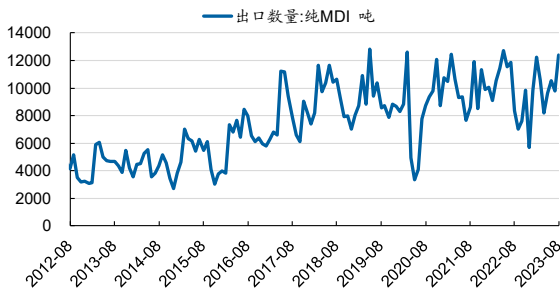
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 聚合 MDI 月度进口量



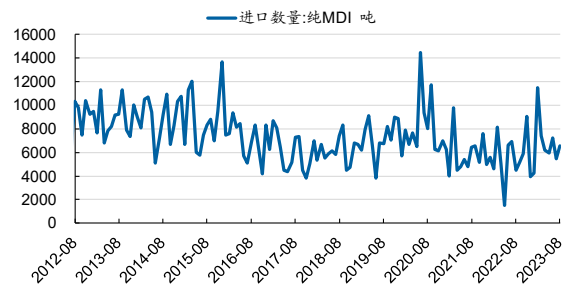
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 纯 MDI 月度出口量



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 纯 MDI 月度进口量



资料来源: wind, 国海证券研究所

表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-08	2.87	5.41	8.29
2023-07	2.97	3.43	6.40
2023-06	3.09	2.93	6.01
2023-05	3.07	6.24	9.32
2023-04	3.60	4.24	7.84
2023-03	2.97	4.20	7.17
2023-02	3.80	4.55	8.36
2023-01	2.04	4.92	6.96
2022-11	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

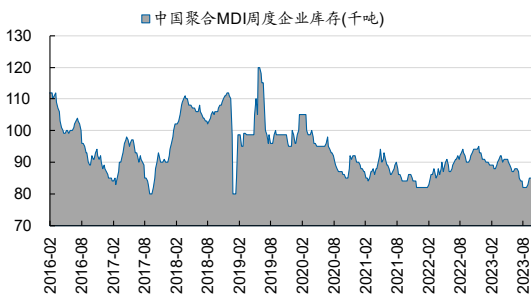
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-08	0.05	0.60	0.65
2023-07	0.06	0.81	0.86
2023-06	0.04	0.86	0.90
2023-05	0.03	0.80	0.83
2023-04	0.03	0.59	0.62
2023-03	0.11	0.73	0.83
2023-02	0.09	0.92	1.00
2023-01	0.03	0.80	0.83
2022-11	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	0.95	0.95

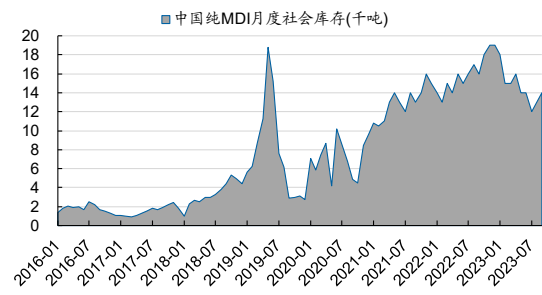
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

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

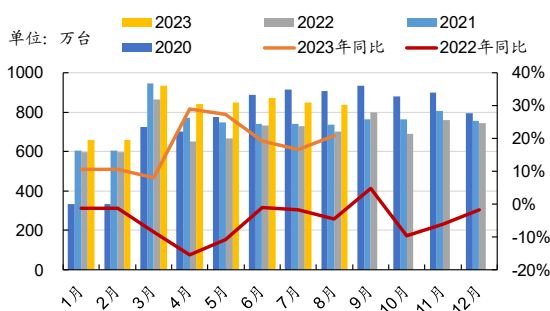
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2023 年 9 月)

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	装置正常运行
烟台万华 (八角工业园)	110	9.26 停产检修结束, 恢复正常生产
福建万华	40	装置已全线贯通
上海亨斯迈	37	装置负荷尚未提满
上海巴斯夫	22	装置正常运行
上海科思创	60	装置正常运行
重庆巴斯夫	40	装置正常运行, 12 月有检修计划
浙江瑞安	8	8 月初进入检修状态, 大概检修一个月时间
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	装置计划 10 月 4 日到 11 月 3 日停车检修
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	装置正常运行
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	于 7 月 18 日停产检修, 预计检修 80 天左右
日本科思创	7	装置正常运行
日本东曹	40	20 万吨/年装置计划 9 月中旬开始停车检修, 预计检修 1 个月时间
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

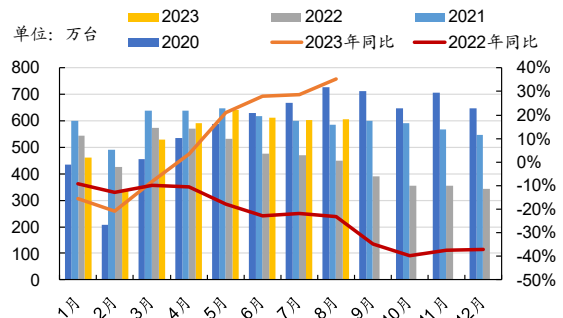
### 5.1.3、MDI 下游需求情况

图 25: 冰箱月度产量



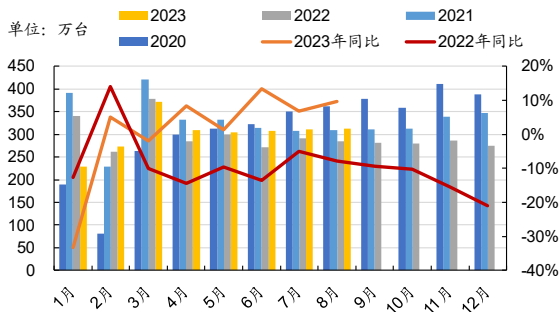
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 冰箱出口数量



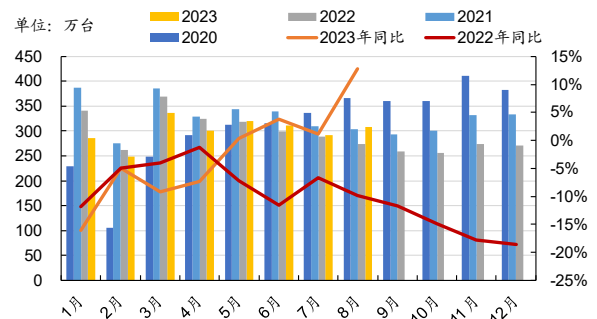
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜产量



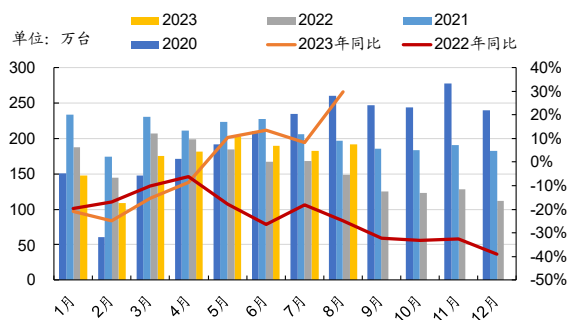
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜销量



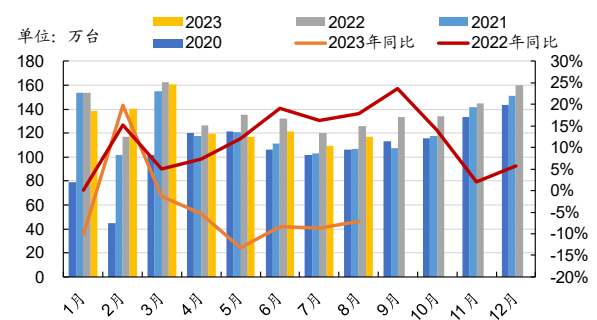
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 29: 冰柜出口数量



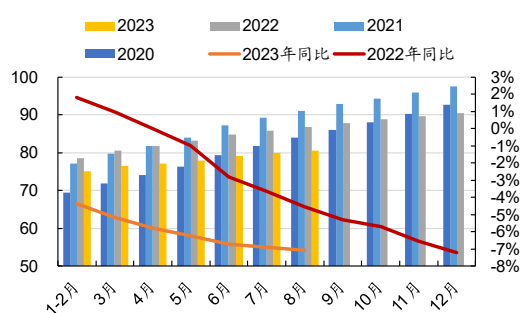
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 30: 冰柜内销量



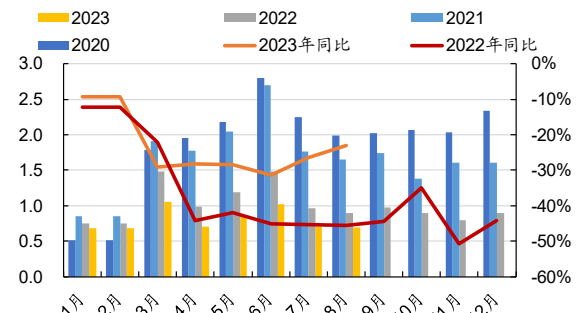
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



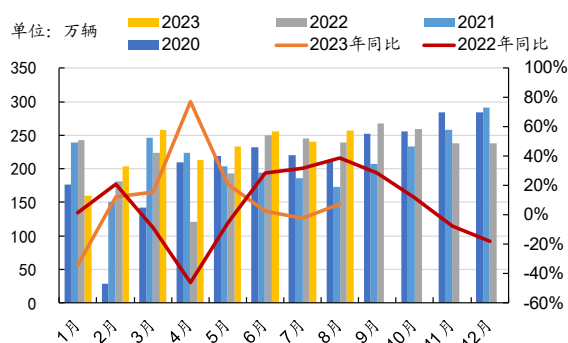
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



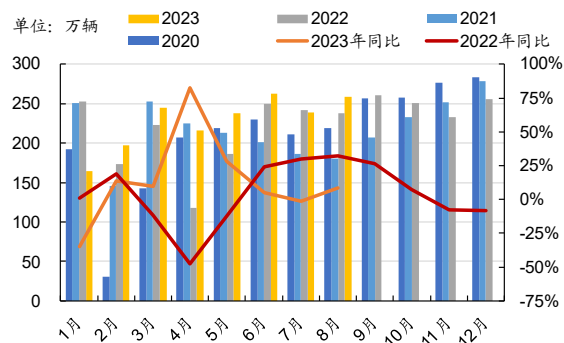
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



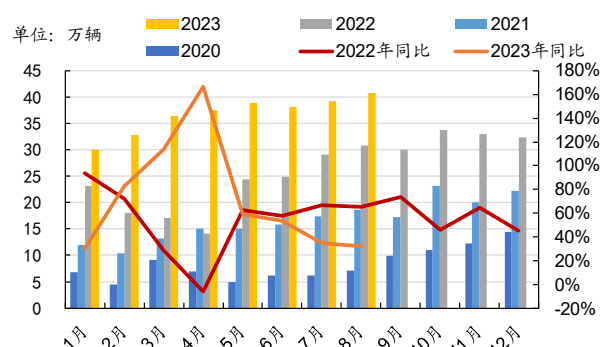
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



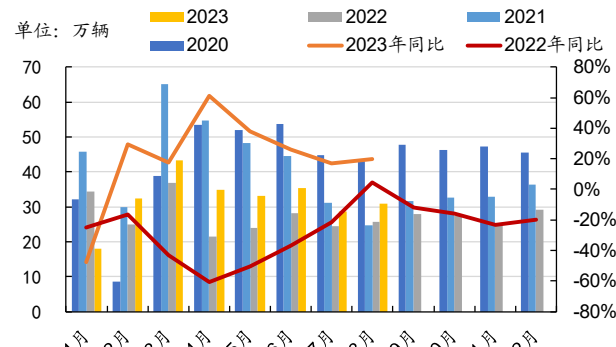
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



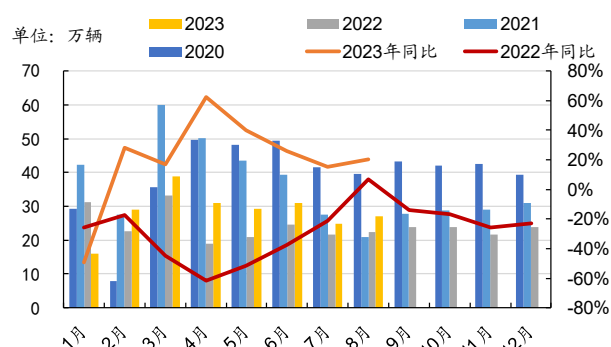
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

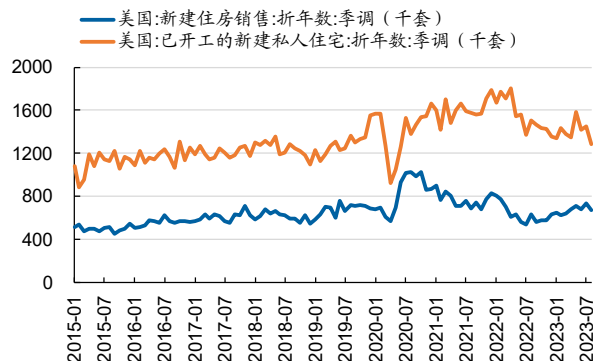


图 39: 美国成屋销售量



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

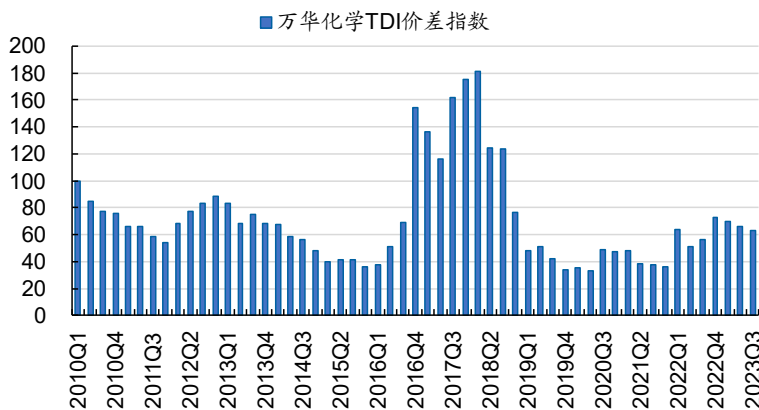


资料来源: wind, 国海证券研究所

## 5.2、TDI

截至 2023 年 9 月 30 日, 2023 年 Q3 万华化学 TDI 价差指数为 63.45, 较 2023 年 Q2 下降 2.50; 处于历史 20.41%分位数, 较 2023 年 Q2 下滑 1.69 个百分点。

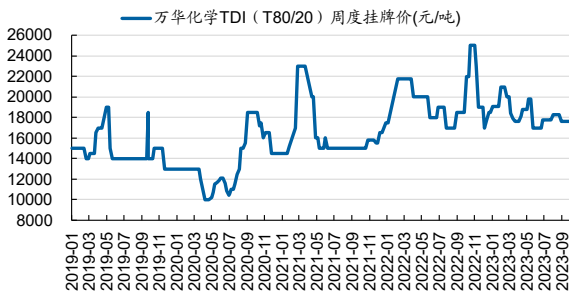
图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 20.41%分位



资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2023Q3 统计截至 2023.9.30)

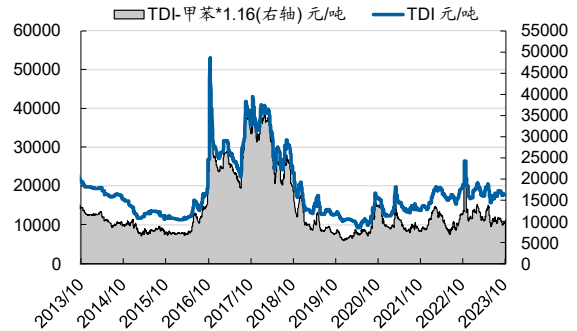
### 5.2.1、TDI 及主要原材料价格

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

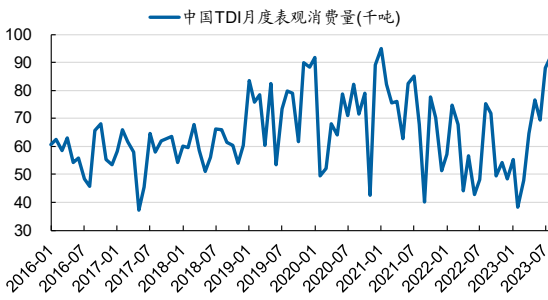
图 43: TDI 和甲苯价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

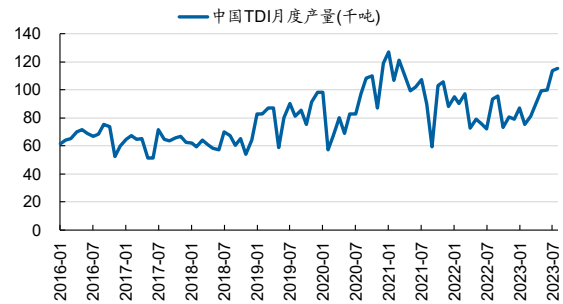
### 5.2.2、TDI 供需情况

图 44: TDI 月度表观消费量



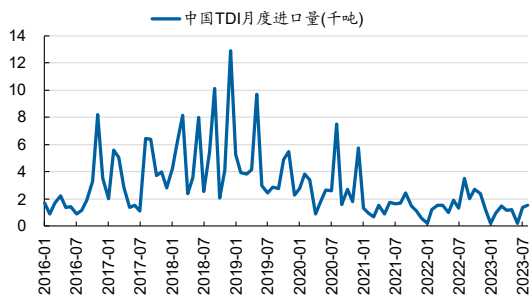
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 45: TDI 月度产量



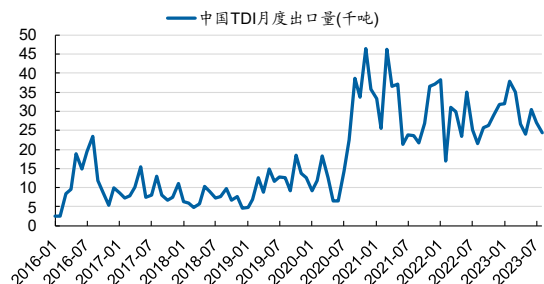
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 46: TDI 月度进口量



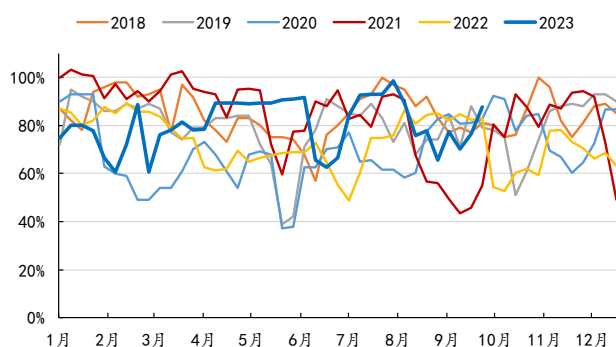
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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

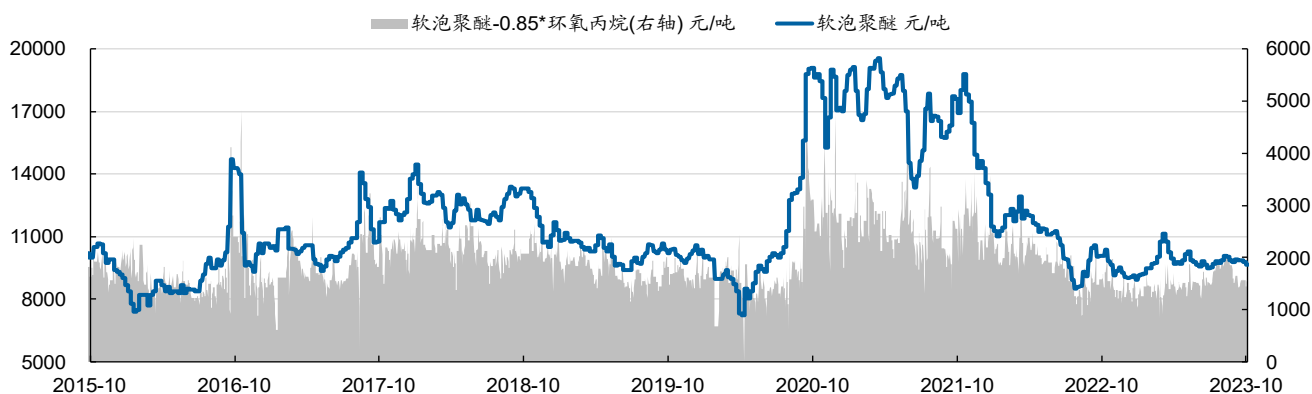
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2023 年 9 月)

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, 11 月停车检修 40 天	预计近 4 万吨
万华化学	30	液相光气法	8.15-9.23 检修	3 万余吨
万华化学福建	25	液相光气法	整体中等负荷, 10 月或存短期检修计划	——
上海巴斯夫	16	液相光气法	满负荷稳定运行	——
沧州大化	12	液相光气法	10.20 附近停车检修	预计 1.5 万吨
甘肃银光	12	液相光气法	10.7-10.14 停车检修	预计 0.5 万吨左右
新疆和山巨力	15	液相光气法	9.24 停车检修	预计 2 万吨
<b>合计</b>	<b>141</b>	<b>预计月度开工负荷</b>	<b>70.06%</b>	

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

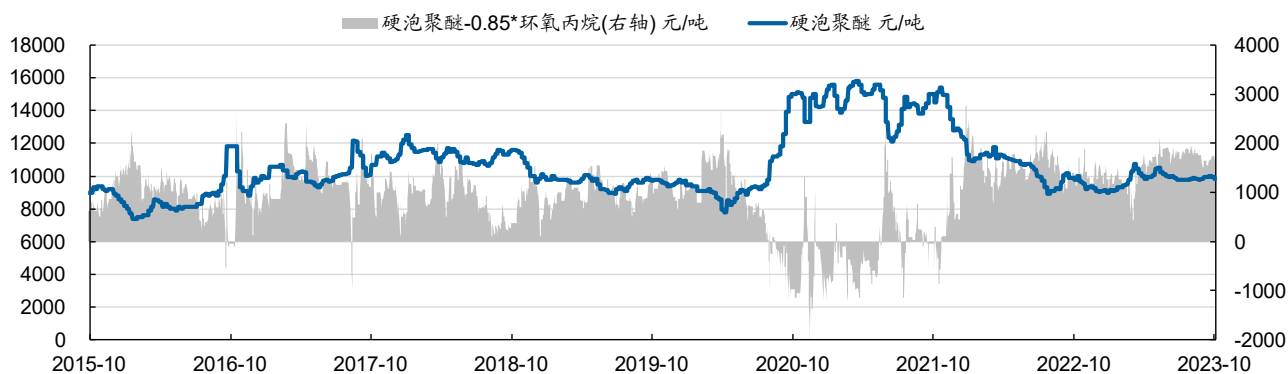
### 5.3、聚醚价格及供需情况

图 49: 软泡聚醚价格及价差



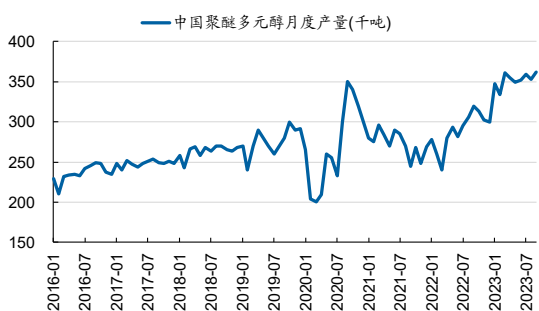
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 50: 硬泡聚醚价格及价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 51: 聚醚多元醇月度产量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 52: 聚醚多元醇月度表观消费量

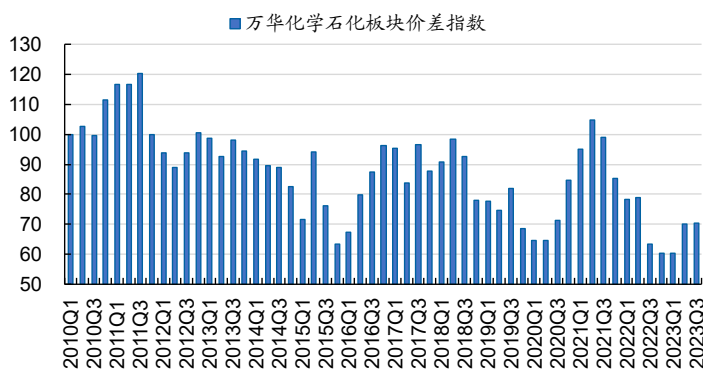


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

## 6、石化板块

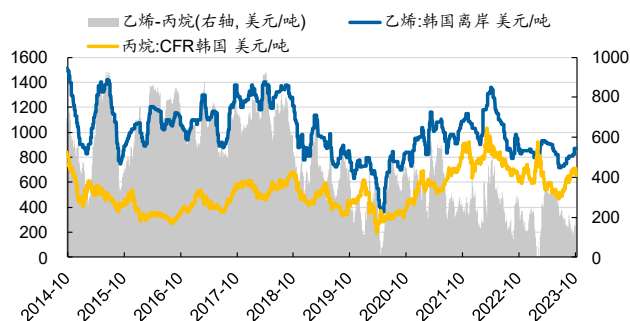
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，计算板块整体价差。截至2023年9月30日，2023年Q3万华化学石化板块价差指数70.42，较2023年Q2上升0.25；处于历史16.98%分位数，较2023年Q2上升0.41个百分点。

图 53：万华化学石化板块价差指数目前处于历史 16.98%分位



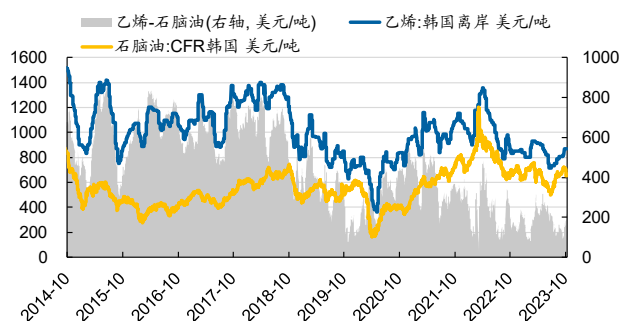
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以2010年Q1价差为基点，2023Q3统计截至2023.9.30）

图 54：乙烯-丙烷价差



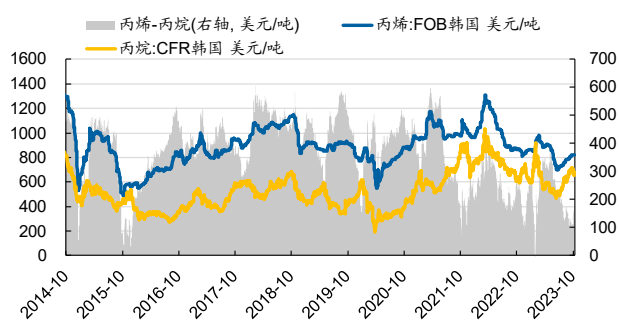
资料来源：wind，国海证券研究所

图 55：乙烯-石脑油价差



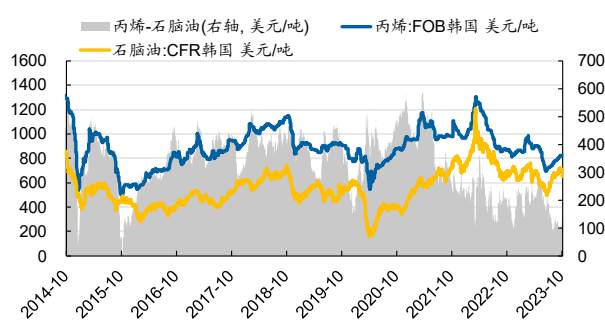
资料来源：wind，国海证券研究所

图 56：丙烯-丙烷价差



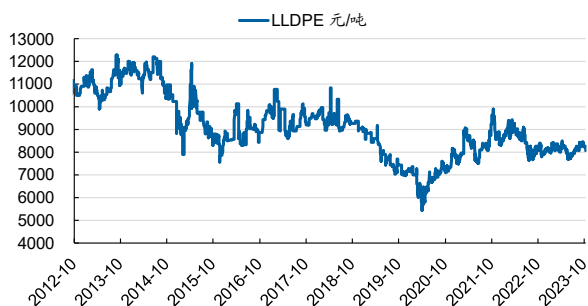
资料来源：wind，国海证券研究所

图 57：丙烯-石脑油价差



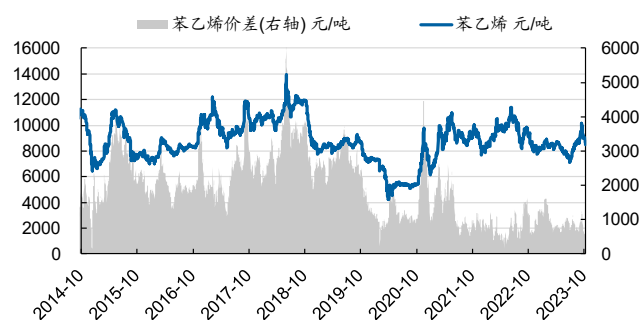
资料来源：wind，国海证券研究所

图 58: LLDPE 价格



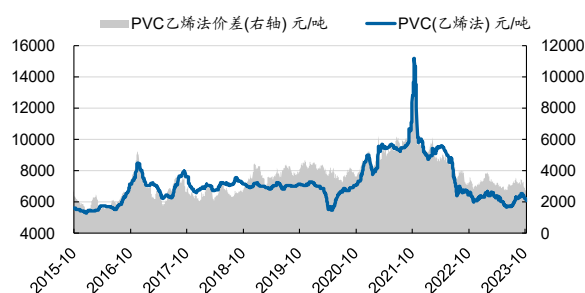
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 59: 苯乙烯价格价差



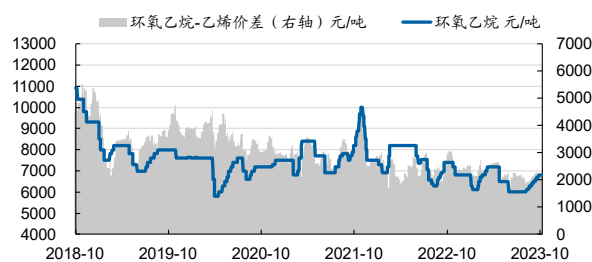
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 60: PVC 价格价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



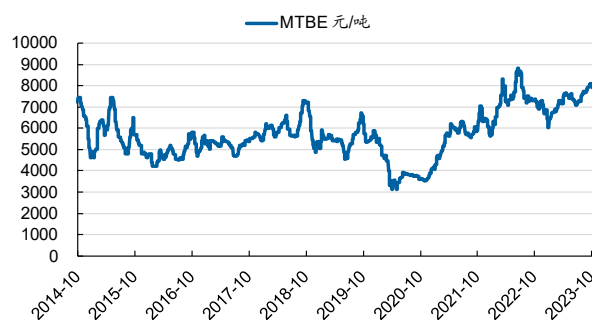
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 63: MTBE 价格

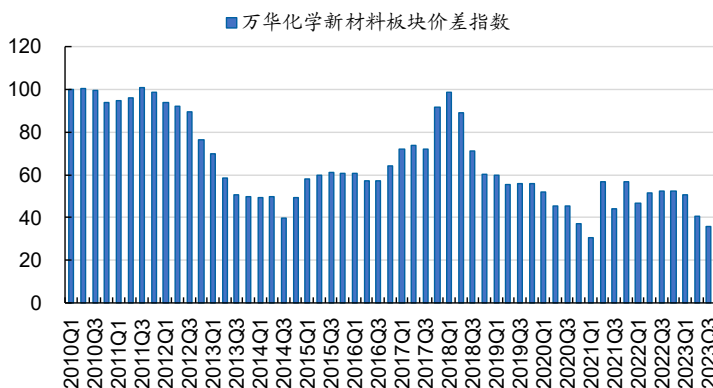


资料来源: wind, 国海证券研究所

## 7、新材料板块

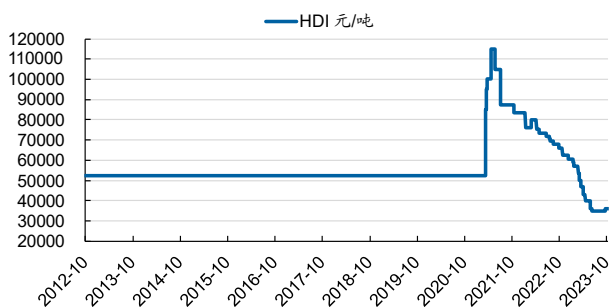
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2023 年 9 月 30 日，2023 年 Q3 万华化学新材料板块价差指数为 35.82，较 2023 年 Q2 下滑 4.69；处于历史 7.30% 分位数，较 2023 年 Q2 下滑 6.71 个百分点。

图 64：万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 7.30% 分位



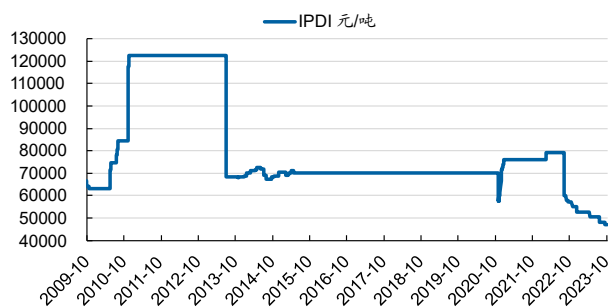
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2023Q3 统计截至 2023.9.30）

图 65：HDI 市场价



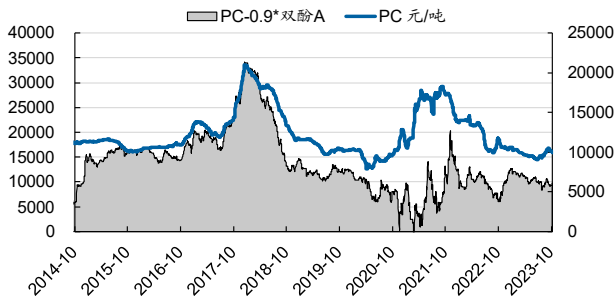
资料来源：wind，国海证券研究所

图 66：IPDI 市场价



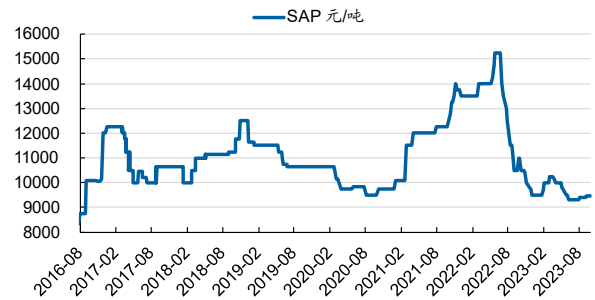
资料来源：wind，国海证券研究所

图 67: PC-0.9\*双酚 A 价差



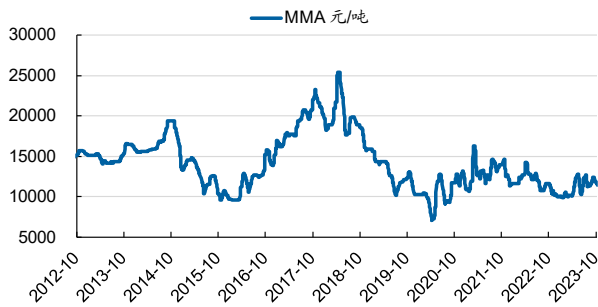
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



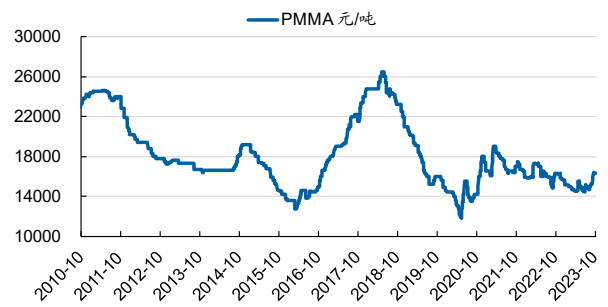
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



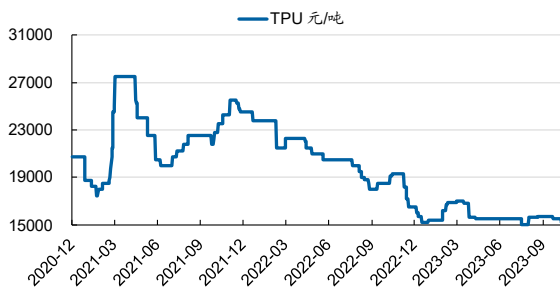
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 70: PMMA 市场价



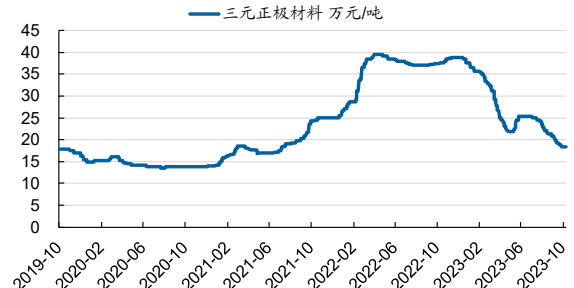
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 71: TPU 价格



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 72: 三元正极材料价格



资料来源: wind, 国海证券研究所



## 8、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差，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 184.56、268.77、357.94 亿元，对应 PE 分别 15、10、8 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:	87.21		投资评级:	买入		日期:	2023/10/12	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	21%	19%	22%	23%	EPS	5.17	5.88	8.56	11.40				
毛利率	17%	19%	21%	21%	BVPS	24.47	30.35	38.91	50.31				
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>								
销售净利率	10%	11%	13%	13%	P/E	17.92	14.84	10.19	7.65				
<b>成长能力</b>					P/B	3.79	2.87	2.24	1.73				
收入增长率	14%	1%	25%	30%	P/S	1.76	1.63	1.31	1.00				
利润增长率	-34%	14%	46%	33%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.82	0.75	0.81	0.88	营业收入	165565	167832	209587	272546				
应收账款周转率	18.27	17.52	17.89	17.71	营业成本	138132	136162	166515	215814				
存货周转率	9.10	8.16	8.91	8.64	营业税金及附加	913	1007	1258	1635				
<b>偿债能力</b>					销售费用	1153	1259	1572	2044				
资产负债率	60%	55%	50%	46%	管理费用	1966	2182	2725	3543				
流动比	0.54	0.54	0.64	0.83	财务费用	1235	1513	1543	1497				
速动比	0.34	0.31	0.39	0.55	其他费用/(-收入)	3420	3692	4611	5996				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	19839	22641	32888	43801				
现金及现金等价物	18989	12999	22283	39203	营业外净收支	-298	5	10	10				
应收款项	9060	9577	11715	15393	利润总额	19541	22646	32898	43811				
存货净额	18185	20561	23533	31545	所得税费用	2499	3012	4606	6134				
其他流动资产	5298	9033	8481	11999	净利润	17042	19634	28292	37678				
<b>流动资产合计</b>	<b>51532</b>	<b>52171</b>	<b>66012</b>	<b>98140</b>	少数股东损益	808	1178	1415	1884				
固定资产	78558	86468	94092	100121	归属于母公司净利润	16234	18456	26877	35794				
在建工程	37064	43967	51275	58380	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	27460	31292	35071	38876	经营活动现金流	36337	27239	44864	51301				
长期股权投资	6229	8686	11064	13482	净利润	16234	18456	26877	35794				
<b>资产总计</b>	<b>200843</b>	<b>222583</b>	<b>257513</b>	<b>309000</b>	少数股东权益	808	1178	1415	1884				
短期借款	44019	44019	44019	44019	折旧摊销	9354	10511	13160	13573				
应付款项	24205	24865	29794	39013	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	-4522	2081	-1399				
其他流动负债	26792	28238	29948	34538	投资活动现金流	-34325	-31621	-33972	-32772				
<b>流动负债合计</b>	<b>95017</b>	<b>97123</b>	<b>103761</b>	<b>117570</b>	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	481	555	535				
<b>长期负债合计</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	筹资活动现金流	-17188	-1608	-1608	-1608				
<b>负债合计</b>	<b>119506</b>	<b>121612</b>	<b>128251</b>	<b>142059</b>	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	100971	129263	166940	其它	-11727	-1608	-1608	-1608				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>200843</b>	<b>222583</b>	<b>257513</b>	<b>309000</b>	现金净增加额	-15202	-5990	9284	16920				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

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

汤永俊，化工行业分析师，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，2年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

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

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，汤永俊，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。