

2024 年 04 月 11 日

公司研究

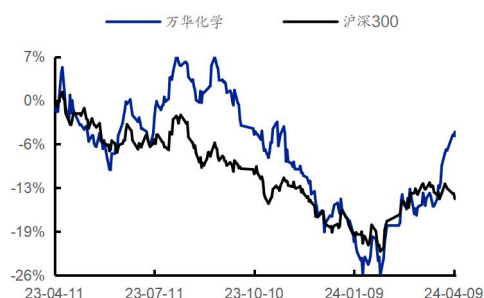
评级: 买入(维持)

研究所:
证券分析师: 李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
联系人: 杨丽蓉 S0350122080038
yanglr@ghzq.com.cn

福建工业园 MDI 等装置复产，下游家电需求逐 渐复苏

——万华化学（600309）2024 年 3 月月报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/11

表现	1M	3M	12M
万华化学	12.1%	21.4%	-5.2%
沪深 300	-2.4%	6.3%	-14.5%

市场数据

2024/04/11

当前价格（元）	86.80
52 周价格区间（元）	66.78-99.78
总市值（百万）	272,530.01
流通市值（百万）	272,530.01
总股本（万股）	313,974.66
流通股本（万股）	313,974.66
日均成交额（百万）	995.05
近一月换手（%）	0.42

相关报告

《万华化学（600309）2023 年年报点评报告：经营彰显韧性，新项目顺利推进支撑未来成长（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2024-03-21

《万华化学（600309）公司动态研究：2023 年业绩稳增长，联合福斯特、天合光能成立合资公司（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2024-02-21

《万华化学（600309）公司动态研究：收购安纳达及六国化工部分股份，福建工业园 MDI 等装置停产检修（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏，贾冰》——2024-03-17

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 9.52%分位数

截至 2024 年 3 月 31 日，2024 年 Q1 万华化学价差指数为 72.64，较 2023 年 Q4 下降 0.23（以 2010 年 Q1 价差为基点），处于历史 9.52%分位数。根据我们测算，2024 年一季度万华化学归母净利润预计为 45.4 亿元。

其中，截至 3 月 31 日，2024 年 Q1 万华化学聚氨酯板块价差指数为 85.56，较 2023 年 Q4 下滑 4.00；处于历史 14.75%分位数。截至 3 月 31 日，2024 年 Q1 万华化学石化板块价差指数为 68.67，较 2023 年 Q4 上升 6.68，处于历史 13.38%分位数；2024 年 Q1 万华化学新材料板块价差指数为 37.31，较 2023 年 Q4 下滑 0.69，处于历史 9.43%分位数。

2024 年 4 月 4 日，万华化学发布福建工业园装置复产公告，福建工业园 40 万吨/年 MDI 装置、25 万吨/年 TDI 装置、40 万吨/年 PVC 装置及相关配套装置于 2024 年 3 月 4 日开始停产检修，截至 4 月 4 日，上述装置停产检修结束，恢复正常生产。

2024 年 3 月 19 日，万华化学发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现

《万华化学（600309）业绩快报点评报告：2023年归母净利润同比增长，看好公司长期成长性（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2024-02-05

《万华化学（600309）2023年12月月报：宁波一期MDI复产，蓬莱90万吨PDH环评公示（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2024-01-12

营业收入 1754 亿元，同比增长 6%；实现归母净利润 168 亿元，同比增长 4%实现扣非归母净利润 164 亿元，同比增长 4%。

2024 年 3 月 19 日，万华化学发布利润分配方案，2023 年公司拟每 10 股派息 16.25 元(含税)，合计现金分红 51 亿元，股利支付率为 30.34%。未来三年（2024-2026 年）公司坚持以现金分红为主，在足额提取法定公积金、任意公积金后，每年以现金方式分配利润应不低于当年实现的可分配利润的 30%。若有股本扩张需要，公司亦可采取股票方式分配股利。

■ 重点项目进展

2024 年 4 月 8 日，万华化学年产 5 万吨 MS 树脂项目环境影响报告书报批前公示，拟在现有 PMMA 装置项目界区南侧预留空地新建一套 MS 装置，并对 PMMA 公用工程站进行配套改造（新建一套 RTO），产品方案为 5 万吨/年 MS 树脂产品。

2024 年 4 月 7 日，万华化学年产 3 万吨甲基异丁基酮(MIBK)项目环境影响报告书征求意见稿公示，主要建设 3 万吨/年 MIBK 产品的 MIBK 主装置、原料和产品储存的罐组、以及区块总体等。

2024 年 3 月 13 日，万华化学年产 1500 吨高折射 PC 项目在烟台市生态环境局受理公示。

■ MDI 价格价差

2024 年 3 月，聚合 MDI 均价 16600 元/吨，同比-0.56%，环比+0.77%；纯 MDI 均价 20523 元/吨，同比+5.56%，环比-0.18%。2024 年 4 月 9 日，聚合 MDI 价格 17000 元/吨，纯 MDI 价格 19100 元/吨。2024 年 3 月，聚合 MDI 与煤炭、纯苯平均价差 9878 元/吨，同比-5.84%，环比+1.51%；纯 MDI 平均价差 13801 元/吨，同比+4.24%，环比-0.12%。2024 年 4 月 9 日，聚合 MDI 与煤炭、纯苯价差 10267.25 元/吨，纯 MDI 价差 12417.25 元/吨。

■ 下游冰箱、汽车产量同比提升，房地产新开工同比下滑

2024 年 2 月，国内家用电冰箱产量 687 万台，同比+4.0%；2024 年 2 月，家用电冰箱出口量 485 万台，同比+43.5%，环比-24.9%。

2024 年 2 月，国内冷柜产量 221 万台，同比-20.0%，环比-42.6%。2024 年 2 月，国内冷柜销量 297 万台，同比+17.4%，环比-22.5%。

2024 年 2 月，国内汽车产量 151 万辆，同比-25.9%，环比-37.5%；2024 年 2 月，国内汽车销量 158 万辆，同比-19.9%，环比-35.1%。

2024 年 1-2 月，房屋新开工面积累计 0.94 亿平方米，同比-30.5%。2024

年 1-2 月，房屋累计施工面积 66.7 亿平方米，同比-11.0%。

■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2012.27、2415.93、2760.20 亿元，归母净利润分别为 211.80、274.28、346.77 亿元，对应 PE 分别 13、10、8 倍，考虑公司未来成长性，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；终端需求低于预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	175361	201227	241593	276020
增长率(%)	6	15	20	14
归母净利润（百万元）	16816	21180	27428	34677
增长率(%)	4	26	30	26
摊薄每股收益（元）	5.36	6.75	8.74	11.04
ROE(%)	19	19	20	20
P/E	14.33	12.96	10.01	7.92
P/B	2.72	2.50	2.00	1.60
P/S	1.38	1.36	1.14	0.99
EV/EBITDA	9.66	7.78	6.09	5.21

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 本月行情（2024 年 3 月）	7
2、 重要公告（2024 年 3 月-2024 年 4 月）	7
3、 万华化学开工情况和价差指数	8
4、 项目进展	10
5、 聚氨酯板块	17
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	19
5.1.3、 MDI 下游需求情况	22
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	27
6、 石化板块	28
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 9.52%分位 (截至 2024.3.31)	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	9
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 14.75%分位	17
图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 13.67%分位	17
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	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	19
图 15: 煤炭价格	19
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	20
图 20: 聚合 MDI 月度进口量	20
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	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	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)	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	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	24
图 38: 国内氨纶产量	24
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 17.61%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	27
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 13.38%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	29
图 57: 丙烯-石脑油价差	29
图 58: LLDPE 价格	29
图 59: 苯乙烯价格价差	29
图 60: PVC 价格价差 (乙烯法)	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	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 9.43%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 2024 年 3 月-2024 年 4 月重点公告	7
表 2: 万华化学 2024 年 3 月新项目进展	11
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 (2024 年 3 月-2024 年 4 月) 新项目环评情况	17
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 (2024 年 3 月)	21
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 3 月)	26

1、本月行情（2024 年 3 月）

截至 2024 年 3 月 29 日，万华化学收盘价为 82.80 元，相较于 2 月 29 日涨跌幅为 4.09%，基础化工指数涨跌幅为 1.23%，沪深 300 指数涨跌幅为 0.61%。

图 1：万华化学股价（元）



资料来源：wind，国海证券研究所

2、重要公告（2024 年 3 月-2024 年 4 月）

表 1：万华化学 2024 年 3 月-2024 年 4 月重点公告

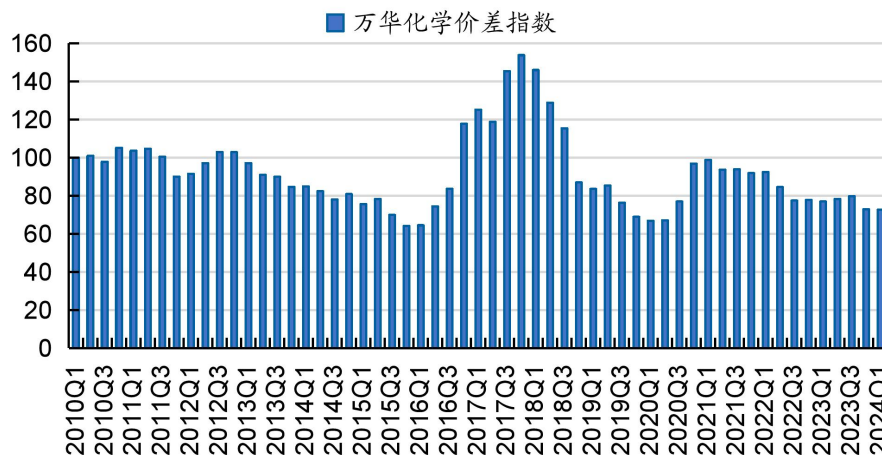
公告日期	标题	内容概要
2024/4/4	福建工业园装置复产公告	福建工业园 40 万吨/年 MDI 装置、25 万吨/年 TDI 装置、40 万吨/年 PVC 装置及相关配套装置于 2024 年 3 月 4 日开始停产检修，截至 4 月 4 日，上述装置停产检修结束，恢复正常生产。
2024/3/19	2023 年年度报告	2023 年公司实现营业收入 1754 亿元，同比增长 6%；实现归母净利润 168 亿元，同比增长 4%；实现扣非归母净利润 164 亿元，同比增长 4%。
2024/3/19	未来三年股东回报规划（2024 年-2026 年）	未来三年（2024-2026 年）公司坚持以现金分红为主，在足额提取法定公积金、任意公积金后，每年以现金方式分配利润应不低于当年实现的可分配利润的 30%。若有股本扩张需要，公司亦可采取股票方式分配股利。
2024/3/19	2023 年年度利润分配方案公告	2023 年公司拟每 10 股派息 16.25 元（含税），合计现金分红 51 亿元，股利支付率为 30.34%。
2024/3/13	关于继续推动公司“提质增效重回报”暨控股股东及一致行动人承诺未来 12 个月不减持的公告	控股股东烟台国丰投资控以及烟台中诚投资、宁波中凯信创业投资对万华化学的战略布局和长期发展充满信心，目前没有减持股份的计划并承诺在未来 12 个月内不会减持所持万华化学的股份。

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

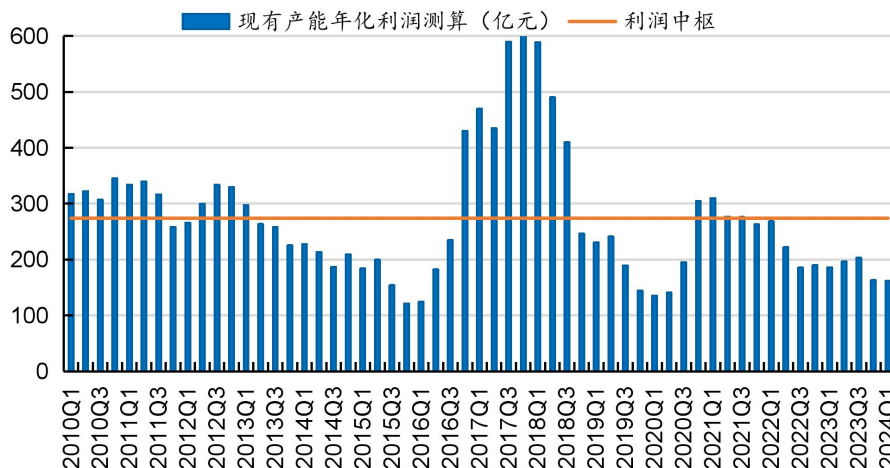
截至 2024 年 3 月 31 日，2024 年 Q1 万华化学价差指数为 72.64，较 2023 年 Q4 下降 0.23；处于历史 9.52%分位数，较 2023 年 Q4 下降 0.25 个百分点。（以 2010 年 Q1 价差为基点）

图 2：万华化学价差指数处于历史 9.52%分位（截至 2024.3.31）



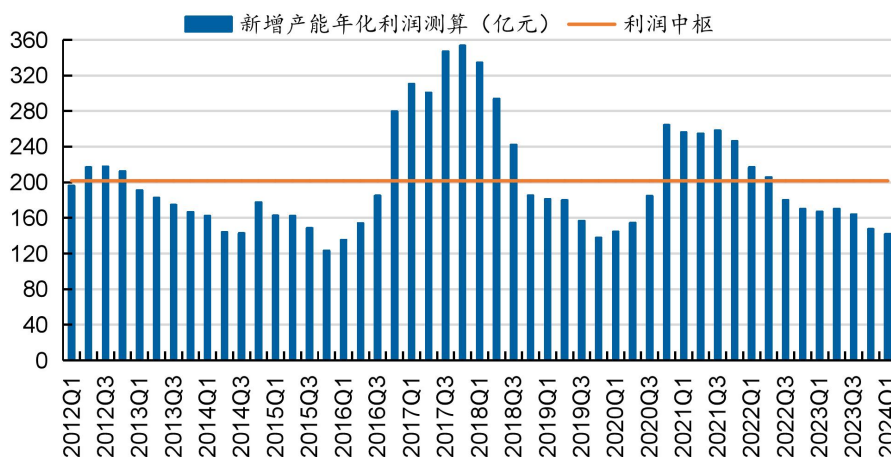
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点）

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

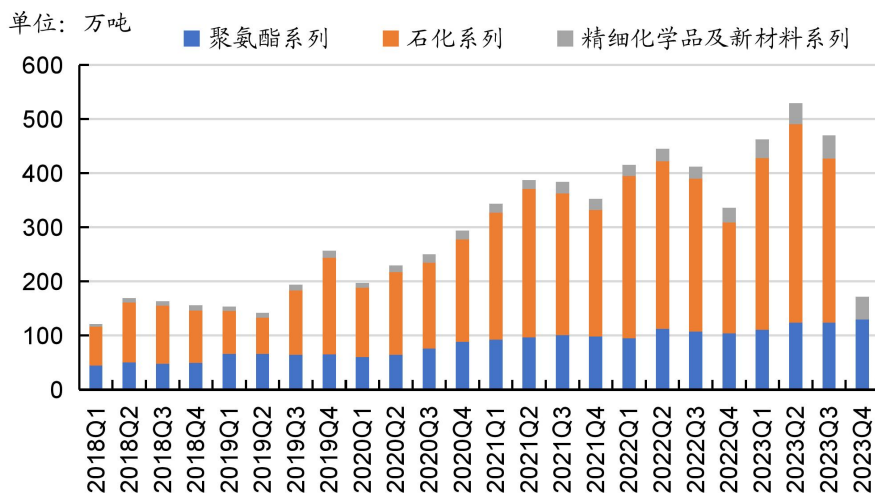


资料来源：wind，国海证券研究所

万华化学近期检修情况：

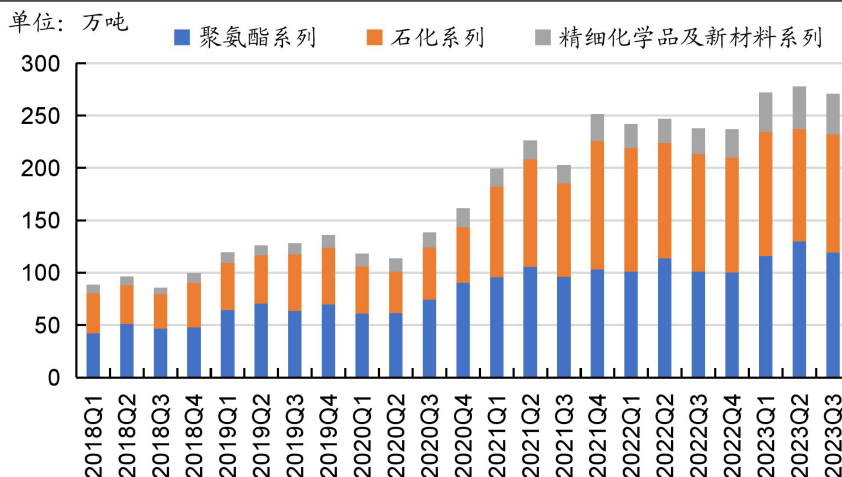
无。

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 注：公司 2023 年 Q4 石化板块销量披露口径发生变化，季度销量数据不具有可比性，因此不列示。

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

2024 年 4 月 8 日，万华化学年产 5 万吨 MS 树脂项目环境影响报告书报批前公示，拟在现有 PMMA 装置项目界区南侧预留空地新建一套 MS 装置，并对 PMMA 公用工程站进行配套改造（新建一套 RTO），产品方案为 5 万吨/年 MS 树脂产品。

2024 年 4 月 7 日，万华化学年产 3 万吨甲基异丁基酮(MIBK)项目环境影响报告书征求意见稿公示，主要建设 3 万吨/年 MIBK 产品的 MIBK 主装置、原料和产品储存的罐组、以及区块总体等。

2024 年 3 月 13 日，万华化学年产 1500 吨高折射 PC 项目在烟台市生态环境局受理公示。

2024 年 3 月 11 日，万华化学集团股份有限公司 3 万吨/年聚氨酯胶粘剂和组合聚醚项目环境影响报告书报批前公示，拟新建 1 座 PU 胶粘剂装置厂房，厂房内新增 5 条 PUR 产线和 4 条聚醚组合料产线，1 座空桶立体库以及相应的公用工程、导热油系统、真空系统和废气处理设施等，部分环保设施和公辅工程依托万华化学现有厂区。

据我们不完全统计，按照 2024 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 2022-2024 年新项目将新增年营收累计 780 亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计 1876 亿元。

表 2：万华化学 2024 年 3 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)	2024 年 均价(元/吨, 含税)	预计 2023 年 营收(亿元)	预计 2024 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	15372	9.52	9.52	9.52	2022 年	精新-新材料
万华化学集团股份有限公司聚醚多元醇装置技改项目	烟台	1.62	聚醚单体	3	9508	2.52	2.52	2.52	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	2.44	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	8.85	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						
万华化学集团股份有限公司珠海项目（华南项目）	珠海	20	组合聚醚	5	9508	4.21	4.21	4.21	2022 年	聚氨酯
万华化学（佛山）容威聚氨酯有限公司聚醚混配改建项目	佛山	0.05	聚醚多元醇	3	9508	2.52	2.52	2.52	2022 年	聚氨酯
万华化学年产 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 高端 TPU 和 MDI 型 普通 TPU	3.3	15372	4.49	4.49	4.49	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	1.33	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	9527	40.47	40.47	40.47	2022/6/1	精新-高性能聚合物

万华化学（宁波）容威聚氨酯有限公司年产 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	9508	14.30	14.30	14.30	2022 年	聚氨酯
			组合料聚醚	10	9508	8.41	8.41	8.41		
年产 4 万吨尼龙 12（PA12）项目	烟台	25.48	尼龙 12	4	150000	53.10	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	4.42	2022 年	精新-功能化学品
万华化学年产 6 万吨新戊二醇项目	烟台		新戊二醇	6	10038	5.33	5.33	5.33	2022 年	石化
年产 14 万吨聚碳酸酯（PC）项目	烟台	11.09	PC	14	468	0.29	0.58	0.58	2023 年	精新-高性能聚合物
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	17351	46.07	92.13	92.13	2023 年	聚氨酯
			改性 MDI	28	18000	22.30	44.60	44.60		精新-功能化学品
			HDI	5	35071	7.76	15.52	15.52		
			HDI 加合物	6	35071	9.31	18.62	18.62		
万华化学福建 40 万吨/年 MDI 项目	福建	56.05	MDI	40	17351	30.71	61.42	61.42	2023 年	聚氨酯
万华化学（福建）有限公司扩建 25 万吨/年 TDI 项目	福建	19.27	TDI	25	16676	18.45	36.89	36.89	2023 年	聚氨酯
万华化学（四川）年产 8 万吨 NMP 项目	眉山		NMP	8	45621	16.15	32.30	32.30	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	6749	5.97	11.95	11.95	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		15.00	30.00		

			2#丁二烯装置	20	8312		7.36	14.71		
			LDPE 装置	25	9116		10.08	20.17		
			POE 装置	40	25000		44.25	88.50		
MMA 一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	17656		6.25	12.50	2024 年	精新-新材料
			MMA	8	13083		4.63	9.26		
			MAA	4	13083		2.32	4.63		
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	2024 年	精新-功能化学品
年产 12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	5	15372		3.40	6.80	2024 年	精新-新材料
9 万吨/年聚氨酯树脂（改性）装置扩能改造项目	珠海	0.62	改性聚氨酯树脂	5	15000		3.32	6.64	2024 年	精新-新兴技术
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	2458		2.18	4.35	2024 年	石化
			BDO	10	9312		4.12	8.24		
万华化学（福建）年产 108 万吨苯胺项目	福建	27.3	苯胺	108	11093		53.01	106.02	2024 年	聚氨酯
万华福建 80 万吨 PVC 项目	福建	46.3	VCM	80	50		0.18	0.36	2024 年	石化
			PVC	80	5800		20.53	41.06		
			25%wt 盐酸	7.52	539		0.18	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		3.60	7.20	2024 年	精新-新兴技术
			CMP Pad 研磨垫	60 万片/年	3000 元/片		9.00	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		17.17	34.34	2024 年	石化
年产 5 万吨磷酸铁锂锂电正极材料一体化项目	眉山		磷酸铁锂	5	90000		19.91	39.82	2024 年	精新-新兴技术
万华化学 3 万吨/年聚氨酯固化剂项目	烟台	4.28	聚氨酯固化剂	3	18000		2.39	4.78	2024 年	聚氨酯
万华化学（福建）大型煤气化有效气综合利用-年产 48 万吨甲醛项目	福建	2.32	甲醛	48	1105		2.35	4.69	2024 年	聚氨酯
万华化学 85 万吨/年	烟台	12.08	聚醚多	85	9508		35.76	71.52	2024 年	聚氨酯

聚醚多元醇扩建项目			元醇							
万华化学 4 万吨聚醚胺项目	烟台	2.97	聚醚胺	4	50000		8.85	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		2.87	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		8.63	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	468			1.24	2025 年	石化
			聚醚多元醇	50	9508			42.07	2025 年	
			丙烯酸	5.17	6072			2.78	2025 年	
			丙烯酸丁酯	16	9344			13.23	2025 年	
			丙烯酸辛酯	2	13002			2.30	2025 年	
			环氧乙烷及衍生物	30	35071			93.11	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
万华化学年产 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
万华化学营养品项目	烟台	14.89	W 酯	1.11	83465			8.20	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
万华化学 10 万吨/年二元醇项目	烟台	17.33	二元醇	10	9312			8.24	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	
万华化学 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	468			0.58	2025 年	精新-高性能聚合物
万华化学年产 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	22385			71.32	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	35071			13.97	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	17351			61.42	2025 年	聚氨酯
万华化学（烟台）石化乙烯法聚氯乙烯生产产线技改项目	烟台	1.90	1,2-二氯乙烯	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	9508			13.46	2025 年	聚氨酯
万华化学（蓬莱）年产 15 万吨碳酸酯项目	蓬莱	11.50	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	蓬莱		丙烯腈	26	9539			21.95	2025 年	精新-高性能聚合物
			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	9344			33.08	2025 年	石化
万华化学 1 万吨/年六氟磷酸锂项目	烟台	9.42	六氟磷酸锂	1	200000			17.70	2025 年	精新-新兴技术
万华化学 10 万吨/年高端 α -烯烃项目	烟台		α -烯烃	10	18000			15.93	2025 年	石化
万华化学 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
万华化学（福建）TDI	福建		TDI	33	16676			48.70	2025 年	聚氨酯

二期扩建 33 万吨/年项目										
万华化学（福建）高盐废水综合利用暨 70 万吨/年离子膜烧碱项目	福建		烧碱	70	842			5.22	2025 年	聚氨酯
万华化学年产 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 及加合物	7	35071			21.73	2025 年	精新-功能化学品
万华化学 1 万吨年亲水性 PU 预聚体项目	烟台		PU 预聚体	1	15000			1.33	2025 年	聚氨酯
万华烟台甲基丙烯酸羟乙酯（HEMA）改扩建项目	烟台		HEMA	1.5	17656			2.34	2025 年	精新-新材料
万华化学（蓬莱）40 万吨/年聚烯烃弹性体项目	烟台		POE	40	25000			88.50	2025 年	石化
万华化学（福建）TDI 一期技改扩能 33 万吨/年项目	福建		TDI	8	16676			11.81	2025 年	聚氨酯
万华化学年产 1500 吨高折射 PC 项目	烟台		PC	0.15					2025 年	精新-高性能聚合物
合计		972.9				318.9	780.2	1876.3		

资料来源：wind，公司公告，相关项目环评，国海证券研究所

注：2024 年产品均价截至 2024 年 4 月 9 日

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
2022-2024 年投资额	166	265	202	633
2022-2025 年投资额	245	440	288	973
2024 年预计营收	307	37	436	780
2025 年及之后预计营收	587	300	990	1876

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

表 4: 万华化学（2024 年 3 月-2024 年 4 月）新项目环评情况

时间	项目名称	环评公示进展
2024/4/8	万华化学年产 5 万吨 MS 树脂项目	环境影响报告书报批前公示
2024/4/7	年产 3 万吨甲基异丁基酮(MIBK)项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/3/13	万华化学年产 1500 吨高折射 PC 项目	烟台市生态环境局受理公示
2024/3/11	万华化学 3 万吨/年聚氨酯胶粘剂和组合聚醚项目	环境影响报告书报批前公示

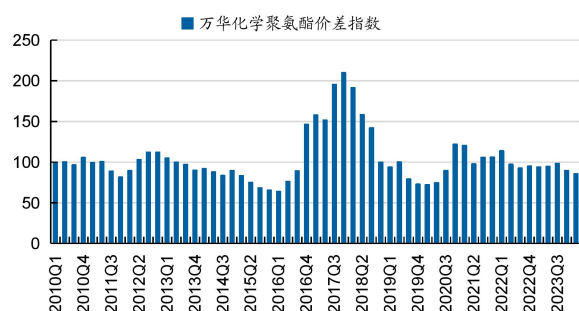
资料来源：公司官网，烟台生态环境局官网，公司公告，国海证券研究所

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

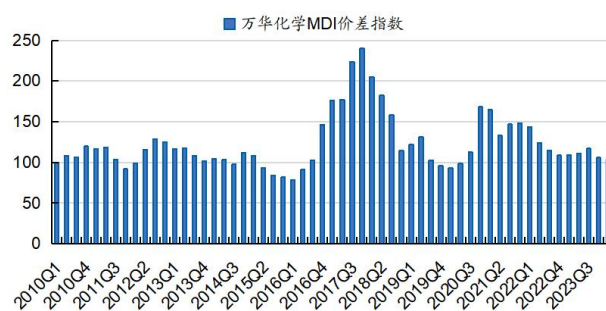
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 3 月 31 日，2024 年 Q1 万华化学聚氨酯板块价差指数为 85.56，较 2023 年 Q4 下滑 4.00；处于历史 14.75%分位数。截至 2024 年 3 月 31 日，2024 年 Q1 万华化学 MDI 价差指数为 100.38，较 2023 年 Q4 下滑 5.51；处于历史 13.67%分位数，较 2023 年 Q4 下滑 3.41 个百分点。

图 7: 万华聚氨酯价差指数处于历史 14.75%分位



资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q1 统计截至 2024.3.31）

图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 13.67%分位

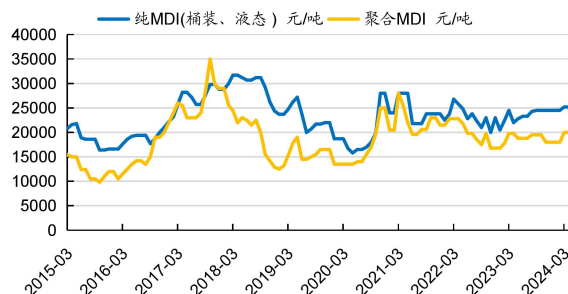


资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q1 统计截至 2024.3.31）

5.1、MDI

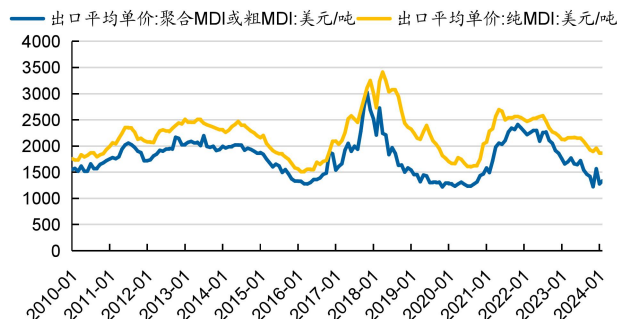
5.1.1、MDI 及主要原材料价格

图 9：万华化学 MDI 挂牌价



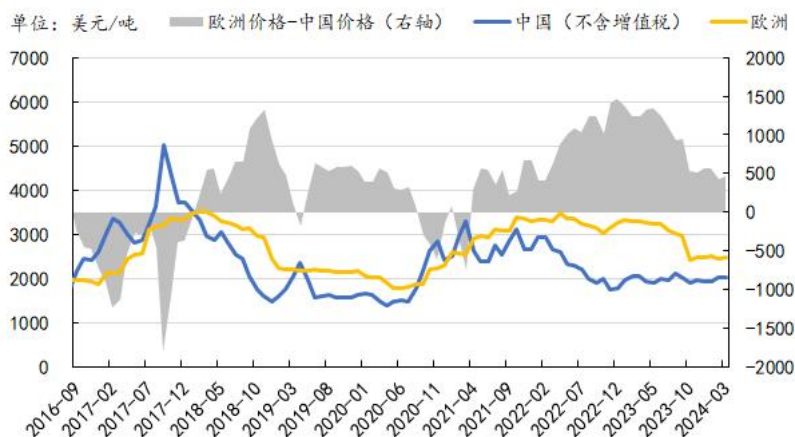
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：MDI 出口价格



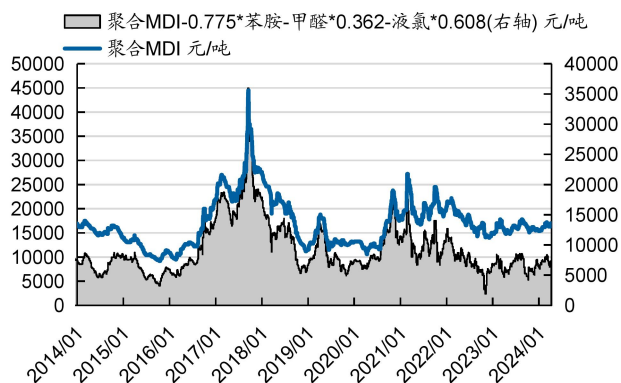
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：中国与欧洲 MDI 价格



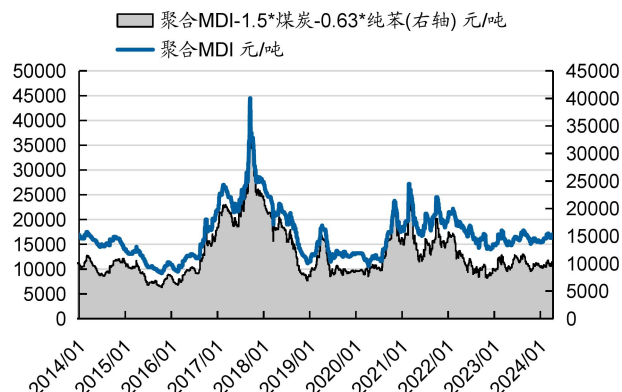
资料来源：Wind，Bloomberg，国海证券研究所

图 12：聚合 MDI 和苯胺价格价差



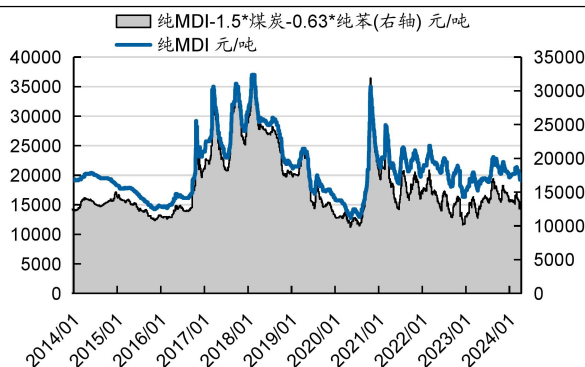
资料来源：wind，国海证券研究所

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

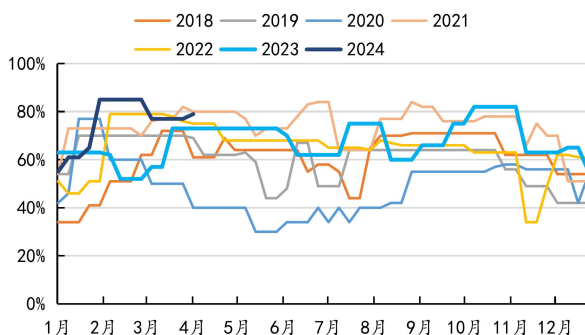
图 15: 煤炭价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

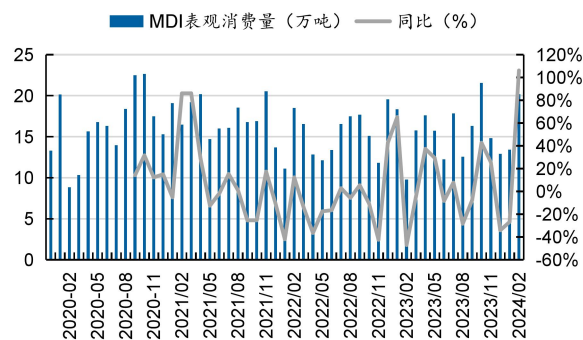
5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



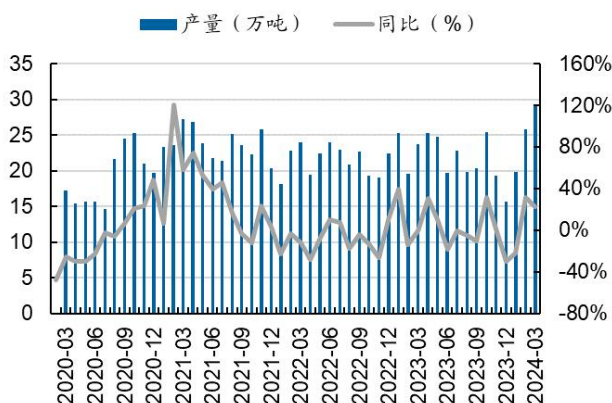
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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



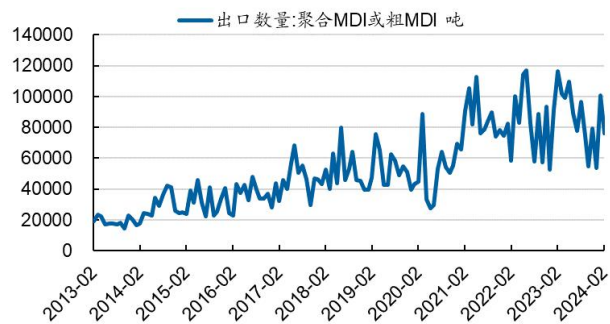
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量（万吨）

时间	山东	浙江	合计
2024/03	7.94	9.08	17.02
2024/02	6.12	7.96	14.08
2024/01	6.54	2.60	9.14
2023/12	6.33	0.49	6.82
2023/11	5.05	3.45	8.50
2023/10	5.02	7.61	12.63
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
2023/01	7.23	7.22	14.46

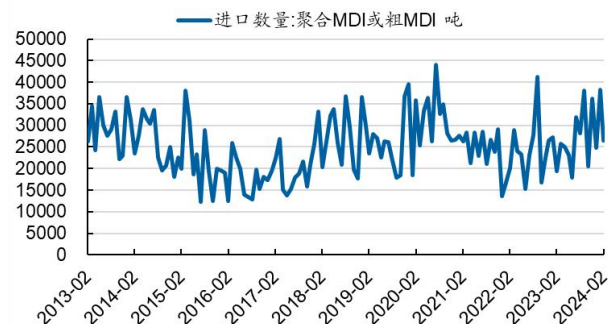
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 19: 聚合 MDI 月度出口量



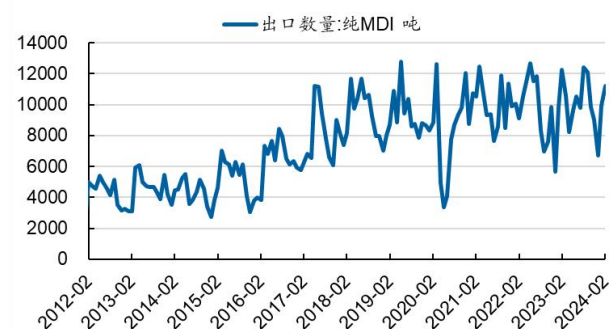
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 聚合 MDI 月度进口量



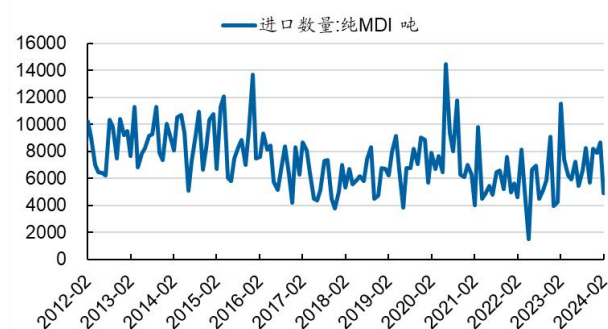
资料来源: wind, 国海证券研究所

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
2024-02	2.13	3.64	5.76
2024-01	4.02	3.60	7.63
2023-12	2.67	0.97	3.64
2023-11	5.76	0.68	6.44
2023-10	3.63	0.90	4.53
2023-09	3.58	2.78	6.37
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
2022-12	1.49	2.72	4.21
2022-11	1.09	5.71	6.80

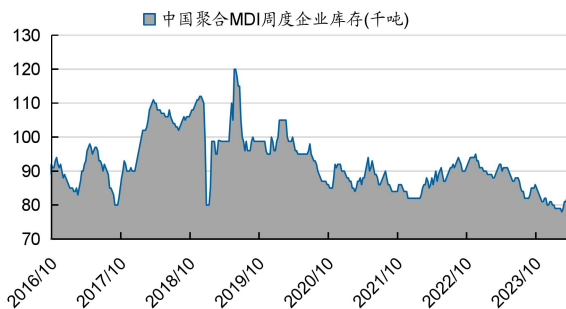
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024-02	0.14	0.70	0.84
2024-01	0.18	0.49	0.67
2023-12	0.27	0.19	0.46
2023-11	0.30	0.40	0.70
2023-10	0.09	0.71	0.80
2023-09	0.07	0.94	1.01
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
2022-12	0.01	0.40	0.41
2022-11	0.02	0.84	0.86

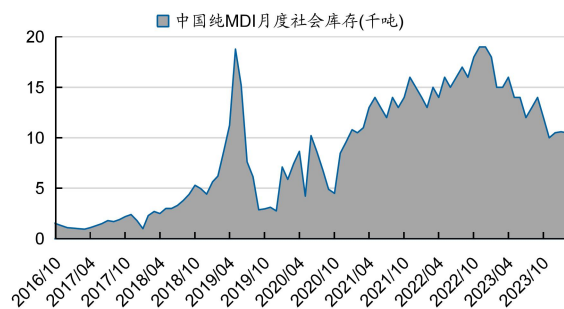
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

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

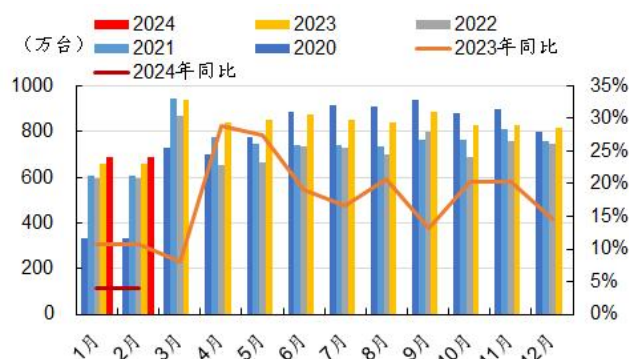
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2024 年 3 月)

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	110	装置正常运行
福建万华	40	3 月 4 日开始停产检修, 预计检修 30 天左右
上海亨斯迈	40	装置正常运行
上海巴斯夫	19	装置正常运行
上海科思创	60	装置正常运行
重启巴斯夫	40	装置正常运行
东曹瑞安	7	装置正常运行
宝思德	40	3 月 26 日因故停车, 预计影响 10 天左右
德国科思创	20	装置低负运行
德国科思创	40	装置低负运行
西班牙科思创	17	装置正常运行
美国科思创	33	装置恢复正常
日本科思创	7	装置正常运行
美国巴斯夫	40	装置正常运行
比利时巴斯夫	65	装置低负运行
韩国巴斯夫	25	2 月 19 日装置故障停车, 重启时间未定
美国亨斯迈	50	装置维持 7 成开工负荷
荷兰亨斯迈	47	装置正常运行
美国陶氏	34	装置正常运行
德国陶氏	19	4 月初计划停车检修, 预计停车一个半月左右
葡萄牙陶氏	18	装置正常运行
沙特陶氏	40	装置正常运行
日本东曹	40	装置低负运行
合计	1016	

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，天天化工网，国海证券研究所

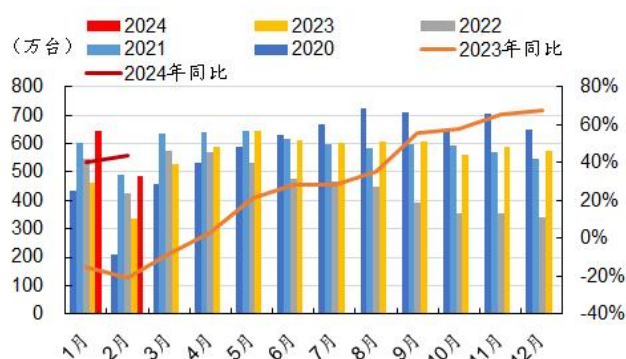
5.1.3、MDI 下游需求情况

图 25：冰箱月度产量



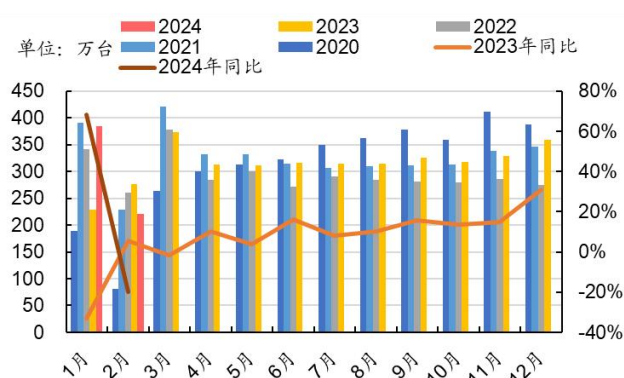
资料来源：wind，国海证券研究所

图 26：冰箱出口数量



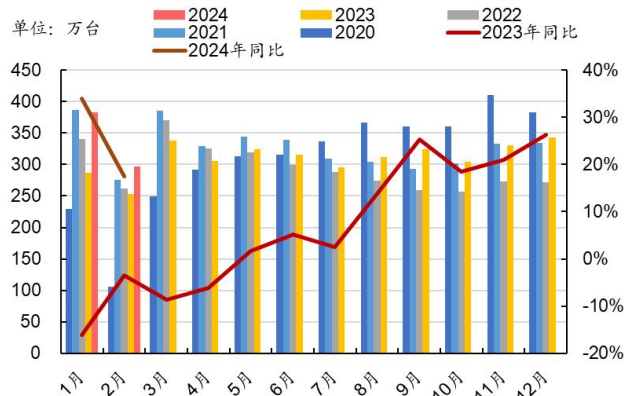
资料来源：wind，国海证券研究所

图 27：冰柜产量



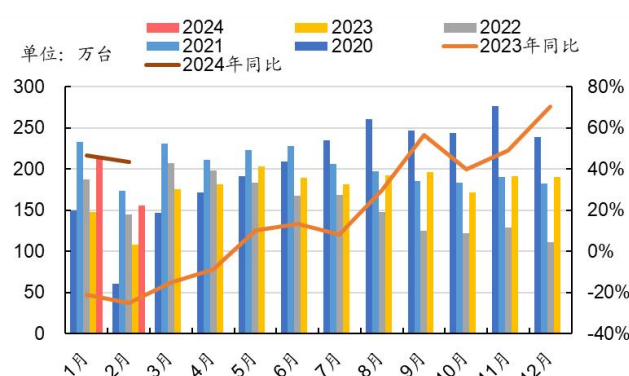
资料来源：wind，ifind，国海证券研究所

图 28：冰柜销量



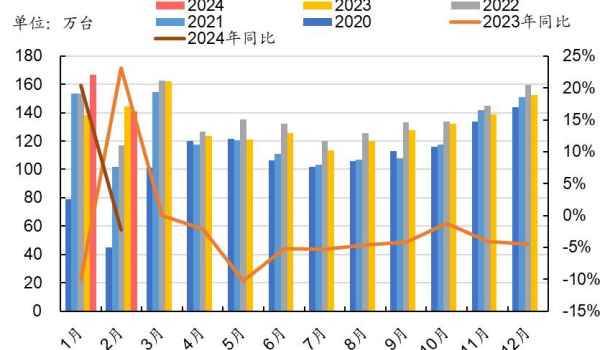
资料来源：wind，ifind，国海证券研究所

图 29：冰柜出口数量



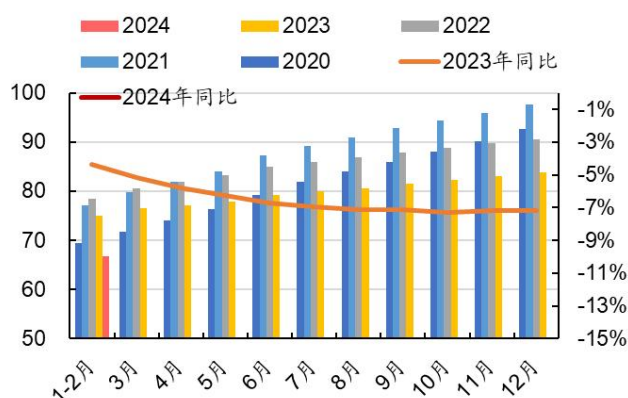
资料来源：wind，ifind，国海证券研究所

图 30：冰柜内销量



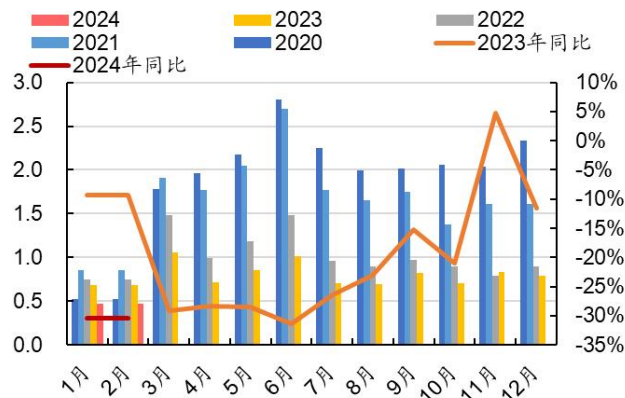
资料来源：wind，ifind，国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



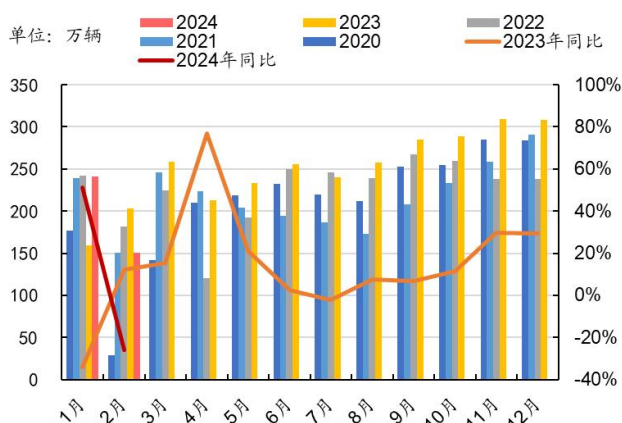
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



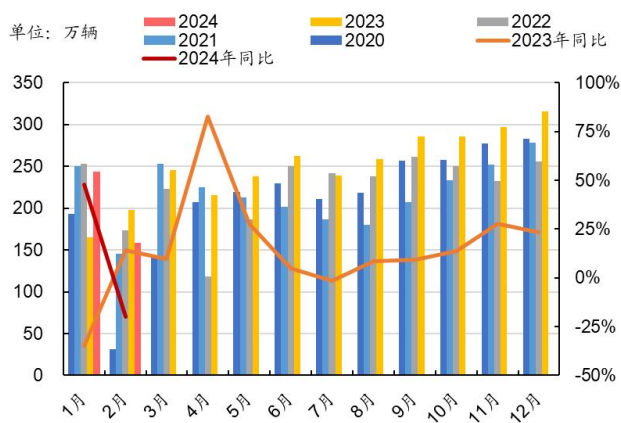
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



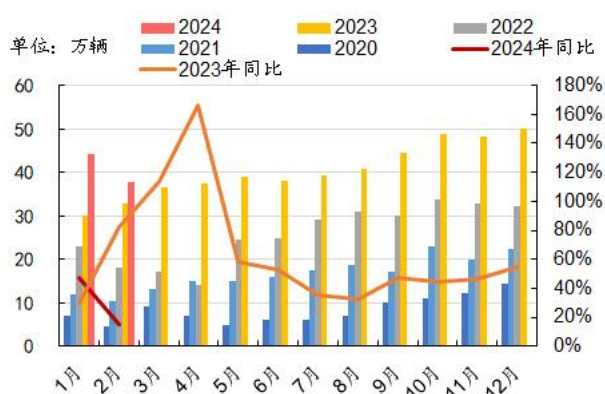
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



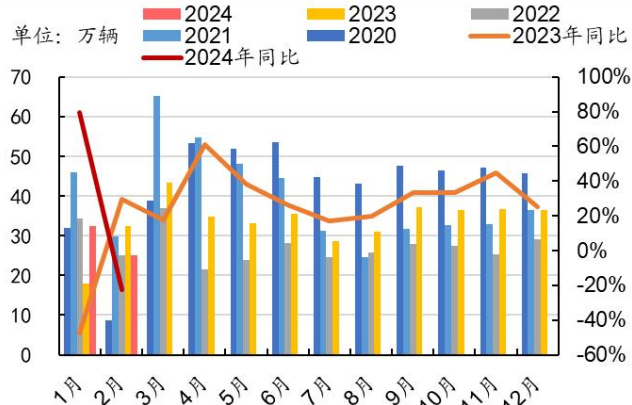
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



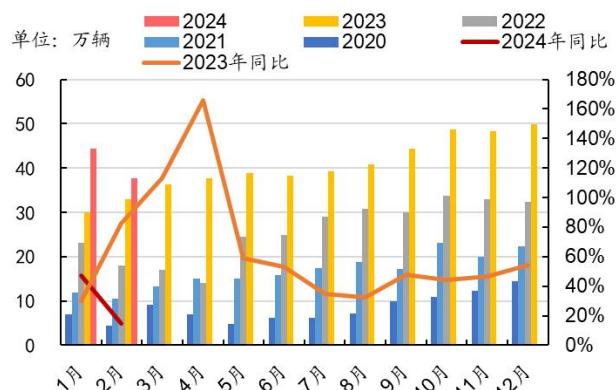
资料来源: wind, 国海证券研究所

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



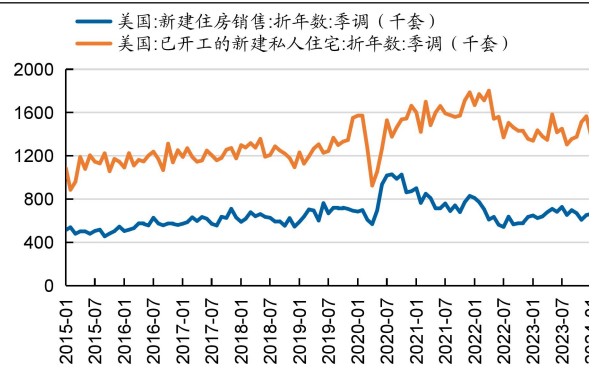
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

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

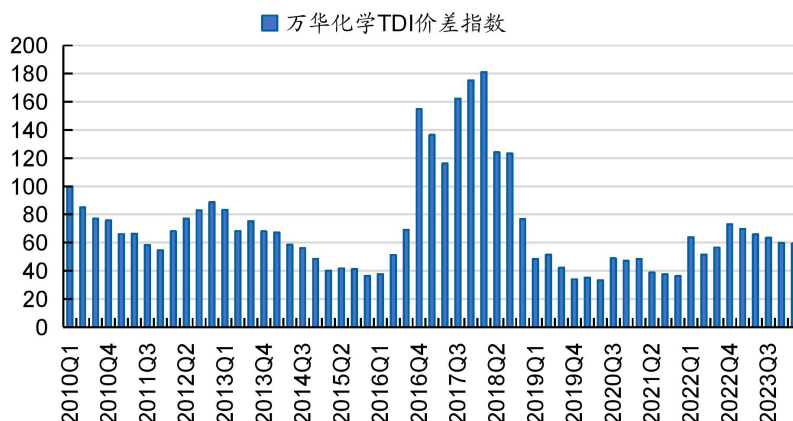


资料来源：wind，国海证券研究所

5.2、TDI

截至2024年3月31日，2024年Q1万华化学TDI价差指数为59.33，较2023年Q4下降0.47；处于历史17.61%分位数，较2023年Q4下降0.32个pct。

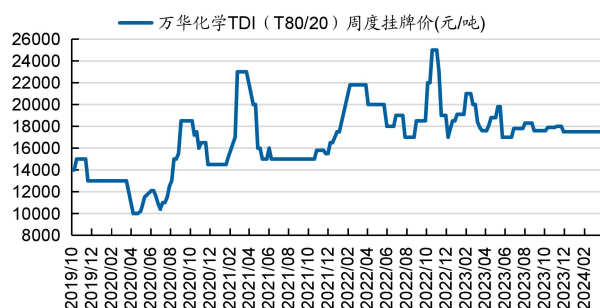
图 41：万华化学TDI价差指数处于历史17.61%分位



资料来源：wind，国海证券研究所（注：以2010年Q1价差为基点，2024Q1统计截至2024.3.31）

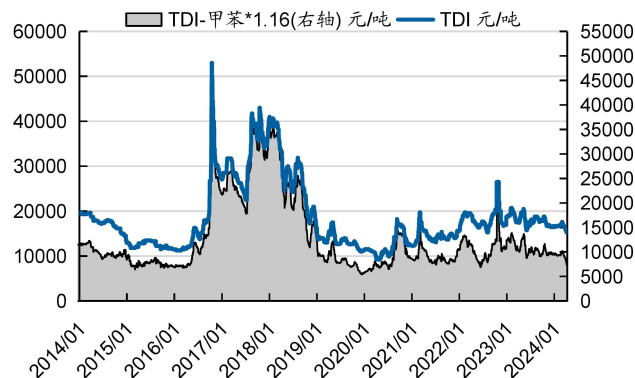
5.2.1、TDI 及主要原材料价格

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

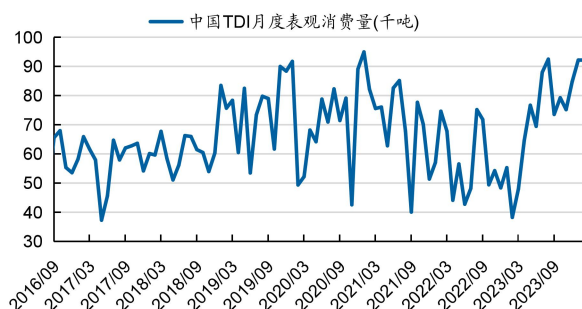
图 43：TDI 和甲苯价差



资料来源：wind，国海证券研究所

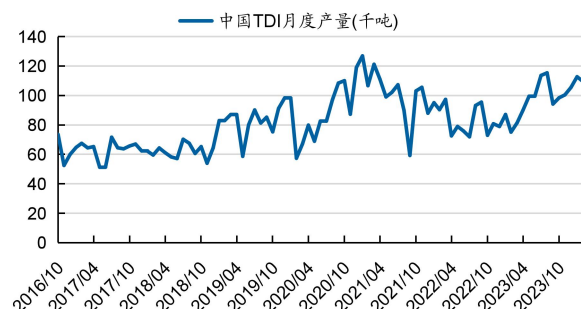
5.2.2、TDI 供需情况

图 44：TDI 月度表观消费量



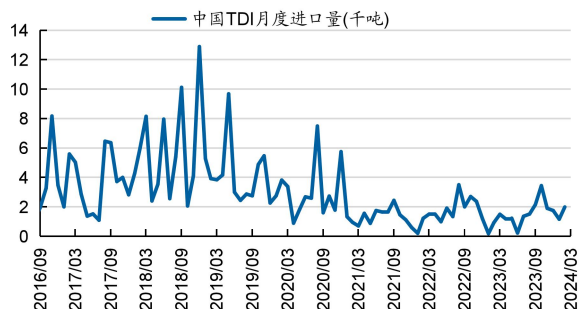
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图 45：TDI 月度产量



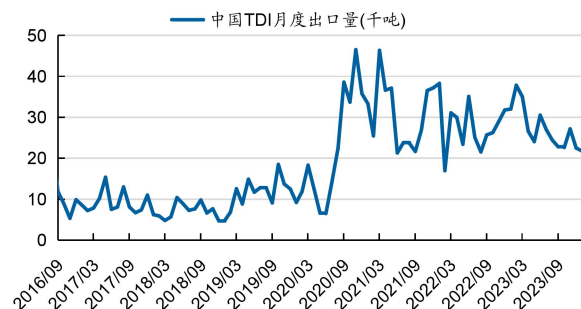
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图 46：TDI 月度进口量



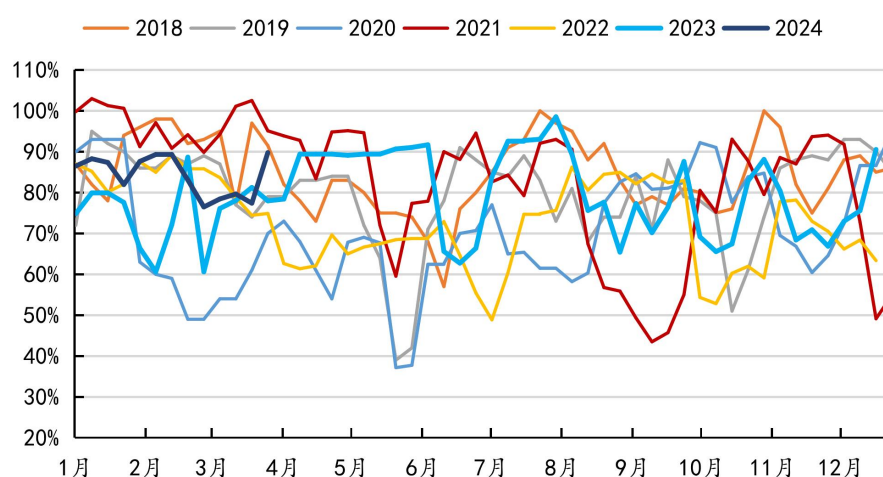
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

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

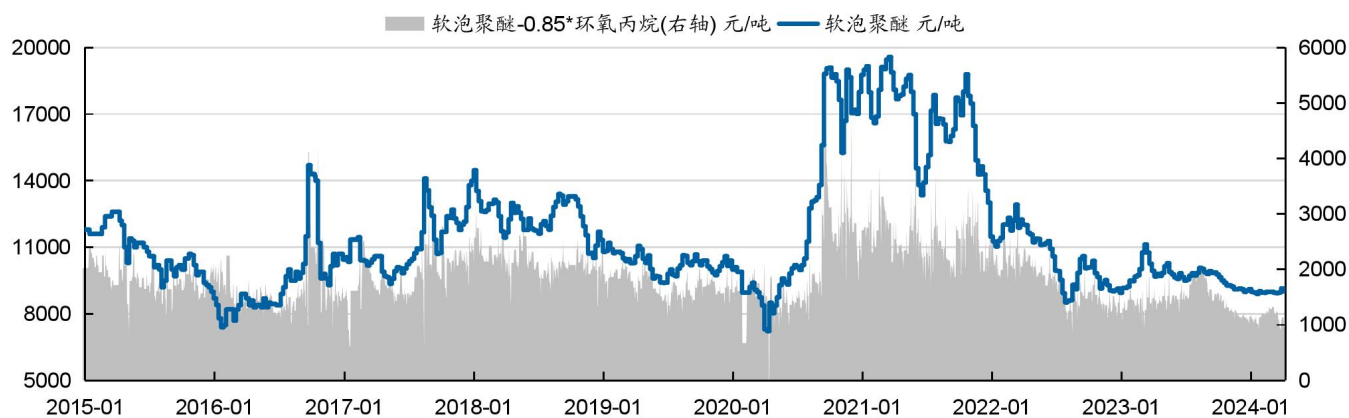
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 3 月)

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	满负荷运行	——
万华化学	30	液相光气法	满负荷运行	——
万华化学福建	25	液相光气法	3、4 停车持续一月	——
上海巴斯夫	16	液相光气法	满负荷运行	——
沧州大化	12	液相光气法	满负荷运行	——
甘肃银光	12	液相光气法	月内曾有单线短停	——
新疆和山巨力	15	液相光气法	高负荷运行	——
合计	141	预计月度开工负荷	77.96%	

资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

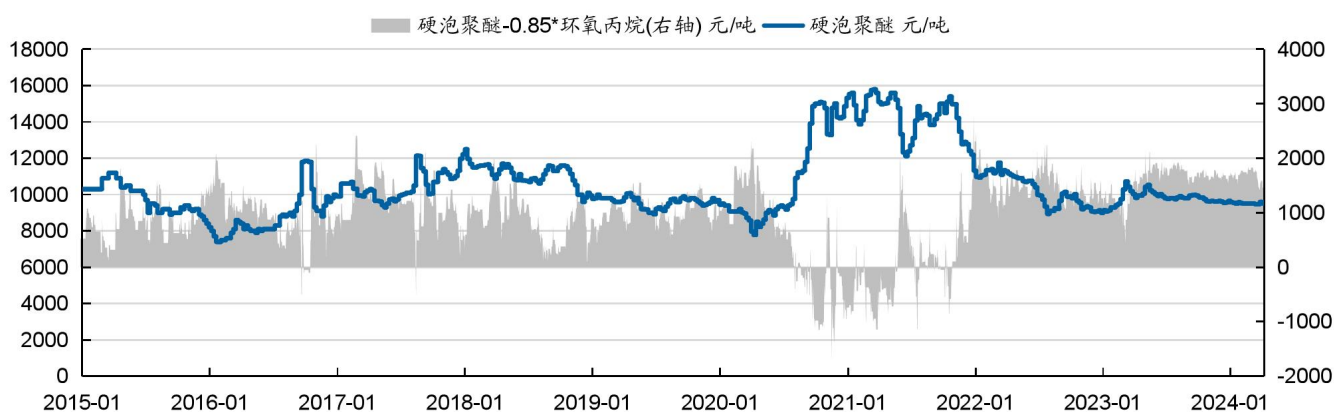
5.3、聚醚价格及供需情况

图 49：软泡聚醚价格及价差



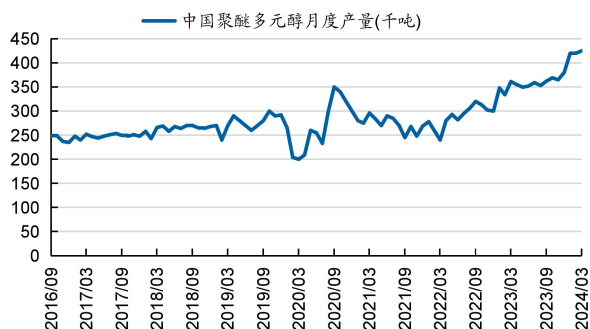
资料来源：wind，国海证券研究所

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

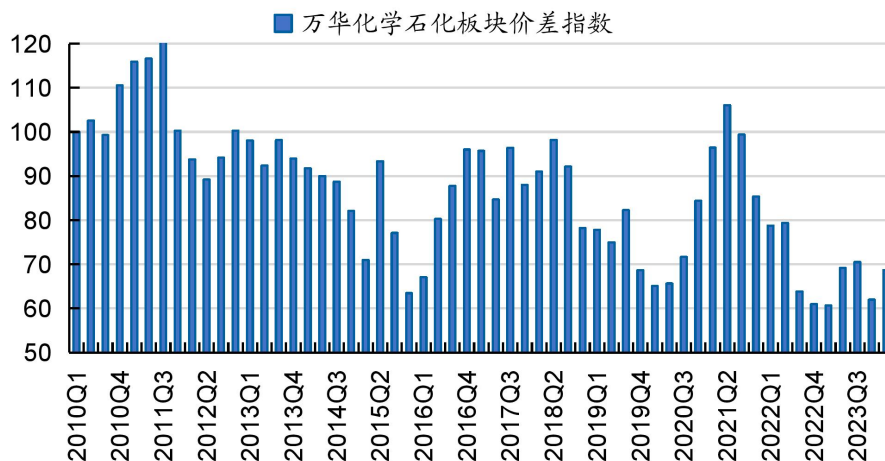


资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

6、石化板块

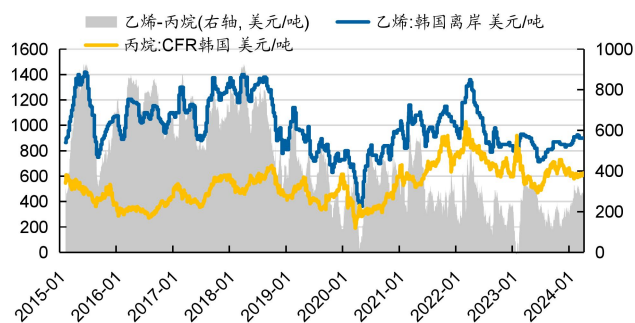
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，计算板块整体价差。截至2024年3月31日，2024年Q1万华化学石化板块价差指数68.67，较2023年Q4上涨6.68；处于历史13.38%分位数，较2023年Q4上升11.14个百分点。

图 53：万华化学石化板块价差指数目前处于历史 13.38%分位



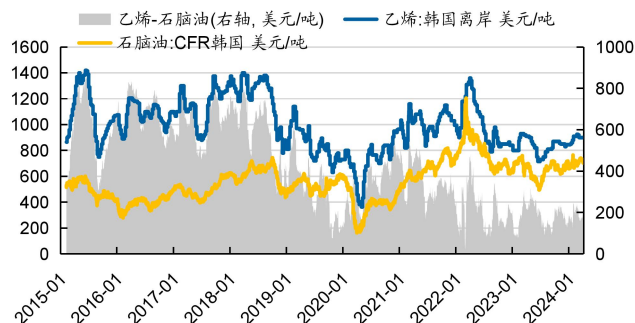
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以2010年Q1价差为基点，2024Q1统计截至2024.3.31）

图 54：乙烯-丙烷价差



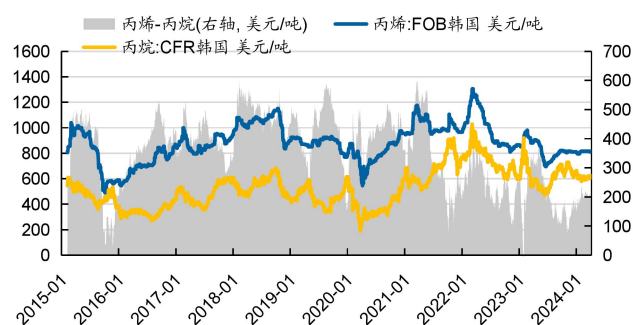
资料来源：wind，国海证券研究所

图 55：乙烯-石脑油价差



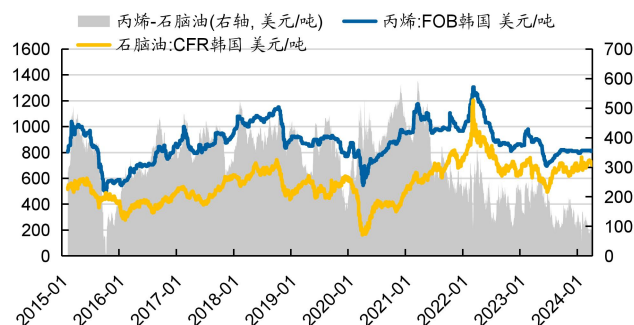
资料来源：wind，国海证券研究所

图 56: 丙烯-丙烷价差



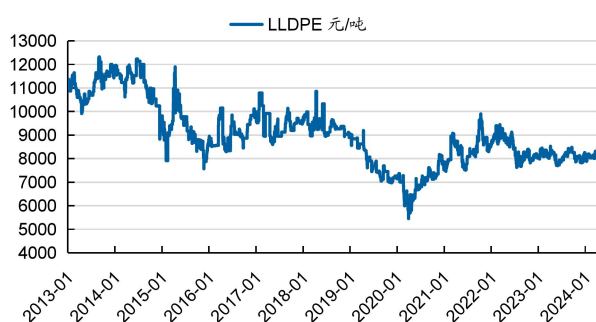
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 57: 丙烯-石脑油价差



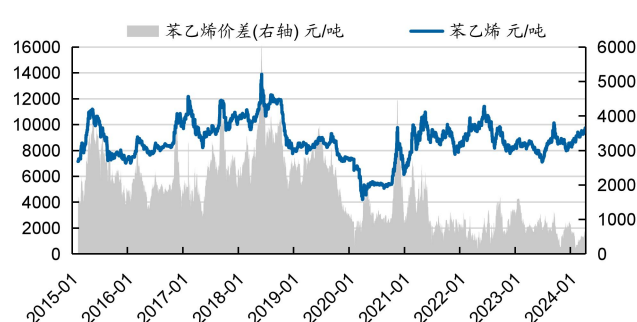
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 58: LLDPE 价格



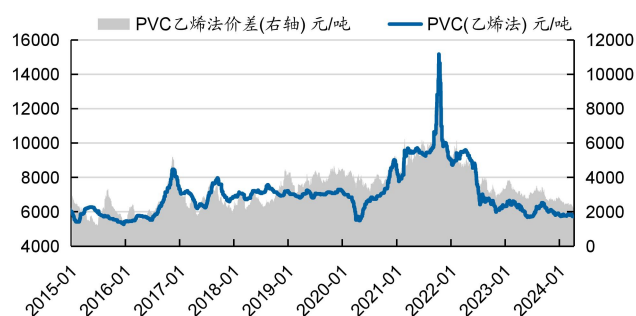
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 59: 苯乙烯价格价差



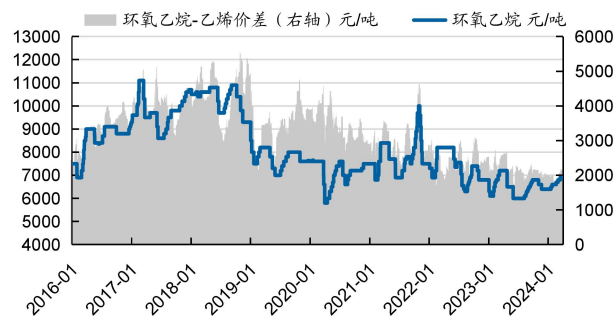
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 60: PVC 价格价差（乙烯法）



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



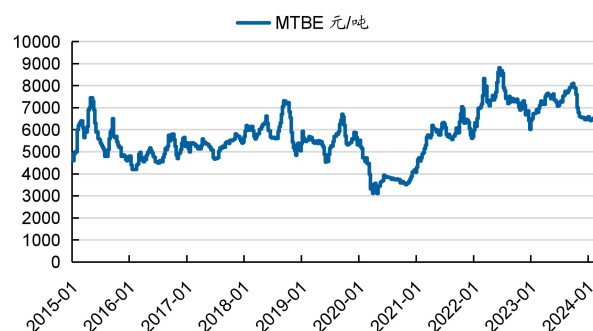
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

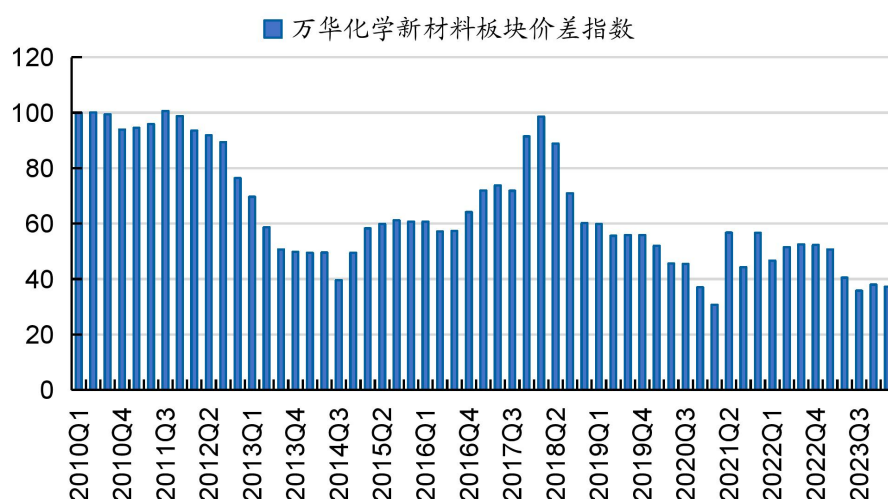


资料来源: wind, 国海证券研究所

7、新材料板块

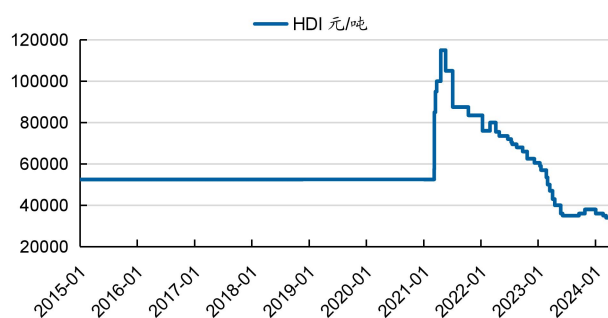
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2024 年 3 月 31 日，2024 年 Q1 万华化学新材料板块价差指数为 37.31，较 2023 年 Q4 下滑 0.69；处于历史 9.43% 分位数，较 2023 年 Q4 下滑 0.98 个百分点。

图 64：万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 9.43% 分位



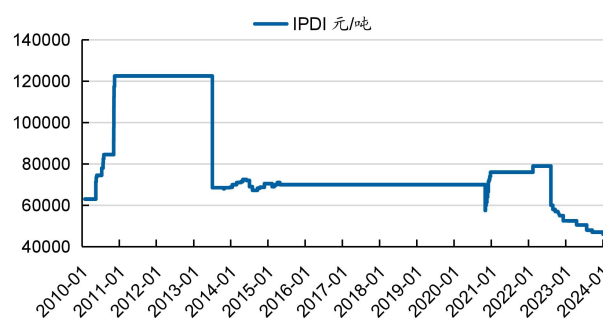
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q1 统计截至 2024.3.31）

图 65：HDI 市场价



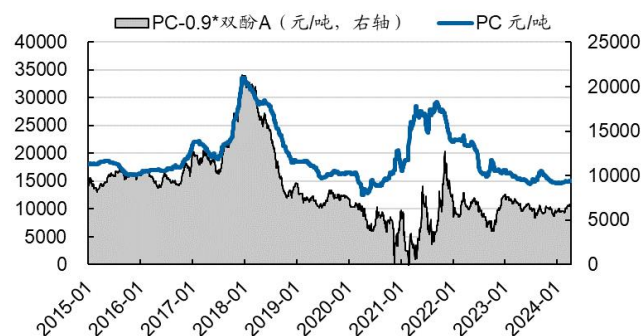
资料来源：wind，国海证券研究所

图 66：IPDI 市场价



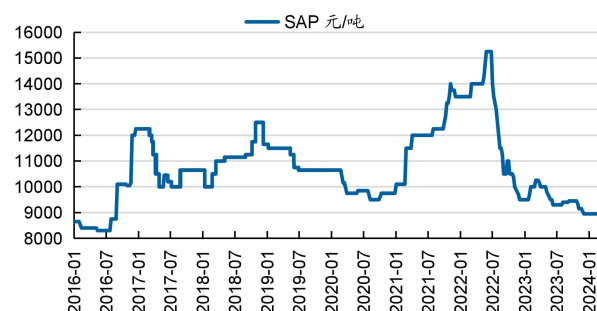
资料来源：wind，国海证券研究所

图 67: PC-0.9*双酚 A 价差



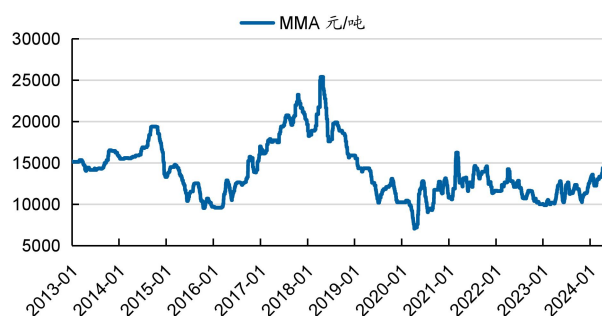
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



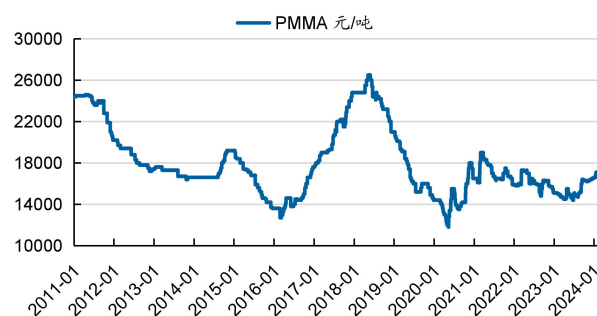
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



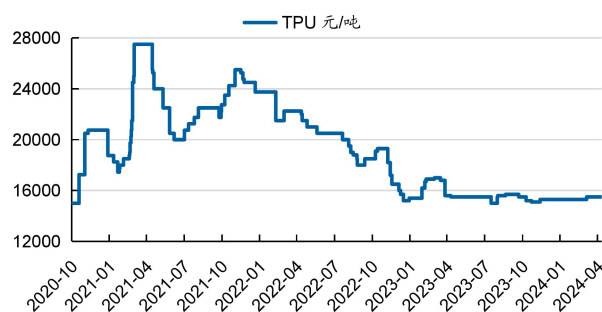
资料来源: wind, 国海证券研究所

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，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2012.27、2415.93、2760.20 亿元，归母净利润分别为 211.80、274.28、346.77 亿元，对应 PE 分别 13、10、8 倍，考虑公司未来成长性，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；

终端需求低于预期：终端房地产、家电行业等需求受整体宏观经济波动的风险。

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309	股价:		86.80	投资评级:	买入		日期:	2024/04/11
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	19%	19%	20%	20%	EPS	5.36	6.75	8.74	11.04
毛利率	17%	18%	19%	20%	BVPS	28.24	34.98	43.72	54.76
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值				
销售净利率	10%	11%	11%	13%	P/E	14.33	12.96	10.01	7.92
成长能力					P/B	2.72	2.50	2.00	1.60
收入增长率	6%	15%	20%	14%	P/S	1.38	1.36	1.14	0.99
利润增长率	4%	26%	30%	26%					
营运能力					利润表（百万元）				
总资产周转率	0.69	0.73	0.78	0.82	营业收入	175361	201227	241593	276020
应收账款周转率	19.18	18.71	18.94	18.83	营业成本	145926	164605	194892	221047
存货周转率	8.49	9.92	9.36	9.77	营业税金及附加	960	1207	1691	1656
偿债能力					销售费用	1346	1504	1933	1932
资产负债率	63%	57%	53%	45%	管理费用	2450	2213	2899	3069
流动比	0.57	0.56	0.64	0.77	财务费用	1676	2383	2257	2242
速动比	0.36	0.35	0.38	0.47	其他费用 / （-收入）	4081	4108	5315	5796
					营业利润	20389	26802	34266	42447
资产负债表（百万元）					营业外净收支	-379	5	9	11
现金及现金等价物	23710	20000	23500	26000	利润总额	20010	26807	34275	42458
应收款项	9144	10752	12754	14660	所得税费用	1710	3565	4559	5647
存货净额	20650	20294	25804	28259	净利润	18300	23242	29717	36811
其他流动资产	8360	8662	9891	10658	少数股东损益	1484	2062	2288	2134
流动资产合计	61864	59708	71948	79577	归属于母公司净利润	16816	21180	27428	34677
固定资产	98764	120975	142038	158863					
在建工程	50455	48805	48621	47906	现金流量表（百万元）				
无形资产及其他	34912	36953	38152	39771	经营活动现金流	26797	37930	58334	41325
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润	16816	21180	27428	34677
资产总计	253040	275045	310550	337282	少数股东损益	1484	2062	2288	2134
短期借款	43526	46395	38860	45895	折旧摊销	11389	18212	21852	24642
应付款项	45594	39687	51146	30886	公允价值变动	-82	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-5351	-5659	4582	-22243
其他流动负债	19537	21339	23202	26348	投资活动现金流	-44830	-41817	-44655	-43220
流动负债合计	108657	107420	113209	103129	资本支出	-43070	-40703	-43791	-42239
长期借款及应付债券	39811	39811	39811	39811	长期投资	-1870	-1708	-1338	-1523
其他长期负债	10118	10118	10118	10118	其他	110	594	473	542
长期负债合计	49929	49929	49929	49929	筹资活动现金流	22809	178	-10178	4395
负债合计	158586	157349	163137	153058	债务融资	33887	2868	-7534	7035
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	76	0	0	0
股东权益	94454	117696	147413	184224	其它	-11154	-2691	-2644	-2639
负债和股东权益总计	253040	275045	310550	337282	现金净增加额	4684	-3710	3500	2500

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。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

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。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

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。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【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视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。