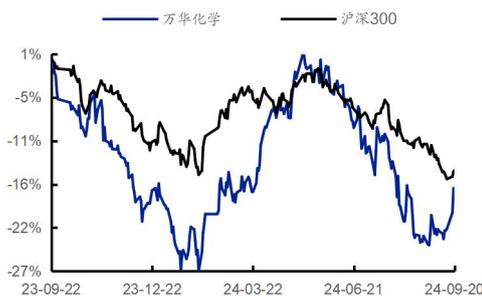


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

聚合 MDI 价格上涨, 烟台 MDI 和 TDI 装置复产

——万华化学 (600309) 2024 年 8 月月报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/09/20

表现	1M	3M	12M
万华化学	9.2%	-9.3%	-15.3%
沪深 300	-4.0%	-8.6%	-13.6%

市场数据

2024/09/20

当前价格 (元)	75.67
52 周价格区间 (元)	66.78-93.79
总市值 (百万)	237,584.63
流通市值 (百万)	237,584.63
总股本 (万股)	313,974.66
流通股本 (万股)	313,974.66
日均成交额 (百万)	1,002.33
近一月换手 (%)	0.35

相关报告

《万华化学 (600309) 深度报告: 聚氨酯优势加强, 新材料接力成长——系列深度之五 (买入) *化学制品*董伯骏, 李永磊》——2024-08-20

《万华化学 (600309) 公司动态研究: 海外 MDI 装置不可抗力频发, 万华大乙烯装置拟进行原料多元化改造 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏》——2024-06-14

《万华化学 (600309) 点评报告: Q1 业绩持续提升, 新项目丰富支撑未来成长 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏》——2024-04-21

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 s 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。

■ 2024Q3 万华化学价差指数处于历史 8.79%分位数

截至 2024 年 9 月 18 日, 2024 年 Q3 万华化学价差指数为 71.99, 较 2024 年 Q2 上升 0.42 (以 2010 年 Q1 价差为基点), 处于历史 8.79%分位数。考虑到价差略有改善, 预计 Q3 归母净利润 41 亿元。

其中, 截至 9 月 18 日, 万华化学聚氨酯板块 Q3 价差指数为 85.75, 较 2024Q2 上升 3.24, 处于历史 14.88%分位数。截至 2024 年 9 月 18 日, 万华化学 Q3 石化板块价差指数 66.48, 较 2024Q2 下降 3.38, 处于历史 9.73%分位数。截至 2024 年 9 月 18 日, 万华化学 Q3 新材料板块价差指数为 36.77, 较 2024Q2 下降 1.80, 处于历史 8.65%分位数。

■ 重点项目进展

2024 年 9 月 5 日, 万华化学 (福建) 有限公司万华福建工业园 MDI 一体化配套项目-48 万吨/年甲醛项目环境影响评价信息第二次公示。

2024 年 8 月 20 日, 万华化学集团股份有限公司甲烷-二氧化碳联合重整

《万华化学（600309）2024年3月月报：福建工业园MDI等装置复产，下游家电需求逐渐复苏（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2024-04-12
《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

工业化试验项目环境影响报告书报批前公示。

2024年8月12日，万华化学（福建）有限公司TDI一期技改扩能36万吨/年项目环境影响评价信息第二次公示。

2024年8月9日，万华化学集团股份有限公司甲烷-二氧化碳联合重整工业化试验项目环境影响报告书征求意见稿公示。

2024年8月2日，万华化学（烟台）石化有限公司100万吨/年乙烯装置原料多元化改造项目环境影响报告书报批前公示。

■ MDI 价格价差

2024年8月，聚合MDI均价17455元/吨，同比+0.17%，环比+0.74%；纯MDI均价19031元/吨，同比-14.81%，环比+5.25%。2024年9月18日，聚合MDI价格18200元/吨，纯MDI价格18450元/吨。

2024年8月，聚合MDI与煤炭、纯苯平均价差10832元/吨，同比-4.15%，环比+2.16%；纯MDI平均价差12407元/吨，同比-23.47%，环比+9.25%。2024年9月18日，聚合MDI与煤炭、纯苯价差11663元/吨，纯MDI价差11913元/吨。

据天天化工网和百川盈孚，2024年以来，海外MDI装置非计划内停产频发，包括：1）美国巴斯夫40万吨装置4月11日不可抗力停产；2）美国科思创33万吨装置4月底不可抗力停车；3）美国陶氏34万吨装置5月21日不可抗力停产；4）韩国锦湖三井于7月23日故障停车；5）荷兰亨斯迈47万吨/年MDI装置于8月5日被宣布不可抗力。此外，海外部分MDI装置处于低负荷，1-7月国内聚合MDI出口量合计72.24万吨，同比增长5.5%。

■ 下游冰箱出口量同比提升，房地产新开工同比下滑

2024年7月，国内家用电冰箱产量830万台，同比-3.0%；2024年7月，家用电冰箱出口量693万台，同比+14.9%。

2024年7月，国内冷柜产量311万台，同比-1.3%；2024年7月，国内冷柜销量319.0万台，同比+7.9%。

2024年8月，国内汽车产量249.2万辆，同比-3.2%；2024年8月，国内汽车销量245.3万辆，同比-5.0%。

2024年8月，房屋新开工面积累计4.95亿平方米，同比-22.5%。2024年8月，房屋累计施工面积70.94亿平方米，同比-12.0%。

■ 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 2024/2025/2026 年营业收入分别为 1906、2305、2618 亿元,归母净利润分别为 180、236、297 亿元,对应 PE 分别 13、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; 终端需求低于预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175361	190616	230538	261770
增长率(%)	6	9	21	14
归母净利润(百万元)	16816	17957	23550	29706
增长率(%)	4	7	31	26
摊薄每股收益(元)	5.36	5.72	7.50	9.46
ROE(%)	19	18	21	22
P/E	14.33	13.23	10.09	8.00
P/B	2.72	2.38	2.08	1.79
P/S	1.38	1.25	1.03	0.91
EV/EBITDA	9.66	7.58	6.05	4.85

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 8 月）	7
2、 重要公告（2024 年 8 月-2024 年 9 月）	7
3、 万华化学开工情况和价差指数	9
4、 项目进展	11
5、 聚氨酯板块	17
5.1、 MDI	17
5.1.1、 MDI 及主要原材料价格	17
5.1.2、 MDI 供需情况	19
5.1.3、 MDI 下游需求情况	21
5.2、 TDI	24
5.2.1、 TDI 及主要原材料价格	25
5.2.2、 TDI 供需情况	25
5.3、 聚醚价格及供需情况	26
6、 石化板块	28
7、 新材料板块	30
8、 盈利预测与评级	32
9、 风险提示	32

图表目录

图 1: 万华化学股价 (元)	7
图 2: 2024Q3 万华化学价差指数处于历史 8.79%分位 (截至 2024.9.18)	9
图 3: 万华化学现有产能年化利润测算	9
图 4: 万华化学新增产能年化利润测算	10
图 5: 万华化学季度销量	10
图 6: 万华化学季度产量	11
图 7: 2024Q3 万华化学聚氨酯价差指数处于历史 14.88%分位	17
图 8: 2024Q3 万华化学 MDI 价差指数处于历史 20.28%分位	17
图 9: 万华化学 MDI 挂牌价	17
图 10: MDI 出口价格	17
图 11: 中国与欧洲 MDI 价格	18
图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差	18
图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差	18
图 14: 纯 MDI 和纯苯价差	18
图 15: 煤炭价格	18
图 16: MDI 周度开工负荷	19
图 17: MDI 月度表观消费量	19
图 18: MDI 月度产量	19
图 19: 聚合 MDI 月度出口量	19
图 20: 聚合 MDI 月度进口量	19
图 21: 纯 MDI 月度出口量	20
图 22: 纯 MDI 月度进口量	20
图 23: 聚合 MDI 周度库存	20
图 24: 纯 MDI 月度库存	20
图 25: 冰箱月度产量	21
图 26: 冰箱出口数量	21
图 27: 冰柜产量	22
图 28: 冰柜销量	22
图 29: 冰柜出口数量	22
图 30: 冰柜内销量	22
图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)	22
图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)	22
图 33: 国内汽车产量	23
图 34: 国内汽车销量	23
图 35: 国内汽车出口数量	23
图 36: 国内商用车销量	23
图 37: 国内货车销量	23
图 38: 国内氨纶产量	23
图 39: 美国成屋销售量	24
图 40: 美国新建住房销量及新建私人住宅量	24
图 41: 2024Q3 万华化学 TDI 价差指数处于历史 5.58%分位	24
图 42: 万华化学 TDI 周度挂牌价	25
图 43: TDI 和甲苯价差	25
图 44: TDI 月度表观消费量	25

图 45: TDI 月度产量	25
图 46: TDI 月度进口量	25
图 47: TDI 月度出口量	25
图 48: TDI 周度开工负荷	26
图 49: 软泡聚醚价格及价差	26
图 50: 硬泡聚醚价格及价差	27
图 51: 聚醚多元醇月度产量	27
图 52: 聚醚月度表观消费量	27
图 53: 2024Q3 万华化学石化板块价差指数处于历史 9.73%分位	28
图 54: 乙烯-丙烷价差	28
图 55: 乙烯-石脑油价差	28
图 56: 丙烯-丙烷价差	28
图 57: 丙烯-石脑油价差	28
图 58: LLDPE 价格	29
图 59: 苯乙烯价格价差	29
图 60: PVC 价格价差 (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	29
图 63: MTBE 价格	29
图 64: 2024Q3 万华化学新材料板块价差指数处于历史 8.65%分位	30
图 65: HDI 市场价	30
图 66: IPDI 市场价	30
图 67: PC-0.9*双酚 A 价差	31
图 68: SAP 市场价	31
图 69: MMA 市场价	31
图 70: PMMA 市场价	31
图 71: TPU 价格	31
图 72: 三元正极材料价格	31
表 1: 万华化学 2024 年 8 月-2024 年 9 月重点公告	7
表 2: 万华化学 2024 年 8 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)	15
表 4: 万华化学 (2024 年 8 月-2024 年 9 月) 新项目环评情况	16
表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)	19
表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)	20
表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)	20
表 8: 全球 MDI 装置动态 (截至 2024 年 9 月 12 日)	21
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 8 月)	26

1、本月行情（2024 年 8 月）

截至 2024 年 8 月 31 日，万华化学收盘价为 73.00 元，相较于 7 月 31 日涨跌幅为-2.87%，基础化工指数涨跌幅为-4.18%，沪深 300 指数涨跌幅为-3.51%。

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 8 月-2024 年 9 月）

表 1：万华化学 2024 年 8 月-2024 年 9 月重点公告

公告日期	标题	内容概要
2024/9/10	关于 2024 年二季度末累计新增借款超过上年末净资产 20%的公告	公司 2023 年末净资产规模 944.54 亿元，2024 年上半年累计新增借款金额 222.47 亿元，累计新增借款占上年末净资产的比例达到 23.55%
2024/9/10	烟台产业园 MDI、TDI 等一体化装置复产的公告	烟台产业园 MDI（110 万吨/年）、TDI（30 万吨/年）等一体化装置及相关配套装置于 2024 年 7 月 16 日开始停产检修。截至 9 月 10 日，上述装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。
2024/9/10	关于持股 5%以上股东部分股份解除质押公告	公司股东 Prime Partner International Limited 持有万华化学股份 1.73 亿股，占公司总股本比例 5.51%，本次股份解除质押业务办理完成后，Prime Partner International Limited 累计质押 1.02 亿股。
2024/9/3	关于子公司匈牙利宝思德化学公司装置复产的公告	匈牙利宝思德化学公司（BorsodChem Zrt.）MDI（40 万吨/年）、TDI（25 万吨/年）等一体化装置及相关配套装置于 2024 年 7 月 16 日开始陆续停产检修。截至 9 月 3 日，上述装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。
2024/8/23	烟台产业园 PDH 装置停产检修公告	按照年度检修计划，公司烟台产业园 75 万吨/年 PDH 等装置将于 2024 年 8 月 25 日开始停产检修，预计检修 45 天左右
2024/8/13	2024 年半年度利润分配方案公告	2024 年上半年可供股东分配的利润为 519.44 亿元。此次利润分配方案：以 2024 年 6 月 30 日总股本 31.4 亿股为基数，用可供股东分配的利润向全体股东每 10 股派发 5.2 元现金红利(含税)，共计分配利润总额为 16.33 亿元，剩余未分配利润 503.11 亿元结

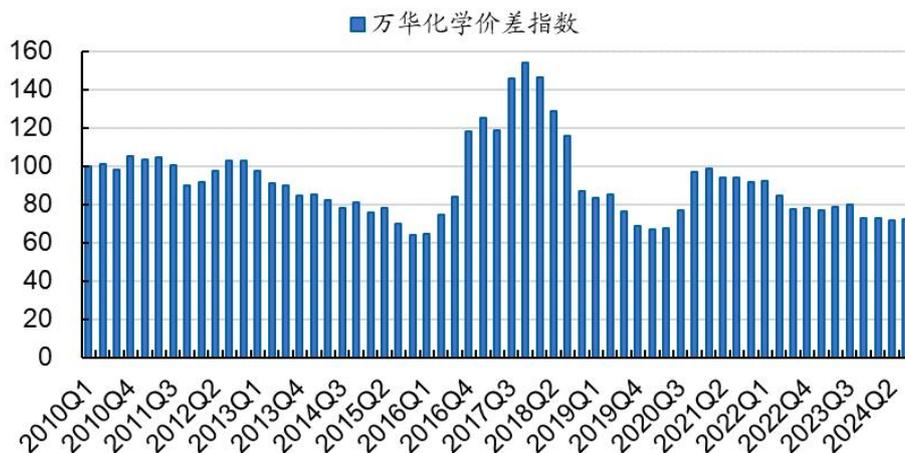
		转以后分配。
2024/8/13	2024 年半年度主要经营数据公告	2024 年上半年，公司聚氨酯系列产品实现产量 283 万吨，销量 269 万吨，销售收入 354.55 亿元；石化系列产品实现产量 277 万吨，销量 275 万吨，销售收入 395.75 亿元；精细化学品及新材料系列产品实现产量 100 万吨，销量 92 万吨，销售收入 129.79 亿元。
2024/8/12	2024 年半年度报告	2024 年上半年，公司实现营业收入 970.67 亿元，同比增长 10.77%；实现归母净利润 81.74 亿元，同比减少 4.6%；实现扣非归母净利润 80.99 亿元，同比减少 2.54%。
2024/8/2	万华化学关于持股 5%以上股东部分股份质押公告	公司股东 Prime Partner International Limited 持有万华化学股份 1.73 亿股，占公司总股本比例 5.51%，本次股份质押业务办理完成后，Prime Partner International Limited 累计质押股份 1.13 亿股，占其持股数量比例 65.55%。

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

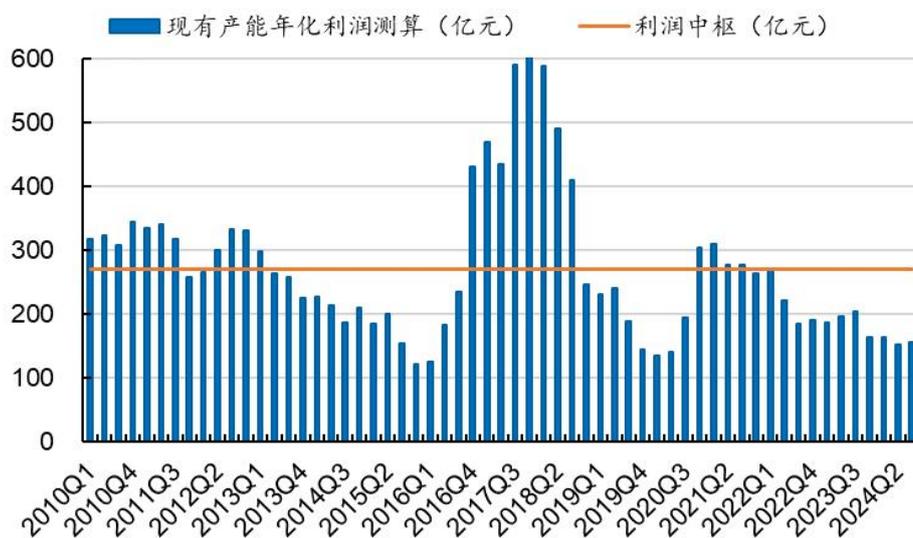
截至 2024 年 9 月 18 日，2024 年 Q3 万华化学价差指数为 71.99，较 2024 年 Q2 上升 0.42（以 2010 年 Q1 价差为基点），处于历史 8.79%分位数。考虑到价差略有改善，预计 Q3 归母净利润 41 亿元。

图 2：2024Q3 万华化学价差指数处于历史 8.79%分位（截至 2024.9.18）



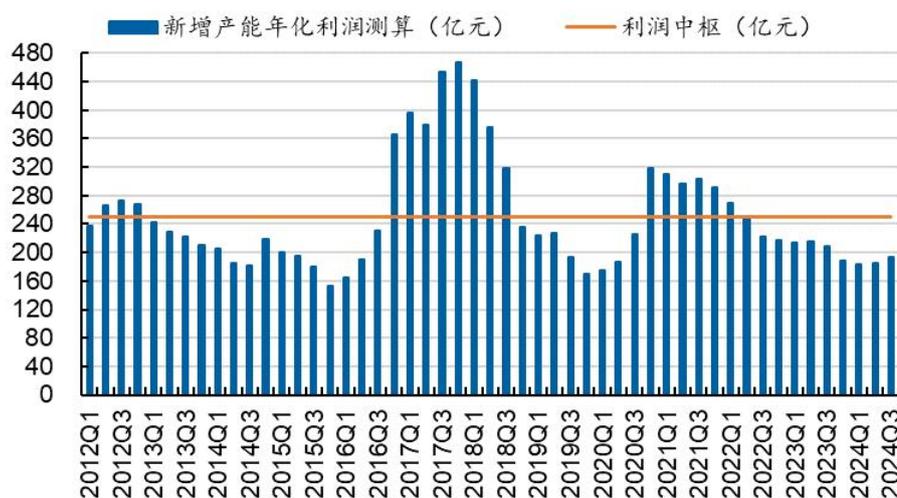
资料来源：Wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点）

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

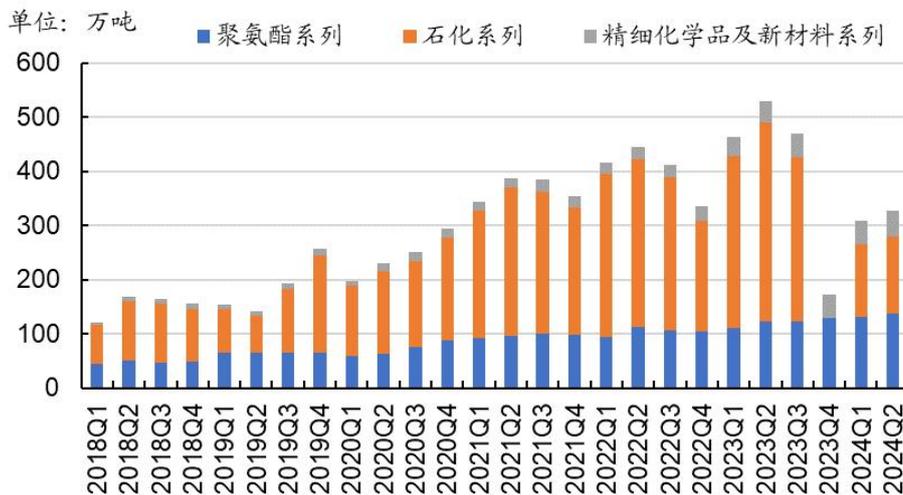


资料来源: Wind, 国海证券研究所

万华化学近期检修情况:

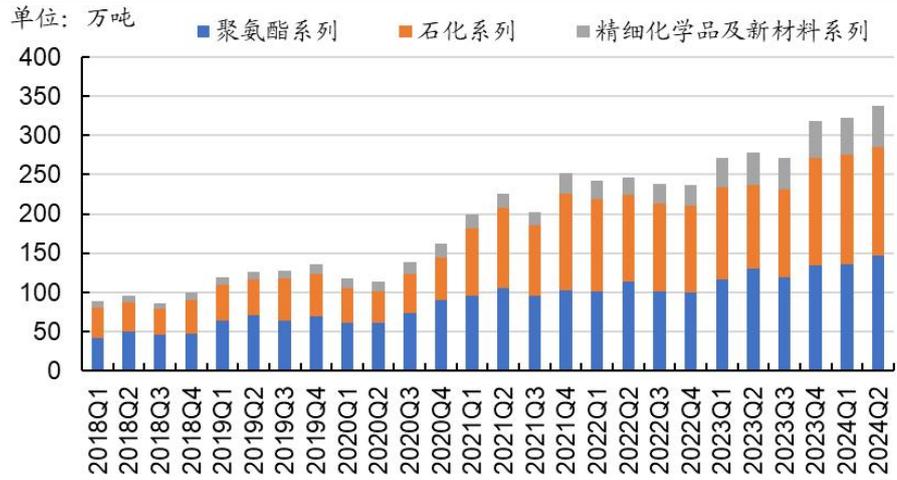
无。

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 9 月 5 日，万华化学（福建）有限公司万华福建工业园 MDI 一体化配套项目-48 万吨/年甲醛项目环境影响评价信息第二次公示。

2024 年 8 月 20 日，万华化学集团股份有限公司甲烷-二氧化碳联合重整工业化试验项目环境影响报告书报批前公示。

2024 年 8 月 12 日，万华化学（福建）有限公司 TDI 一期技改扩能 36 万吨/年项目环境影响评价信息第二次公示。

2024 年 8 月 9 日，万华化学集团股份有限公司甲烷-二氧化碳联合重整工业化试验项目环境影响报告书征求意见稿公示。

2024 年 8 月 2 日，万华化学（烟台）石化有限公司 100 万吨/年乙烯装置原料多元化改造项目环境影响报告书报批前公示。

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 2024 年新项目将新增年营收累计 471 亿元，2025 年及之后预计新增营收合计 1092 亿元。

表2: 万华化学 2024 年 8 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 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
福建 80 万吨/年 MDI 技改扩能	福建		MDI	40	17459	30.90	61.80	2024 年	聚氨酯
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	17459	46.35	92.70	2024 年	聚氨酯
			改性 MDI	28	18000	22.30	44.60		
			HDI	5	33235	7.35	14.71		精新-功能化学品
			HDI 加合物	6	33235	8.82	17.65		
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	7500	39.82	79.65	2024 年	石化
			2#裂解汽油加氢装置	55	9000	21.90	43.81		
			芳烃抽提装置	40	8500	15.04	30.09		
			2#丁二烯装置	20	10000	8.85	17.70		
			LDPE 装置	25	9318	10.31	20.62		
			POE 装置	40	20000	35.40	70.80		
MMA 一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	19343	6.85	13.69	2024 年	精新-新材料
			MMA	8	14159	5.01	10.02		
			MAA	4	14159	2.51	5.01		
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	15422	3.41	6.82	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	18000	3.98	7.96	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	2506	2.22	4.43	2024 年	石化
			BDO	10	9207	4.07	8.15		
万华化学 (福建) 年产 108 万吨苯胺项目	福建	27.3	苯胺	108	11585	55.36	110.72	2024 年	聚氨酯
万华福建 80 万吨 PVC 项目	福建	46.3	VCM	80	3371	11.93	23.87	2024 年	石化
			PVC	80	5844	20.69	41.37		

			25wt 盐酸	7.52	200	0.07	0.13		
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	9200	16.28	32.57	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	42000	9.29	18.58	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	1134	2.41	4.82	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	9535	35.86	71.72	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	14000	2.48	4.96	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	21000	6.97	13.94	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	8032		21.32	2025 年	石化
			聚醚多元醇	50	9535		42.19	2025 年	
			丙烯酸	5.17	6280		2.87	2025 年	
			丙烯酸丁酯	16	9272		13.13	2025 年	
			丙烯酸辛酯	2	12348		2.19	2025 年	
			环氧乙烷及衍生物	30	6740		17.89	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				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	蓬莱		1,3-丁二	3	30000		7.96	2025 年	精新-新兴技术

润肤剂项目			醇						
万华化学 10 万吨/年二元醇项目	烟台	17.33	二元醇	10	9207		8.15	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	15028		18.62	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/E0 衍生物	36	7970		25.39	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	6740		2.68	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	100000		1.77	2025 年	精新-新兴技术
万华化学(烟台)石化乙烯法聚氯乙炔生产线技改项目	烟台	1.90	1,2-二氯乙烷	12.9	3970		4.55	2025 年	石化
			VCM	8	3371		2.39	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	9535		13.50	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	2870		4.57	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	11000		38.94	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	9272		32.82	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	66000		5.84	2025 年	精新-新兴技术
万华化学 10 万吨/年	烟台		α -烯烃	10	18000		15.93	2025 年	石化

项目	地区	材料	数量	投资额	单位投资	年份	产品
高端α烯烃项目							
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二期扩建36万吨/年项目	福建	TDI	36	15982	50.91	2025年	聚氨酯
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	18000	39.82	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	33235	20.59	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	18000	1.59	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	19343	2.57	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	20000	70.80	2025年	石化
万华化学(福建)TDI一期技改扩能36万吨/年项目	福建	TDI	11	15982	15.56	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
万华烟台产业园聚碳酸酯(PC)扩能改造项目	烟台	PC	12	15028	15.96		精新-高性能聚合物
合计			746.3			471.3	1563.8

资料来源: Wind, 公司公告, 公司官网, 相关项目环评, 国海证券研究所

注: 2024年产品均价截至2024年9月18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
2024年投资额	67	247	92	406
2025年及之后投资额	79	175	86	340
2024年预计新增营收	196	187	89	471
2025年及以后预计新增营收	333	453	306	1092

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

表 4: 万华化学 (2024 年 8 月-2024 年 9 月) 新项目环评情况

时间	项目名称	环评公示进展
2024/9/5	万华化学(福建)有限公司万华福建工业园 MDI 一体化配套项目-48 万吨/年甲醛项目	环境影响评价信息第二次公示
2024/8/20	万华化学集团股份有限公司甲烷-二氧化碳联合重整工业化试验项目	环境影响报告书报批前公示
2024/8/12	万华化学(福建)有限公司 TDI 一期技改扩能 36 万吨/年项目	环境影响评价信息第二次公示
2024/8/9	万华化学集团股份有限公司甲烷-二氧化碳联合重整工业化试验项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024/8/2	万华化学(烟台)石化有限公司 100 万吨/年乙烯装置原料多元化改造项目	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)。

注: 信息更新截至 2024 年 9 月 18 日

5、聚氨酯板块

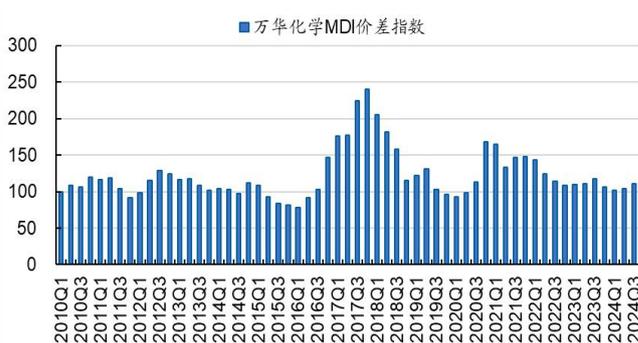
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 9 月 18 日，万华化学聚氨酯板块 Q3 价差指数为 85.75，较 2024Q2 上升 3.24，处于历史 14.88%分位数。截至 9 月 18 日，万华化学 MDI 价差指数为 111.08，较 2024 年 Q2 上升 6.73；处于历史 20.28%分位数，较 2024 年 Q2 上升 4.16 个百分点。

图 7：2024Q3 万华化学聚氨酯价差指数处于历史 14.88%分位



资料来源：Wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q3 统计截至 2024.9.18）

图 8：2024Q3 万华化学 MDI 价差指数处于历史 20.28%分位



资料来源：Wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q3 统计截至 2024.9.18）

5.1、MDI

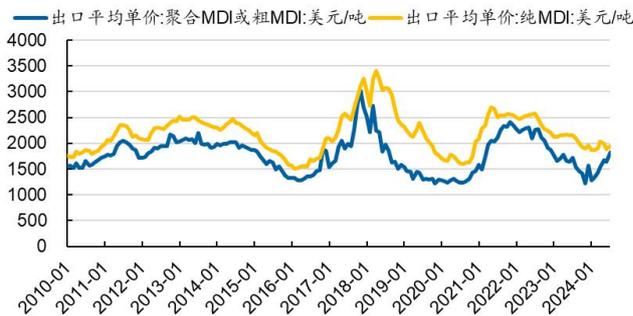
5.1.1、MDI 及主要原材料价格

图 9：万华化学 MDI 挂牌价



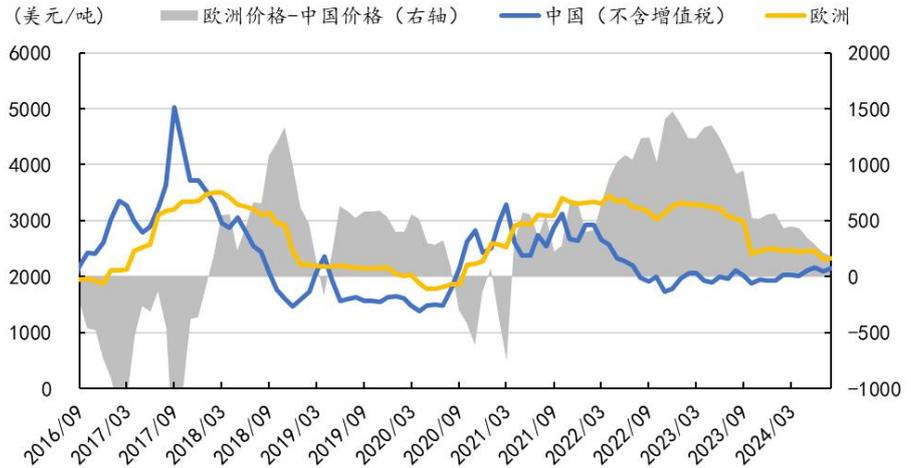
资料来源：Wind，国海证券研究所 注：万华化学聚合 MDI 挂牌价 5 月起未公布

图 10：MDI 出口价格



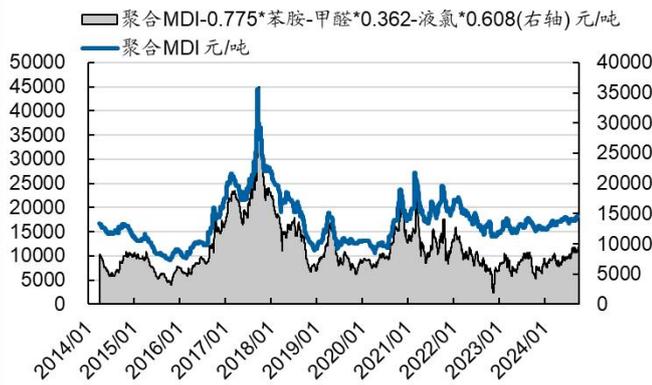
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11: 中国与欧洲 MDI 价格



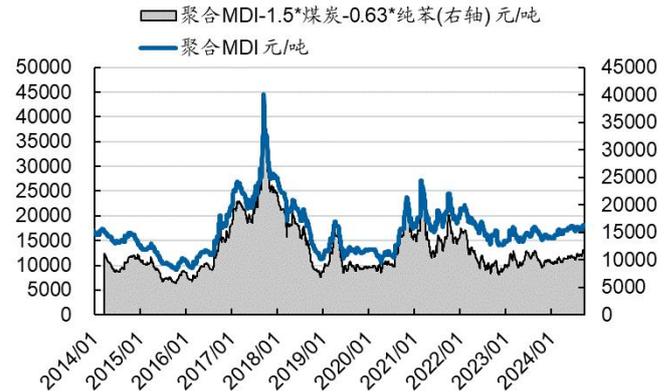
资料来源: Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差



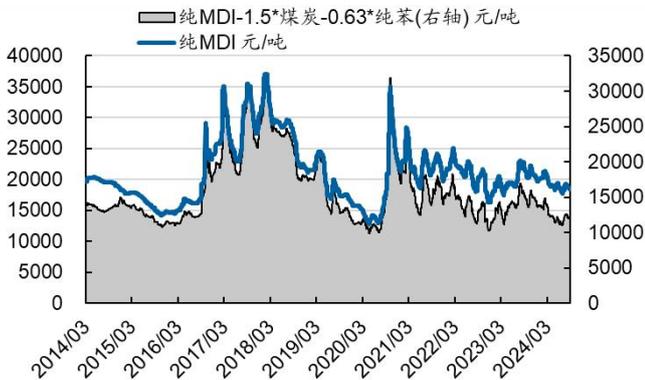
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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

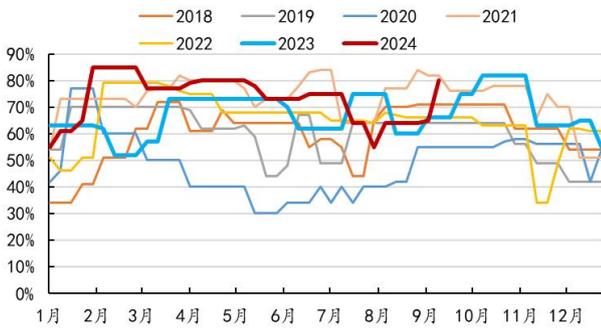
图 15: 煤炭价格



资料来源: Wind, 国海证券研究所

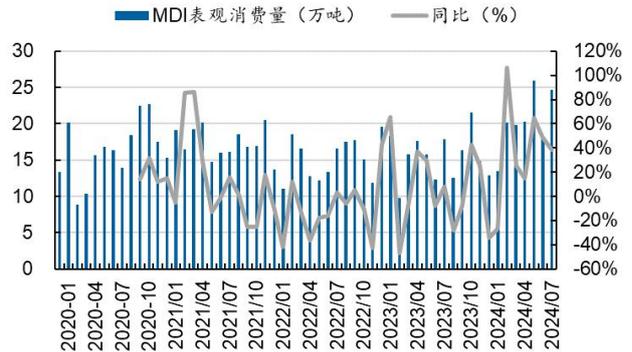
5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



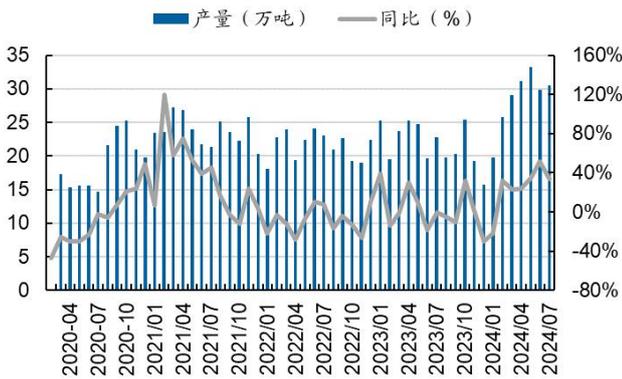
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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



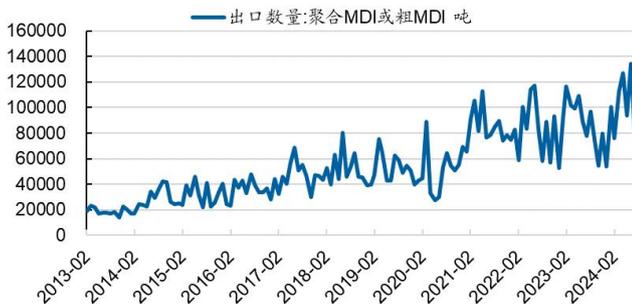
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024/08	0.00	9.68	9.68
2024/07	4.29	9.80	14.10
2024/06	8.14	6.76	14.90
2024/05	8.41	9.95	18.36
2024/04	8.14	9.28	17.42
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

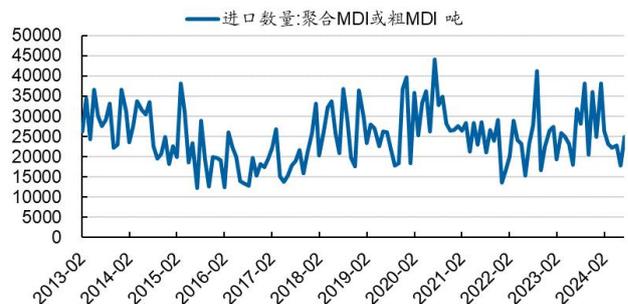
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 19: 聚合 MDI 月度出口量



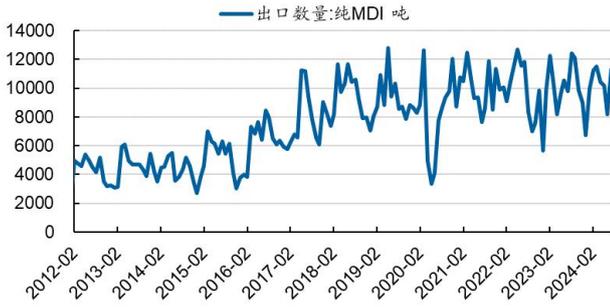
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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
2024/07	1.90	3.74	5.64
2024/06	3.22	6.19	9.41
2024/05	2.34	4.52	6.86
2024/04	3.16	7.89	11.05
2024/03	6.68	2.53	9.21
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	0.9	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

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
2024/07	0.23	0.59	0.82
2024/06	0.18	0.39	0.57
2024/05	0.16	0.62	0.78
2024/04	0.14	0.67	0.81
2024/03	0.31	0.61	0.91
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

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

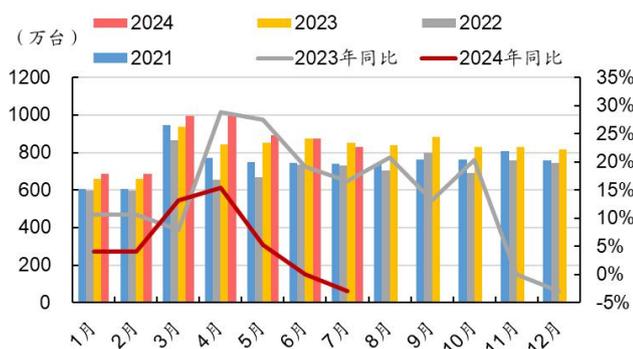
表 8: 全球 MDI 装置动态 (截至 2024 年 9 月 12 日)

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	装置低负运行
烟台万华	110	7 月 16 日开始停产检修, 9 月 10 日重启, 后保持低负运行
福建万华	80	装置正常运行
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	7 月 26 日开始停车检修, 8 月 29 日重启
宝思德	40	7 月 16 日开始停产检修, 9 月 3 日重启
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	装置低负运行
美国科思创	33	装置低负运行
日本科思创	7	装置正常运行
美国巴斯夫	40	装置低负运行
比利时巴斯夫	65	装置低负运行
韩国巴斯夫	25	装置正常运行
美国亨斯迈	50	三套装置, 其中一套停车, 现阶段维持 7 成开工负荷
荷兰亨斯迈	47	47 万吨/年 MDI 装置于 8 月 5 日被宣布不可抗力, 8 月 13 日解除不可抗力
美国陶氏	34	装置正常运行
德国陶氏	19	装置低负运行
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	20 万吨/年 MDI 装置 9 月份下旬开始停产检修, 预计检修 45 天左右
韩国锦湖三井	41	7 月 23 日装置故障临停, 已恢复正常运行
伊朗 Karoon	4	装置正常运行
合计	1056	

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 天天化工网, 国海证券研究所

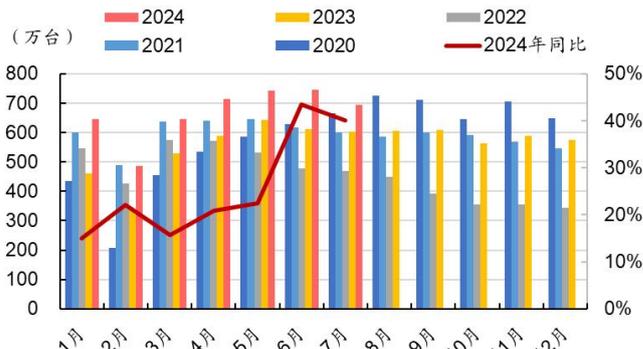
5.1.3、MDI 下游需求情况

图 25: 冰箱月度产量



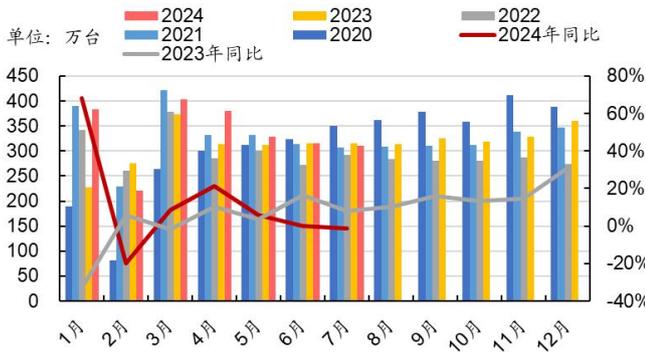
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 26: 冰箱出口数量



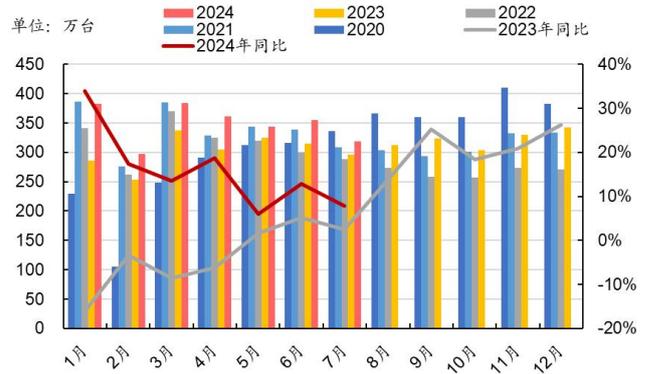
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜产量



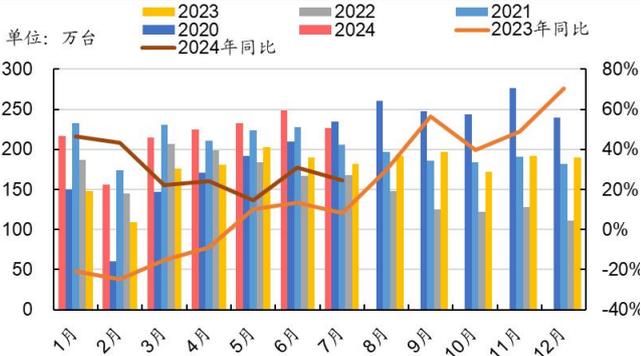
资料来源: Wind, ifind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜销量



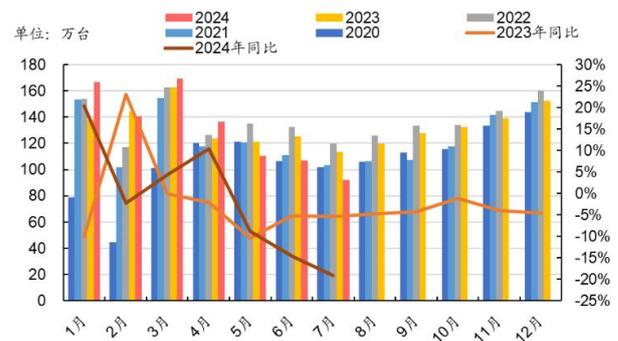
资料来源: Wind, ifind, 国海证券研究所

图 29: 冰柜出口数量



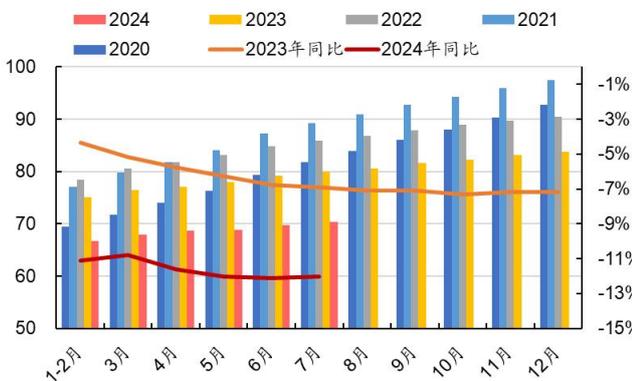
资料来源: Wind, ifind, 国海证券研究所

图 30: 冰柜内销量



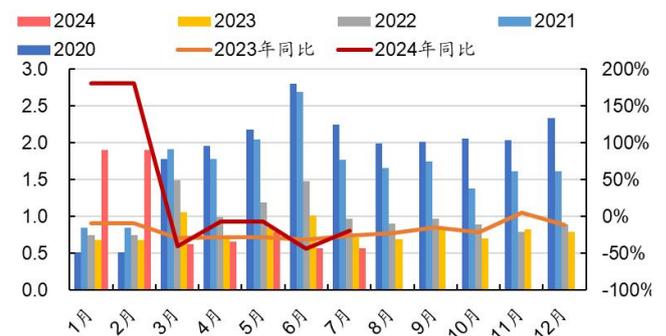
资料来源: Wind, ifind, 国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



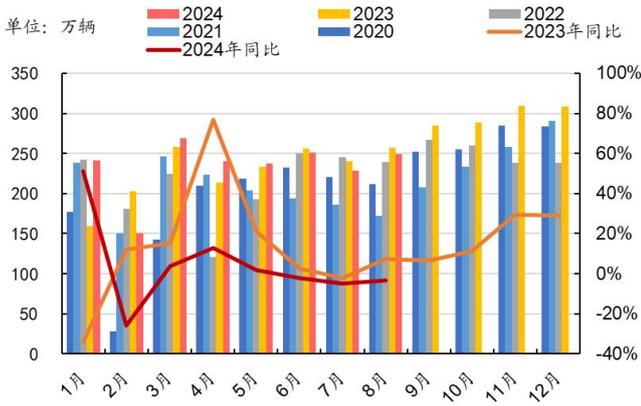
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



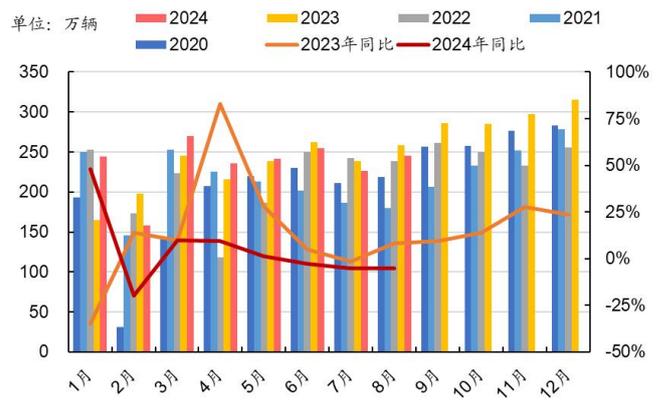
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



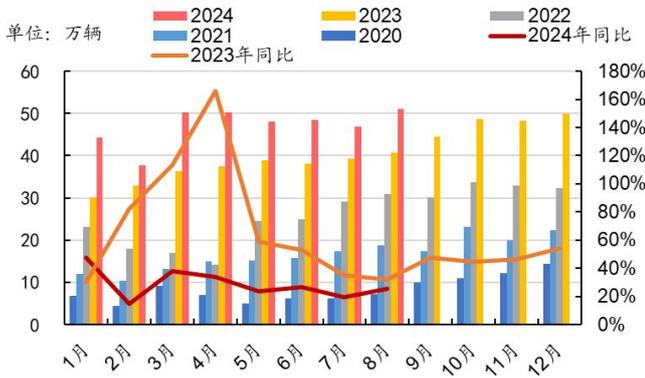
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



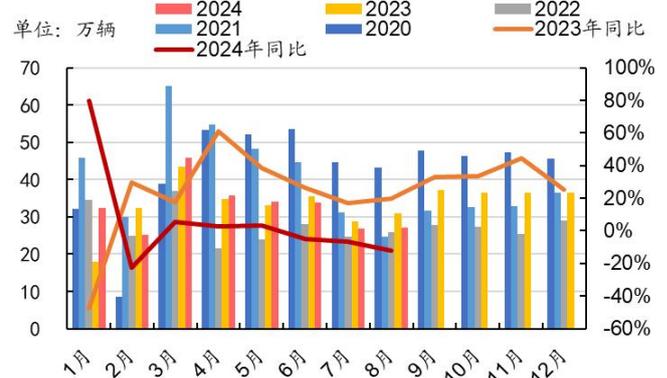
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



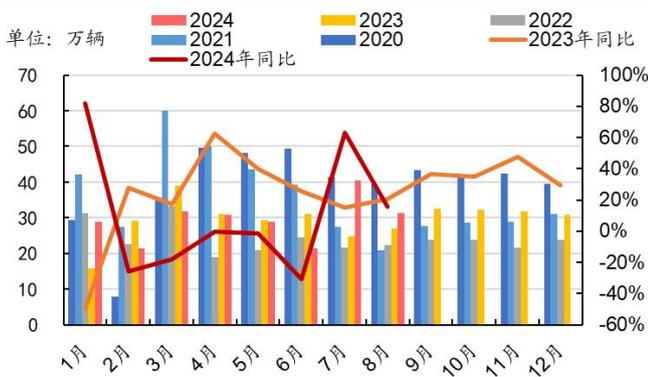
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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

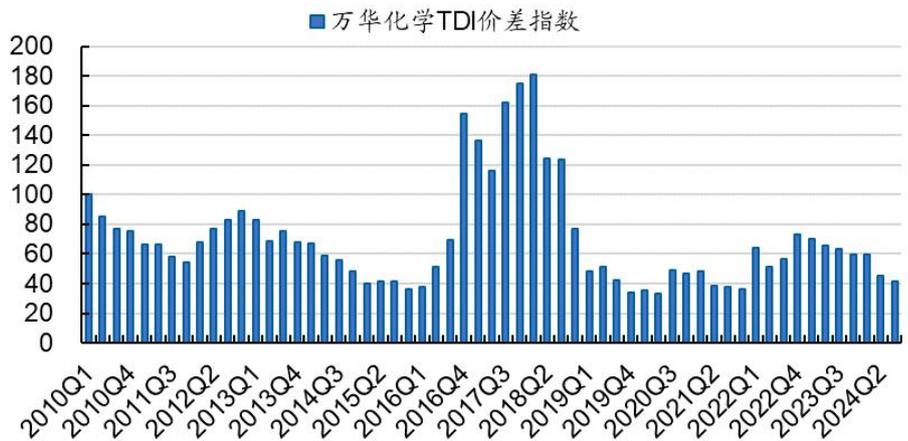


资料来源: Wind, 国海证券研究所

5.2. TDI

截至 2024 年 9 月 18 日, 2024 年 Q3 万华化学 TDI 价差指数为 41.54, 较 2024 年 Q2 下降 3.66; 处于历史 5.58%分位数, 较 2024 年 Q2 下降 2.48 个 pct.

图 41: 2024Q3 万华化学 TDI 价差指数处于历史 5.58%分位



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q3 统计截至 2024.9.18)

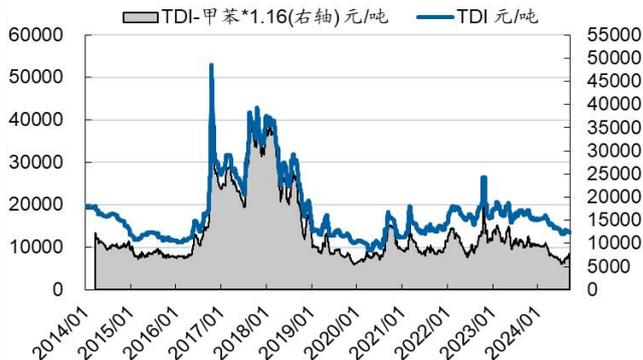
5.2.1、TDI 及主要原材料价格

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

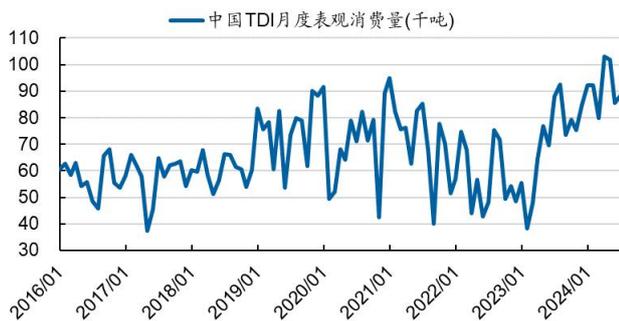
图 43：TDI 和甲苯价差



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



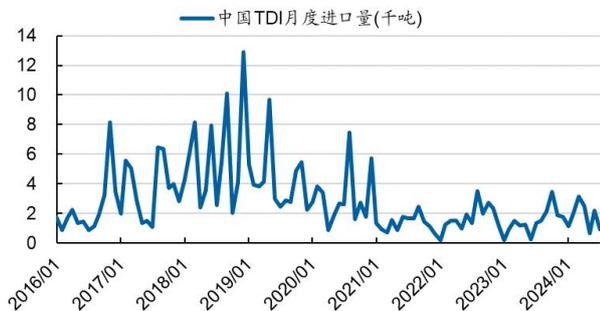
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

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



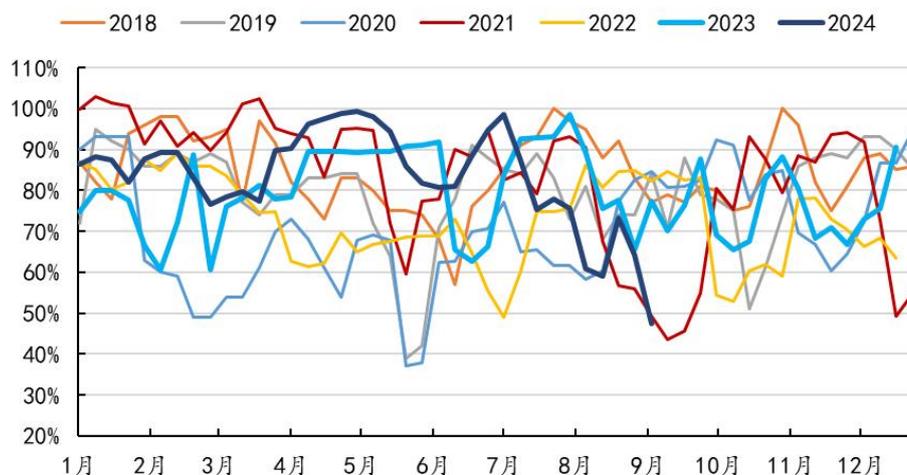
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

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 8 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	正常运行	---
万华化学	30	液相光气法	7.16-8.24 检修	---
万华化学福建	25	液相光气法	正常运行	---
上海巴斯夫	16	液相光气法	正常运行	---
沧州大化	12	液相光气法	正常运行	---
甘肃银光	12	液相光气法	8.10 全线停车	---
新疆和山巨力	15	液相光气法	8.10 停车检修	---
合计	141	预计月度开工负荷	68.86%	

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

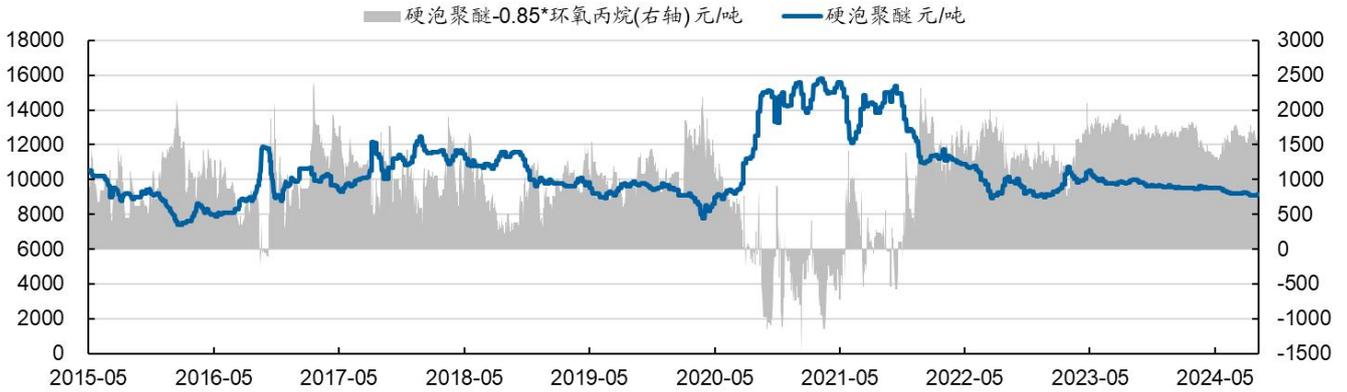
5.3、聚醚价格及供需情况

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

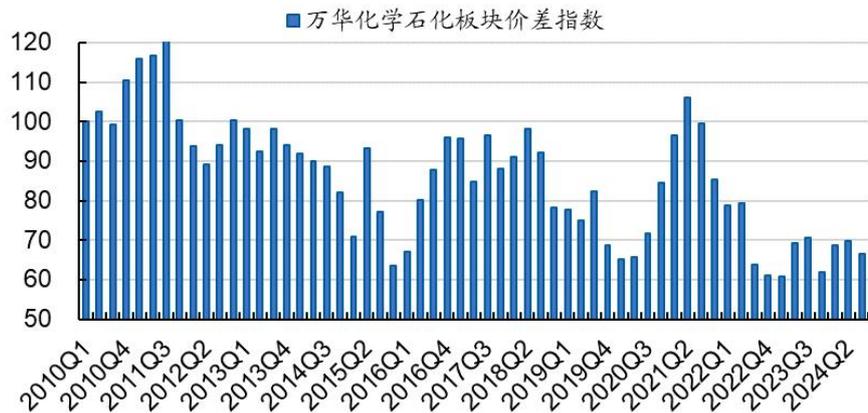


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

6、石化板块

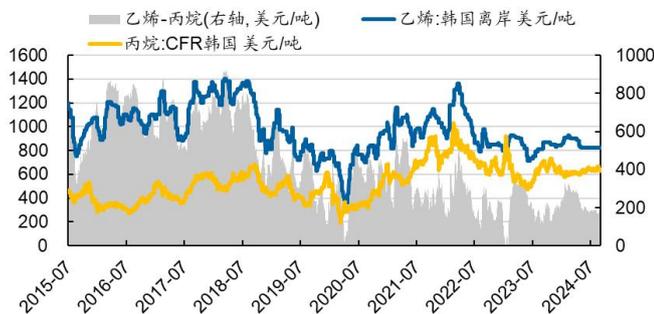
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，计算板块整体价差。截至2024年9月18日，万华化学Q3石化板块价差指数66.48，较2024Q2下降3.38，处于历史9.73%分位数。

图 53: 2024Q3 万华化学石化板块价差指数处于历史 9.73%分位



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q3 统计截至 2024.9.18)

图 54: 乙烯-丙烷价差



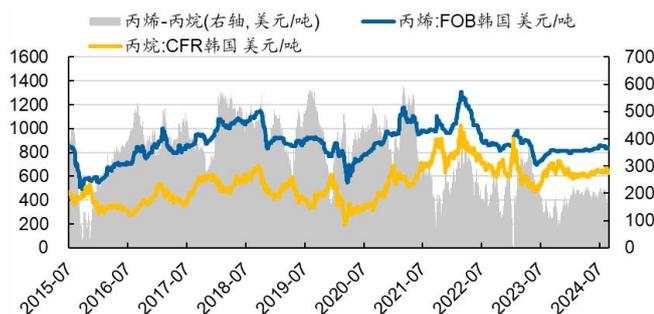
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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



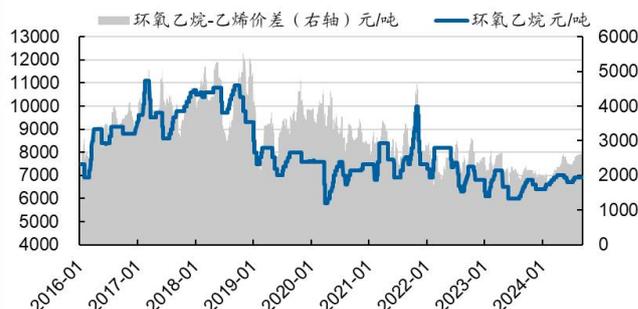
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 60: PVC 价格价差 (乙烯法)



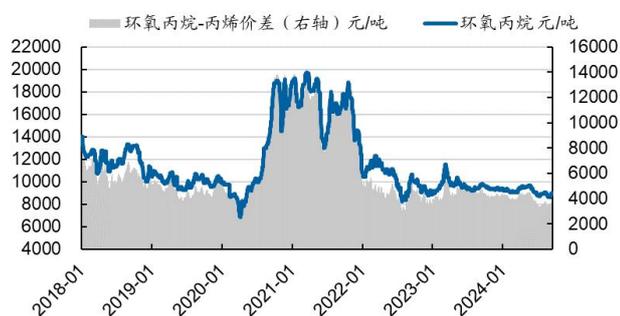
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



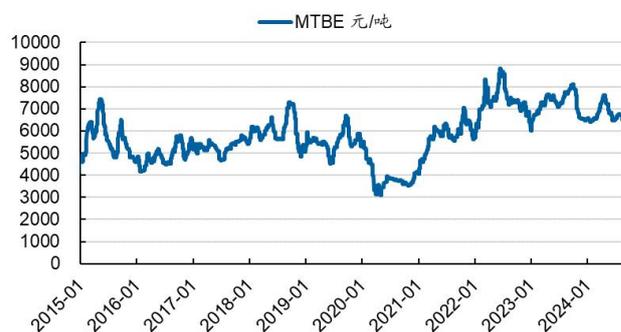
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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

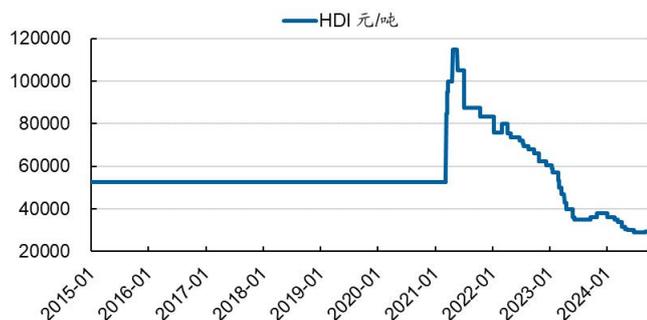
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2024 年 9 月 18 日，万华化学 Q3 新材料板块价差指数为 36.77，较 2024Q2 下降 1.80，处于历史 8.65%分位数。

图 64：2024Q3 万华化学新材料板块价差指数处于历史 8.65%分位



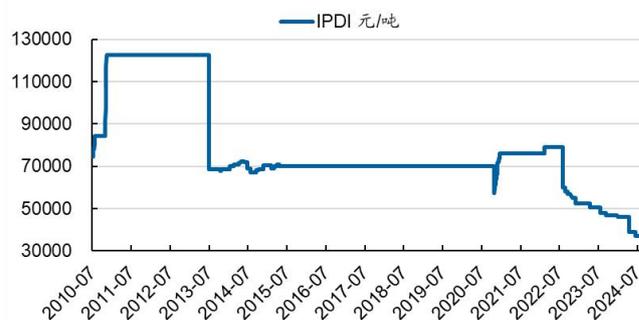
资料来源：Wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q3 统计截至 2024.9.18）

图 65：HDI 市场价



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 66：IPDI 市场价



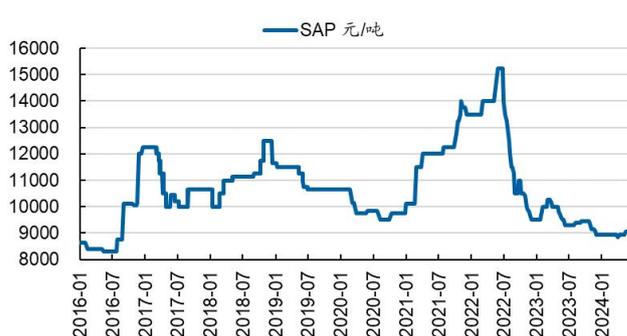
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 67: PC-0.9*双酚 A 价差



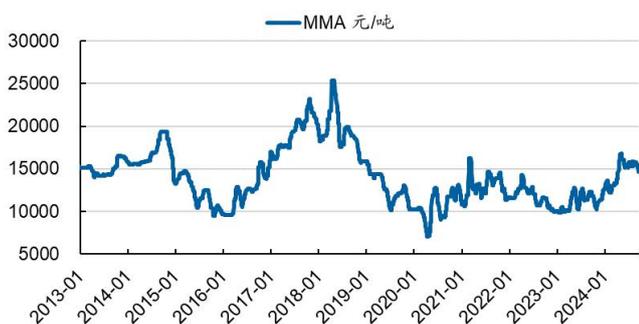
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



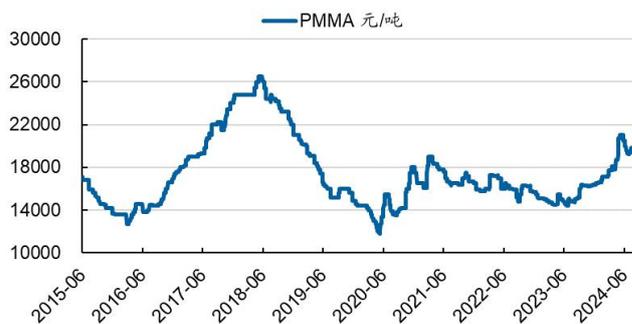
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



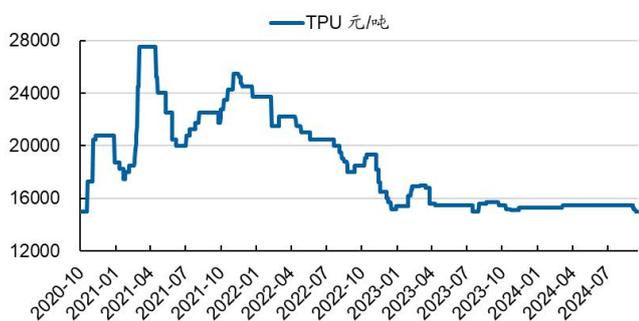
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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 2024/2025/2026 年营业收入分别为 1906、2305、2618 亿元，归母净利润分别为 180、236、297 亿元，对应 PE 分别 13、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；

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影响不及预期的风险。

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	75.67				投资评级:	买入				日期:	2024/09/20			
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%	18%	21%	22%	EPS	5.36	5.72	7.50	9.46										
毛利率	17%	17%	18%	19%	BVPS	28.24	31.74	36.43	42.34										
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值														
销售净利率	10%	9%	10%	11%	P/E	14.33	13.23	10.09	8.00										
成长能力					P/B	2.72	2.38	2.08	1.79										
收入增长率	6%	9%	21%	14%	P/S	1.38	1.25	1.03	0.91										
利润增长率	4%	7%	31%	26%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.77	0.73	0.83	0.90	营业收入	175361	190616	230538	261770										
应收账款周转率	19.27	19.58	20.34	19.80	营业成本	145926	158783	189871	212609										
存货周转率	7.52	7.59	8.77	9.41	营业税金及附加	960	1048	1268	1440										
偿债能力					销售费用	1346	1334	1614	1832										
资产负债率	63%	60%	57%	51%	管理费用	2450	2669	3228	3665										
流动比	0.57	0.53	0.53	0.58	财务费用	1676	1635	1604	1470										
速动比	0.33	0.29	0.27	0.29	其他费用/(-收入)	4081	4117	4980	5654										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	20389	22539	29579	36892										
现金及现金等价物	23710	19072	13798	11155	营业外净收支	-379	-110	-150	-110										
应收款项	9144	10327	12339	14096	利润总额	20010	22429	29429	36782										
存货净额	20650	21171	22152	23033	所得税费用	1710	2804	3914	4598										
其他流动资产	8360	8439	9669	10347	净利润	18300	19625	25515	32185										
流动资产合计	61864	59008	57957	58630	少数股东损益	1484	1668	1965	2478										
固定资产	98764	116435	131719	141585	归属于母公司净利润	16816	17957	23550	29706										
在建工程	50455	48805	48621	47906	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	34912	36340	36883	37951	经营活动现金流	26797	41150	51910	64605										
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润	16816	17957	23550	29706										
资产总计	253040	269192	284971	297236	少数股东损益	1484	1668	1965	2478										
短期借款	43526	39526	30826	10826	折旧摊销	11389	17735	20806	22881										
应付款项	45594	52928	59749	68677	公允价值变动	-82	0	0	0										
合同负债	5674	1144	1199	1335	营运资金变动	-5351	1871	3374	7706										
其他流动负债	13863	17193	17913	19871	投资活动现金流	-44830	-36091	-37357	-34099										
流动负债合计	108657	110791	109688	100709	资本支出	-43070	-35356	-36470	-33089										
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	11455	11655	11855	其他	110	973	451	514										
长期负债合计	49929	51265	51465	51665	筹资活动现金流	22809	-9760	-19828	-33149										
负债合计	158586	162057	161153	152375	债务融资	33887	-520	-8500	-19800										
股本	3140	3104	3104	3104	权益融资	76	0	0	0										
股东权益	94454	107136	123818	144861	其它	-11154	-9240	-11328	-13349										
负债和股东权益总计	253040	269192	284971	297236	现金净增加额	4684	-4638	-5274	-2643										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6年半化工行业研究经验。

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。

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，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

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。

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。

李振方，化工行业分析师，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。