

2021年04月12日

万华化学 (600309.SH)

## 业绩超预期，大力资本开支加速新材料布局

■事件：万华化学发布 2021 年一季报，报告期内公司实现营业收入 313.12 亿元（同比+104.08%，环比+29.38%），实现归母净利润 66.21 亿元（同比+380.82%，环比+41.11%）。

■2021Q1 万华化学业绩超预期，高价差水平下，产品产销同环比大幅增加是归母净利润续创单季度历史新高主因。我们的市场跟踪数据显示，21Q1 公司聚氨酯、石化产品含税价差依然维持高水平，同比大幅增加，环比基本持平（MDI 同比+91%，TDI 同比+60%，C3/C4 平台同比+105%，C2 平台同比+100%）。从产销看，据公司公告，一季度烟台工业园技改扩能新增 50 万吨/年 MDI，大乙烯一期产能逐步放量，对应 21Q1 聚氨酯板块销量同比+54%，环比+5%，石化板块产量同比+92%，环比+62%（模拟扣除 LPG 贸易）。综上所述，21Q1 公司实现毛利润 100.61 亿元（同比+69.78 亿元，环比+15.09 亿元），费用率（四费&税金）为 7.7%（环比-3.7pct），持续维持低水平，使得 21Q1 净利润再创新高。（详细数据图表请见后文）

■新材料产业布局换挡提速，稳健现金流支撑下大力资本开支积厚成器。据公告，2021 年公司主要项目计划投资 245.5 亿元，其中聚氨酯、石化产业链合计 109.1 亿，新材料（尼龙 12、PC、双酚 A、TPU、可降解塑料等）、精细化学品（IPDI、合成香料、MIBK、IPDA、TMP、有机硅等）及电池材料项目合计 101.1 亿元，相比 2020 年，2021 年公司的 Capex 重心在更高附加值的新材料和精细化学品板块。另一方面，21Q1 公司购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金达 61.65 亿元，持续维持高水平，快节奏的扩张以强大稳健的现金流为依托，据公告，以 2020 年公司经营性现金流净额 168.5 亿作为未来几年的基准进行保守测算，在保持 40% 分红率（上市以来均值）前提下，21Q1 资产负债率为 61.6%，假定 65% 负债率红线则对应 272 亿债务融资空间，结合现有现金等价物余额 173 亿元作缓冲（截止 2020 年报），未来大额资本开支资金保障充足。

■以研发平台化的拓品类能力为根基进军新材料领域，长远看 MDI 成功范式有望得到复制。据公告，21Q1 公司研发费用为 5.8 亿元（同比+1.6 亿元），维持高水平。近十年来，万华逐步将研发平台化，提高成功率，通过石化产业链扩大优质项目基数，研发管线不断完善，结合人才管理带来的高素质工程师红利，让新项目产出由概率性变成确定性，不断提高研发投入产出比，终形成如今的聚氨酯-石化一体化格局，这是万华研发拓品类能力的根基，更是进军高端新材料，开拓新

## 公司快报

证券研究报告

聚氨酯

投资评级 **买入-A**

维持评级

股价（2021-04-09） **106.90 元**

### 交易数据

|           |                |
|-----------|----------------|
| 总市值（百万元）  | 335,638.91     |
| 流通市值（百万元） | 152,199.56     |
| 总股本（百万股）  | 3,139.75       |
| 流通股本（百万股） | 1,423.76       |
| 12 个月价格区间 | 42.05/143.98 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -3.7  | 2.3   | 131.27 |
| 绝对收益 | -1.86 | -1.93 | 153.53 |

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

### 相关报告

- 万华化学：业绩符合预期，新材料新征程下研发平台价值有望重估/张汪强 2021-03-16
- 万华化学：MDI 扩能巩固龙头地位，看好后续业绩/张汪强 2021-02-25
- 万华化学：MDI 迎来开门红，看好后市行情/张汪强 2021-02-21
- 万华化学：产品量价齐升，业绩超预期/张汪强 2021-01-06
- 万华化学：Q3 业绩符合预期，供应短缺助力 MDI 价格攀升/张汪强 2020-10-23

领域的底气所在。无论是大石化下游的 POE、尼龙 12、柠檬醛，抑或是与时俱进布局碳中和受益的电池材料、可降解塑料等项目，我们认为万华通过研发实现技术突破，并带来优势产能扩张的 MDI 成功范式在未来有望重现，随着新材料项目增量落地，平台的价值将会被逐渐认知。

■**投资建议：**预计 2021-2023 年归母净利润为 193.2、209.6、252.5 亿元，维持买入-A 投资评级。

■**风险提示：**产品需求不及预期，产品价格大幅下跌，建设、研发进度不及预期。

| (百万元)    | 2019     | 2020     | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入     | 68,050.7 | 73,433.0 | 124,836.0 | 143,561.5 | 160,788.8 |
| 净利润      | 10,130.0 | 10,041.4 | 19,315.7  | 20,960.8  | 25,246.1  |
| 每股收益(元)  | 3.23     | 3.20     | 6.15      | 6.68      | 8.04      |
| 每股净资产(元) | 13.49    | 15.54    | 19.11     | 23.11     | 27.94     |

| 盈利和估值  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 35.1  | 35.4  | 18.4  | 17.0  | 14.1  |
| 市净率(倍) | 8.4   | 7.3   | 5.9   | 4.9   | 4.1   |
| 净利率    | 14.9% | 13.7% | 15.5% | 14.6% | 15.7% |
| 净资产收益率 | 23.9% | 20.6% | 32.2% | 28.9% | 28.8% |
| 股息收益率  | 1.1%  | 1.1%  | 2.2%  | 2.4%  | 2.8%  |
| ROIC   | 21.6% | 17.8% | 25.6% | 27.5% | 22.4% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图 1: 万华化学季度经营数据

|      | 聚氨酯系列 |     |     |       |     |     |     |     |       |       | 精细化学品与新材料系列 |       |      |     |       |     |      |     |     |       |       |       |      |      |       |
|------|-------|-----|-----|-------|-----|-----|-----|-----|-------|-------|-------------|-------|------|-----|-------|-----|------|-----|-----|-------|-------|-------|------|------|-------|
|      | 营收    | 产量  | 销量  | 均价    | 营收  | 成本  | 毛利  | 销量  | 均价    | 吨成本   | 吨毛利         | 毛利率   | 营收   | 产量  | 销量    | 均价  | 营收   | 成本  | 毛利  | 销量    | 均价    | 吨成本   | 吨毛利  | 毛利率  |       |
|      | /亿元   | /万吨 | /万吨 | /万元/吨 | /亿元 | /亿元 | /亿元 | /万吨 | /万元/吨 | /万元/吨 | %           | /亿元   | /万吨  | /万吨 | /万元/吨 | /亿元 | /亿元  | /亿元 | /万吨 | /万元/吨 | /万元/吨 | /万元/吨 | %    |      |       |
| 17Q1 | 61    | 35  | 40  | 1.52  | 140 | 67  | 73  | 87  | 1.61  | 0.77  | 0.84        | 52.4% | 17Q1 | 8   | 5     | 4   | 1.88 | 18  | 12  | 6     | 10    | 1.84  | 1.26 | 0.58 | 31.6% |
| 17Q2 | 79    | 52  | 47  | 1.69  | 140 | 67  | 73  | 87  | 1.61  | 0.77  | 0.84        | 52.4% | 17Q2 | 10  | 6     | 5   | 1.81 | 18  | 12  | 6     | 10    | 1.84  | 1.26 | 0.58 | 31.6% |
| 17Q3 | 84    | 50  | 51  | 1.64  | 159 | 67  | 92  | 97  | 1.64  | 0.69  | 0.95        | 58.0% | 17Q3 | 13  | 7     | 8   | 1.64 | 24  | 17  | 8     | 14    | 1.69  | 1.16 | 0.53 | 31.4% |
| 17Q4 | 74    | 45  | 45  | 1.63  | 168 | 72  | 96  | 95  | 1.77  | 0.76  | 1.01        | 56.9% | 17Q4 | 12  | 7     | 7   | 1.76 | 30  | 21  | 9     | 18    | 1.67  | 1.18 | 0.49 | 29.5% |
| 18Q1 | 81    | 42  | 44  | 1.84  | 168 | 72  | 96  | 95  | 1.77  | 0.76  | 1.01        | 56.9% | 18Q1 | 11  | 8     | 6   | 1.92 | 27  | 18  | 9     | 14    | 1.91  | 1.27 | 0.64 | 33.4% |
| 18Q2 | 87    | 51  | 51  | 1.71  | 141 | 81  | 60  | 97  | 1.45  | 0.84  | 0.62        | 42.4% | 18Q2 | 16  | 9     | 8   | 1.90 | 30  | 21  | 9     | 18    | 1.67  | 1.18 | 0.49 | 29.5% |
| 18Q3 | 75    | 47  | 48  | 1.57  | 141 | 81  | 60  | 97  | 1.45  | 0.84  | 0.62        | 42.4% | 18Q3 | 15  | 6     | 8   | 1.88 | 30  | 21  | 9     | 18    | 1.67  | 1.18 | 0.49 | 29.5% |
| 18Q4 | 66    | 48  | 50  | 1.34  | 141 | 81  | 60  | 97  | 1.45  | 0.84  | 0.62        | 42.4% | 18Q4 | 15  | 10    | 10  | 1.50 | 32  | 24  | 9     | 18    | 1.84  | 1.36 | 0.48 | 26.3% |
| 19Q1 | 82    | 64  | 66  | 1.25  | 165 | 95  | 70  | 132 | 1.25  | 0.72  | 0.53        | 42.0% | 19Q1 | 15  | 10    | 8   | 1.90 | 32  | 24  | 9     | 18    | 1.84  | 1.36 | 0.48 | 26.3% |
| 19Q2 | 82    | 70  | 66  | 1.25  | 165 | 95  | 70  | 132 | 1.25  | 0.72  | 0.53        | 42.0% | 19Q2 | 17  | 10    | 10  | 1.79 | 32  | 24  | 9     | 18    | 1.84  | 1.36 | 0.48 | 26.3% |
| 19Q3 | 76    | 64  | 65  | 1.17  | 154 | 92  | 61  | 130 | 1.18  | 0.71  | 0.47        | 39.9% | 19Q3 | 18  | 11    | 11  | 1.67 | 39  | 29  | 10    | 24    | 1.61  | 1.21 | 0.40 | 25.1% |
| 19Q4 | 78    | 70  | 65  | 1.19  | 134 | 87  | 47  | 124 | 1.08  | 0.70  | 0.38        | 34.9% | 19Q4 | 21  | 12    | 13  | 1.56 | 32  | 26  | 6     | 22    | 1.42  | 1.15 | 0.28 | 19.4% |
| 20Q1 | 64    | 61  | 60  | 1.06  | 210 | 107 | 103 | 164 | 1.28  | 0.65  | 0.63        | 49.0% | 20Q1 | 14  | 12    | 9   | 1.50 | 48  | 34  | 14    | 33    | 1.44  | 1.01 | 0.42 | 29.5% |
| 20Q2 | 70    | 62  | 64  | 1.10  | 210 | 107 | 103 | 164 | 1.28  | 0.65  | 0.63        | 49.0% | 20Q2 | 18  | 13    | 13  | 1.36 | 48  | 34  | 14    | 33    | 1.44  | 1.01 | 0.42 | 29.5% |
| 20Q3 | 84    | 74  | 76  | 1.10  | 210 | 107 | 103 | 164 | 1.28  | 0.65  | 0.63        | 49.0% | 20Q3 | 22  | 14    | 16  | 1.41 | 48  | 34  | 14    | 33    | 1.44  | 1.01 | 0.42 | 29.5% |
| 20Q4 | 126   | 90  | 88  | 1.43  | 210 | 107 | 103 | 164 | 1.28  | 0.65  | 0.63        | 49.0% | 20Q4 | 25  | 18    | 17  | 1.46 | 48  | 34  | 14    | 33    | 1.44  | 1.01 | 0.42 | 29.5% |
| 21Q1 | 138   | 96  | 92  | 1.49  | 210 | 107 | 103 | 164 | 1.28  | 0.65  | 0.63        | 49.0% | 21Q1 | 30  | 17    | 16  | 1.83 | 48  | 34  | 14    | 33    | 1.44  | 1.01 | 0.42 | 29.5% |
| 17FY | 298   | 182 | 184 | 1.62  | 298 | 133 | 165 | 184 | 1.62  | 0.90  | 0.90        | 55.4% | 17FY | 42  | 25    | 24  | 1.75 | 42  | 29  | 13    | 24    | 1.75  | 1.20 | 0.55 | 31.5% |
| 18FY | 310   | 187 | 192 | 1.61  | 310 | 154 | 156 | 192 | 1.61  | 0.80  | 0.81        | 50.3% | 18FY | 57  | 33    | 32  | 1.77 | 57  | 39  | 18    | 32    | 1.77  | 1.22 | 0.56 | 31.3% |
| 19FY | 319   | 268 | 262 | 1.22  | 319 | 187 | 132 | 262 | 1.22  | 0.71  | 0.50        | 41.3% | 19FY | 71  | 43    | 41  | 1.71 | 71  | 53  | 18    | 41    | 1.71  | 1.27 | 0.44 | 25.6% |
| 20FY | 344   | 287 | 288 | 1.19  | 344 | 194 | 150 | 288 | 1.19  | 0.67  | 0.52        | 43.5% | 20FY | 79  | 57    | 55  | 1.43 | 79  | 59  | 20    | 55    | 1.43  | 1.07 | 0.35 | 25.4% |

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 2: 万华化学主要产品价格与价差跟踪

| 板块          | 跟踪价格与价差      | 单位        | 平均    |       |       |       |       |       | 平均    |       |       |       |       | 月均(2020年) |       |       |       |       | 月均(2021年) |        |        |       |  | 变化(2021年) |  |
|-------------|--------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|-------|--|-----------|--|
|             |              |           | 15FY  | 16FY  | 17FY  | 18FY  | 19FY  | 20FY  | 19Q4  | 20Q1  | 20Q2  | 20Q3  | 20Q4  | 21Q1      | 10月   | 11月   | 12月   | 1月    | 2月        | 3月     | Q1同比   | Q1环比  |  |           |  |
| 聚氨酯         | 人民币汇率        | -         | 6.22  | 6.64  | 6.75  | 6.62  | 6.90  | 6.90  | 7.03  | 6.97  | 7.08  | 6.92  | 6.64  | 6.47      | 6.74  | 6.60  | 6.54  | 6.47  | 6.46      | 6.49   | -7.2%  | -2.5% |  |           |  |
|             | 原油           | 美元/桶(不含税) | 54.0  | 45.2  | 55.0  | 71.5  | 64.4  | 43.3  | 63.0  | 51.5  | 33.8  | 43.2  | 44.9  | 63.4      | 40.9  | 43.8  | 50.7  | 58.3  | 62.7      | 69.3   | 23.2%  | 41.6% |  |           |  |
|             | 煤炭           | 元/吨(含税)   | 416   | 473   | 644   | 552   | 592   | 572   | 560   | 562   | 518   | 574   | 632   | 685       | 609   | 619   | 675   | 790   | 652       | 615    | 21.9%  | 8.4%  |  |           |  |
|             | 纯苯           | 元/吨(含税)   | 5162  | 5338  | 6737  | 6414  | 5076  | 3955  | 5590  | 5218  | 3324  | 3346  | 3930  | 5849      | 3438  | 4049  | 4426  | 5128  | 5833      | 6588   | 12.1%  | 48.8% |  |           |  |
|             | 纯MDI         | 元/吨(含税)   | 16419 | 17811 | 28428 | 28540 | 19736 | 17787 | 17115 | 15508 | 13723 | 14962 | 26954 | 25082     | 28100 | 28813 | 23663 | 23183 | 24438     | 27625  | 61.7%  | -6.9% |  |           |  |
|             | 聚合MDI        | 元/吨(含税)   | 11299 | 13825 | 26731 | 18673 | 13754 | 14683 | 12900 | 12662 | 11862 | 14285 | 19923 | 22363     | 20300 | 21200 | 18175 | 19989 | 21800     | 25300  | 76.6%  | 12.2% |  |           |  |
|             | MDI综合价差(至纯苯) | 元/吨(含税)   | 1604  | 1442  | 2114  | 1997  | 1368  | 1296  | 1276  | 1254  | 1285  | 1234  | 1351  | 1351      | 1316  | 1436  | 1302  | 1532  | 1654      | 1944   | 94.3%  | 9.1%  |  |           |  |
|             | TDI          | 元/吨(含税)   | 12462 | 18832 | 31954 | 28393 | 13383 | 12263 | 10587 | 10176 | 10292 | 12346 | 19517 | 19435     | 16640 | 13313 | 12425 | 13606 | 15025     | 18250  | 39.6%  | 9.1%  |  |           |  |
|             | TDI价差        | 元/吨(含税)   | 7793  | 14348 | 26541 | 22346 | 7939  | 8253  | 6266  | 6490  | 6589  | 9732  | 10200 | 10349     | 12902 | 9253  | 7770  | 8685  | 9733      | 12628  | 59.5%  | 1.5%  |  |           |  |
|             | 双酚A          | 元/吨(含税)   | 9923  | 8922  | 10402 | 10921 | 8672  | 10852 | 8685  | 8596  | 8804  | 11300 | 14708 | 15054     | 14990 | 14550 | 14513 | 14911 | 14500     | 15750  | 75.1%  | 2.4%  |  |           |  |
|             | 双酚A综合价差      | 元/吨(含税)   | 2538  | 2490  | 2775  | 2508  | 1612  | 2311  | 1671  | 2194  | 2609  | 2152  | 2291  | 2347      | 1970  | 2668  | 2315  | 2342  | 2355      | 2345   | 7.0%   | 2.5%  |  |           |  |
|             | 丙烷(沙特OP)     | 美元/吨(不含税) | 416   | 323   | 468   | 542   | 435   | 397   | 430   | 500   | 307   | 363   | 418   | 593       | 375   | 430   | 450   | 550   | 605       | 625    | 18.7%  | 41.8% |  |           |  |
|             | 丁烷(沙特OP)     | 美元/吨(不含税) | 437   | 356   | 502   | 539   | 442   | 404   | 445   | 538   | 303   | 347   | 427   | 570       | 380   | 440   | 460   | 530   | 585       | 595    | 5.9%   | 33.6% |  |           |  |
|             | 环氧丙烷         | 元/吨(含税)   | 10650 | 9189  | 10896 | 12018 | 10086 | 12201 | 10019 | 9146  | 8850  | 13069 | 17738 | 18152     | 18600 | 16975 | 17425 | 17956 | 17350     | 19150  | 98.5%  | 2.3%  |  |           |  |
|             | MTBE         | 元/吨(含税)   | 5764  | 5117  | 5570  | 6130  | 5672  | 3957  | 5777  | 4662  | 3577  | 3782  | 3805  | 5110      | 3608  | 3725  | 4133  | 4759  | 4995      | 5575   | 9.6%   | 34.3% |  |           |  |
| 丙烯          | 元/吨(含税)      | 6502      | 6287  | 7515  | 8510  | 7375  | 6775  | 7106  | 6440  | 6283  | 6976  | 7402  | 7322  | 7284      | 7080  | 7873  | 7341  | 7491  | 8363      | 21.9%  | 4.4%   |       |  |           |  |
| 正丁烷         | 元/吨(含税)      | 3068      | 2669  | 3793  | 3934  | 3320  | 3253  | 3412  | 4091  | 2861  | 3037  | 3186  | 3969  | 3100      | 3097  | 3363  | 3870  | 3870  | 4166      | -6.1%  | 24.5%  |       |  |           |  |
| NPG         | 元/吨(含税)      | 8765      | 9455  | 14076 | 12060 | 9004  | 8900  | 8023  | 8508  | 7969  | 7746  | 11377 | 13177 | 8820      | 11925 | 14025 | 11356 | 12275 | 15900     | 54.9%  | 15.8%  |       |  |           |  |
| 丙烯酸         | 元/吨(含税)      | 6156      | 6295  | 8517  | 8412  | 7516  | 6923  | 6708  | 6681  | 6677  | 6723  | 7612  | 9455  | 7720      | 7238  | 7850  | 8189  | 8975  | 11200     | 41.5%  | 24.2%  |       |  |           |  |
| 丙烯酸甲酯       | 元/吨(含税)      | 7835      | 6847  | 9877  | 11055 | 9893  | 9213  | 8681  | 8346  | 9019  | 9219  | 10269 | 12272 | 10200     | 10200 | 10425 | 10567 | 11150 | 15100     | 47.0%  | 19.5%  |       |  |           |  |
| 丙烯酸乙酯       | 元/吨(含税)      | 9821      | 8749  | 11567 | 12185 | 11014 | 10971 | 10803 | 10135 | 9874  | 10309 | 13568 | 14805 | 14728     | 12879 | 13098 | 13417 | 13473 | 17525     | 46.1%  | 9.1%   |       |  |           |  |
| 丙烯酸丁酯       | 元/吨(含税)      | 7928      | 7529  | 9919  | 10195 | 8938  | 8338  | 8150  | 7946  | 7554  | 7812  | 10038 | 15442 | 8940      | 9775  | 11675 | 12789 | 14538 | 19000     | 94.3%  | 53.8%  |       |  |           |  |
| G3/G4平台综合价差 | 元/吨(含税)      | 4421      | 4262  | 4718  | 4815  | 4324  | 3932  | 4055  | 2946  | 3619  | 4061  | 5190  | 6027  | 5061      | 4856  | 5573  | 5403  | 5806  | 7171      | 104.6% | 17.5%  |       |  |           |  |
| LDPE        | 元/吨(含税)      | 10403     | 10160 | 10819 | 9766  | 8812  | 8936  | 8162  | 7277  | 7669  | 4064  | 8103  | 11499 | 10450     | 11238 | 11622 | 11072 | 11375 | 12550     | 48.8%  | 4.3%   |       |  |           |  |
| PP          | 元/吨(含税)      | 5779      | 6315  | 6947  | 7091  | 7053  | 6927  | 7171  | 6800  | 6021  | 6850  | 8038  | 8769  | 7290      | 8169  | 8844  | 8319  | 8650  | 9338      | 29.0%  | 9.1%   |       |  |           |  |
| PE          | 元/吨(含税)      | 7977      | 8532  | 9643  | 10287 | 7768  | 7140  | 7754  | 7523  | 6600  | 7108  | 7331  | 7232  | 7200      | 7325  | 7500  | 7222  | 6875  | 7600      | -3.9%  | -1.3%  |       |  |           |  |
| EO          | 元/吨(含税)      | 10650     | 9189  | 10896 | 12018 | 10086 | 12201 | 10019 | 9146  | 8850  | 13069 | 17738 | 18152 | 18600     | 16975 | 17425 | 17956 | 17350 | 19150     | 98.5%  | 2.3%   |       |  |           |  |
| SM          | 元/吨(含税)      | 8516      | 8480  | 10087 | 10744 | 8260  | 6086  | 7580  | 6567  | 5270  | 5331  | 7175  | 8476  | 6094      | 8346  | 7355  | 7496  | 8486  | 9448      | 29.1%  | 18.1%  |       |  |           |  |
| 丁二烯         | 元/吨(含税)      | 7443      | 10114 | 12824 | 11443 | 9593  | 6251  | 9646  | 7196  | 3892  | 5085  | 8831  | 7620  | 4770      | 9863  | 9000  | 7061  | 7375  | 8425      | 5.9%   | -13.7% |       |  |           |  |
| 丙烯          | 元/吨(含税)      | 6502      | 6287  | 7515  | 8510  | 7375  | 6775  | 7106  | 6440  | 6283  | 6976  | 7402  | 7322  | 7284      | 7080  | 7873  | 7341  | 7491  | 8363      | 20.1%  | 4.4%   |       |  |           |  |
| 乙烷          | 美元/吨(不含税)    | 1063      | 1079  | 1148  | 1216  | 849   | 722   | 715   | 717   | 547   | 764   | 860   | 967   | 828       | 811   | 950   | 917   | 853   | 1133      | 34.9%  | 12.4%  |       |  |           |  |
| G2平台综合价差    | 元/吨(含税)      | 4428      | 4795  | 4579  | 4585  | 3959  | 3978  | 3487  | 2417  | 3473  | 4334  | 5700  | 4825  | 5595      | 5865  | 5748  | 4755  | 4531  | 5189      | 99.6%  | -15.3% |       |  |           |  |
| TPU         | 元/吨(含税)      | 19101     | 16500 | 21000 | 23538 | 19433 | 16971 | 17750 | 17750 | 16635 | 16750 | 17670 | 17417 | 16750     | 16750 | 16750 | 17500 | 17500 | 17500     | -1     |        |       |  |           |  |



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张汪强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

|       |     |              |               |                           |
|-------|-----|--------------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳  | 上海区域销售负责人    | 18930060852   | panyan@essence.com.cn     |
|       | 侯海霞 | 上海区域销售总监     | 13391113930   | houhx@essence.com.cn      |
|       | 朱贤  | 上海区域销售总监     | 13901836709   | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 李栋  | 上海区域高级销售副总监  | 13917882257   | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监    | 13916816630   | liugy@essence.com.cn      |
|       | 苏梦  | 上海区域销售经理     | 13162829753   | sumeng@essence.com.cn     |
|       | 秦紫涵 | 上海区域销售经理     | 15801869965   | qinzh1@essence.com.cn     |
|       | 陈盈怡 | 上海区域销售经理     | 13817674050   | chenyy6@essence.com.cn    |
|       | 徐逸岑 | 上海区域销售经理     | 18019221980   | xuyc@essence.com.cn       |
| 北京联系人 | 张莹  | 北京区域销售负责人    | 13901255777   | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 张杨  | 北京区域销售副总监    | 15801879050   | zhangyang4@essence.com.cn |
|       | 温鹏  | 北京区域销售副总监    | 13811978042   | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 刘晓萱 | 北京区域销售副总监    | 18511841987   | liuwx1@essence.com.cn     |
|       | 王帅  | 北京区域销售经理     | 13581778515   | wangshuai1@essence.com.cn |
|       | 游倬源 | 北京区域销售经理     | 010-83321501  | youzy1@essence.com.cn     |
|       | 侯宇彤 | 北京区域销售经理     | 18210869281   | houyt1@essence.com.cn     |
| 深圳联系人 | 张秀红 | 深圳基金组销售负责人   | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn   |
|       | 胡珍  | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111   | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监   | 18926033448   | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 聂欣  | 深圳基金组销售经理    | 13540211209   | niexin1@essence.com.cn    |
|       | 杨萍  | 深圳基金组销售经理    | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn  |
|       | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理    | 13699750501   | huangqq@essence.com.cn    |
|       | 喻聪  | 深圳基金组销售经理    | 18503038620   | yucong@essence.com.cn     |
|       | 马田田 | 深圳基金组销售经理    | 18318054097   | matt@essence.com.cn       |

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034