

万华化学 (600309.SH)

Q2 业绩超预期, 彰显龙头韧性

核心观点:

- **2022 年半年报发布, Q2 业绩超预期。**根据公司半年报, 2022H1 公司实现营收 891.19 亿元, 同比增长 31.72%, 实现归母净利润 103.83 亿元, 同比下滑 23.26%; 2022Q2 公司实现营收 473.34 亿元, 环比 Q1 增加 13.28%, 实现归母净利润 50.09 亿元, 环比 Q1 下降 6.79%。
- **成本上升致使 Q2 毛利率下降, 费用率环比继续优化。**2022Q2 公司毛利率 16.59%, 较 Q1 的 20.55% 下降 3.96pct; 净利率环比下降 2.09pct 至 11.13%。费用率方面, Q2 销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率环比 Q1 分别下降 0.09pct、0.07pct、0.89pct、0.35pct。
- **22Q2 聚氨酯板块量增价减, 异氰酸酯产能稳步扩张。**22Q2 聚氨酯系列产品销量 112 万吨(环比+17.89%), 均价 1.57 万元/吨(环比-4.5%); 价差方面, 22Q2 综合 MDI-纯苯价差、TDI-甲苯价差分别环比-16%、-25%; 疫情下公司发挥物流优势实现以量补价。据公司新闻, MDI 扩产方面: 22 年行业新增产能仅为年底投产的万华福建 40 万吨以及万华烟台技改扩产 10 万吨, 新增产能较少。TDI 扩产方面: 万华福建 25 万吨/年 TDI 扩建项目预计 23 年上半年投产; 万华异氰酸酯产能稳步扩张。
- **资本开支与研发投入持续增长, 新材料平台型公司未来可期。**2022H1 在建工程达到 350.6 亿元, 占固定资产比例为 52%, 新增在建工程总量 57.11 亿元。研发费用持续增长, 2022Q2 投入研发费用 7.34 亿元, 同比增长 14.38%。公司正在建设及规划的 PBAT、香精香料、三元正极、磷酸铁锂、聚醚胺、NMP、PA12、柠檬醛、PLA、CMP 抛光垫和抛光液、POE、碳纤维等新项目有望陆续投产, 全球化工新材料龙头可期。
- **盈利预测及投资建议。**预计 22-24 年公司 EPS 分别为 7.05/9.29/10.64 元/股, 考虑估值及公司龙头地位, 我们维持公司合理价值为 127 元/股, 对应 22 年业绩 18 倍 PE, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**新项目投产推迟; 下游需求不及预期; 原油价格大幅波动等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	162,726	184,874	207,525
增长率(%)	7.9	98.2	11.8	13.6	12.3
EBITDA(百万元)	18,453	39,659	38,639	49,813	57,761
归母净利润(百万元)	10,041	24,649	22,143	29,153	33,402
增长率(%)	-0.9	145.5	-10.2	31.7	14.6
EPS(元/股)	3.20	7.85	7.05	9.29	10.64
市盈率(P/E)	28.47	12.87	11.87	9.01	7.87
ROE(%)	20.6	36.0	26.9	28.6	27.0
EV/EBITDA	17.29	9.06	7.66	5.82	4.84

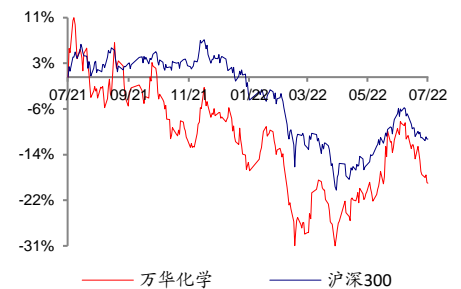
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	85.15 元
合理价值	127 元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-29

相对市场表现



分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-23942150

wuxr@gf.com.cn

请注意, 邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

万华化学(600309.SH):第六代 MDI 技术领先, 自主创新终成全球龙头 2022-07-19

万华化学(600309.SH):海外能源成本抬升, 国内 MDI/TDI 价差有望修复 2022-06-16

万华化学(600309.SH):22Q1 业绩符合预期, 多基地布局打开成长空间 2022-04-26

联系人: 丁续

dingxu@gf.com.cn

目录索引

一、Q2 业绩超预期，疫情压力下彰显龙头韧性.....	4
二、三大产业集群协同发展，大额资本开支驱动成长.....	5
（一）主要原料价格持续上行.....	5
（二）聚氨酯板块 Q2 环比量增价减，异氰酸酯产能稳步扩张.....	6
（三）石化板块 Q2 环比量稳价升，原料价格上行致价差承压.....	7
（四）精细化工品与新材料稳健增长，产品品类持续拓展.....	8
（五）大额资本开支驱动远期成长.....	10
三、8 月纯 MDI 挂牌价环比下调，“稳增长”或提振 MDI 需求.....	11
四、欧洲天然气价格大幅上行，支撑全球异氰酸酯价格.....	11
五、开发减碳新技术，积极布局新能源.....	13
六、盈利预测和投资建议.....	13
七、风险提示.....	15

图表索引

图 1: 万华化学业绩与增速 (分年度, 亿元)	4
图 2: 万华化学业绩与增速 (分季度, 亿元)	4
图 3: 万华化学毛利率与净利率	5
图 4: 万华化学期间费用率	5
图 5: 万华化学研发费用	5
图 6: 万华化学当年所公开专利数 (个)	5
图 7: 万华化学主要原材料价格跟踪 (截至 2022.07.28)	6
图 8: 万华化学聚氨酯系列产品价格价差跟踪 (截至 2022.07.28)	6
图 9: 万华化学聚氨酯系列经营数据	6
图 10: 纯 MDI 与聚合 MDI 价格 (元/吨, 未扣税)	7
图 11: 综合 MDI-纯苯价差 (元/吨, 未扣税)	7
图 12: 万华化学石化系列产品价格价差跟踪 (截至 2022.07.28)	7
图 13: 万华化学石化系列经营数据	8
图 14: 石化板块 C2 项目价差	8
图 15: 石化板块 C3 项目价差	8
图 16: 万华化学精细化学品与新材料系列产品价格价差跟踪 (截至 2022.07.28)	9
图 17: 万华化学精细化工品新材料系列经营数据	9
图 18: 万华化学在建工程与固定资产情况	10
图 19: 聚合 MDI 直销挂牌价 (元/吨)	11
图 20: 纯 MDI 挂牌价 (元/吨)	11
图 21: 欧洲天然气价格	12
图 22: 美、欧、中粗 MDI 价格 (美元/吨)	12
图 23: 聚合 MDI 净出口量 (吨)	12
图 24: 纯 MDI 净出口量 (吨)	12
图 25: 中国 MDI 净出口量	13
表 1: 美国、欧洲与中国 MDI 成本对比	12
表 2: 万华化学营收拆分 (单位: 亿元)	14
表 3: 万华化学及可比公司 PE 估值情况 (截至 2022.7.28)	15

公司发布2022年半年度报告，2022年半年度主要经营数据公告，2022年8月份中国地区MDI价格公告。

2022H1公司实现营收891.19亿元，同比增长31.72%，实现归母净利润103.83亿元，同比下滑23.26%，实现每股收益3.31元/股，同比下降23.20%。

2022Q2公司实现营收473.34亿元，环比Q1增加13.28%，实现归母净利润50.09亿元，环比Q1下降6.79%。

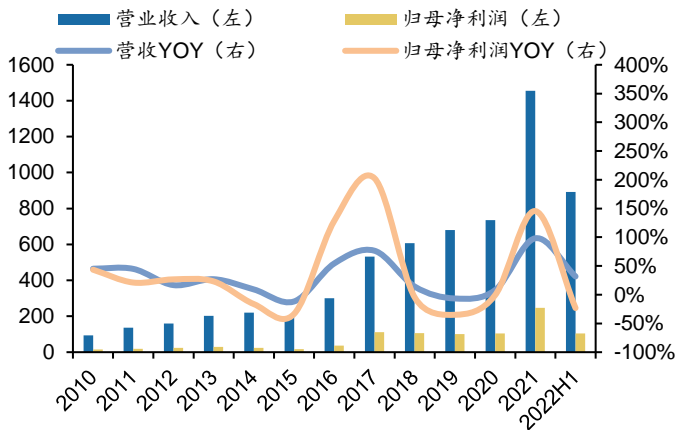
22Q2聚氨酯系列产品销量112万吨（环比+17.89%），均价1.57万元/吨（环比-4.5%）；22Q2石化系列产品销量310万吨（环比+3.33%），均价为0.66万元/吨（环比+5.1%）。22Q2精细化工品与新材料板块销量23万吨（环比+9.52%），均价2.34万元/吨（环比-3.2%）。

自2022年8月份开始，公司中国地区聚合MDI挂牌价18500元/吨（比7月份价格下调1300元/吨）；纯MDI挂牌价22300元/吨（比7月份价格下调1500元/吨）。

一、Q2 业绩超预期，疫情压力下彰显龙头韧性

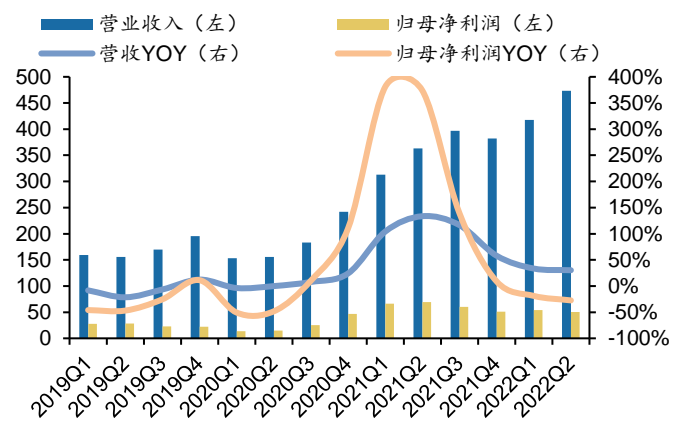
Q2业绩超预期。2022H1公司实现营收891.19亿元，同比增长31.72%，实现归母净利润103.83亿元，同比下滑23.26%。2022Q2公司实现营收473.34亿元，环比Q1增加13.28%，实现归母净利润50.09亿元，环比Q1下滑6.79%，业绩超出预期，Q2国内疫情多发，原材料价格上行，多重压力下公司盈利稳健，彰显龙头经营韧性。

图1：万华化学业绩与增速（分年度，亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

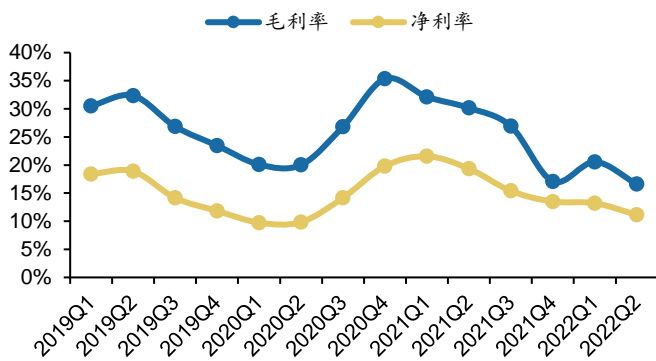
图2：万华化学业绩与增速（分季度，亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

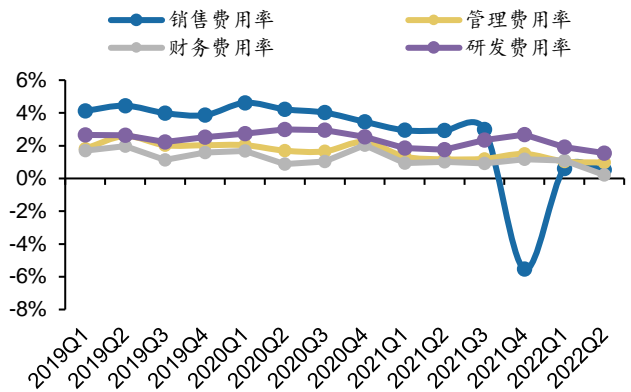
成本增加致使毛利率环比下滑，期间费用率持续优化。2022Q2公司毛利率16.59%，较Q1的20.55%下降3.96pct，净利率环比下降2.09pct至11.13%；期间费用率持续下滑，Q2销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率环比Q1分别下降0.09pct、0.07pct、0.89pct、0.35pct；企业所得税率方面，Q2所得税率14.79%，Q1所得税率14.31%，Q2所得税率环比Q1增加0.48pct。

图3: 万华化学毛利率与净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

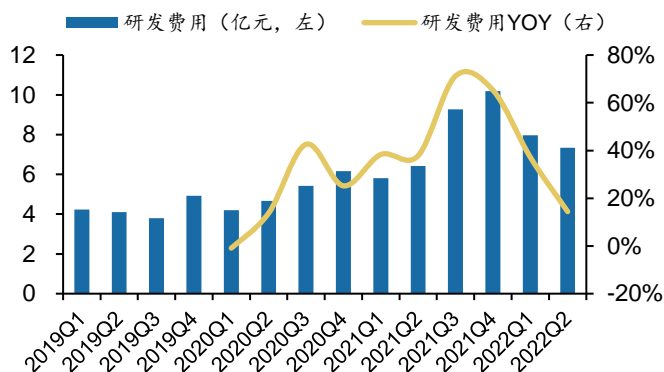
图4: 万华化学期间费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

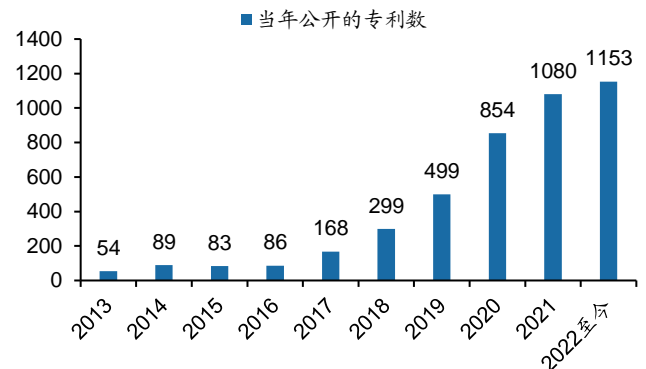
研发费用高速增长, 研发成果显著, 公开专利数目大幅增加。2022Q2公司研发投入保持高速增长态势, 累计投入研发费用7.34亿元, 同比增长14.38%。以可较为及时跟踪公司专利状况的公开数量看, 截至2022年7月28日, 万华当年所公开专利数目为1153件, 超过2021年全年水平, 研发成果显著。

图5: 万华化学研发费用



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 万华化学当年所公开专利数 (个)



数据来源: 国家知识产权局, 广发证券发展研究中心

注: 2022年数据截至07月28日

二、三大产业集群协同发展, 大额资本开支驱动成长

(一) 主要原料价格持续上行

原料价格持续大幅上涨致使Q2毛利率承压。全球经济复苏、货币政策宽松、海外原油产量下降、地缘政治因素等原因, 化工原料价格大幅上涨, 公司盈利能力受到一定压制。22Q2公司主要原材料纯苯、烟煤、动力煤、丙烷、丁烷市场价格分别环比+15%、+7%、+2%、-3%、-3%。22Q3至今价格有所改善, 分别环比+2%、-3%、+2%、-10%、-11%, 相较历史均值涨幅为59%、98%、92%、44%、41%, Q3至今原料价格整体仍处于历史高位。

图7: 万华化学主要原材料价格跟踪 (截至2022.07.28)

	产品	产品价格价差均价							产品价格价差均价变动					
		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3至今	历史均价	22Q2同比	22Q2环比	22Q3至今同比	22Q3至今环比	22Q3至今相较历史均价涨幅
主要原料	纯苯	5585	7575	7989	7319	7933	9140	9367	5893	21%	15%	17%	2%	59%
	烟煤	504	706	973	1174	900	961	930	469	36%	7%	-4%	-3%	98%
	动力煤	719	818	942	932	1173	1202	1227	640	47%	2%	30%	2%	92%
	丙烷	607	573	714	809	845	820	740	514	43%	-3%	4%	-10%	44%
	丁烷	568	559	719	779	850	828	739	524	48%	-3%	3%	-11%	41%

数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心, 注: 价格单位中丙烷、丁烷为美元/吨, 其余为元/吨

(二) 聚氨酯板块 Q2 环比量增价减, 异氰酸酯产能稳步扩张

22Q2聚氨酯板块销量环比上行, 价差环比下降。产销量方面, 22Q2聚氨酯系列产量114万吨(环比+12.87%), 销量112万吨(环比+17.89%)。价格方面, 22Q2聚氨酯板块均价1.57万元/吨, 环比Q1小幅下滑4.5%, 根据我们对市场价的跟踪, 22Q2聚合MDI、纯MDI、TDI、硬泡聚醚均价环比-11%、-5%、-7%、-3%, 与公司经营数据相符。价差方面, 22Q2综合MDI-纯苯价差、TDI-甲苯价差、硬泡聚醚-PO价差分别环比-16%、-25%、-2%。成本上升叠加通货膨胀下需求转弱, 聚氨酯板块盈利能力环比下滑, 疫情严重后, 公司充分发挥物流效率优势实现聚氨酯板块产销量增长。

图8: 万华化学聚氨酯系列产品价格价差跟踪 (截至2022.07.28)

	产品	产品价格价差均价							产品价格价差均价变动					
		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3至今	历史均价	22Q2同比	22Q2环比	22Q3至今同比	22Q3至今环比	22Q3至今相较历史均价涨幅
聚氨酯	聚合MDI	21360	17909	19891	20334	20311	18026	16771	17035	1%	-1%	-16%	-7%	-2%
	纯MDI	24160	20532	22491	22189	22648	21605	22292	21626	5%	-5%	-1%	3%	3%
	TDI	14896	14128	14148	14686	18703	17370	17029	18789	23%	-7%	20%	-2%	-9%
	硬泡聚醚	15184	14415	14257	13815	11288	10917	9656	10618	-24%	-3%	-32%	-12%	-9%
	综合MDI-纯苯价差	18633	13865	15622	16238	15967	13345	12794	14701	1%	-16%	-18%	-4%	-13%
	TDI-甲苯价差	9597	8459	7360	7686	12270	9238	8634	6486	9%	-25%	17%	-7%	33%
硬泡聚醚-PO价差	2322	2727	2681	2955	3305	3246	3253	2468	19%	-2%	21%	0.2%	32%	

数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心, 注: 价格单位为元/吨

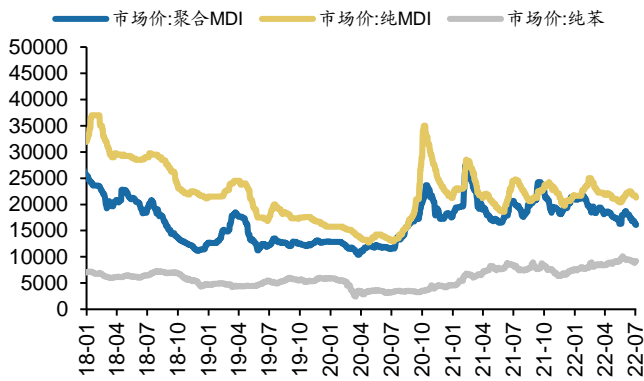
图9: 万华化学聚氨酯系列经营数据

	聚氨酯系列经营数据							
	产量	销量	均价	营收	营收	成本	毛利	毛利率
	/万吨	/万吨	万元/吨	/亿元	/亿元	/亿元	/亿元	%
17Q1	35	40	1.52	61	140	67	73	52%
17Q2	52	47	1.69	79	159	67	92	58%
17Q3	50	51	1.64	84	168	72	96	57%
17Q4	45	45	1.63	74	141	81	60	42%
18Q1	42	44	1.84	81	165	95	70	43%
18Q2	51	51	1.71	87	154	92	61	40%
18Q3	47	48	1.57	75	134	87	47	35%
18Q4	48	50	1.34	66	210	107	103	49%
19Q1	64	66	1.25	82	284	153	131	46%
19Q2	70	66	1.25	82	321	240	81	25%
19Q3	64	65	1.17	76	332	239	94	28%
19Q4	70	65	1.19	78				
20Q1	61	60	1.06	64				
20Q2	62	64	1.10	70				
20Q3	74	76	1.10	84				
20Q4	90	88	1.43	126				
21Q1	96	92	1.49	138				
21Q2	106	97	1.51	147				
21Q3	96	101	1.55	157				
21Q4	103	98	1.67	164				
22Q1	101	95	1.65	156				
22Q2	114	112	1.57	176				

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

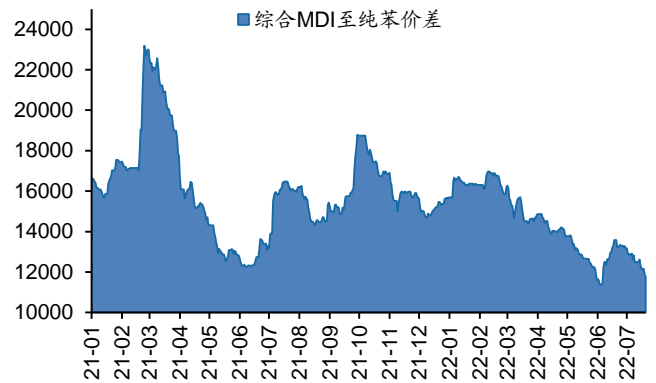
22年7月至今聚氨酯板块盈利稳健，万华异氰酸酯产能稳步扩张。22年7月至今综合MDI-纯苯价差、TDI-甲苯价差、硬泡聚醚-PO价差分别环比23Q2均值-16%、+17%、+21%，TDI、聚醚盈利环比改善显著，MDI承压持续。**MDI扩产方面**：22年新增产能仅为年底投产的万华福建40万吨以及万华烟台技改扩产10万吨，新增产能较少；**TDI扩产方面**：万华现有TDI产能65万吨，全球市占率为17.8%，仅略低于巴斯夫的92万吨和科思创的91万吨。TDI作为万华聚氨酯板块发展的核心之一，将继续“降本提效，强化定价权”，22年2月万华福建25万吨/年TDI扩建项目破土动工，拟投资19.27亿元扩增TDI产能15万吨，预计23年上半年投产；万华异氰酸酯产能稳步扩张。

图10: 纯MDI与聚合MDI价格 (元/吨, 未扣税)



数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心

图11: 综合MDI-纯苯价差 (元/吨, 未扣税)



数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心

(三) 石化板块 Q2 环比量稳价升，原料价格上行致价差承压

22Q2石化板块量稳价升。据公司公告的经营数据，22Q2公司石化系列产品产量为110万吨（环比-6.78%），销量310万吨（环比+3.33%），均价为0.66万元/吨（环比+5.1%）。受油气价格上涨推动下，公司主要石化产品价格多数上行。2022Q2，丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯、丙烯酸甲酯、PO、MTBE、NPG、叔丁醇、丁二烯、苯乙烯、PVC、PE、PP均价环比分别+1%、-9%、-10%、+1%、-4%、+10%、-5%、-3%、+34%、+11%、-4%、-3%、+0.2%。

图12: 万华化学石化系列产品价格价差跟踪 (截至2022.07.28)

产品	产品价格价差均价								产品价格价差均价变动				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3至今	历史均价	22Q2同比	22Q2环比	22Q3至今同比	22Q3至今环比	22Q3至今相较历史均价涨幅
丙烯	7635	8090	7797	8031	8131	8216	7387	7328	2%	1%	5%	-10%	1%
丙烯酸	9170	9544	13795	14679	14021	12704	9148	8325	33%	-9%	-34%	-28%	10%
丙烯酸丁酯	14614	16692	18361	15316	15044	13579	11068	10189	-19%	-10%	-40%	-18%	9%
丙烯酸甲酯	12248	15460	17292	17425	17512	17765	15045	10604	15%	1%	-13%	-15%	42%
PO	18452	16670	16557	15365	11416	10918	9125	11619	-25%	-4%	-45%	-16%	-21%
MTBE	5038	5960	5768	6262	7068	7785	8022	5263	31%	10%	39%	3%	52%
NPG	13137	18337	19963	16300	17366	16433	10730	11839	10%	-5%	-46%	-35%	-9%
叔丁醇	11298	13918	14962	9783	10218	9941	8085	6593	-29%	-3%	-46%	-19%	28%
丁二烯	7647	8016	10755	6371	7977	10694	10297	9423	33%	34%	-4%	-4%	9%
苯乙烯	8092	9677	9059	8761	9221	10204	10147	8800	5%	11%	12%	-1%	15%
PVC	8779	9504	9903	10741	9200	8853	6788	7250	7%	-4%	-31%	-23%	-6%
LLDPE	11418	10523	11055	12315	11993	11668	10493	10136	11%	-3%	-5%	-10%	4%
PP	8649	8528	8583	8568	8682	8685	8042	8215	2%	0%	-6%	-7%	-2%

数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心, 注: 价格单位为元/吨

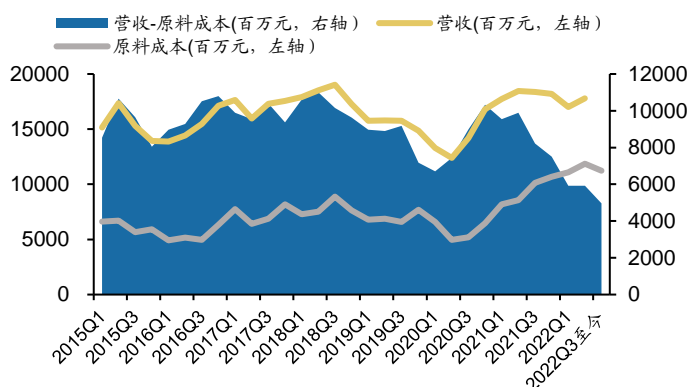
图13: 万华化学石化系列经营数据

	石化系列经营数据							
	产量	销量	均价	营收	成本	毛利	毛利率	
	/万吨	/万吨	万元/吨	/亿元	/亿元	/亿元	/亿元	%
17Q1	38	67	0.49	33	69	59	10	14%
17Q2	49	85	0.43	36				
17Q3	48	101	0.38	38	84	75	9	11%
17Q4	25	78	0.58	45				
18Q1	38	72	0.48	35	83	73	10	12%
18Q2	37	110	0.44	48				
18Q3	33	108	0.51	54	106	97	9	9%
18Q4	43	97	0.53	51				
19Q1	45	80	0.50	40	75	68	7	10%
19Q2	46	67	0.52	35				
19Q3	54	119	0.43	51	126	111	15	12%
19Q4	54	179	0.42	75				
20Q1	45	128	0.43	55	104	104	0.04	0.04%
20Q2	40	153	0.32	50				
20Q3	50	158	0.35	55	127	117	10	8%
20Q4	53	189	0.38	72				
21Q1	86	235	0.51	121	271	222	49	18%
21Q2	102	274	0.55	150				
21Q3	89	261	0.60	156	344	287	56	16%
21Q4	122	234	0.80	187				
22Q1	118	300	0.63	188	392	371	21	5%
22Q2	110	310	0.66	204				

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

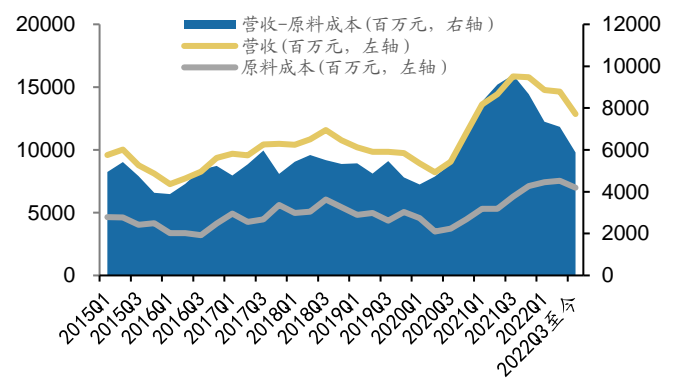
Q2原料价格上行且波动性加剧, 疫情因短期压制下游消费, 石化板块盈利受到挤压。 2022上半年全球油气价格大幅上行且波动性加剧, 海外主要经济体通胀压力显现, 叠加疫情因素短期压制或推迟化工下游消费, 石化行业整体盈利承压。根据我们对市场跟踪, 公司C2项目Q2价差同比下降40.12%, 环比增加0.05%; 公司C3项目价差同比下降22.08%, 环比下降3.2%。22Q3至今, C2、C3项目价差环比分别-16.35%、-17.32%, 石化板块压力仍在持续。

图14: 石化板块C2项目价差



数据来源: 百川资讯, 广发证券发展研究中心

图15: 石化板块C3项目价差



数据来源: 百川资讯, 广发证券发展研究中心

（四）精细化工品与新材料稳健增长, 产品品类持续拓展

新材料板块增长稳健, 石化板块配套上游原材料实现一体化降成本。精细化工品与新材料板块Q2产量23万吨（环比+0%），销量23万吨（环比+9.52%），均价2.34万

元/吨（环比-3.2%）。据公司2022年半年报，中国已成为全球最大的化工新材料生产和消费国，年均增速超过10%，但高端聚烯烃、专用树脂、特种工程塑料、高端膜材料等产品仍然以进口为主，国产化率不足30%。随着光伏、风电、新能源汽车、5G通信、VR/AR等战略性新兴产业的高速发展，产业迎来新发展机遇。

新材料版图持续扩张。2022年4月，万华高端硅共聚PC项目的顺利投产，标志着万华高品质聚合物产业链的进一步完善。公司正在建设及规划布局的PBAT、香精香料、三元正极、磷酸铁锂、聚醚胺、NMP、PA12、柠檬醛、PLA、CMP抛光垫和抛光液、POE、碳纤维等新项目有望陆续投产，全球化工新材料龙头可期。

图16: 万华化学精细化学品与新材料系列产品价格价差跟踪（截至2022.07.28）

产品	产品价格价差均价								产品价格价差均价变动				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3至今	历史均价	22Q2同比	22Q2环比	22Q3至今同比	22Q3至今环比	22Q3至今相较历史均价涨幅
TPU	19912	23496	24335	27579	28025	27554	26900	20622	17%	-2%	11%	-2%	30%
双酚A	20171	25213	25775	18363	17767	15840	11908	12701	-37%	-11%	-54%	-25%	-6%
PC	23180	28470	28195	24935	22638	21173	16750	21248	-26%	-6%	-41%	-28%	-21%
SAP	12604	13462	13500	14196	14375	15288	15938	14391	14%	6%	18%	4%	11%
MMA	12987	12660	13806	12662	12283	12869	11853	14179	2%	5%	-14%	-8%	-16%
PMMA	17475	17636	17491	17566	16974	17075	17190	19815	-3%	1%	-2%	1%	-13%
HDI	61923	106923	88846	84071	77958	74346	71000	60853	-30%	-5%	-20%	-5%	17%
IPDI	76000	76000	76000	76000	77517	79000	79000	71227	4%	2%	4%	0%	11%
TPU价差	12668	17342	17607	20931	21208	21102	20143	14139	22%	0%	14%	-5%	42%
PC-双酚A价差	4906	5911	5010	8717	6709	6967	6033	8461	18%	4%	20%	-18%	-29%
SAP-丙烯酸价差	4831	5325	1781	1447	2321	4317	7875	6603	-19%	86%	342%	82%	19%
MMA-异丁烯价差	5330	4021	5174	3463	1907	1611	-64	5408	-60%	-16%	-101%	-104%	-101%
HDI-己二胺价差	28598	62892	49695	46014	45048	46682	51560	32448	-26%	4%	4%	10%	59%

数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心, 注: 价格单位为元/吨

图17: 万华化学精细化工品新材料系列经营数据

	精细化学品及新材料系列经营数据							
	产量	销量	均价	营收	营收	成本	毛利	毛利率
	/万吨	/万吨	万元/吨	/亿元	/亿元	/亿元	/亿元	%
17Q1	5	4	1.88	8	18	12	6	32%
17Q2	6	5	1.80	10	24	17	8	31%
17Q3	7	8	1.64	13	30	21	9	29%
17Q4	7	7	1.76	12	32	24	8	26%
18Q1	8	6	1.92	11	39	29	10	25%
18Q2	9	8	1.90	16	48	34	14	29%
18Q3	6	8	1.87	15	66	47	19	29%
18Q4	10	10	1.50	15	89	75	14	15%
19Q1	10	8	1.90	15	104	75	30	29%
19Q2	10	10	1.79	17				
19Q3	11	11	1.67	18				
19Q4	12	13	1.56	20				
20Q1	12	9	1.50	14				
20Q2	13	13	1.36	18				
20Q3	14	16	1.41	22				
20Q4	18	17	1.46	25				
21Q1	17	16	1.83	30				
21Q2	18	17	2.15	36				
21Q3	20	20	2.09	42				
21Q4	24	23	2.05	47				
22Q1	23	21	2.41	51				
22Q2	23	23	2.34	54				

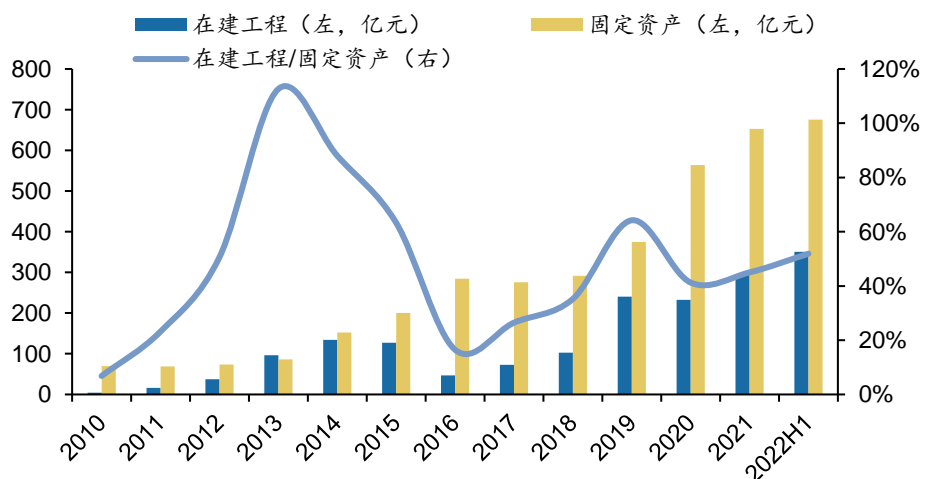
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

（五）大额资本开支驱动远期成长

资本开支力度不减，扩张脚步不停。万华正处于大规模资本开支扩张期，2022H1在建工程总量（含工程物资）达到350.6亿元，新增在建工程总量57.11亿元，占固定资产比例为52%。在建工程涉及聚氨酯产业链延伸及配套项目（预算额480亿元，工程进度80%）、异氰酸酯新建项目（预算额100亿元，工程进度43%）、乙炔产业链项目（预算额33亿元，工程进度66%）、万华宁波技改项目（预算额26亿元，工程进度75%）、BC公司技改项目（预算额14亿元，工程进度66%）、BC苯胺项目（预算额5亿元，工程进度94%）、BC公司厂区基建投资项目（预算额6亿元，工程进度77%）、生物降解聚酯连续聚合项目（预算额4亿元，工程进度98%）、BC公司造气项目（预算额11亿元，工程进度30%）、大规模集成电路平坦化关键材料项目（预算额6亿元，工程进度55%）、改性PP项目（预算额5亿元，工程进度56%）、HDI二期项目（预算额11亿元，工程进度33%）、福建码头项目（预算额9亿元，工程进度30%）、乙烯项目（预算额168亿元，工程进度99%）、宁波新材料与物流园区项目（预算额5.9亿元，工程进度99%）、三元材料项目（预算额12亿元，工程进度39%）等多个领域的投资。

多基地布局持续推进，公司成长性依旧可期。据公司公告及新闻，公司除烟台、宁波两大MDI基地外，**福建产业园**：拟投资超500亿元，涉及40万吨MDI项目、40万吨PVC项目以及40万吨苯胺一体化项目等项目；**四川眉山新材料基地**：二期计划总投资400亿元，规划建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品等项目；**烟台蓬莱新材料低碳产业园**：蓬莱园区定位为先进结构材料聚集区，一期占地2.2平方公里，拟投210亿元，产值230亿元，利税50亿元。**宁夏宁东基地**：据宁夏日报，公司拟在宁夏宁东能源化工基地投资150亿元，建设60万吨/年MDI分离、32万吨/年丙烯法制BDO装置，后续规划建设醋酸、醋酸乙烯、EO/EOD等煤化工下游项目。

图18：万华化学在建工程与固定资产情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、8月纯MDI挂牌价环比下调，“稳增长”或提振MDI需求

公司中国地区8月份纯MDI挂牌价环比下调1300元/吨至22300元/吨,聚合MDI挂牌价环比下调1300元/吨至18500元/吨。国内疫情多点散发,叠加海外主要国家和地区制造业需求转弱,导致聚氨酯需求增速放缓。我们认为中央经济工作会议后,政府工作会议再次强调“把稳增长放在更加突出的位置”,“扩投资、促消费、释放内需潜力”等政策或持续提振MDI需求。

图19: 聚合MDI直销挂牌价(元/吨)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	12000	10500	10800	11800	12800	13500	13500	12800	14500	19000	19000	20000	11100	12700	13600	19333
2017	22000	24000	26000	25500	23000	23000	23000	24000	28500	35000	29800	28800	24000	23833	25167	31200
2018	28800	25500	24500	22000	23000	22500	21500	22500	20000	15500	14200	12900	26267	22500	21333	14200
2019	12500	13200	15200	17800	19000	14500	14500	15000	15500	16500	16500	16500	13633	17100	15000	16500
2020	13500	13500	13500	13500	13500	14000	14000	15500	17000	19600	25000	25000	13500	13667	15500	23200
2021	20500	20500	28000	25500	22000	19600	19600	20600	20600	23000	23000	21500	23000	22367	20267	22500
2022	22500	22800	22800	22800	21800	19800	19800	18500					22700	21467	19150	

数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

注: 2021年12月起, 公司挂牌价公告中聚合MDI不再区分直销、经销价格, 在此将后续挂牌价统计为直销

图20: 纯MDI挂牌价(元/吨)

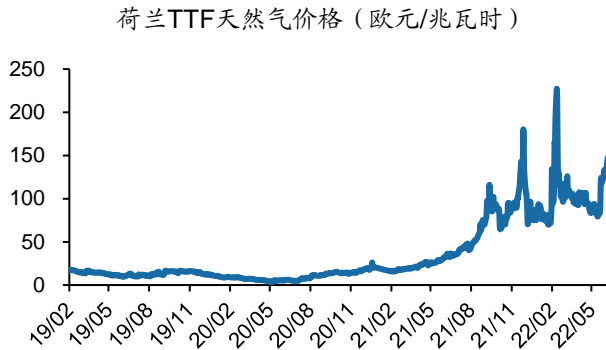
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	16600	16600	17600	18600	19200	19400	19400	19400	18600	18700	20000	21000	16933	19067	19133	19900
2017	22200	23200	25700	28200	28200	27200	25700	25700	27700	29800	29800	29000	23700	27867	26367	29533
2018	29000	30000	31700	31700	31200	30700	30700	31200	31200	29200	26200	24400	30233	31200	31033	26600
2019	23700	23700	24700	26200	27200	23700	20000	20700	21700	21700	22000	22000	24033	25700	20800	21900
2020	18700	18700	18700	16700	15800	16500	16500	17000	18000	19800	28000	28000	18700	16333	17167	25267
2021	24000	24000	28000	28000	23000	21800	21800	23800	23800	23800	23800	23800	25333	24267	23133	23800
2022	22500	23800	26800	25800	24800	22800	23800	22300					24367	24467	23050	

数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

四、欧洲天然气价格大幅上行, 支撑全球异氰酸酯价格

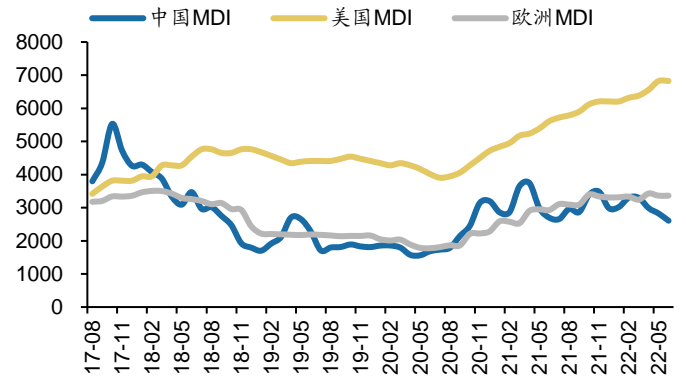
成本方面: 22年上半年油气价格大幅上行, 但欧洲受俄乌冲突影响更大, 据ICE数据, 荷兰TTF天然气期货6月30日上涨至145欧元/兆瓦时, 较2022/2021年年初分别上涨80%/628%。据百川盈孚, 欧洲MDI装置有科思创(79万吨)、巴斯夫(65万吨)、亨斯迈(47万吨)、陶氏(39万吨)、万华BC(35万吨), 合计265万吨, 占全球产能比例为27.5%; 欧洲异氰酸酯装置供能及造气以天然气为主, 天然气价格大幅上行下亨斯迈于22年3月宣布对在欧洲销售的MDI等产品征收**300欧元/吨的天然气附加费**。据Bloomberg数据, 22年6月美国、欧洲粗MDI价格相较中国分别高4218、757美元/吨。据我们测算, 以22年6月均价计算, 美国、欧洲MDI成本相较国内高出约2094、6093元/吨。

图21: 欧洲天然气价格



数据来源: ICE, 广发证券发展研究中心

图22: 美、欧、中粗MDI价格(美元/吨)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表1: 美国、欧洲与中国MDI成本对比

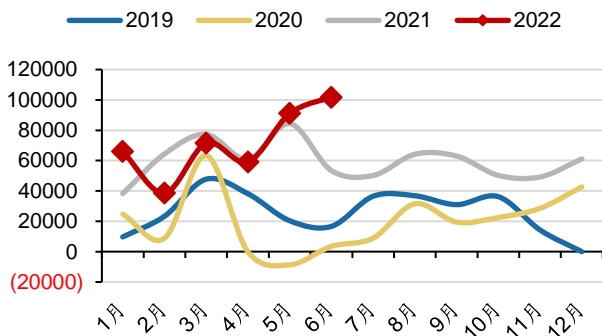
成本项	单耗 (t/t)	国内 MDI		美国 MDI			欧洲 MDI		
		单价 (元/吨)	成本_煤 (元/吨)	单价 (元/吨)	成本_天然气 (元/吨)	相较中国	单价 (元/吨)	成本_天然气 (元/吨)	相较中国
纯苯	0.62	8580	5354	11378	7100	+1746	10536	6575	+1220
合成氨	0.22	4013	891	6358	1411	+520	7004	1555	+664
氢气_苯胺	煤 0.24 天然气 0.10	1173	276	1938	194	-82	8735	874	+598
能耗_标准煤	0.84	1558	1145	1938	1055	-90	8735	4756	+3611
合计						+2094			+6093

数据来源: Wind, Bloomberg, 百川资讯, 环评报告, 广发证券发展研究中心

注: 价格数据采用各地区 22 年 6 月均价, 能耗数据采用 2017-2021 万华聚氨酯能耗平均值 0.84t 标准煤/t, 折算 0.54t LNG

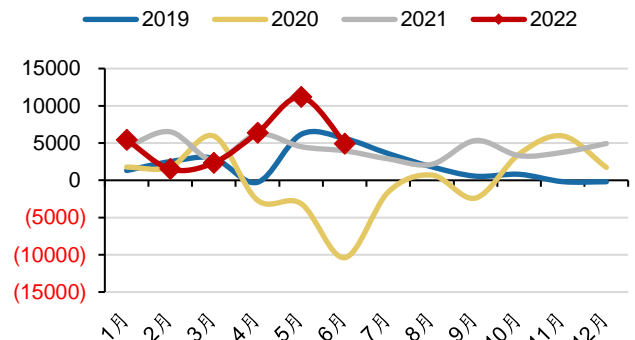
Q2出口持续高景气。在国内外成本差逐渐扩大的背景下, MDI出口维持高景气。2022Q2聚合MDI累计净出口25.12万吨, 同比增长26.61%; 2022Q2纯MDI累计净出口2.25万吨, 同比增长53.06%。

图23: 聚合MDI净出口量(吨)



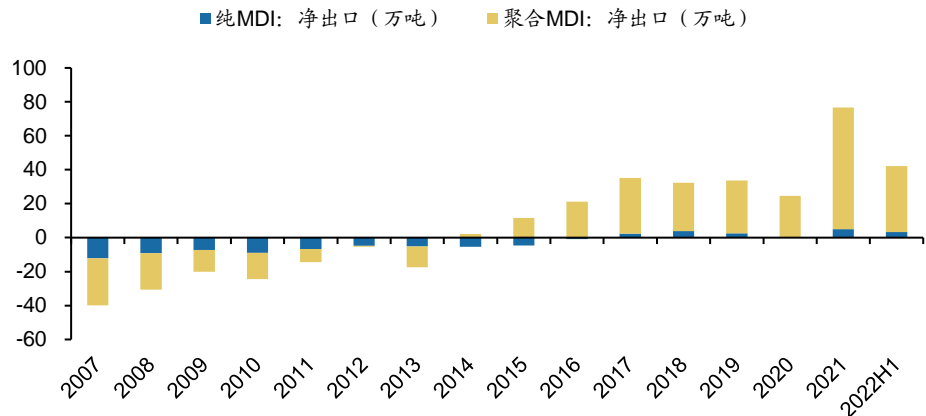
数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

图24: 纯MDI净出口量(吨)



数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

图25: 中国MDI净出口量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、开发减碳新技术，积极布局新能源

2022年是公司将前期规划的“碳达峰碳中和路径”集中落地的一年。根据2022年半年报，万华已在绿电使用、能效提升、废热利用、CO₂回用等方面取得一系列成效：

(1) 绿电使用: 与中核集团拟共同建设海阳核电项目；与华能集团合资成立华能(海阳)光伏新能源有限公司，共同建设渔光互补型光伏电站项目；万华化学磁山光伏发电项目(一期)于2022年1月并网发电，项目总装机容量达3810千瓦，年均发电量可达434万度，年可减少CO₂排放4300吨。

(2) 废热利用: 与江苏河海集团通过多种创新技术的耦合,将万华烟台工业园的生产废热进行回收再利用,为园区生产供应高品位热能,同时为烟台市区的冬季采暖提供清洁热源。项目投产后,万华化学烟台工业园预计每年可节约煤炭约260万吨,减少二氧化碳排放670万吨,节约用水2000万方以上。

(3) 能效提升: 大力推广使用新技术和高效能设备,不断提升公司能效水平。例如,通过对工艺排放尾气的不断优化,回收高热值的火炬气,降低能量回收单元燃料气使用量,减少碳排放13777吨/年;通过改造精馏塔填料及分布器,提高精馏效率,节约蒸汽消耗,减少二氧化碳间接排放6544吨/年。

(4) CO₂回用: 与烟台冰轮环保科技有限公司合作,开展胶东地区首个15万吨级二氧化碳捕集利用与封存(CCUS)项目,年产液体二氧化碳15万吨,旨在打造辐射胶东半岛以及潍坊、淄博等地的液体二氧化碳核心供应基地。

六、盈利预测和投资建议

万华化学是国内制造业少有的掌握所在行业核心技术、以技术创新驱动公司发展的全球化工新材料龙头企业。公司现已形成产业链高度整合、深度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群:聚氨酯板块中万华化学已经是全球最大且最具竞争力的MDI制造商,未来全球MDI新增产能中万华占比超过一半,产能将会

进一步向万华集中；石化板块中万华深耕LPG/烯烃商业模式，PDH、乙烯一期稳定运行，乙烯二期规划、蓬莱项目继续加深石化产业链布局，正逐步做大石化产业集群；新材料板块万华凭借自主创新研发多次打破国外垄断，在高技术、高壁垒、高附加值的化工新材料领域突出主业，并实施与主业相关的多元化发展向国际一流化工新材料公司不断迈进。

公司目前业务主要分为聚氨酯、石化、精细化工品、新材料等，公司在上述项目均有新产品布局或现有产品扩建计划：

(1) 聚氨酯系列：主要为MDI、TDI、改性MDI、聚醚等产品，福建MDI项目、宁波MDI技改、福建TDI项目增加产能逐步释放，改性MDI、聚醚产能稳步增加，预计2022-2024年收入同比分别-3%/+19%/+9%，毛利率预计分别为32%/36%/38%。

(2) 石化系列：主要产品为乙烯、丙烯、PO、PE、PP、PVC、丙烯酸酯、NPG等产品，乙烯二期、福建和蓬莱的PDH项目逐步推进，预计2022-2024年收入同比分别+28%/+4%/+10%，毛利率预计分别为9%/10%/9%。

(3) 精细化学品及新材料系列：公司新材料项目较多，综合考虑扩建及新项目投产，预计2022-2024年收入同比分别+5%/+54%/+33%，毛利率预计分别为23%/28%/27%。

表2：万华化学营收拆分（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
聚氨酯系列				
收入	605	585	697	762
增长率	76%	-3%	19%	9%
成本	393	398	449	471
毛利	212	187	248	291
毛利率(%)	35%	32%	36%	38%
石化系列				
收入	614	787	815	898
增长率	166%	28%	4%	10%
成本	509	718	734	814
毛利	105	70	82	84
毛利率(%)	17%	9%	10%	9%
精细化学品及新材料系列				
收入	155	163	251	334
增长率	95%	5%	54%	33%
成本	122	125	181	245
毛利	33	38	70	90
毛利率(%)	21%	23%	28%	27%
其他主营业务				
收入	184	195	199	204
增长率	170%	6%	2%	3%
成本	152	161	165	169
毛利	33	34	33	34

毛利率(%)	18%	17%	17%	17%
其他业务				
收入	6	7	7	7
增长率	-45%	10%	0%	0%
成本	6	6	6	6
毛利	1	1	1	1
毛利率(%)	9%	9%	9%	9%
合计				
收入	1455	1627	1849	2075
增长率	98%	12%	14%	12%
成本	1073	1299	1416	1577
毛利	382	328	432	499
毛利率	26%	20%	23%	24%

数据来源：Wind 广发证券发展研究中心

综上预计 2022-2024 年万华化学收入分别为 1627/1849/2075 亿元，同比分别 +11.8%/+13.6%/12.3%；归母净利润分别为 221.4/291.5/334.0 亿元，同比分别 -10.2%/+31.7%/+14.6%。

考虑到公司强劲的现金流、不断增强的核心竞争力、未来清晰的产品规划所带来的高质量成长，参考可比公司估值，我们认为公司合理价值为 127 元/股，对应 22 年 18 倍 PE，维持公司“买入”评级。

表3：万华化学及可比公司 PE 估值情况（截至 2022.7.28）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE 估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
万华化学	600309	聚氨酯	2673	246.5	221.4	291.5	12.9	12.1	9.2
新和成	002001	精细化工	647	43.2	50.3	59.0	18.6	12.9	11.0
天赐材料	002709	精细化工	1037	22.1	53.1	62.7	49.8	19.5	16.6
东方盛虹	000301	石化	1246	45.4	73.0	129.1	20.6	17.1	9.7
可比公司平均							29.7	16.5	12.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：万华化学盈利预测来自广发证券，其余来自 Wind 一致预测。

七、风险提示

新项目投产推迟风险：公司在建项目众多，且新项目预期会对公司利润带来可观贡献，受碳中和及相关政策影响，部分“两高”化工项目收紧，存在新项目投产预期时间延后风险。

下游需求不及预期的风险：公司产品需求与宏观经济相关性较大，除此外新材料产

品需经客户较长时间的验证，存在下游需求短期不及预期的风险。

汇率大幅波动风险：公司国外收入占比由2018年的34%逐步增加至2021年的49%，国外业务总量较大，外汇结算面临一定的不确定性。

贸易争端演化具有不确定性的风险：一方面国际贸易摩擦持续，公司产品价格、销量面临市场波动风险，另一方面外销占比较大，存在国外市场比重较高、依赖度较大的风险。

原油价格大幅波动风险：公司生产所需的部分化工原材料需外采，受全球经济及政策等影响，原材料价格尤其是原油价格可能出现大幅波动，对产品毛利率产生影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	40,526	72,291	78,751	97,488	118,508	经营活动现金流	16,850	27,922	43,027	45,906	55,784
货币资金	17,574	34,216	32,545	46,975	61,881	净利润	10,415	25,039	22,595	29,748	34,084
应收及预付	7,090	10,013	12,783	13,885	15,783	折旧摊销	5,236	8,161	12,504	15,254	18,225
存货	8,704	18,282	21,456	23,627	26,217	营运资金变动	-411	-7,323	7,741	769	3,388
其他流动资产	7,159	9,780	11,966	13,002	14,627	其它	1,609	2,045	187	135	87
非流动资产	93,226	118,018	131,184	145,840	161,725	投资活动现金流	-23,855	-28,758	-25,359	-29,522	-33,649
长期股权投资	1,314	3,930	4,930	6,130	7,530	资本支出	-23,119	-26,845	-24,630	-28,633	-32,636
固定资产	56,371	65,233	79,224	92,104	104,360	投资变动	-721	-1,996	-1,200	-1,440	-1,640
在建工程	23,257	29,352	26,146	25,302	26,112	其他	-16	83	471	551	626
无形资产	6,905	7,982	9,182	10,382	11,582	筹资活动现金流	19,813	17,587	-19,339	-1,955	-7,228
其他长期资产	5,380	11,521	11,701	11,921	12,141	银行借款	91,773	117,914	-11,191	7,718	3,970
资产总计	133,753	190,310	209,935	243,328	280,233	股权融资	720	305	0	0	0
流动负债	68,134	98,002	98,792	106,697	115,279	其他	-72,680	-100,632	-8,148	-9,673	-11,198
短期借款	38,245	53,873	38,682	41,400	40,369	现金净增加额	12,785	16,711	-1,671	14,430	14,906
应付及预收	17,714	20,390	30,176	30,903	35,138	期初现金余额	4,519	17,303	34,216	32,545	46,975
其他流动负债	12,175	23,739	29,935	34,394	39,771	期末现金余额	17,303	34,014	32,545	46,975	61,881
非流动负债	13,968	20,612	25,112	30,612	36,112						
长期借款	11,822	15,644	19,644	24,644	29,644						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2,146	4,968	5,468	5,968	6,468						
负债合计	82,102	118,614	123,904	137,309	151,390						
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140						
资本公积	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161						
留存收益	43,104	63,671	77,554	96,947	119,090						
归属母公司股东权益	48,780	68,499	82,382	101,775	123,917						
少数股东权益	2,870	3,197	3,649	4,244	4,926						
负债和股东权益	133,753	190,310	209,935	243,328	280,233						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	73,433	145,538	162,726	184,874	207,525
营业成本	55,916	107,317	129,920	141,643	157,659
营业税金及附加	676	880	976	1,202	1,349
销售费用	788	1,052	976	1,185	1,302
管理费用	1,420	1,892	1,627	2,218	2,698
研发费用	2,043	3,168	3,092	4,067	4,981
财务费用	1,076	1,479	148	173	198
资产减值损失	-488	-1,075	-250	-250	-250
公允价值变动收益	-6	7	0	0	0
投资净收益	179	492	471	551	626
营业利润	11,825	29,425	26,373	34,893	39,964
营业外收支	-93	-274	-100	-100	-100
利润总额	11,732	29,151	26,273	34,793	39,864
所得税	1,317	4,112	3,678	5,045	5,780
净利润	10,415	25,039	22,595	29,748	34,084
少数股东损益	373	391	452	595	682
归属母公司净利润	10,041	24,649	22,143	29,153	33,402
EBITDA	18,453	39,659	38,639	49,813	57,761
EPS (元)	3.20	7.85	7.05	9.29	10.64

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	7.9%	98.2%	11.8%	13.6%	12.3%
营业利润增长	-3.8%	148.8%	-10.4%	32.3%	14.5%
归母净利润增长	-0.9%	145.5%	-10.2%	31.7%	14.6%
获利能力					
毛利率	23.9%	26.3%	20.2%	23.4%	24.0%
净利率	14.2%	17.2%	13.9%	16.1%	16.4%
ROE	20.6%	36.0%	26.9%	28.6%	27.0%
ROIC	11.5%	18.3%	14.8%	16.4%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	61.4%	62.3%	59.0%	56.4%	54.0%
净负债比率	159.0%	165.4%	144.0%	129.5%	117.5%
流动比率	0.59	0.74	0.80	0.91	1.03
速动比率	0.46	0.54	0.56	0.67	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.76	0.78	0.76	0.74
应收账款周转率	11.64	16.83	14.69	15.35	15.12
存货周转率	8.44	7.96	7.58	7.82	7.92
每股指标 (元)					
每股收益	3.20	7.85	7.05	9.29	10.64
每股经营现金流	5	9	14	15	18
每股净资产	15.54	21.82	26.24	32.42	39.47
估值比率					
P/E	28.47	12.87	11.87	9.01	7.87
P/B	5.86	4.63	3.19	2.58	2.12
EV/EBITDA	17.29	9.06	7.66	5.82	4.84

广发基础化工行业研究小组

- 邓先河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭齐坤：高级研究员，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁续：高级研究员，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。