

基础化工

2022年07月29日

万华化学 (600309)

——业绩符合预期，出口盈利保障业绩稳定

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2022 年中报**：2022 年上半年实现营业收入 891.19 亿元 (YoY+31.72%)，归母净利润 103.83 亿元 (YoY-23.26%)，扣非后归母净利润 102.22 亿元 (YoY-22.53%)。其中，2022Q2 实现营业收入 473.34 亿元 (YoY+30.24%，QoQ+13.28%)，归母净利润 50.09 亿元 (YoY-27.5%，QoQ-6.79%)，扣非后归母净利润 48.75 亿元 (YoY-28.57% QoQ-8.83%)，业绩基本符合预期。
- **三大板块经营情况**：公司 2022 上半年加大 MDI 出口力度，受益海外 MDI 景气行情，弥补国内疫情影响；石化板块成本压力持续提升，产品价格传导受阻，板块盈利能力有所回调；新材料板块持续放量，多项目布局持续扩大板块规模。
- **研发投入及资本开支强度不减保证多个新项目有序推进，降本增效费用端持续优化增厚业绩**。资产负债表端：截止 22 年 Q2，公司固定资产相比 2022 年 Q1 增加 23.51 亿元，同时公司的在建工程相比 2022 年 Q1 增加 57.11 亿元，未来公司将进入密集资本开支周期，支撑多个项目有序推进；现金流量端：公司经营性现金流净保持健康，流入 102.33 亿元同比增加 26.87%，较强的资金回笼能力保障公司运营稳定；费用端，公司降本增效效果明显，22 年 Q2 财务费用 1 亿元，环比 22Q1 减少 3.68 亿元 (QoQ-78.17%)。
- **22Q2 海外能源价格冲高，叠加海外供应量下滑，出口持续旺盛**。22Q2 聚合 MDI 出口 31.44 万吨，同比增加 16%，环比增加 30%，按照省份数据，山东+浙江聚合 MDI 22Q2 出口 25.82 万吨，同比增加 16%，环比增加 31%；纯 MDI 在 22Q2 出口 3.57 万吨，同比增加 10%，环比增加 20.2%，其中按照省份数据，山东+浙江纯 MDI 22Q2 出口 2.73 万吨，同比增加 31%，环比增加 23%。目前海外能源价格维持高位，叠加部分装置不可抗力，我们看好 2022 年国内 MDI 凭借成本优势，维持较高全球市场份额。
- **高研发投入+高资本开支支撑长期发展，寻求周期成长的确定性与预期差，长期看好万华全面发展成为全球化工行业领军者**。公司未来成长目标清晰，各大基地 5 年维度的规划陆续浮出水面，烟台、福建基地将持续打造一体化园区，眉山基地改性塑料、PBAT 顺利推进，有望依托当地天然气资源拓展下游；新能源领域加速布局，5 万吨磷酸铁锂电正极材料一体化项目环评已公示，1 万吨三元正极材料项目预计 2022 年底建成；公司每年 20-30 亿级别研发投入做强技术支撑，未来 5 年大规模资本开支加速技术储备产业化，长期看好万华全面发展成为平台型化工新材料公司，成长为全球化工行业领军者。
- **盈利预测与估值**：维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 227.49、266.25、301.57 亿元，当前市值对应 PE 为 12X、10X、9X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：新项目投产不及预期；下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	145,538	89,119	140,079	144,122	155,039
同比增长率 (%)	98.2	31.7	-3.8	2.9	7.6
归母净利润 (百万元)	24,649	10,383	22,749	26,625	30,157
同比增长率 (%)	145.5	-23.3	-7.7	17.0	13.3
每股收益 (元/股)	7.85	3.31	7.25	8.48	9.60
毛利率 (%)	26.3	18.5	30.5	32.4	33.8
ROE (%)	36.0	14.7	29.7	29.0	27.4
市盈率	11		12	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2022年07月28日

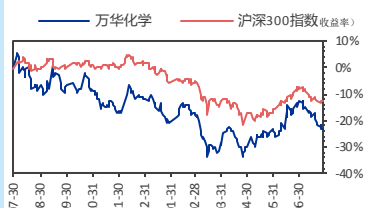
收盘价 (元)	85.15
一年内最高/最低 (元)	121.38/73.5
市净率	3.8
息率 (分红/股价)	2.94
流通 A 股市值 (百万元)	267349
上证指数/深证成指	3282.58/12428.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年06月30日

每股净资产 (元)	22.53
资产负债率%	64.09
总股本/流通 A 股 (百万)	3140/3140
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万华化学 (600309) 点评：业绩符合预期，多个项目陆续投产保障业绩增量》
2022/04/26

《万华化学 (600309) 点评：业绩符合预期，高研发高资本开支推动公司持续增长》
2022/03/20

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

1. 三大板块经营情况

公司 2022 上半年加大 MDI 出口力度 , 受益海外 MDI 景气行情 , 弥补国内疫情影响。

聚氨酯板块：Q2 MDI 国内价格受疫情相应下滑，海外景气受成本端和供给端支撑，维持景气高位。国内纯 MDI、聚合 MDI Q2 市场均价分别为 21543、17919 元/吨，同比分别增加 5.0%、0.1%，环比分别下滑 4.9%、11.8%。成本端看，Q2 成本压力提升，主要原材料纯苯、动力煤、烟煤均价为 9148、916、1217 元/吨，同比分别提升 21.2%、36.2%、41.3%、47.6%，环比分别提升 15.5%、10.4%、12.3%。公司上半年提前预判市场，充分发挥公司物流效率优势，保障产品满产满销，2022Q2 产、销量分别为 114、112 万吨，同比分别增加 7.9%、15.4%，环比分别增加 12.9%、17.9%，保障板块稳定盈利。

石化板块成本压力持续提升，产品价格传导受阻，板块盈利能力有所回调。石化业务 2022Q2 营收同比环比增长 36.1%、8.6%至 204.15 亿元，产量 110 万吨，同比环比分别变动+7.5%、-6.8%。2022Q2 原油价格冲高回落，下游产品价格传导不畅。PO、丙烯酸、丙烯酸丁酯、NPG、乙烯法 PVC Q2 市场均价分别为 11129、12721、13594、16184、9108 元/吨，环比分别变动-4.3%、-8.7%、-9.0%、-5.0%、4.9%。成本端来看，2022Q2 主要原料丙烷、丁烷价格维持高位，市场均价分别为 6409、6370 元/吨，环比分别增加 1.12%、0.64%，成本端压力导致板块盈利有所受损。

新材料板块持续放量，多项目布局持续扩大板块规模。三季度 48 万吨/年双酚 A 项目、4 万吨/年尼龙 12 项目计划陆续投产，烟台 IPDI 产业链完成中间体配套重启成功，整个板块持续放量。2022Q2 板块营业收入 53.74 亿元，同环比分别增长 50.3%、6.1%。2022Q2 板块产、销量分别为 23、23 万吨，同比分别增长 26.1%、38.2% 环比分别变动 0%、+9.5%。公司持续规划新材料板块布局，8 万吨 NMP、5 万吨三羟甲基丙烷、6 万吨新戊二醇、20 万吨/年顺酐、7.5 万吨/年 PLA 等新材料项目环评披露，并且柠檬醛及其衍生物一体化项目获批，横向发展维生素和香精香料业务。

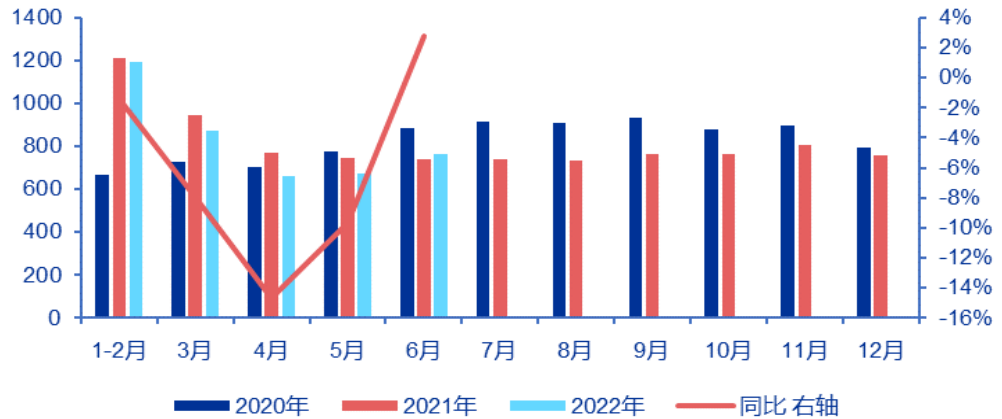
图 1：公司主要产品价格价差

分类	产品名称	单位	季度均价 (均价)												历史年度均价				历史分位数								
			2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	环比22Q2	同比21Q2	2021	2020	2019	2018	2017	2021	2020	2019	2018	2017			
聚氨酯	纯MDI挂牌元/吨	23800	50%	0.0%	4.4%	23800	24448	24536	23729	23104	23607	25556	25596	17357	-0.4%	3.6%	23992	19487	23099	27795	25758	52%	23%	46%	75%	63%	
	聚合MDI挂牌元/吨	19800	39%	0.0%	0.0%	19800	21415	22439	22429	20330	21957	23361	23376	15800	-4.6%	-2.5%	22012	16607	15653	18064	25104	48%	26%	23%	32%	60%	
	纯MDI市销元/吨	22250	34%	0.0%	-0.4%	22439	21543	22654	22227	22476	20513	24160	26984	15089	-4.9%	5.0%	22339	17836	19738	28551	28436	35%	18%	25%	57%	57%	
	聚合MDI市销元/吨	16100	37%	-4.5%	-12.5%	16207	17919	20311	20334	19868	17909	21360	19629	14089	-11.8%	0.1%	19865	14456	13487	18738	26675	45%	33%	31%	43%	61%	
	TDI元/吨	16450	16%	-3.8%	-6.0%	16994	17526	18739	14628	14181	14248	14801	14225	13393	-6.5%	23.0%	14189	11979	13101	24539	31788	11%	6%	9%	33%	49%	
	双酚A元/吨	8700	12%	-7.9%	-16.3%	9315	11254	12118	15732	16688	16691	18944	18237	14039	-7.1%	-32.6%	16995	12829	10591	12646	11451	75%	43%	26%	42%	33%	
	聚醚醚酮元/吨	9300	19%	-5.1%	-10.6%	9630	10919	11325	13653	14358	14640	15267	14638	11531	-3.6%	-24.0%	14402	11158	10622	11363	10679	81%	42%	26%	44%	36%	
	石化	丙烯	7225	45%	-3.3%	-6.5%	7385	8209	8168	8025	7790	8101	7701	7381	6993	0.5%	1.3%	7904	6791	7367	8499	7498	54%	39%	47%	62%	49%
		MTBE	7810	83%	-0.6%	-6.9%	8092	7753	6995	6234	5772	5953	5000	3720	3761	10.8%	30.2%	5743	3918	5548	5627	4948	47%	15%	44%	45%	33%
		环氧乙烷	6550	6%	-7.1%	-13.2%	7277	7965	7653	8322	7502	7651	7609	7336	7117	4.1%	4.1%	7772	7144	7749	9927	9498	16%	11%	16%	34%	31%
环氧丙烷		8650	16%	-7.5%	-16.4%	9359	11129	11623	15641	16695	16832	18479	17811	13185	-4.3%	-33.9%	16904	12278	10112	11426	10705	78%	43%	27%	37%	32%	
丙烯腈		8750	30%	1.7%	-22.9%	9216	12721	13928	14922	13729	9507	9074	7611	6751	-8.7%	33.8%	11829	6937	7519	8408	8479	51%	17%	21%	27%	28%	
丙烯酸甲酯		14360	68%	-3.1%	-18.1%	15118	17774	17452	17459	17295	15423	12066	10272	9230	2.0%	15.2%	15575	9220	9894	11055	9897	78%	28%	33%	42%	33%	
丙烯酸丁酯		11950	44%	-4.4%	-26.2%	13011	16449	15270	15615	16137	16529	12392	10334	8967	7.7%	-0.5%	15402	9390	10342	11088	10898	75%	22%	30%	37%	35%	
丙烯酸丁腈		10800	55%	2.4%	-13.3%	10689	13594	14933	15575	18353	16624	14429	10087	7836	-9.0%	-18.2%	16254	8369	8959	10186	9946	83%	43%	46%	52%	51%	
TBA		8000	28%	0.0%	-1.2%	8195	7686	6953	7070	7800	7868	7380	6266	7550	10.5%	-2.3%	7559	7353	7806	8218	8468	23%	21%	26%	30%	33%	
NPG		10300	26%	0.0%	-17.6%	10470	16184	17029	15942	19762	17982	12779	11374	7736	-5.0%	-10.0%	16634	8896	8997	12070	14073	70%	17%	17%	38%	52%	
丁二烯	10250	29%	-5.5%	-4.2%	10306	10743	8174	6385	10693	8105	7807	8880	5265	31.4%	32.5%	8290	6246	9372	11232	12402	20%	11%	25%	33%	38%		
异丁烯	11800	68%	0.0%	0.0%	12465	11996	10808	9852	9251	9314	8176	6147	6224	11.0%	28.8%	9204	6724	9354	9241	8398	40%	13%	41%	40%	31%		
苯心油	9715	56%	-1.8%	-6.2%	10151	10202	9215	8752	9061	9652	8082	7372	5333	10.7%	5.7%	8896	6074	8248	10728	10078	47%	18%	41%	66%	60%		
LLDPE	11950	44%	-4.4%	-26.2%	13011	16449	15270	15615	16137	16529	12392	10334	8967	7.7%	-0.5%	15402	9390	10342	11088	10898	75%	22%	30%	37%	35%		
乙烯基PVDF	8800	13%	0.0%	-13.9%	7048	9108	9574	11340	10019	9604	8822	6178	6820	-4.9%	-5.2%	9953	6928	7045	7105	7012	44%	15%	16%	16%	15%		
精细化工及新材料	PC	16400	15%	-1.2%	-14.1%	16727	21057	22319	25245	27455	26991	20790	17743	14685	-5.7%	-22.0%	25139	15467	17013	26162	22891	48%	11%	17%	52%	40%	
	TPU	20500	21%	-2.4%	-2.4%	20955	21459	23506	24522	21646	20684	20268	17969	17504	-8.7%	3.7%	22043	18831	22746	24895	27759	30%	10%	34%	47%	65%	
	SAP	13250	71%	-1.9%	-13.1%	14000	14462	13625	13404	12161	11962	10567	9714	9662	6.1%	20.9%	12054	9919	11032	11186	10793	54%	23%	39%	42%	36%	
	MMA	11250	23%	-6.6%	-12.1%	11853	12869	12283	12662	13806	12660	12987	12275	10443	4.8%	1.7%	13041	10770	12765	19505	19561	32%	20%	31%	67%	68%	
	PMMA	15633	27%	0.0%	-1.9%	15766	16202	16291	16978	17045	17739	17193	16852	14175	-0.5%	-8.7%	17205	14699	17076	24189	20794	38%	20%	37%	86%	62%	
	HDPE	69500	39%	-1.4%	-3.5%	70833	74176	79256	84022	86261	107363	62546	53237	55500	-2.7%	-30.9%	85316	54454	55500	55500	55500	61%	19%	21%	21%	21%	
IPDI	79000	33%	0.0%	0.0%	79000	79000	75157	76500	76500	76500	76500	68625	70000	1.9%	3.9%	76000	69654	70000	70000	70000	28%	19%	19%	19%	19%		
原材料	丙烯	4899	51%	1.7%	-4.4%	4995	5441	5353	5173	4634	3686	3934	3208	2549	1.6%	47.6%	4361	2832	3337	3665	3252	44%	21%	29%	33%	27%	
	烟煤	1228	48%	-1.8%	2.7%	1248	1217	1083	1289	1147	861	742	649	574	12.3%	41.3%	1012	576	592	652	644	39%	22%	23%	25%	25%	
	动力煤	945	46%	-2.5%	2.3%	969	916	830	1021	907	673	575	516	456	10.4%	36.2%	795	457	450	506	514	39%	22%	22%	25%	25%	
	纯苯	9575	85%	6.0%	0.2%	9337	9148	7919	7323	7991	7546	5562	3966	3386	15.5%	21.2%	7114	3964	5077	5931	6721	56%	19%	32%	42%	52%	
主要产品价差	MDI回收价元/吨	11913	14%	-6.8%	-12.2%	12748	13267	16058	16112	15654	13968	18865	19136	12172	-17.4%	-5.0%	16125	12973	12164	17946	22969	28%	18%	15%	34%	52%	
	MDI收价元/吨	9129	13%	1.6%	-12.3%	9546	10138	11638	11585	12553	10687	14810	16273	10737	-12.9%	-5.1%	13432	11044	10418	15225	19805	25%	20%	17%	35%	51%	
	TDI-0.65元/吨	11461	10%	-4.6%	-3.2%	11656	12120	14396	10707	10389	10579	11748	11872	11119	-15.8%	14.6%	10520	9502	9529	20814	28262	8%	6%	6%	32%	49%	
	丙烯-1.22元/吨	414	20%	-4.6%	-29.3%	464	650	726	839	1298	2968	2223	2868	3430	-10.5%	-78.1%	1806	2795	2726	3413	2973	48%	67%	66%	79%	70%	
	环氧丙烷-0元/吨	2870	3%	-14.8%	-31.2%	3335	4618	5118	8935	10486	10411	12441	12015	7538	-9.8%	-55.6%	10493	6951	4235	4930	4678	72%	40%	15%	22%	19%	
	丙烯酸-0.7元/吨	3620	27%	9.9%	-38.3%	4103	6919	8220	8931	8371	3709	3764	2376	1770	-15.8%	86.5%	6332	2121	2290	2378	3143	49%	15%	17%	17%	23%	
	丙烯酸甲酯元/吨	6513	73%	-8.2%	-11.4%	6931	6434	4992	4395	4920	6948	4072	3477	3236	28.9%	-7.4%	5047	3046	3202	3571	2351	55%	30%	32%	37%	22%	
	丙烯酸乙酯元/吨	4775	47%	-12.4%	-30.7%	5588	5981	3790	3575	4723	8765	5964	4075	3433	57.8%	-31.8%	5702	3702	4126	4194	3945	58%	34%	39%	47%	37%	
	丙烯酸丁酯元/吨	5638	47%	2.9%	-2.0%	3438	3166	3594	3275	6916	8811	7137	3889	2299	-11.9%	-64.1%	9275	4276	4522	5225	4943	91%	31%	34%	42%	39%	

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，申万宏源研究

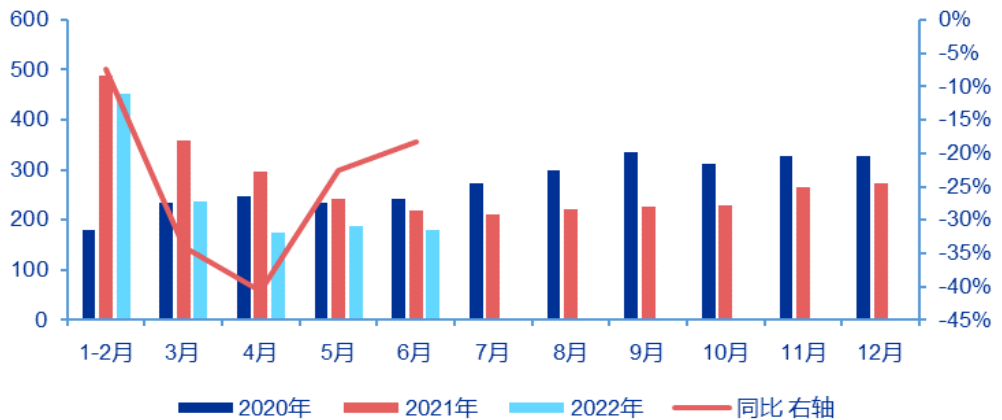
图 2：公司 MDI 挂牌价变化

年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2022年	22500	23800	26800	25800	24800	22800	23800	22300				
2021年	24000	24000	28000	28000	23000	21800	21800	23800	23800	23800	23800	23800
2020年	18700	18700	18700	16700	15800	16500	16500	17000	18000	19800	28000	28000
2019年	23700	23700	24700	26200	27200	23700	20000	20700	21700	21700	22000	22000
2018年	29000	30000	31700	31700	31200	30700	30700	31200	31200</			



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

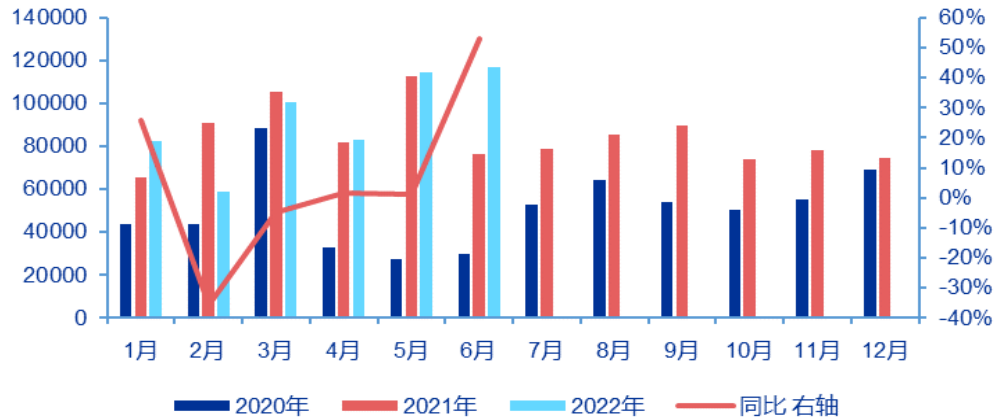
图 4：国内冷柜月度产量（万台）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

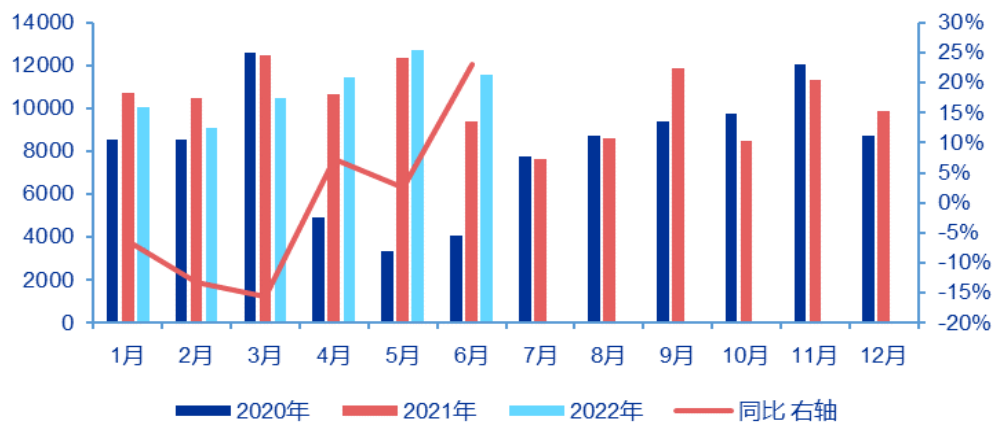
22Q2 海外能源价格冲高，叠加海外供应量下滑，出口持续旺盛。22Q2 聚合 MDI 出口 31.44 万吨，同比增加 16%，环比增加 30%，按照省份数据，山东+浙江聚合 MDI 22Q2 出口 25.82 万吨，同比增加 16%，环比增加 31%；纯 MDI 在 22Q2 出口 3.57 万吨，同比增加 10%，环比增加 20.2%，其中按照省份数据，山东+浙江纯 MDI 22Q2 出口 2.73 万吨，同比增加 31%，环比增加 23%。目前海外能源价格维持高位，叠加部分装置不可抗力，我们看好 2022 年国内 MDI 凭借成本优势，维持较高全球市场份额。

图 5：聚合 MDI 出口数据（吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 6：纯 MDI 出口数据 (吨)



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

3. 展望

国内需求底部反转，叠加部分装置检修，MDI 价格有望企稳复苏。全球看，欧洲短期天然气供应偏紧，北美陶氏合计 34 万吨/年 MDI 装置持续不可抗力，成本端及供给端支撑全球 MDI 景气行情。国内看，上海巴斯夫 21 万吨/年 MDI 精馏装置、上海亨斯迈 40 万吨/年 MDI 精馏装置和东曹瑞安 8 万吨/年 MDI 精馏装置三季度均存检修计划，供应量存下滑预期。需求端，三季度是太阳能、管道、喷涂等领域的需求旺季，同时随疫情复苏，下游浆料、TPU 开工负荷从 3-4 成提升至 6-7 成。短期上，国内需求底部回暖，叠加供应量下滑，MDI 价格有望企稳复苏。长期看，截至 2025 年新产能投放以万华 230 万吨为主，届时公司 MDI 全球市占率有望接近 40%，利好龙头企业盈利。

图 7：当前全球各 MDI 装置开工情况

企业	装置位置	产能 (万吨)	开工情况	检修计划及其他情况
万华化学	浙江宁波	120	正常运行	
	山东烟台	110	正常运行	检修或将延至第四季度, 产能将扩至120万吨/年
科思创	上海	60	100%	
巴斯夫	重庆	40	正常运行	
	上海(仅精馏)	21	0%	7月6日左右停车检修, 检修时长3周
上海联恒	上海一期	35	正常运行	
	上海二期	24	0%	6月下旬起检修, 预计8月初重启
亨斯迈	上海一期(仅精馏)	16	0%	7月6日左右停车检修
	上海二期(仅精馏)	24	0%	7月初起检修, 两期检修时长共33天左右。预计8月初重启。
东曹瑞安	浙江瑞安(仅精馏)	8	正常运行	8月3日左右起停车检修, 检修时长30-35天
中东陶氏	沙特朱拜勒	40	正常运行	
日本东曹	日本南阳	7	90-100%	
	日本南阳	13	90-100%	
	日本南阳	20	90-100%	
锦湖三井	韩国丽水	41	90-100%	
科思创	日本新居滨	7	正常运行	
巴斯夫	韩国丽水	25	80-90%	
KARUN	伊朗德黑兰	4	降负运行	装置已开车, 低负运行
巴斯夫	盖思马	40	正常运行	
科思创	贝敦	33	正常运行	
陶氏	自由港	34	不可抗力	6月9日因苯胺供应出现不可抗力
亨斯迈	盖思马	50	正常运行	
巴斯夫	比利时	65	正常运行	
科思创	德国	42	正常运行	
	德国	20	正常运行	
	西班牙	17	正常运行	
亨斯迈	荷兰	47	正常运行	
陶氏	葡萄牙	19	正常运行	
	德国	20	正常运行	
万华化学	匈牙利	35	0%	7月15日开始检修, 预计停车35天
120	不可抗力产能	34	待检修产能	118 (包含精馏装置)

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司重要项目投产时间表

计划产品	计划产能	已有产能	扩建地点
MDI	50	215	烟台
POSM	30	24	烟台
MDI	50	265	烟台10+福建40
TMP	5	0	烟台
异丙苯	53	0	烟台
苯酚丙酮	65	0	烟台
双酚A	24	0	烟台
DMC聚醚	24	80	烟台
PBAT	6	0	眉山
三元材料	1	0	眉山
磷酸铁锂	5	0	眉山
BDO	10	0	眉山
尼龙12	4	0	烟台
甲硅烷	90	0	烟台
乙硅烷	50	0	烟台
顺酐	20	0	烟台
柠檬醛及下游衍生物	4.8	0	烟台
PMMA	8	8	烟台
PO(POCHP)	40	54	烟台
TDI	15	65	福建
MDI	60	315	宁波
聚氨酯固化剂	3	0	烟台
TPU	5	15	烟台

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	73,433	145,538	140,079	144,122	155,039
其中: 营业收入	73,433	145,538	140,079	144,122	155,039
减: 营业成本	55,916	107,317	97,403	97,363	102,713
减: 税金及附加	676	880	847	871	937
主营业务利润	16,841	37,342	41,829	45,888	51,389
减: 销售费用	788	1,052	5,603	5,477	5,426
减: 管理费用	1,420	1,892	2,802	2,594	2,791
减: 研发费用	2,043	3,168	3,642	3,747	4,651
减: 财务费用	1,076	1,479	2,236	1,717	1,758
经营性利润	11,513	29,752	27,546	32,353	36,763
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-116	-185	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-488	-1,075	0	0	0
加: 投资收益及其他	916	934	588	603	574
营业利润	11,825	29,425	28,134	32,956	37,337
加: 营业外净收入	-93	-274	0	0	0
利润总额	11,732	29,151	28,134	32,956	37,337
减: 所得税	1,317	4,112	4,487	5,258	5,960
净利润	10,415	25,039	23,647	27,698	31,377
少数股东损益	373	391	899	1,073	1,220
归属于母公司所有者的净利润	10,041	24,649	22,749	26,625	30,157
全面摊薄总股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
每股收益 (元)	3.20	7.85	7.25	8.48	9.60

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。