

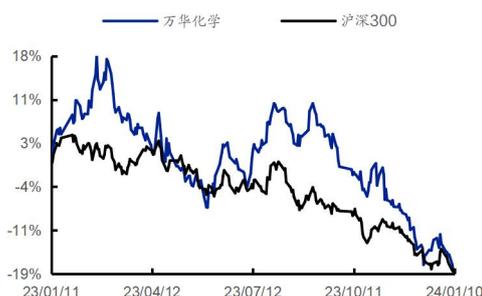
研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：陈雨 S0350122070023
 chenyl19@ghzq.com.cn

宁波一期 MDI 复产，

蓬莱 90 万吨 PDH 环评公示

——万华化学（600309）2023 年 12 月月报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/01/10

表现	1M	3M	12M
万华化学	-4.2%	-16.2%	-18.2%
沪深 300	-3.6%	-10.4%	-18.4%

市场数据

2024/01/10

当前价格(元)	73.00
52 周价格区间(元)	72.00-108.00
总市值(百万)	229,201.50
流通市值(百万)	229,201.50
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	638.03
近一月换手(%)	0.31

相关报告

《万华化学（600309）2023 年 11 月月报：MDI 价差上扬，蓬莱 40 万吨 POE 环评公示（买入）* 化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-12-25

《万华化学（600309）2023 年 10 月月报：拟收购铜化集团化工业务，匈牙利 MDI 装置复产（买入）* 化学制品*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-11-18

《万华化学（600309）事件点评：拟收购铜化集团化工业务，完善电池材料产业布局（买入）* 化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-11-11

投资要点：

化工行业未来的竞争优势在于“工程师红利”，万华化学是国内少有的以技术创新驱动公司发展的典型。公司以优良文化为基础，通过技术创新和卓越运营打造出高技术和低成本两大护城河。万华化学正以周期成长股的步伐向全球化工巨头之列进军。

短期看，影响万华化学基本面的是产品的景气度，从表征指标来看，价差是影响短期利润最核心的因素。万华化学的产品体系日益庞大，为更好地表示公司景气的程度，我们将万华化学的产品体系作为一个整体，按照现有的产品体系，对营收和原材料的价差建模，在现有产品体系下追溯历史上营收和原材料的价差，将价差定义为万华化学价差指数，以此来判断公司的景气位置。长远看，影响万华化学基本面的是未来的成长，能够证明公司具有持续进化能力的里程碑式的产品至关重要。万华化学在 MDI 赛道上已经证明了自己，公司未来可能落地的项目就是公司未来发力的方向，就是公司持续进化的空间。

■ 万华化学价差指数处于历史 11.14%分位数

截至 2024 年 1 月 9 日，2023 年 Q4 万华化学价差指数为 74.66，较 2023 年 Q3 下滑 5.34 个百分点(以 2010 年 Q1 价差为基点)，处于历史 11.14% 分位数。根据我们测算，2023 年四季度万华化学归母净利润预计为 40 亿元。

其中，截至 1 月 8 日，2023 年 Q4 万华化学聚氨酯板块价差指数为 94.19，较 2023 年 Q3 下滑 5.87；处于历史 19.63% 分位数。截至 1 月 9 日，2023 年 Q4 万华化学石化板块价差指数为 61.91，较 2023 年 Q3 下滑 8.51；处于历史 2.78% 分位数；2023 年 Q4 万华化学新材料板块价差指数为 38.01，较 2023 年 Q3 上涨 2.19；处于历史 10.43% 分位数。

■ 重点项目进展

2023 年 12 月 24 日，公司官网对万华化学（烟台）有限公司多元醇装置扩能改造项目环评进行报批前公示，项目位于山东省烟台化工产业园万华烟台产业园，建设内容包括依托园区现有公用工程和辅助设施扩能改

《万华化学（600309）2023年三季度报点评：三季度业绩同比提升，多项目推动未来成长（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-10-15

《万华化学（600309）2023年9月月报：多项目环评公示，下游冰箱、汽车产量同比提升（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-10-13

造园区多元醇装置。

2024年1月2日，公司官网对万华化学（蓬莱）有限公司90万吨/年丙烷脱氢项目环评进行报批前公示，项目位于山东省烟台市黄渤海新区蓬莱化工产业园，建设内容包括新建一套90万吨/年丙烷脱氢装置及配套辅助工程、环保工程等。

2024年1月8日，公司官网对万华化学（福建）异氰酸酯有限公司高盐废水综合利用暨70万吨/年离子膜烧碱项目环评进行报批前公示，项目位于福建省福州市福清市江阴港城经济区，建设内容包括新建两套35万吨/年烧碱装置及配套辅助工程、环保工程等。

2023年12月15日，烟台市生态环境局对万华化学集团股份有限公司万华烟台产业园年产3万吨高吸水树脂项目环境影响评价文件作出审批决定。

■ MDI 价格价差

2023年12月，聚合MDI均价15610元/吨，同比+7.63%，环比-2.26%；纯MDI均价20398元/吨，同比+22.31%，环比-5.50%。2023年12月31日，聚合MDI价格15400元/吨，纯MDI价格19650元/吨。2023年12月，聚合MDI与煤炭、纯苯均价差9957元/吨，同比+11.67%，环比+0.35%；纯MDI均价差14745元/吨，同比+32.96%，环比-5.11%。2023年12月31日，聚合MDI与煤炭、纯苯价差9637元/吨，纯MDI价差13887元/吨。

■ 下游冰箱、汽车产量同比提升，房地产新开工同比下滑

2023年1-11月，国内家用电冰箱产量9052万台，同比+16.14%；出口量6143万台，同比+19.35%。其中，2023年11月，国内家用电冰箱产量829万台，同比+20.40%，环比+0.17%；出口量590万台，同比+65.73%，环比+4.80%。2023年1-11月，国内冷柜产量3382万台，同比+3.70%。其中，2023年11月，国内冷柜产量328万台，同比+14.31%，环比+4.60%。

2023年11月，国内汽车产量309万辆，同比+29.44%，环比+6.98%；2023年11月，国内汽车销量297万辆，同比+27.43%，环比+4.12%。

2023年1-11月，房屋新开工面积8.75亿平方米，同比-21.20%。2023年1-11月，房屋累计施工面积83.13亿平方米，同比-7.20%。

■ 盈利预测和投资评级

综合考虑产品景气度、下游需求、在建项目进度等多种因素，我们适当调整公司盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为166.78、219.82、308.72亿元，对应PE分别13.7、10.4、7.4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。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	165565	180214	211936	262152
增长率(%)	14	9	18	24
归母净利润（百万元）	16234	16678	21982	30872
增长率(%)	-34	3	32	40
摊薄每股收益（元）	5.17	5.31	7.00	9.83
ROE(%)	21	18	19	21
P/E	17.92	13.74	10.43	7.42
P/B	3.79	2.45	1.98	1.57
P/S	1.76	1.27	1.08	0.87
EV/EBITDA	11.39	8.70	6.82	5.30

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 本月行情（2023 年 12 月）	7
2、 本月重要公告（2023 年 12 月-2024 年 1 月）	7
3、 万华化学开工情况和价差指数	8
4、 项目进展	10
5、 聚氨酯板块	16
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	18
5.1.3、 MDI 下游需求情况	21
5.2、 TDI	23
5.2.1、 TDI 及主要原材料价格	24
5.2.2、 TDI 供需情况	24
5.3、 聚醚价格及供需情况	25
6、 石化板块	26
7、 新材料板块	29
8、 盈利预测与评级	31
9、 风险提示	31

图表目录

图 1: 万华化学股价 (元)	7
图 2: 万华化学价差指数处于历史 11.14%分位 (截至 2024.1.9)	8
图 3: 万华化学现有产能年化利润测算	8
图 4: 万华化学新增产能年化利润测算	9
图 5: 万华化学季度销量	9
图 6: 万华化学季度产量	10
图 7: 万华聚氨酯价差指数处于历史 19.63%分位	16
图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 20.00%分位	16
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	17
图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差	17
图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差	17
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	18
图 17: MDI 月度表观消费量	18
图 18: MDI 月度产量	18
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	19
图 22: 纯 MDI 月度进口量	19
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	21
图 28: 冰柜销量	21
图 29: 冰柜出口数量	21
图 30: 冰柜内销量	21
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	22
图 34: 国内汽车销量	22
图 35: 国内汽车出口数量	22
图 36: 国内商用车销量	22
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	23
图 40: 美国新建住房销量及新建私人住宅量	23
图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 18.03%分位	23
图 42: 万华化学 TDI 周度挂牌价	24
图 43: TDI 和甲苯价差	24
图 44: TDI 月度表观消费量	24

图 45: TDI 月度产量.....	24
图 46: TDI 月度进口量.....	24
图 47: TDI 月度出口量.....	24
图 48: TDI 周度开工负荷.....	25
图 49: 软泡聚醚价格及价差.....	25
图 50: 硬泡聚醚价格及价差.....	26
图 51: 聚醚多元醇月度产量.....	26
图 52: 聚醚多元醇月度表观消费量.....	26
图 53: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 2.78%分位.....	27
图 54: 乙烯-丙烷价差.....	27
图 55: 乙烯-石脑油价差.....	27
图 56: 丙烯-丙烷价差.....	27
图 57: 丙烯-石脑油价差.....	27
图 58: LLDPE 价格.....	28
图 59: 苯乙烯价格价差.....	28
图 60: PVC 价格价差.....	28
图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差.....	28
图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差.....	28
图 63: MTBE 价格.....	28
图 64: 万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 10.43%分位.....	29
图 65: HDI 市场价.....	29
图 66: IPDI 市场价.....	29
图 67: PC-0.9*双酚 A 价差.....	30
图 68: SAP 市场价.....	30
图 69: MMA 市场价.....	30
图 70: PMMA 市场价.....	30
图 71: TPU 价格.....	30
图 72: 三元正极材料价格.....	30
表 1: 万华化学 2023 年 12 月-2024 年 1 月重点公告.....	7
表 2: 万华化学 2023 年 12 月新项目进展.....	11
表 3: 万华化学各板块投资额及预计营收统计 (亿元)	15
表 4: 万华化学本月 (2023 年 12 月-2024 年 1 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)	18
表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)	19
表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)	19
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2023 年 12 月)	20
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2023 年 12 月)	25

1、本月行情（2023 年 12 月）

截至 2023 年 12 月 29 日，万华化学收盘价为 76.82 元，当月涨跌幅为-4.75%，基础化工指数涨跌幅为-1.72%，沪深 300 指数涨跌幅为-1.86%。

图 1：万华化学股价（元）



资料来源：wind，国海证券研究所

2、本月重要公告（2023 年 12 月-2024 年 1 月）

表 1：万华化学 2023 年 12 月-2024 年 1 月重点公告

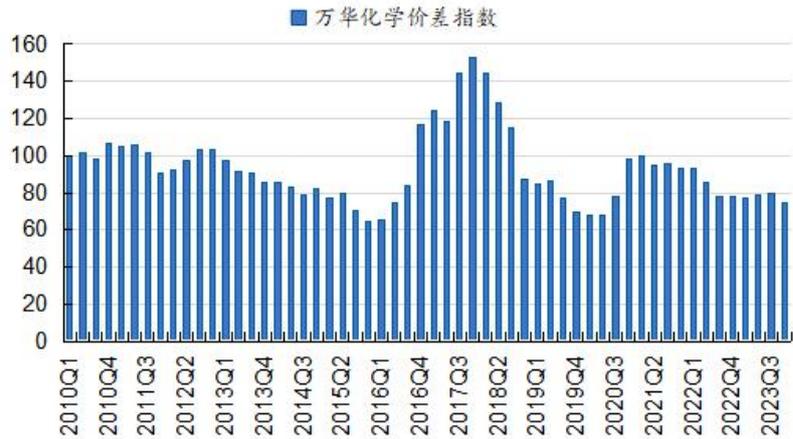
公告日期	标题	内容概要
2023/12/20	关于持股 5%以上股东部分股份质押公告	公司股东 Prime Partner International Limited 持有万华化学股份 172,993,229 股，占公司总股本比例 5.51%，本次股份质押业务办理完成后，Prime Partner International Limited 累计质押股份 100,405,045 股，占其持股数量比例 58.04%。
2024/1/10	宁波工业园一期 MDI 装置复产公告	根据公司于 2023 年 11 月 11 日发布的“万华化学集团股份有限公司宁波工业园 MDI 装置停产检修公告”（公告编号：临 2023-70 号），公司全资子公司万华化学（宁波）有限公司的 MDI 一期装置（40 万吨/年）于 2023 年 11 月 15 日开始停产检修，截至目前，上述 MDI 装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。万华化学（宁波）有限公司的 MDI 二期装置（80 万吨/年）仍在按计划检修中，待检修结束后另行公告。

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

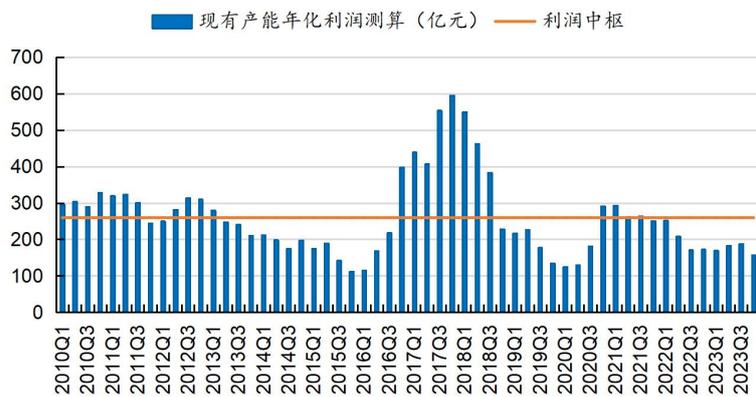
截至 2024 年 1 月 9 日，2023 年 Q4 万华化学价差指数为 74.66，较 2023 年 Q3 下降 5.34；处于历史 11.14%分位数，较 2023 年 Q3 下降 6.08 个百分点。（以 2010 年 Q1 价差为基点）

图 2：万华化学价差指数处于历史 11.14%分位（截至 2024.1.9）



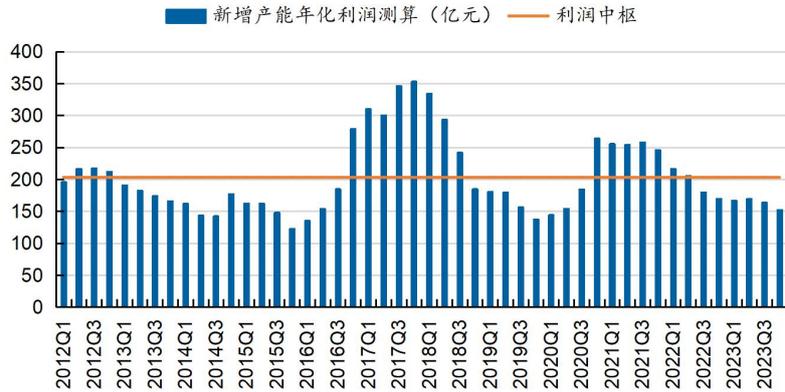
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点）

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

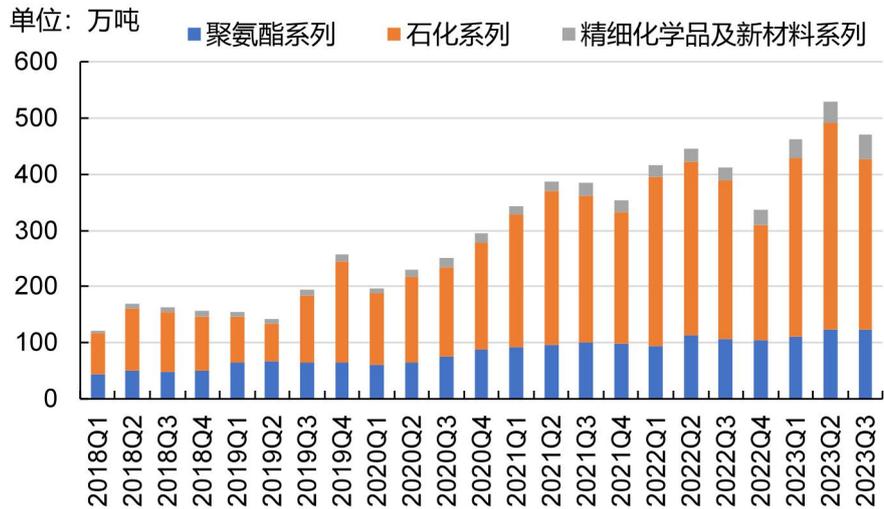


资料来源：wind，国海证券研究所

万华化学近期检修情况：

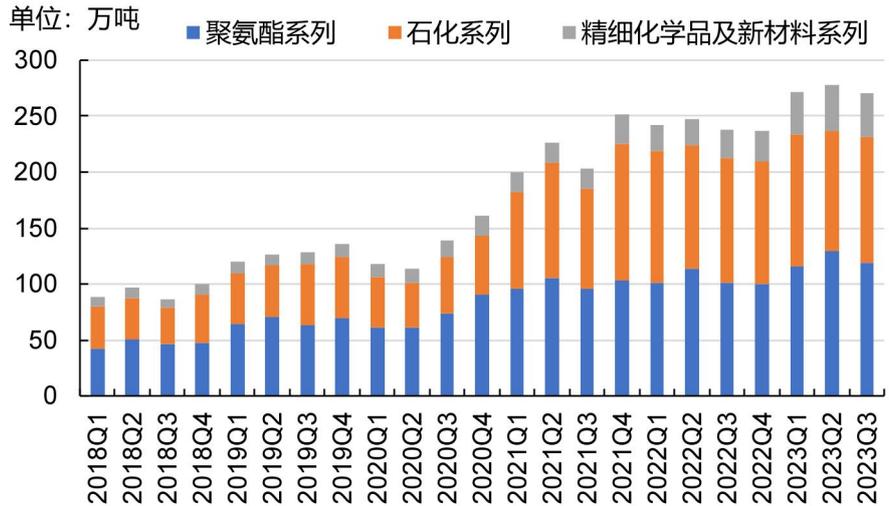
无。

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

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

2023 年 12 月 24 日，公司官网对万华化学（烟台）有限公司多元醇装置扩能改造项目环评进行报批前公示，项目位于山东省烟台化工产业园万华烟台产业园，建设内容包括依托园区现有公用工程和辅助设施扩能改造园区多元醇装置。

2024 年 1 月 2 日，公司官网对万华化学（蓬莱）有限公司 90 万吨/年丙烷脱氢项目环评进行报批前公示，项目位于山东省烟台市黄渤海新区蓬莱化工产业园，建设内容包括新建一套 90 万吨/年丙烷脱氢装置及配套辅助工程、环保工程等。

2024 年 1 月 8 日，公司官网对万华化学（福建）异氰酸酯有限公司高盐废水综合利用暨 70 万吨/年离子膜烧碱项目环评进行报批前公示，项目位于福建省福州市福清市江阴港城经济区，建设内容包括新建两套 35 万吨/年烧碱装置及配套辅助工程、环保工程等。

2023 年 12 月 15 日，烟台市生态环境局对万华化学集团股份有限公司万华烟台产业园年产 3 万吨高吸水树脂项目环境影响评价文件作出审批决定。

据我们不完全统计，按照 2023 年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计 2022-2023 年新项目将新增年营收 343 亿元，2022-2024 年新项目将新增年营收累计 829 亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计 1794 亿元。

表 2: 万华化学 2023 年 12 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)	2023 年均价(元/吨, 含税)	预计 2022 年营收(亿元)	预计 2023 年营收(亿元)	全部投产后预计营收(亿元)	预计投产时间	分类
年产 12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	7	15300	9.48	9.48	9.48	2022 年	精新-新材料
万华化学聚醚多元醇装置技改	烟台	1.62	聚醚单体	3	9601	2.55	2.55	2.55	2022 年	聚氨酯
9000 吨/年 PDMS 项目	烟台	0.91	硅氢加成聚合物	0.4	30681	1.22	2.44	2.44	2022 年	精新-新兴技术
			聚二甲基硅氧烷	0.4						
			羟基缩合聚合物	0.1						
10 万吨/年甲基胺项目	烟台	4.42	环己胺	7	10000	4.42	8.85	8.85	2022 年	精新-功能化学品
			二环己胺	1						
			N,N-二甲氨基环己胺	2						
万华化学珠海项目(华南)	珠海	20	组合聚醚	5	9601	2.12	4.25	4.25	2022 年	聚氨酯
万华(佛山)容威聚氨酯聚醚混配改建项目	佛山	0.05	聚醚多元醇	3	9601	1.27	2.55	2.55	2022 年	聚氨酯
年产 2.5 万吨特种异氰酸酯型高端 TPU 技改项目	烟台		特种异氰酸酯型高端 TPU 和 MDI 型普通 TPU	3.3	15300	2.23	4.47	4.47	2022 年	精新-新材料
万华化学聚醚胺新产品试验项目	烟台	0.05	聚醚胺	0.3	50000	0.66	1.33	1.33	2022 年	精新-功能化学品
年产 48 万吨双酚 A 一体化项目	烟台	62.36	双酚 A	48	9490	20.16	40.31	40.31	2022 年 6 月	精新-高性能聚合物
万华化学(宁波)年产 28 万吨聚醚多元醇装置扩能改造项目	宁波	2.32	单体聚醚	17	9601	7.22	14.44	14.44	2022 年	聚氨酯
			组合料聚醚	10	9601	4.25	8.50	8.50		
年产 4 万吨尼龙 12 (PA12) 项目	烟台	25.48	尼龙 12	4	150000	26.55	53.10	53.10	2022 年	精新-新兴技术
年产 5 万吨三羟甲基丙烷项目	烟台		三羟甲基丙烷	5	10000		4.42	4.42	2022 年	精新-功能化学品
万华年产 6 万吨新戊二醇项目	烟台		新戊二醇	6	9960		5.29	5.29	2022 年	石化

万华福建 40 万吨/年 MDI 项目	福建	56.05	MDI	40	16666		29.50	58.99	2023 年	聚氨酯
年产 14 万吨聚碳酸酯项目	烟台	11.09	PC	14	14660		9.08	18.16	2023 年	精新-高性能聚合物
宁波 MDI/HDI 技改扩能一体化项目和 180 万吨/年 MDI 技改项目	宁波	41.61	MDI	60	16666		44.25	88.49	2023 年	聚氨酯
			改性 MDI	28	18000		22.30	44.60		
			HDI	5	36500		8.08	16.15		精新-功能化学品
			HDI 加合物	6	36500		9.69	19.38		
万华化学（福建）扩建 25 万吨/年 TDI 项目	福建	19.27	TDI	25	16590		18.35	36.70	2023 年	聚氨酯
万华（四川）年产 8 万吨 NMP	眉山		NMP	8	45600		16.14	32.28	2023 年	精新-功能化学品
万华化学 20 万吨/年顺酐项目	烟台	17.81	顺酐	20	7080		6.27	12.53	2023 年	石化
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
聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目	烟台	176.0	2# 乙烯裂解装置 (含 60000 标立方米/小时 PSA 装置)	120					2024 年	石化
			2# 裂解汽油加氢装置	55						
			芳烃抽提装置	40	8475			30.00		
			2# 丁二烯装置	20	8312			14.71		
			LDPE 装置	25	9000			19.91		
			POE 装置	40	25000			88.50		
MMA 一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	17000			12.04	2024 年	精新-新材料
			MMA	8	13036			9.23		
			MAA	4	13036			4.61		
年产 12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	5	15300			6.77	2024 年	精新-新材料
9 万吨/年聚氨酯树脂（改性）装置扩能改造	珠海	0.62	改性聚氨酯树脂	5	15000			6.64	2024 年	精新-新兴技术
天然气制乙炔产业链及园区配套公辅工程项目	眉山		甲醇	20	2435			4.31	2024 年	石化
			BDO	10	9425			8.34		
万华化学（福建）年产 108 万吨苯胺项目	福建	27.3	苯胺	108	11179			106.84	2024 年	聚氨酯

万华福建 80 万吨 PVC 项目	福建	46.3	VCM	80	3490		24.71	2024 年	石化
			PVC	80	5793		41.01		
			25%wt 盐酸	7.52	539		0.36		
大规模集成电路平坦化关键材料 (CMP Pad + slurry) 项目	烟台	15.70	研磨液	1.5 ⁻²	36 元 /kg		7.20	2024 年	精新-新兴技术
			CMP Pad 研磨垫	60 万片/年	3000 元 /片		18.00		
万华化学 40 万吨 /年环氧丙烷 (POCHP) 项目	烟台	24.81	环氧丙烷	40	9700		34.34	2024 年	石化
年产 5 万吨磷酸铁锂电正极材料一体化项目	眉山		磷酸铁锂	5	90000		39.82	2024 年	精新-新兴技术
万华 3 万吨/年聚氨酯固化剂	烟台	4.28	聚氨酯固化剂	3	18000		4.78	2024 年	聚氨酯
万华 (福建) 大型煤气化有效气综合利用-年产 48 万吨甲醛	福建	2.32	甲醛	48	1078		4.58	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	9601		72.22	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	50000		17.70	2024 年	精新-功能化学品
万华化学 2 万吨 /年有机硅 MQ 树脂及衍生物项目	烟台	2.86	有机硅 MQ 树脂	2	32400		5.73	2024 年	精新-新兴技术
万华化学年产 7.5 万吨聚乳酸一体化项目	眉山		PLA	7.5	26000		17.26	2024 年	精新-新兴技术
万华化学蓬莱工业园高性能新材料一体化项目	蓬莱	231	PP	30	14660		38.92	2025 年	石化
			聚醚多元醇	50	9601		42.48	2025 年	
			丙烯酸	5.17	5970		2.73	2025 年	
			丙烯酸丁酯	16	9220		13.05	2025 年	
			丙烯酸辛酯	2	14080		2.49	2025 年	
			环氧乙烷及衍生物	30	0		0.00	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
万华营养品项目	烟台	14.89	W 酯	1.11	83465		8.20	2025 年	精新-功能化学品
			四氢呋喃	0.96	38254		3.26	2025 年	

万华化学年产3万吨润肤剂项目	蓬莱		1,3-丁二醇	3	30000			7.96	2025年	精新-新兴技术
万华10万吨/年二元醇项目	烟台	17.33	二元醇	10	9425			8.34	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	14660			18.16	2025年	精新-高性能聚合物
年产36万吨环氧丙烷环氧乙烷衍生物扩建项目	烟台	0.56	PO/EO衍生物	36	4850			15.45	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	0			0.00	2025年	石化
万华化学2000吨/年尼龙12弹性体工业化项目	烟台	0.35	尼龙12弹性体	0.2	150000			2.65	2025年	精新-新兴技术
福建80万吨/年MDI技改扩能	福建		MDI	40	16666			58.99	2025年	聚氨酯
乙烯法聚氯乙烯生产线技改项目	烟台	1.90	1,2-二氯乙烯	12.96	3970			4.55	2025年	石化
			VCM	8	6957			4.93	2025年	
容威聚氨酯年产16万吨聚醚多元醇扩能项目	烟台		聚醚多元醇	16	9601			13.59	2025年	聚氨酯
万华化学(蓬莱)年产15万吨碳酸酯项目	蓬莱		碳酸酯	15	6676			8.86	2025年	精新-新兴技术
万华化学(蓬莱)H ₂ 综合利用项目	蓬莱		合成氨	18	4101			6.53	2025年	石化
万华化学(蓬莱)专用工程塑料一体化项目	蓬莱		丙烯腈	26	9539			21.95	2025年	精新-高性能聚合物
			ABS	40	10866			38.46	2025年	

万华化学(蓬莱)丙烯酸及酯二期项目	蓬莱		丙烯酸丁酯	40	9220			32.64	2025年	石化
万华1万吨/年六氟磷酸锂项目	烟台		六氟磷酸锂	1	200000			17.70	2025年	精新-新兴技术
万华10万吨/年高端α烯烃项目	烟台		α-烯烃	10	18000			15.93	2025年	石化
万华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
福建TDI扩建33万吨/年项目	福建		TDI	33	16590			48.45	2025年	聚氨酯
福建70万吨/年离子膜烧碱项目	福建		烧碱	70	842			5.22	2025年	聚氨酯
年产25万吨聚氨酯树脂扩能项目	烟台		聚氨酯树脂	25	15000			33.19	2025年	聚氨酯
万华化学HDI及加合物扩能项目	烟台		HDI	3	36500			22.61	2025年	精新-功能化学品
1万吨/年亲水性PU预聚体项目	烟台		PU预聚体	1	15000			1.33	2025年	聚氨酯
万华烟台HEMA改扩建项目	烟台		HEMA	1.5	17000			2.26	2025年	精新-新材料
万华化学(蓬莱)40万吨/年聚烯烃弹性体项目	烟台		POE	40	25000			88.50	2025年	石化
合计		972.9				82.1	342.6	1793.6		

资料来源: wind, 公司公告, 相关项目环评, 国海证券研究所

表 3: 万华化学各板块投资额及预计营收统计 (亿元)

板块	聚氨酯	石化	精细化学品及新材料	合计
2022-2023年投资额	120.1	17.8	154.0	291.9
2022-2024年投资额	166.1	264.9	201.7	632.8
全部投资额	245.1	439.7	288.1	972.9
2023年预计营收	146.7	11.6	184.4	342.6
2024年预计营收	355.3	157.2	316.9	829.4
全部预计营收	663.7	518.1	611.9	1793.6

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

表 4: 万华化学本月（2023 年 12 月-2024 年 1 月）新项目环评情况

时间	项目名称	环评公示进展
2023/12/15	万华化学集团股份有限公司万华烟台产业园年产 3 万吨高吸水树脂项目	烟台市生态环境局作出审批决定公告
2023/12/24	万华化学（烟台）有限公司多元醇装置扩能改造项目	环境影响报告书报批前公示
2024/1/2	万华化学（蓬莱）有限公司 90 万吨/年丙烷脱氢项目	环境影响报告书报批前公示
2024/1/8	万华化学（福建）异氰酸酯有限公司高盐废水综合利用暨 70 万吨/年离子膜烧碱项目	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，国海证券研究所

注：新建项目环境影响评价公示流程包含 6 个环节，其中，建设方负责三次，分别为与环评单位签订编制合同 7 个工作日内（环境影响评价公众参与第一次公示）、征求意见稿完成后（环境影响报告书征求意见稿公示）、向环保部门报批前（环境影响报告书报批前公示）；环保部门负责三次，分别为受理报告后（生态环境局受理公示）、作出审批决定前（拟作出批复决定公示）、作出审批决定后 7 个工作日内（作出审批决定公告）。

5、聚氨酯板块

万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 2024 年 1 月 8 日，2023 年 Q4 万华化学聚氨酯板块价差指数为 94.19，较 2023 年 Q3 下滑 5.87；处于历史 19.63%分位数，较 2023 年 Q3 下滑 4.02 个百分点。截至 2024 年 1 月 8 日，2023 年 Q4 万华化学 MDI 价差指数为 110.62，较 2023 年 Q3 下滑 6.38；处于历史 20.00%分位数，较 2023 年 Q3 下滑 3.95 个百分点。

图 7: 万华聚氨酯价差指数处于历史 19.63%分位



资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2023Q4 统计截至 2024.1.8）

图 8: 万华 MDI 价差指数目前处于历史 20.00%分位



资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2023Q4 统计截至 2024.1.8）

5.1、MDI

5.1.1、MDI 及主要原材料价格

图 9：万华化学 MDI 挂牌价



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：MDI 出口价格



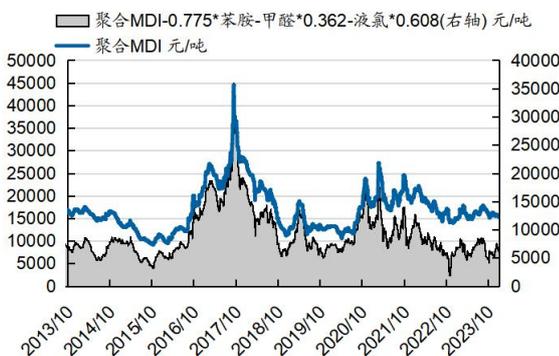
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：中国与欧洲 MDI 价格



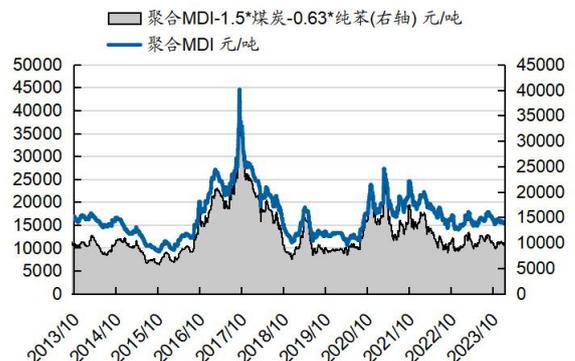
资料来源：Wind，Bloomberg，国海证券研究所

图 12：聚合 MDI 和苯胺价格价差



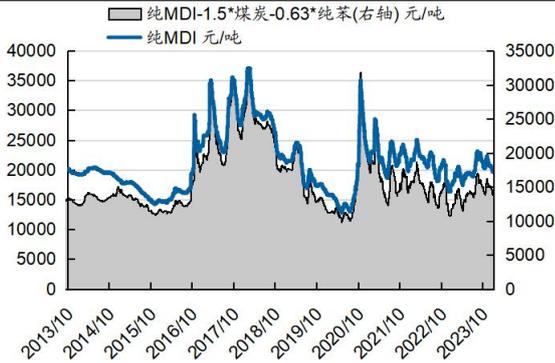
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13：聚合 MDI 和纯苯价差



资料来源：wind，国海证券研究所

图 14: 纯 MDI 和纯苯价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 煤炭价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

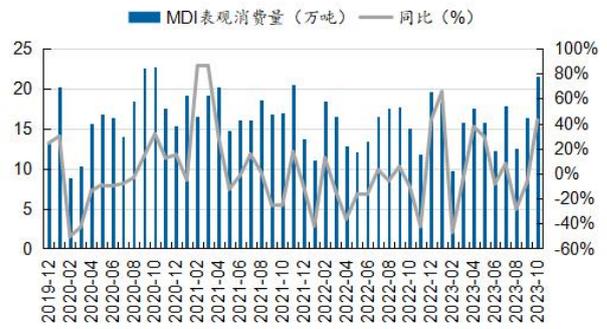
5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 17: MDI 月度表观消费量



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 18: MDI 月度产量



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2023-12	6.33	0.49	6.82
2023-11	5.05	3.45	8.50
2023-10	5.02	7.61	12.63
2023-09	1.63	6.78	8.41
2023-08	3.39	7.13	10.52
2023-07	6.78	7.31	14.09
2023-06	5.88	5.01	10.89
2023-05	6.07	7.55	13.62
2023-04	7.00	6.99	13.99
2023-03	7.23	5.64	12.87
2022-02	6.53	4.20	10.73
2023-01	7.23	7.22	14.46
2022-12	7.23	7.22	14.46
2022-11	3.40	7.79	11.19
2022-10	1.82	6.66	8.48

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
2023-11	5.76	0.68	6.44
2023-10	3.63	0.90	4.53
2023-09	3.58	2.78	6.37
2023-08	2.87	5.41	8.29
2023-07	2.97	3.43	6.40
2023-06	3.09	2.93	6.01
2023-05	3.07	6.24	9.32
2023-04	3.60	4.24	7.84
2023-03	2.97	4.20	7.17
2023-02	3.80	4.55	8.36
2023-01	2.04	4.92	6.96
2022-12	1.49	2.72	4.21
2022-11	1.09	5.71	6.80
2022-10	1.15	3.16	4.30
2022-09	2.51	4.31	6.82
2022-08	1.21	3.41	4.62
2022-07	2.28	4.65	6.94

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
2023-11	0.30	0.40	0.70
2023-10	0.09	0.71	0.80
2023-09	0.07	0.94	1.01
2023-08	0.05	0.60	0.65
2023-07	0.06	0.81	0.86
2023-06	0.04	0.86	0.90
2023-05	0.03	0.80	0.83
2023-04	0.03	0.59	0.62
2023-03	0.11	0.73	0.83
2023-02	0.09	0.92	1.00
2023-01	0.03	0.80	0.83
2022-12	0.01	0.40	0.41
2022-11	0.02	0.84	0.86
2022-10	0.05	0.55	0.59
2022-09	0.03	0.55	0.57
2022-08	0.05	0.60	0.65
2022-07	0.25	0.74	1.00

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

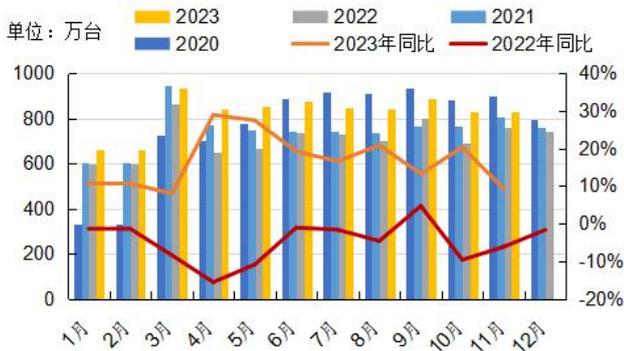
表 8: 全球 MDI 装置动态 (2023 年 12 月)

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	40 万吨装置 11 月 15 日停车检修, 80 万吨装置 12 月初已检修, 各 50 天
烟台万华	110	装置正常运行
福建万华	40	装置低负运行
上海亨斯迈	37	装置负荷尚未提满
上海巴斯夫	22	装置低负运行
上海科思创	60	装置正常运行
重庆巴斯夫	40	12 月 25 日分离装置停车检修, 为期 1 月左右
浙江瑞安	8	装置低负运行
德国科思创	62	装置低负运行
西班牙科思创	17	装置正常运行
德国陶氏	20	装置低负运行
韩国锦湖	41	装置正常运行
美国陶氏	34	装置正常运行
美国科思创	33	装置恢复正常
美国巴斯夫	40	装置正常运行
美国亨斯迈	50	一套装置停车, 其余两套维持 7 成负荷
比利时巴斯夫	65	装置低负运行
葡萄牙陶氏	19	装置正常运行
欧洲亨斯迈	47	装置正常运行
沙特陶氏	40	装置正常运行
万华宝思德	40	装置的停产检修及技改扩能已经结束, 恢复正常生产
日本科思创	7	装置正常运行
日本东曹	40	装置低负运行
韩国巴斯夫	25	装置正常运行
合计	1017	

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 天天化工网, 国海证券研究所

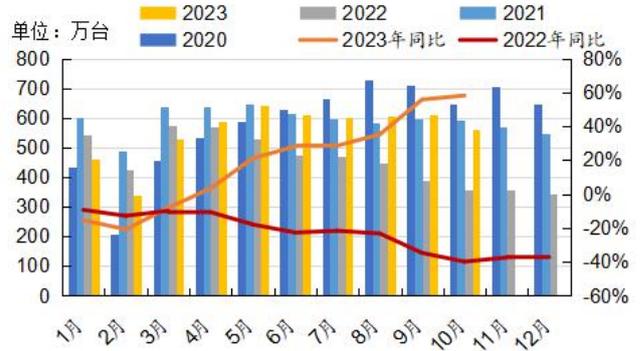
5.1.3、MDI 下游需求情况

图 25: 冰箱月度产量



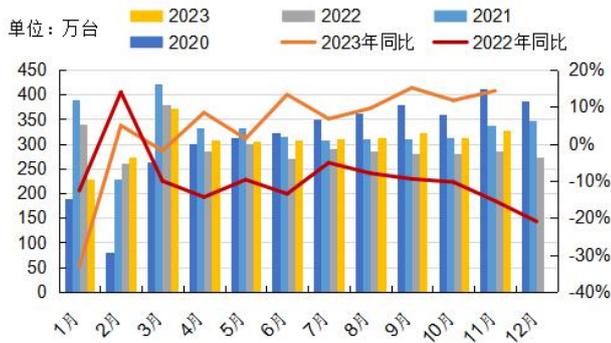
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 冰箱出口数量



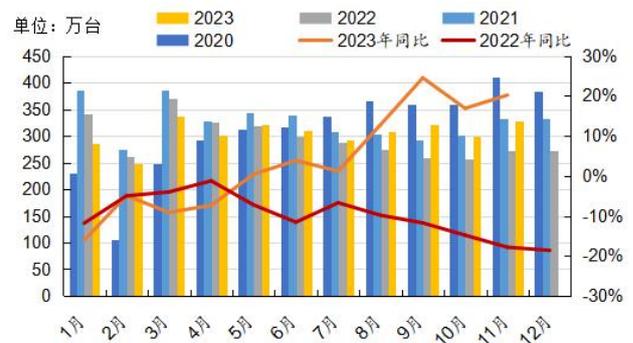
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 冰柜产量



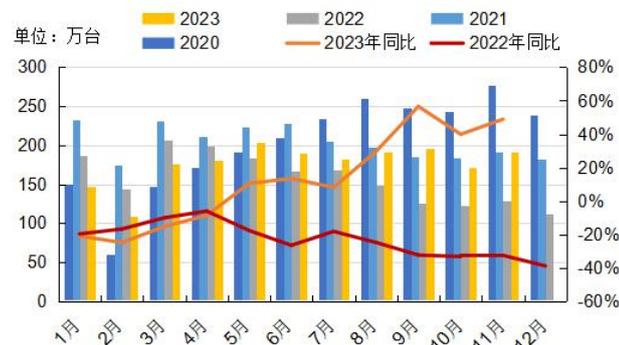
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜销量



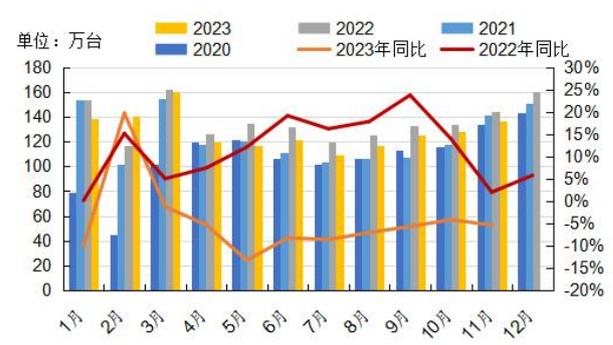
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 29: 冰柜出口数量



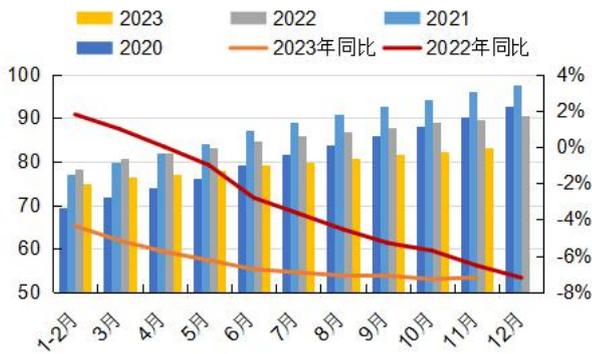
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 30: 冰柜内销量



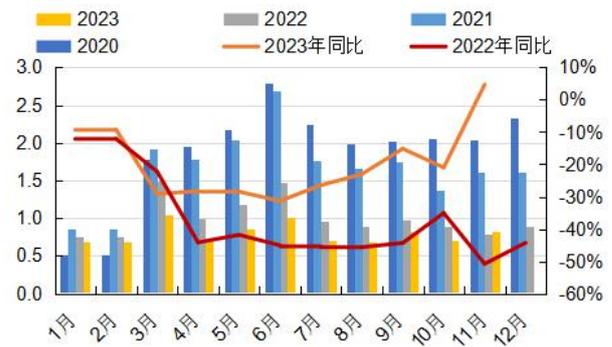
资料来源: wind, ifind, 国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



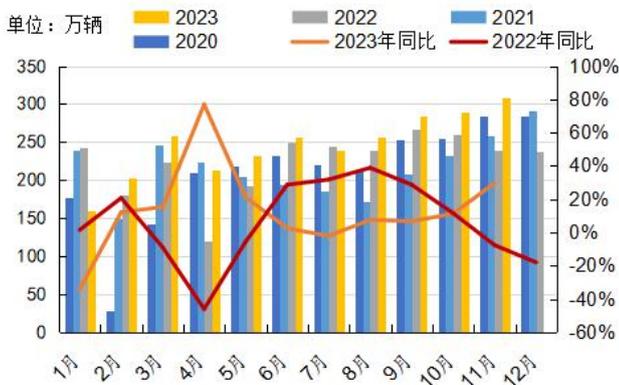
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



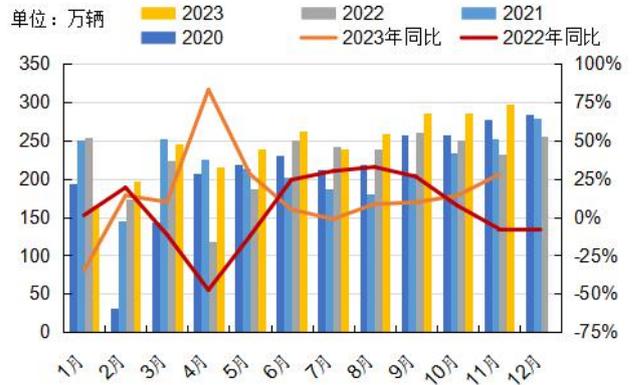
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



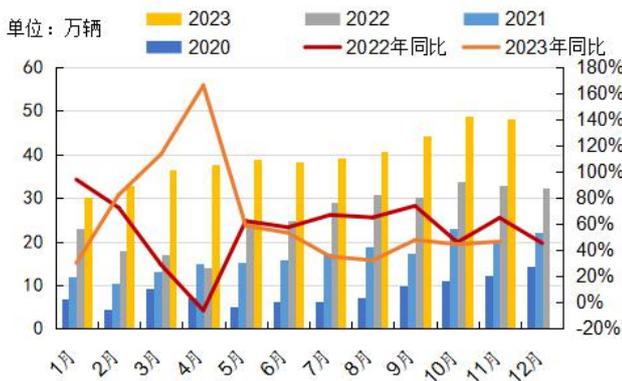
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



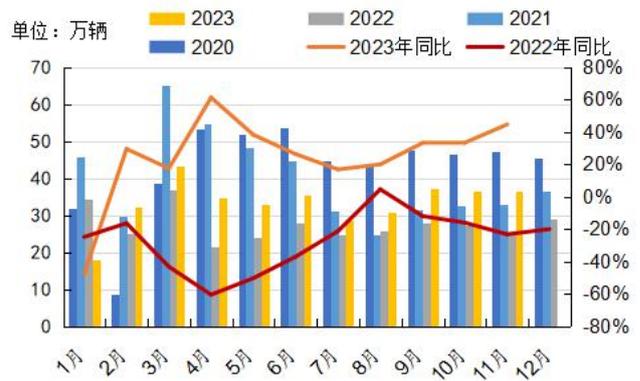
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



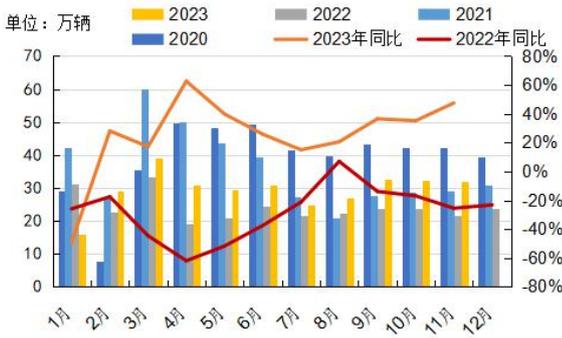
资料来源: wind, 国海证券研究所

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 1 月 8 日, 2023 年 Q4 万华化学 TDI 价差指数为 59.94, 较 2023 年 Q3 下降 3.51; 处于历史 18.03%分位数, 较 2023 年 Q3 下滑 2.38 个百分点。

图 41: 万华化学 TDI 价差指数处于历史 18.03%分位



资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2023Q4 统计截至 2024.1.8)

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



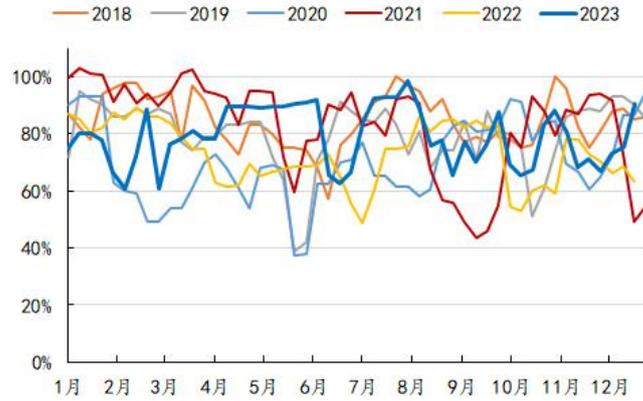
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

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 (2023 年 12 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	11 月下半月停车检修, 12 月下旬重启	预计 4 万吨以上
万华化学	30	液相光气法	满负荷运行	——
万华化学福建	25	液相光气法	降负荷运行	——
上海巴斯夫	16	液相光气法	满负荷运行	——
沧州大化	12	液相光气法	满负荷运行	——
甘肃银光	12	液相光气法	中旬降负荷运行	预计 5000 吨
新疆和山巨力	15	液相光气法	满负荷运行	——
合计	141	预计月度开工负荷	79.54%	

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

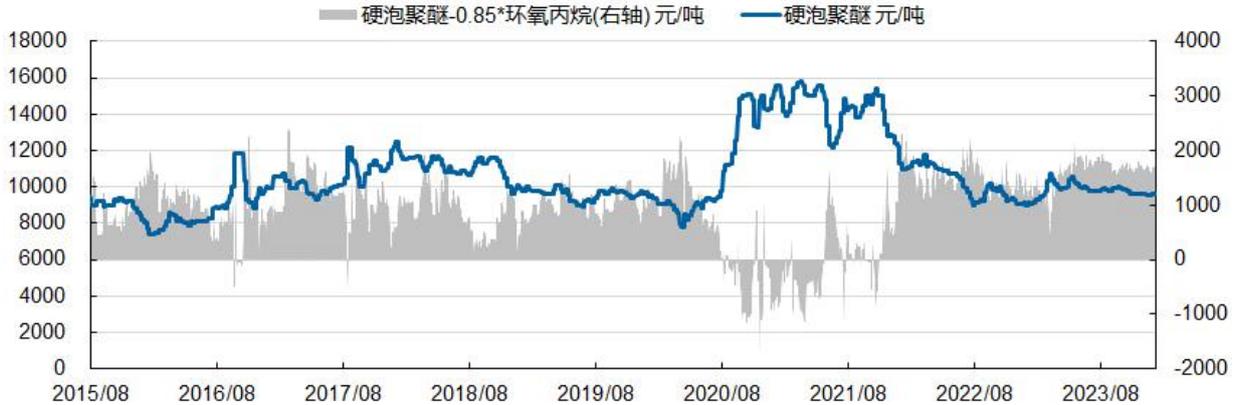
5.3、聚醚价格及供需情况

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: 聚醚多元醇月度表观消费量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

6、石化板块

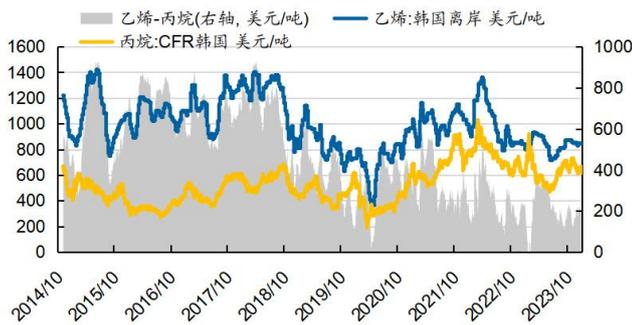
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法, 计算板块整体价差。截至 2024 年 1 月 9 日, 2023 年 Q4 万华化学石化板块价差指数 61.91, 较 2023 年 Q3 下滑 8.51; 处于历史 2.78%分位数, 较 2023 年 Q3 下滑 14.20 个百分点。

图 53: 万华化学石化板块价差指数目前处于历史 2.78%分位



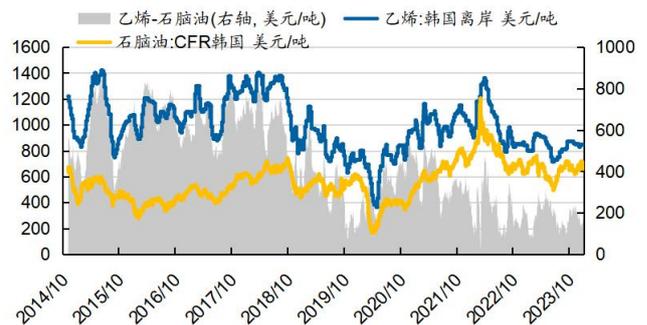
资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2023Q4 统计截至 2024.1.9)

图 54: 乙烯-丙烷价差



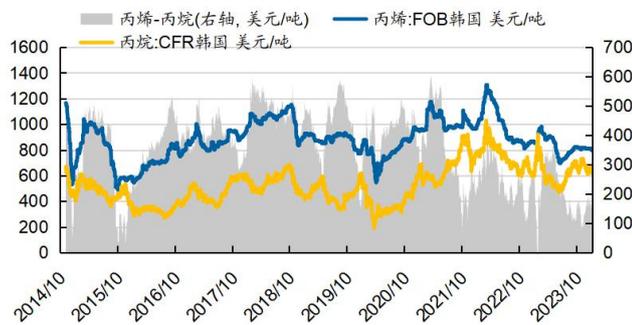
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 55: 乙烯-石脑油价差



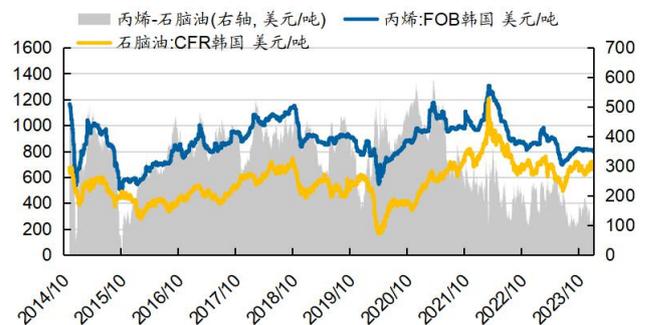
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 56: 丙烯-丙烷价差



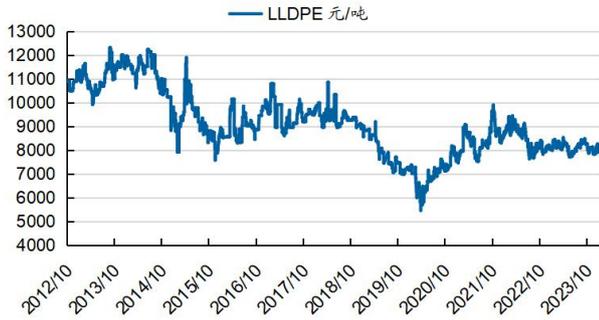
资料来源: wind, 国海证券研究所

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



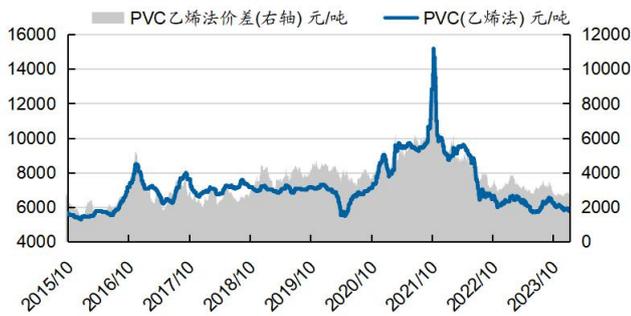
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 59: 苯乙烯价格价差



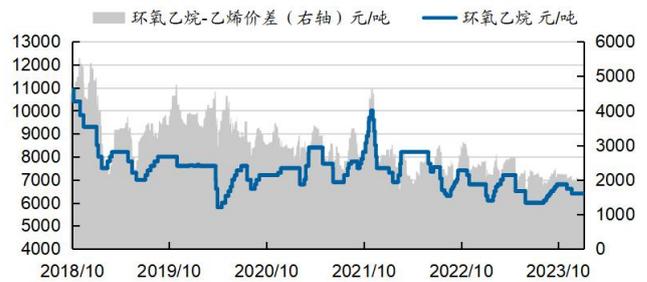
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 60: PVC 价格价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



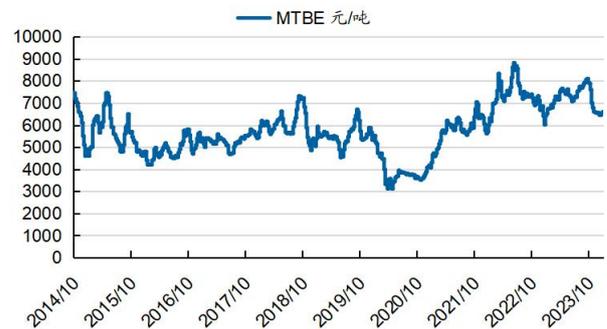
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

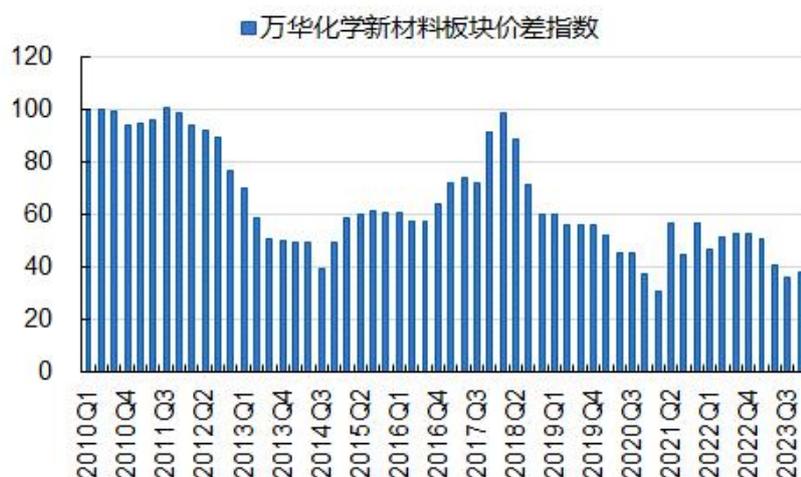


资料来源: wind, 国海证券研究所

7、新材料板块

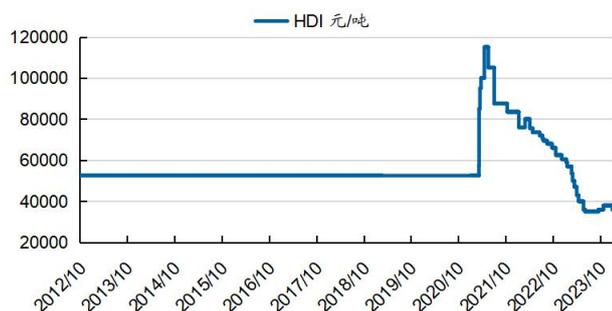
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2024 年 1 月 9 日，2023 年 Q4 万华化学新材料板块价差指数为 38.01，较 2023 年 Q3 上升 2.19；处于历史 10.43% 分位数，较 2023 年 Q3 上升 3.13 个百分点。

图 64：万华化学新材料板块价差指数目前处于历史 10.43% 分位



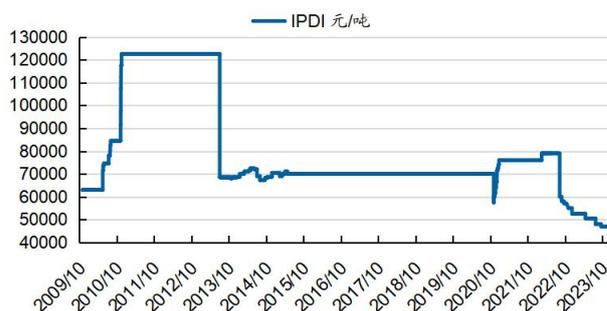
资料来源：wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2023Q4 统计截至 2024.1.9）

图 65：HDI 市场价



资料来源：wind，国海证券研究所

图 66：IPDI 市场价



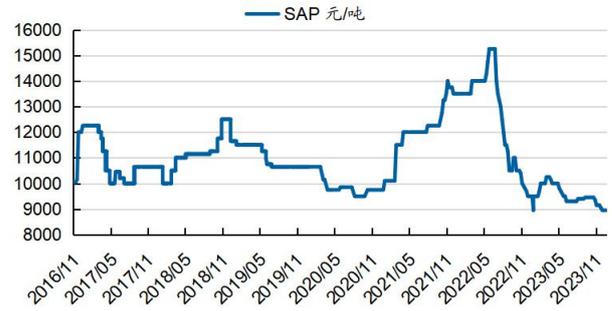
资料来源：wind，国海证券研究所

图 67: PC-0.9*双酚 A 价差



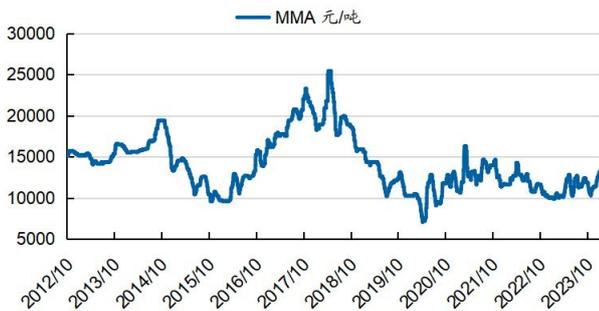
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



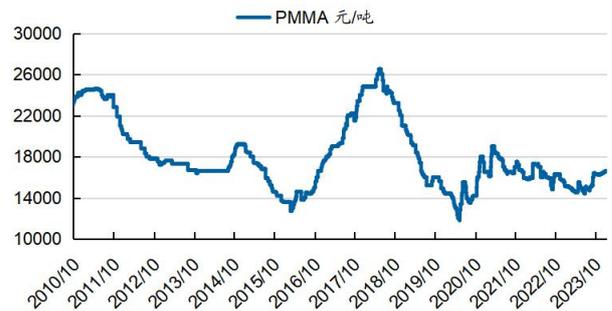
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



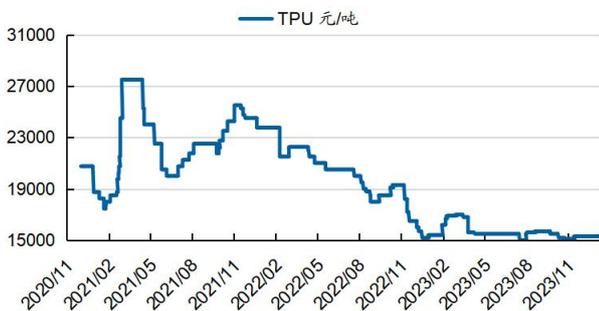
资料来源: wind, 国海证券研究所

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

综合考虑产品景气度、下游需求、在建项目进度等多种因素，我们适当调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 166.78、219.82、308.72 亿元，对应 PE 分别 13.7、10.4、7.4 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。

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309		股价:	73.00	投资评级:	买入	日期:	2024/1/10	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	21%	18%	19%	21%	EPS	5.17	5.31	7.00	9.83
毛利率	17%	17%	18%	19%	BVPS	24.47	29.79	36.79	46.62
期间费率	3%	3%	3%	2%	估值				
销售净利率	10%	9%	10%	12%	P/E	17.92	13.74	10.43	7.42
成长能力					P/B	3.79	2.45	1.98	1.57
收入增长率	14%	9%	18%	24%	P/S	1.76	1.27	1.08	0.87
利润增长率	-34%	3%	32%	40%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.82	0.80	0.84	0.91	营业收入	165565	180214	211936	262152
应收账款周转率	18.27	17.52	17.89	17.71	营业成本	138132	150463	173757	212722
存货周转率	9.10	9.71	9.57	9.83	营业税金及附加	913	1081	1484	1573
偿债能力					销售费用	1153	1352	1695	1835
资产负债率	60%	56%	51%	46%	管理费用	1966	1982	2543	2915
流动比	0.54	0.54	0.58	0.72	财务费用	1235	1513	1516	1513
速动比	0.34	0.34	0.35	0.45	其他费用/(-收入)	3420	3679	4663	5505
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	19839	21104	27464	37789
现金及现金等价物	18989	18445	18957	27012	营业外净收支	-298	5	5	10
应收款项	9060	10284	11846	14806	利润总额	19541	21109	27469	37799
存货净额	18185	18550	22149	26671	所得税费用	2499	2808	3653	5027
其他流动资产	5298	6630	6855	8406	净利润	17042	18302	23815	32771
流动资产合计	51532	53909	59807	76895	少数股东损益	808	1624	1834	1900
固定资产	78558	86468	94092	100121	归属于母公司净利润	16234	16678	21982	30872
在建工程	37064	43967	51275	58380	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	27460	31292	35071	38876	经营活动现金流	36337	32648	36239	42457
长期股权投资	6229	8686	11064	13482	净利润	16234	16678	21982	30872
资产总计	200843	224322	251308	287755	少数股东损益	808	1624	1834	1900
短期借款	44019	44019	44019	44019	折旧摊销	9354	10511	13160	13573
应付款项	24205	26795	28904	29723	公允价值变动	-173	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	8821	2256	-2214	-5358
其他流动负债	26792	29380	30442	33298	投资活动现金流	-34325	-31584	-34118	-32794
流动负债合计	95017	100194	103365	107040	资本支出	-32614	-29493	-32004	-30740
长期借款及应付债券	16168	16168	16168	16168	长期投资	-2144	-2607	-2528	-2568
其他长期负债	8321	8321	8321	8321	其他	434	517	414	514
长期负债合计	24489	24489	24489	24489	筹资活动现金流	-17188	-1608	-1608	-1608
负债合计	119506	124683	127854	131529	债务融资	-6310	0	0	0
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	850	0	0	0
股东权益	81337	99639	123454	156226	其它	-11727	-1608	-1608	-1608
负债和股东权益总计	200843	224322	251308	287755	现金净增加额	-15202	-544	513	8055

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年半化工行业研究经验。
 董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年化工行业研究经验。
 陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。
 贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。
 陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。
 李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。
 杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。
 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。

【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。