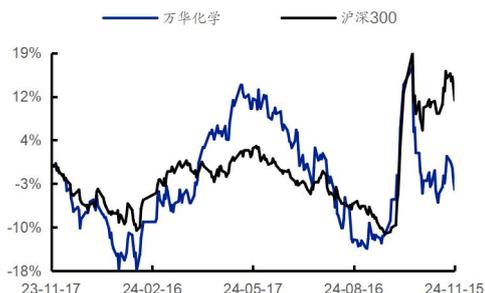


研究所:  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 杨丽蓉 S0350524090008  
 yanglr@ghzq.com.cn

## 纯 MDI 价格 10 月触底反弹，万华福建 150 万吨/年 MDI 技改项目环评公示

### ——万华化学（600309）2024 年 10 月月报

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	-3.1%	10.2%	-5.1%
沪深 300	2.9%	18.8%	10.0%

#### 市场数据

市场数据	2024/11/15
当前价格(元)	76.99
52 周价格区间(元)	66.78-100.40
总市值(百万)	241,729.09
流通市值(百万)	241,729.09
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	1,460.73
近一月换手(%)	0.93

#### 相关报告

《万华化学（600309）2024 年三季度报点评：Q3 业绩受宏观需求影响，新项目稳步推进（买入）\* 化学制品\*李永磊，董伯骏，杨丽蓉》——2024-11-01

《万华化学（600309）2024 年 8 月月报：聚合 MDI 价格上涨，烟台 MDI 和 TDI 装置复产（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2024-09-22

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

#### 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，对营收和原材料的差值建模，在现有产品体系下追溯历史上营收和原材料的价差，将价差定义为万华化学价差指数，以此来判断公司的景气位置。长远看，影响万华化学基本面的是未来的成长，能够证明公司具有持续进化能力的里程碑式的产品至关重要。万华化学在 MDI 赛道上已经证明了自己，公司未来可能落地的项目就是公司未来发力的方向，就是公司持续进化的空间。

#### ■ 2024Q4 万华化学价差指数处于历史 13.27%分位数

截至 2024 年 11 月 11 日，2024 年 Q4 万华化学价差指数平均为 76.01，较 2024 年 Q3 上升 2.76(以 2010 年 Q1 价差为基点)，处于历史 13.27%分位数。考虑到价差环比有所改善，预计 Q4 归母净利润 39 亿元。

其中，截至 11 月 11 日，万华化学聚氨酯板块 Q3 价差指数平均为 96.34，较 2024Q3 上升 7.91，处于历史 22.14%分位数。万华化学 Q4 石化板块价差指数平均为 60.57，较 2024Q3 下降 4.79，处于历史底部。万华化学 Q4 新材料板块价差指数平均为 37.74，较 2024Q3 下降 0.12，处于历史 10.04%分位数。

#### ■ 重点项目进展

2024 年 10 月 16 日，万华化学（宁波）有限公司年产 20 万吨 HDI 技改扩能项目环境影响评价信息公开。

2024 年 10 月 24 日，万华化学集团股份有限公司年产 1 万吨香兰素产业

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

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

链项目，环境影响报告书征求意见稿公示。

2024 年 10 月 25 日，万华化学（福建）异氰酸酯有限公司 150 万吨/年 MDI 技改扩能一体化项目，环境影响评价第一次公示。

2024 年 11 月 8 日，万华化学新一代电池材料产业园一期年产 10 万吨磷酸铁锂项目，首次环境影响评价信息公开。

## ■ MDI 价格价差

据 Wind，2024 年 10 月，聚合 MDI 均价 18506 元/吨，同比+18.51%，环比+2.11%；纯 MDI 均价 18248 元/吨，同比-11.67%，环比-0.90%。2024 年 11 月 12 日，聚合 MDI 价格 18500 元/吨，纯 MDI 价格 19100 元/吨。

据 Wind，2024 年 10 月，聚合 MDI 与煤炭、纯苯均价价差 12451 元/吨，同比+37.58%，环比+7.51%；纯 MDI 均价价差 12193 元/吨，同比-13.49%，环比+2.71%。2024 年 11 月 12 日，聚合 MDI 与煤炭、纯苯价差 12744 元/吨，纯 MDI 价差 13344 元/吨。

据天天化工网和百川盈孚，2024 年以来，海外 MDI 装置非计划内停产频发，包括：1）美国巴斯夫 40 万吨装置 4 月 11 日不可抗力停产；2）美国科思创 33 万吨装置 4 月底不可抗力停产；3）美国陶氏 34 万吨装置 5 月 21 日不可抗力停产；4）韩国锦湖三井于 7 月 23 日故障停产；5）荷兰亨斯迈 47 万吨/年 MDI 装置于 8 月 5 日被宣布不可抗力。此外，海外部分 MDI 装置处于低负荷，据百川盈孚，1-9 月国内聚合 MDI 出口量合计 90.46 万吨，同比增长 5.69%。

## ■ 下游冰箱出口量同比提升，房地产新开工同比下滑

2024 年 9 月，国内家用电冰箱产量 963 万台，同比+9.0%；2024 年 9 月，家用电冰箱出口量 668 万台，同比+9.7%。

2024 年 9 月，国内冷柜产量 344 万台，同比+5.6%；2024 年 9 月，国内冷柜销量 324.3 万台，同比+0.03%。

2024 年 10 月，国内汽车产量 299.6 万辆，同比+3.6%；2024 年 10 月，国内汽车销量 305.3 万辆，同比+7.0%。

2024 年 9 月，房屋新开工面积累计 5.61 亿平方米，同比-22.2%。2024 年 9 月，房屋累计施工面积 71.60 亿平方米，同比-12.2%。

## ■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司产品价格价差，预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 1906、2305、2618 亿元，归母净利润分别为 150、204、260 亿元，

对应 PE 分别 16、12、9 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

项目建设不及预期；市场大幅度波动；新产品不及预期；同行业竞争加剧；产品价格大幅下滑；原材料价格大幅上涨；终端需求低于预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	175361	190616	230538	261770
增长率(%)	6	9	21	14
归母净利润（百万元）	16816	14976	20379	25972
增长率(%)	4	-11	36	27
摊薄每股收益（元）	5.36	4.77	6.49	8.27
ROE(%)	19	16	19	21
P/E	14.33	16.14	11.86	9.31
P/B	2.72	2.52	2.23	1.95
P/S	1.38	1.27	1.05	0.92
EV/EBITDA	9.66	8.58	6.78	5.39

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 本月行情（2024 年 10 月） .....	7
2、 重要公告（2024 年 10 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 .....	15
5.1、 MDI .....	16
5.1.1、 MDI 及主要原材料价格 .....	16
5.1.2、 MDI 供需情况 .....	17
5.1.3、 MDI 下游需求情况 .....	20
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 .....	27
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: 2024Q4 万华化学价差指数处于历史 13.27%分位 (截至 2024.11.11)	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: 2024Q4 万华化学聚氨酯价差指数处于历史 22.14%分位	15
图 8: 2024Q4 万华化学 MDI 价差指数处于历史 30.41%分位	15
图 9: 万华化学 MDI 挂牌价	16
图 10: MDI 出口价格	16
图 11: 中国与欧洲 MDI 价格	16
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	17
图 15: 煤炭价格	17
图 16: MDI 周度开工负荷	17
图 17: MDI 月度表观消费量	17
图 18: MDI 月度产量	18
图 19: 聚合 MDI 月度出口量	18
图 20: 聚合 MDI 月度进口量	18
图 21: 纯 MDI 月度出口量	18
图 22: 纯 MDI 月度进口量	18
图 23: 聚合 MDI 周度库存	19
图 24: 纯 MDI 月度库存	19
图 25: 冰箱月度产量	20
图 26: 冰箱出口数量	20
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)	21
图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)	21
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	22
图 38: 国内氨纶产量	22
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: 2024Q4 万华化学 TDI 价差指数处于历史 6.81%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: 聚醚月度表观消费量 .....	26
图 53: 2024Q4 万华化学石化板块价差指数处于历史底部 .....	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 (乙烯法) .....	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: 2024Q4 万华化学新材料板块价差指数处于历史 10.04%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 2024 年 10 月重点公告 .....	7
表 2: 万华化学 2024 年 10 月新项目进展 .....	10
表 3: 万华化学各板块投资额及预计营收统计 (亿元) .....	14
表 4: 万华化学 (2024 年 10 月-2024 年 11 月) 新项目环评情况 .....	15
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 (截至 2024 年 11 月 7 日) .....	19
表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 10 月) .....	25

## 1、本月行情（2024 年 10 月）

截至 2024 年 10 月 31 日，万华化学收盘价为 75.25 元，相较于 9 月 30 日涨跌幅为 -17.60%，基础化工指数涨跌幅为 +0.48%，沪深 300 指数涨跌幅为 -3.16%。

图 1：万华化学股价（元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

## 2、重要公告（2024 年 10 月）

表 1：万华化学 2024 年 10 月重点公告

公告日期	标题	内容概要
2024-10-29	2024 年第三季度报告	2024 年前三季度公司实现营业收入 1476 亿元，同比增长 11.4%；实现归母净利润 111 亿元，同比减少 12.7%；经营活动现金流净额为 193 亿元，同比增加 13%。
2024-10-29	2024 年三季度主要经营数据公告	2024 年前三季度公司聚氨酯实现销售收入 542.45 亿元，石化和 LPG 贸易实现销售收入 619.78 亿元，精细化学品及新材料系列产品实现销售收入 199.99 亿元。
2024-10-08	烟台产业园 PDH 装置复产公告	烟台产业园 75 万吨/年 PDH 等装置于 2024 年 8 月 25 日开始停产检修，截至 10 月 8 日，上述装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。

资料来源：Wind，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

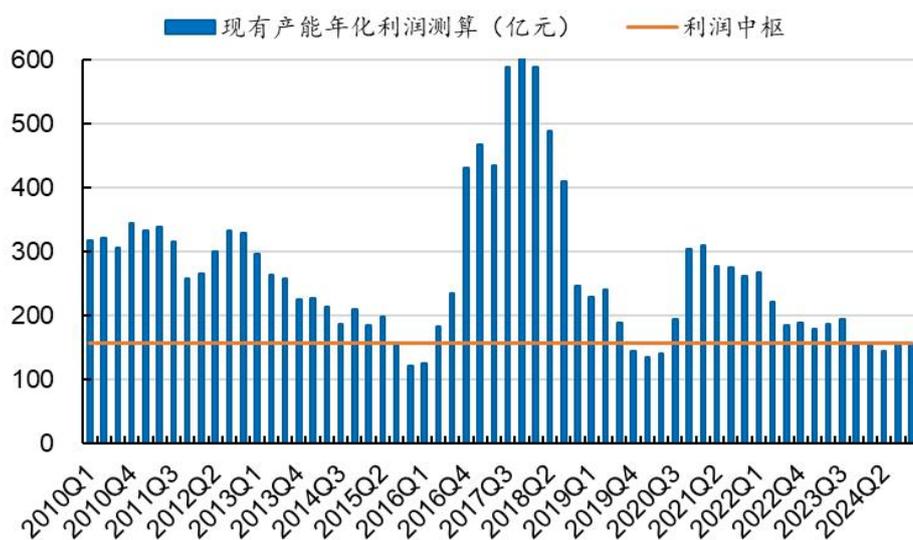
截至2024年11月11日,2024年Q4万华化学价差指数平均为76.01,较2024年Q3上升2.76(以2010年Q1价差为基点),处于历史13.27%分位数。考虑到价差环比有所改善,预计Q4归母净利润39亿元。

图2: 2024Q4万华化学价差指数处于历史13.27%分位(截至2024.11.11)



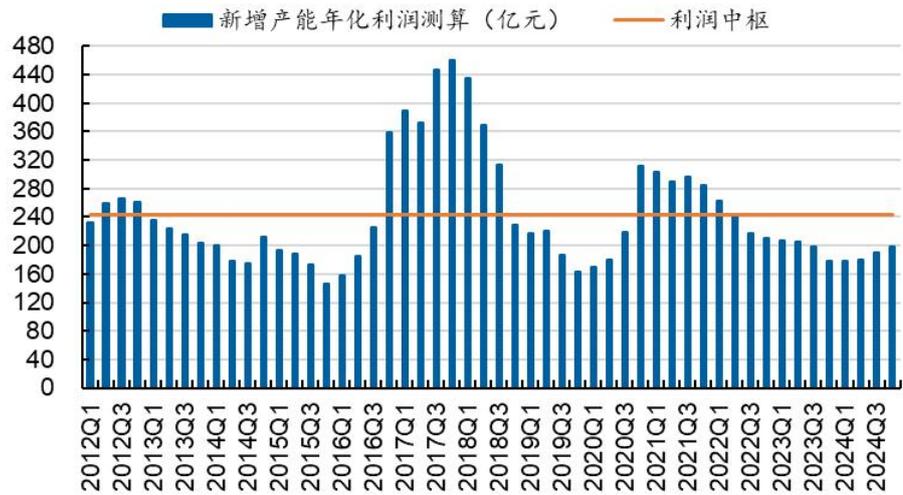
资料来源: Wind, 国海证券研究所(注:以2010年Q1价差为基点)

图3: 万华化学现有产能年化利润测算



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 万华化学新增产能年化利润测算

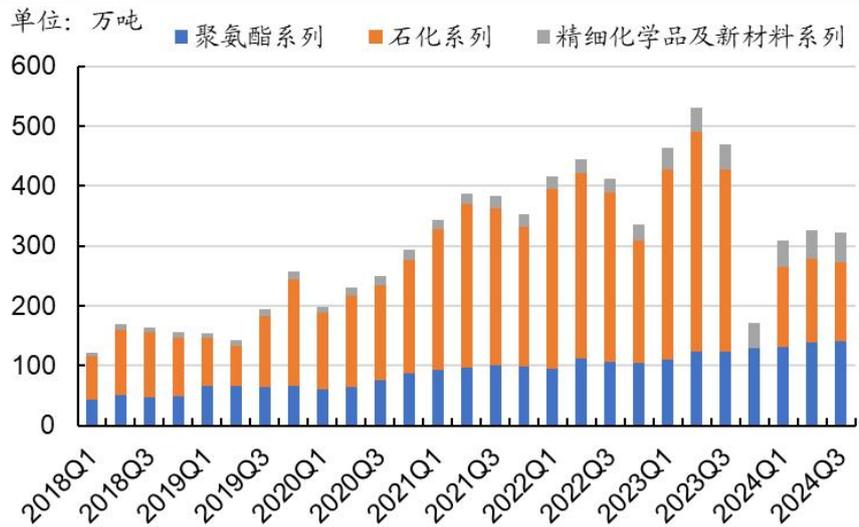


资料来源: Wind, 国海证券研究所

万华化学近期检修情况:

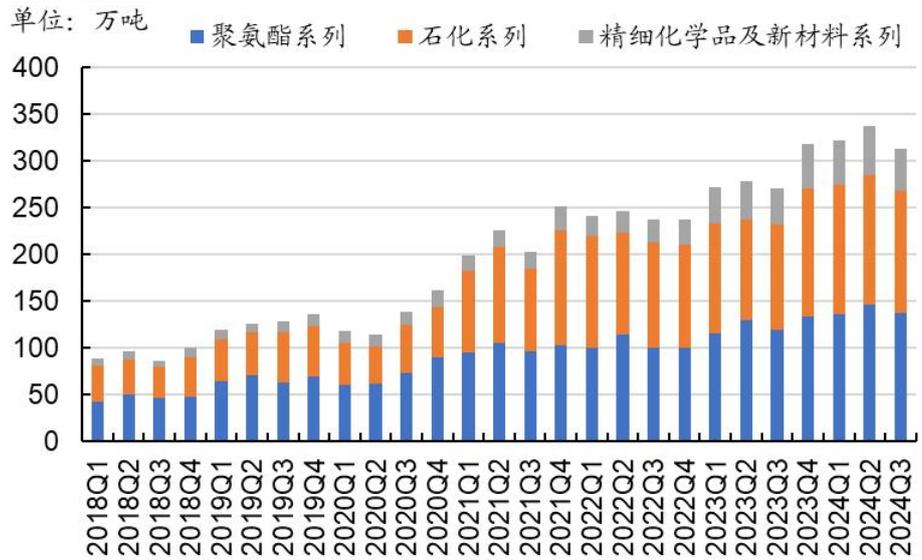
无。

图 5: 万华化学季度销量



资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所 注: 公司 2023 年 Q4 石化板块销量披露口径发生变化, 季度销量数据不具有可比性, 因此不列示。

图 6: 万华化学季度产量



资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

## 4、项目进展

2024年10月16日, 万华化学(宁波)有限公司年产20万吨HDI技改扩能项目环境影响评价信息公开。

2024年10月24日, 万华化学集团股份有限公司年产1万吨香兰素产业链项目, 环境影响报告书征求意见稿公示。

2024年10月25日, 万华化学(福建)异氰酸酯有限公司150万吨/年MDI技改扩能一体化项目, 环境影响评价第一次公示。

2024年11月8日, 万华化学新一代电池材料产业园一期年产10万吨磷酸铁锂项目, 首次环境影响评价信息公开。

据我们不完全统计, 按照2024年平均价格计算, 如果万华化学现有规划项目全部如期投产, 预计2024年新项目将新增年营收合计471亿元, 2025年及之后预计新增营收合计1084亿元。

表 2: 万华化学 2024 年 10 月新项目进展

项目名称	地点	投资额 (亿元)	产品名称	产能 (万吨/年)	2024 年均价(元/吨, 含税)	预计 2024 年营收(亿元)	全部投产后预计营收(亿元)	预计投产时间	分类

福建 80 万吨/年 MDI 技改扩能	福建		MDI	40	17690	31.31	62.62	2024 年	聚氨酯
宁波 MDI/HDI 技改扩能一体化项目和 180 万吨/年 MDI 技改项目	宁波	41.61	MDI	60	17690	46.96	93.93	2024 年	聚氨酯
			改性 MDI	28	18000	22.30	44.60		
			HDI	5	31269	6.92	13.84		精新-功能化学 品
			HDI 加合物	6	31269	8.30	16.60		
聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目	烟台	176.0	2#乙烯裂解装置 (含 60000 标立方米/小时 PSA 装置)	120	7500	39.82	79.65	2024 年	石化
			2#裂解汽油加氢装置	55	9000	21.90	43.81		
			芳烃抽提装置	40	8500	15.04	30.09		
			2#丁二烯装置	20	10000	8.85	17.70		
			LDPE 装置	25	10015	11.08	22.16		
			POE 装置	40	20000	35.40	70.80		
MMA 一体化项目	烟台	20.51	PMMA	8	21259	7.53	15.05	2024 年	精新-新材料
			MMA	8	14222	5.03	10.07		
			MAA	4	14222	2.52	5.03		
柠檬醛及其衍生物一体化项目	烟台	23.70	柠檬醛	4.8	80000	16.99	33.98	2024 年	精新-功能化学 品
年产 12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	5.14	TPU	5	15288	3.38	6.76	2024 年	精新-新材料
9 万吨/年聚氨酯树脂 (改性) 装置扩能改造项目	珠海	0.62	改性聚氨酯树脂	5	18000	3.98	7.96	2024 年	精新-新兴技术
天然气制乙炔产业链及园区配套公辅工程项目	眉山		甲醇	20	2457	2.17	4.35	2024 年	石化
			BDO	10	8695	3.85	7.69		
万华化学 (福建) 年产 108 万吨苯胺项目	福建	27.3	苯胺	108	11187	53.46	106.92	2024 年	聚氨酯
万华福建 80 万吨 PVC 项目	福建	46.3	VCM	80	3691	13.06	26.13	2024 年	石化
			PVC	80	5789	20.49	40.98		
			25%wt 盐酸	7.52	200	0.07	0.13		
大规模集成电路平坦化关键材料 (CMP Pad + slurry) 项目	烟台	15.70	研磨液	1.5 <sup>-</sup> 2	36 元 /kg	3.60	7.20	2024 年	精新-新兴技术
			CMP Pad 研磨垫	60 万 片/ 片	3000 元 /片	9.00	18.00		

				年					
万华化学 40 万吨/年环氧丙烷 (POCHP) 项目	烟台	24.81	环氧丙烷	40	9200	16.28	32.57	2024 年	石化
年产 5 万吨磷酸铁锂锂电正极材料一体化项目	眉山		磷酸铁锂	5	42000	9.29	18.58	2024 年	精新-新兴技术
万华化学 3 万吨/年聚氨酯固化剂项目	烟台	4.28	聚氨酯固化剂	3	18000	2.39	4.78	2024 年	聚氨酯
万华化学 (福建) 大型煤气化有效气综合利用-年产 48 万吨甲醛项目	福建	2.32	甲醛	48	1106	2.35	4.70	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	9327	35.08	70.16	2024 年	聚氨酯
万华化学 4 万吨聚醚胺项目	烟台	2.97	聚醚胺	4	14000	2.48	4.96	2024 年	精新-功能化学品
万华化学 2 万吨/年有机硅 MQ 树脂及衍生物项目	烟台	2.86	有机硅 MQ 树脂	2	32400	2.87	5.73	2024 年	精新-新兴技术
万华化学年产 7.5 万吨聚乳酸一体化项目	眉山		PLA	7.5	21000	6.97	13.94	2024 年	精新-新兴技术
万华化学蓬莱工业园高性能新材料一体化项目	蓬莱	231	PP	30	8032		21.32	2025 年	石化
			聚醚多元醇	50	9327		41.27	2025 年	
			丙烯酸	5.17	6338		2.90	2025 年	
			丙烯酸丁酯	16	9107		12.89	2025 年	
			丙烯酸辛酯	2	11533		2.04	2025 年	
			环氧乙烷及衍生物	30	6791		18.03	2025 年	
万华化学 (宁波) 年产 5 万吨水性树脂项目	宁波	3.42	水性树脂	5	27058		11.97	2025 年	精新-新兴技术
万华化学年产 6 万吨聚酯多元醇项目	烟台	2.04	聚酯多元醇	6	20636		10.96	2025 年	聚氨酯
万华化学营养品项目	烟台	14.89	W 酯	1.11				2025 年	精新-功能化学品
			四氢呋喃	0.96	38254		3.26	2025 年	
万华化学年产 3 万吨润肤剂项目	蓬莱		1,3-丁二醇	3	30000		7.96	2025 年	精新-新兴技术
万华化学 10 万吨/年二元醇项目	烟台	17.33	二元醇	10	8695		7.69	2025 年	石化
万华化学特种异氰酸酯项目	烟台	18.93	HMDA	3	70000		18.58	2025 年	精新-功能化学品
			XDI	0.6	150000		7.96	2025 年	

万华化学特种异丁烯 衍生物项目	烟台	13.31	叔丁胺	3	25000		6.64	2025年	精新-功能化学 品
			异壬酸	2.5	20000		4.42	2025年	
万华化学2万吨/年 间苯二甲胺项目	烟台	7.57	间苯二甲 胺	2	60000		10.62	2025年	精新-功能化学 品
万华(蓬莱)年产0.42 万吨增香剂项目	蓬莱	0.98	$\beta$ -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	14951		18.52	2025年	精新-高性能聚 合物
万华化学年产36万 吨环氧丙烷环氧乙烷 衍生物扩建项目	烟台	0.56	PO/EO衍生 物	36	7995		25.47	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	6791		2.70	2025年	石化
万华化学2000吨/年 尼龙12弹性体工业 化项目	烟台	0.35	尼龙12弹 性体	0.2	100000		1.77	2025年	精新-新兴技术
万华化学(烟台)石 化乙烯法聚氯乙生 产线技改项目	烟台	1.90	1,2-二氯 乙烷	12.9 6	3970		4.55	2025年	石化
			VCM	8	3691		2.61	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	9327		13.21	2025年	聚氨酯
万华化学(蓬莱)年 产15万吨碳酸酯项 目	蓬莱	11.50	碳酸酯	15	6676		8.86	2025年	精新-新兴技术
万华化学(蓬莱)氢 气综合利用项目	蓬莱		合成氨	18	2870		4.57	2025年	石化
万华化学(蓬莱)专 用工程塑料一体化项 目	蓬莱		丙烯腈	26	9539		21.95	2025年	精新-高性能聚 合物
			ABS	40	11000		38.94	2025年	
万华化学(蓬莱)丙 烯酸及酯二期项目	蓬莱		丙烯酸丁 酯	40	9107		32.24	2025年	石化
万华化学1万吨/年 六氟磷酸锂项目	烟台	9.42	六氟磷酸 锂	1	66000		5.84	2025年	精新-新兴技术
万华化学10万吨/年 高端 $\alpha$ 烯烃项目	烟台		$\alpha$ -烯烃	10	18000		15.93	2025年	石化
万华化学3万吨高吸 水性树脂项目	烟台		SAP	3	9650		2.56	2025年	精新-高性能聚 合物
万华化学(福建)TDI 二期扩建36万吨/年	福建		TDI	36	14768		47.05	2025年	聚氨酯

项目									
万华化学（福建）高盐废水综合利用暨70万吨/年离子膜烧碱项目	福建		烧碱	70	842		5.22	2025年	聚氨酯
万华化学年产25万吨聚氨酯树脂扩能项目	烟台		聚氨酯树脂	25	18000		39.82	2025年	聚氨酯
万华化学HDI及加合物扩能项目	烟台		HDI及加合物	7	31269		19.37	2025年	精新-功能化学品
万华化学1万吨年亲水性PU预聚体项目	烟台		PU预聚体	1	18000		1.59	2025年	聚氨酯
万华烟台甲基丙烯酸羟乙酯（HEMA）改扩建项目	烟台		HEMA	1.5	21259		2.82	2025年	精新-新材料
万华化学（蓬莱）40万吨/年聚烯烃弹性体项目	烟台		POE	40	20000		70.80	2025年	石化
万华化学（福建）TDI一期技改扩能36万吨/年项目	福建		TDI	11	14768		14.38	2025年	聚氨酯
万华化学年产1500吨高折射PC项目	烟台		PC	0.15				2025年	精新-高性能聚合物
万华烟台产业园聚碳酸酯（PC）扩能改造项目	烟台		PC	12	14951		15.88		精新-高性能聚合物
合计		746.3				470.7	1554.3		

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，相关项目环评，国海证券研究所

注：2024年产品均价截至2024年11月11日。2024年投产项目2024年贡献营收按50%计算。

**表3：万华化学各板块投资额及预计营收统计（亿元）**

板块	聚氨酯	石化	精细化学品及新材料	合计
2024年投资额	67	247	92	406
2025年及之后投资额	79	175	86	340
2024年预计营收	194	188	89	471
2025年及之后预计营收	326	453	304	1084

资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

表 4: 万华化学 (2024 年 10 月-2024 年 11 月) 新项目环评情况

时间	项目名称	环评公示进展
2024-10-16	万华化学 (宁波) 有限公司年产 20 万吨 HDI 技改扩能项目	环境影响评价信息公开
2024-10-24	万华化学集团股份有限公司年产 1 万吨香兰素产业链项目	环境影响报告书征求意见稿公示
2024-10-25	万华化学 (福建) 异氰酸酯有限公司 150 万吨/年 MDI 技改扩能一体化项目	环境影响评价第一次公示
2024-11-08	万华化学新一代电池材料产业园一期年产 10 万吨磷酸铁锂项目	首次环境影响评价信息公开

资料来源: 公司官网, 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)。

注: 信息更新截至 2024 年 11 月 11 日

## 5、聚氨酯板块

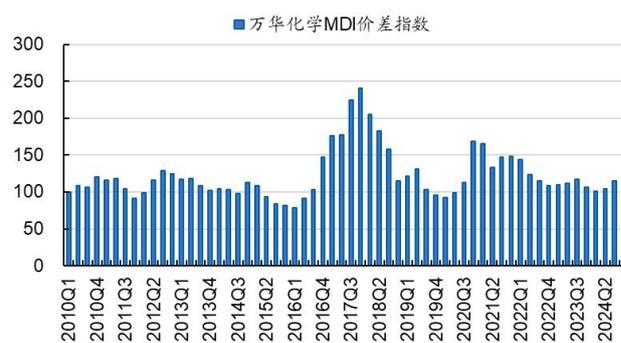
万华化学聚氨酯板块价差指数以主要产品 MDI、TDI 和聚醚产能为权重计算得出。截至 11 月 11 日, 万华化学聚氨酯板块 Q4 价差指数均值为 96.34, 较 2024Q3 上升 7.91, 处于历史 22.14%分位数。截至 11 月 11 日, Q4 万华化学 MDI 价差指数均值为 127.53, 较 2024 年 Q3 上升 12.06; 处于历史 30.41%分位数, 较 2024 年 Q3 上升 7.45 个百分点。

图 7: 2024Q4 万华化学聚氨酯价差指数处于历史 22.14%分位



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q4 统计截至 2024.11.11)

图 8: 2024Q4 万华化学 MDI 价差指数处于历史 30.41%分位



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q4 统计截至 2024.11.11)

## 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



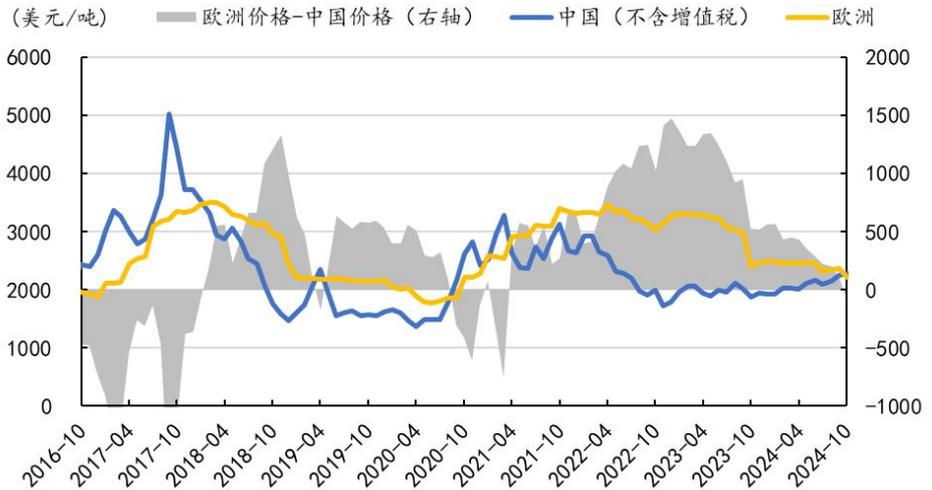
图 10：MDI 出口价格



资料来源：Wind，国海证券研究所 注：万华化学聚合 MDI 挂牌价 2024 年 5 月起未公布

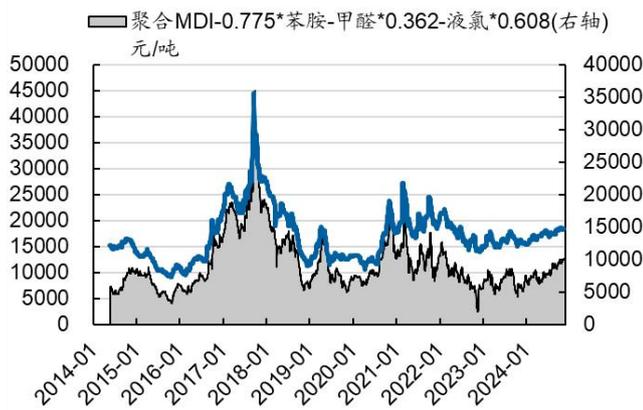
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11：中国与欧洲 MDI 价格



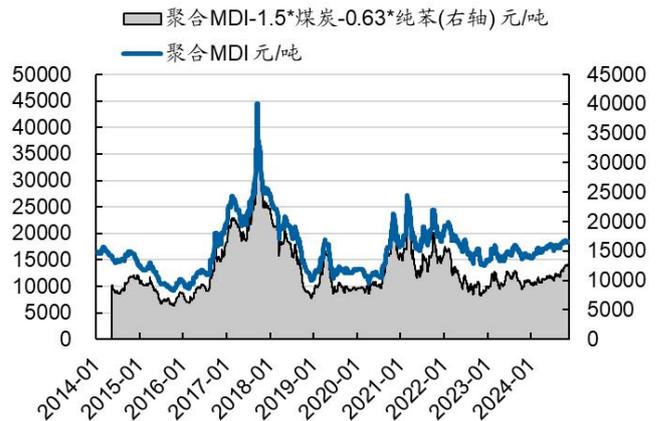
资料来源：Wind，Bloomberg，国海证券研究所

图 12: 聚合 MDI 和苯胺价格价差



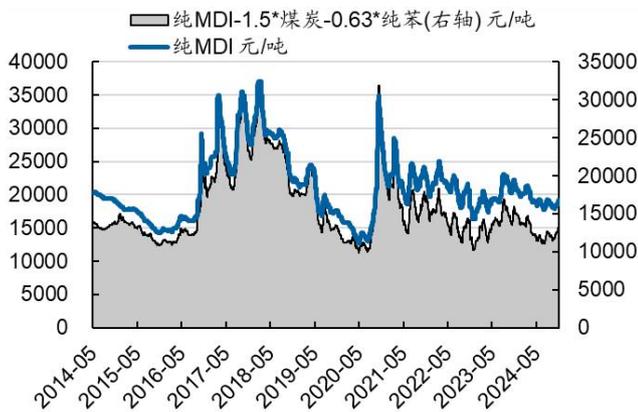
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 聚合 MDI 和纯苯价差



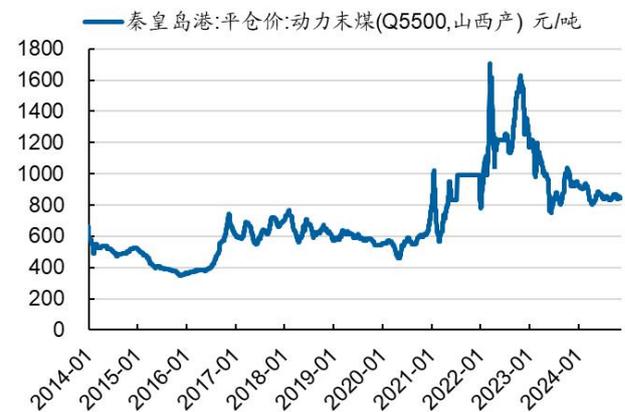
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 纯 MDI 和纯苯价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

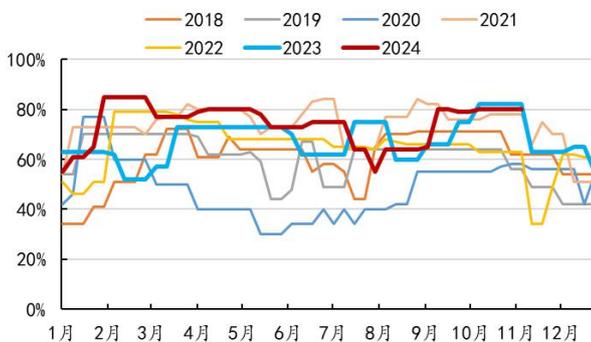
图 15: 煤炭价格



资料来源: Wind, 国海证券研究所

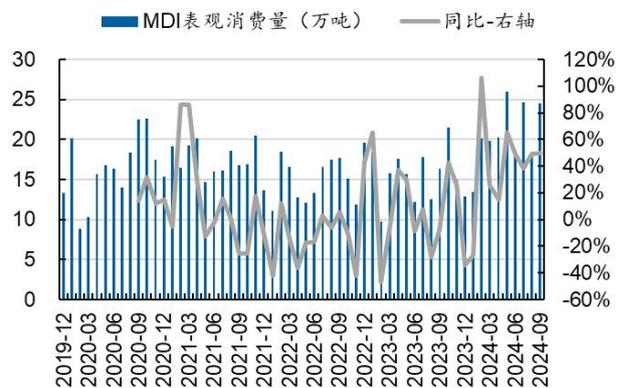
### 5.1.2、MDI 供需情况

图 16: MDI 周度开工负荷



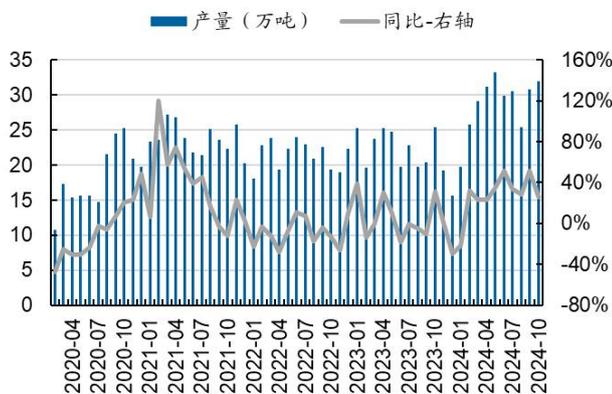
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 17: MDI 月度表观消费量



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 18: MDI 月度产量



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 5: 山东和浙江地区 MDI 月度产量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024-10	8.41	7.61	16.02
2024-09	4.82	9.95	14.77
2024-08	0.00	9.68	9.68
2024-07	4.29	9.80	14.10
2024-06	8.14	6.76	14.90
2024-05	8.41	9.95	18.36
2024-04	8.14	9.28	17.42
2024-03	7.94	9.08	17.02
2024-02	6.12	7.96	14.08
2024-01	6.54	2.60	9.14
2023-12	6.33	0.49	6.82
2023-11	5.05	3.45	8.50
2023-10	5.02	7.61	12.63
2023-09	1.63	6.78	8.41
2023-08	3.39	7.13	10.52

资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 19: 聚合 MDI 月度出口量



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 聚合 MDI 月度进口量



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 21: 纯 MDI 月度出口量



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 纯 MDI 月度进口量



资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 6: 山东和浙江地区聚合 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024-09	2.74	4.19	6.93
2024-08	1.38	5.33	6.71
2024-07	1.90	3.74	5.64
2024-06	3.22	6.19	9.41
2024-05	2.34	4.52	6.86
2024-04	3.16	7.89	11.05
2024-03	6.68	2.53	9.21
2024-02	2.13	3.64	5.76
2024-01	4.02	3.60	7.63
2023-12	2.67	0.97	3.64
2023-11	5.76	0.68	6.44
2023-10	3.63	0.9	4.53
2023-09	3.58	2.78	6.37
2023-08	2.87	5.41	8.29
2023-07	2.97	3.43	6.40
2023-06	3.09	2.93	6.01

资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

表 7: 山东和浙江地区纯 MDI 出口量 (万吨)

时间	山东	浙江	合计
2024-09	0.043	0.56	0.60
2024-08	0.03	0.71	0.74
2024-07	0.23	0.59	0.82
2024-06	0.18	0.39	0.57
2024-05	0.16	0.62	0.78
2024-04	0.14	0.67	0.81
2024-03	0.31	0.61	0.91
2024-02	0.14	0.70	0.84
2024-01	0.18	0.49	0.67
2023-12	0.27	0.19	0.46
2023-11	0.30	0.40	0.70
2023-10	0.09	0.71	0.80
2023-09	0.07	0.94	1.01
2023-08	0.05	0.60	0.65
2023-07	0.06	0.81	0.86
2023-06	0.04	0.86	0.90

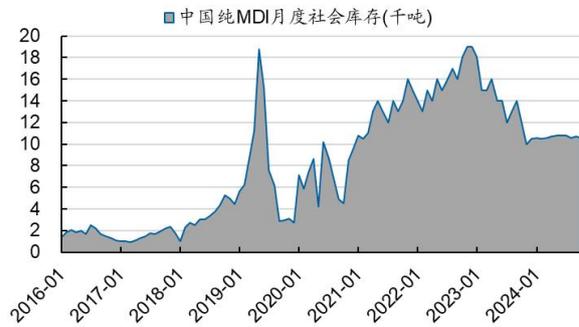
资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 23: 聚合 MDI 周度库存



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 24: 纯 MDI 月度库存



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

表 8: 全球 MDI 装置动态 (截至 2024 年 11 月 7 日)

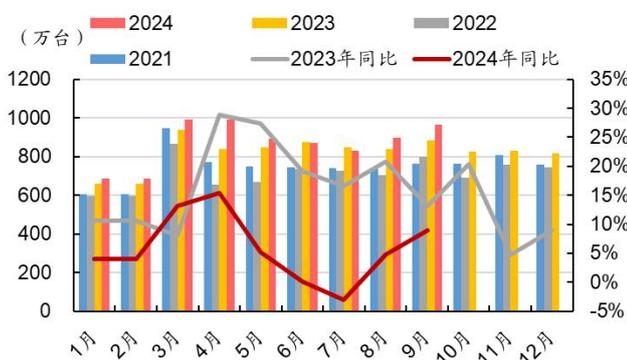
	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	11月中旬计划两套 40 万吨+80 万吨装置轮流停机检修 45 天
烟台万华	110	装置正常运行
福建万华	80	装置正常运行
上海亨斯迈	40	11月中旬计划检修 2-3 周, 预计 12 月初恢复正常
上海巴斯夫	25-30	上海 B 工厂 MDI 母液装置问题停车检修, 检修时间预计一周, 分离装置正常运行
上海科思创	60	装置低负运行
重庆巴斯夫	40	计划 12 月检修 3-4 周左右
东曹瑞安	7	装置正常运行

宝思德	40	因原料供应受限，装置低负荷运行
德国科思创	20	装置低负运行
德国科思创	40	装置低负运行
西班牙科思创	17	装置低负运行
美国科思创	33	装置低负运行
日本科思创	7	装置正常运行
美国巴斯夫	40	装置正常运行
比利时巴斯夫	65	装置低负运行
韩国巴斯夫	25	11月初开始检修，预计停机2-3周
美国亨斯迈	50	三套装置，其中一套停车，现阶段维持7成开工负荷
荷兰亨斯迈	47	47万吨/年MDI装置于当地时间8月13日解除不可抗力，该MDI工厂曾于8月5日被宣布不可抗力
美国陶氏	34	装置正常运行
德国陶氏	19	装置低负运行
葡萄牙陶氏	18	装置正常运行
沙特陶氏	40	装置正常运行
日本东曹	40	装置低负运行
韩国锦湖三井	61	新增20万吨/年MDI装置投产成功，投产后产能共计61万吨/年
伊朗 Karoon	4	装置正常运行
合计	1082-1087	

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

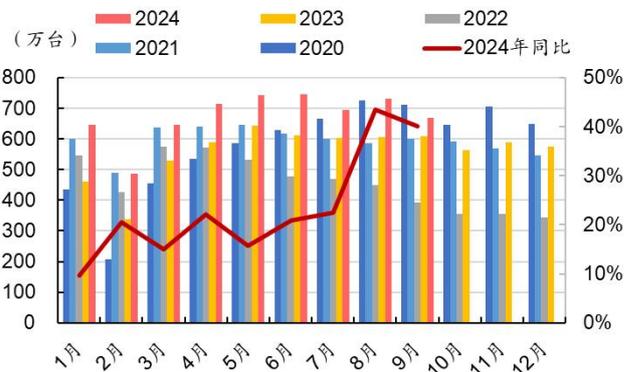
### 5.1.3、MDI下游需求情况

图 25：冰箱月度产量



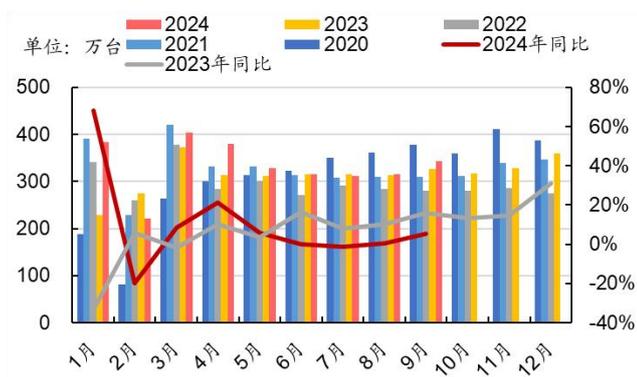
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 26：冰箱出口数量



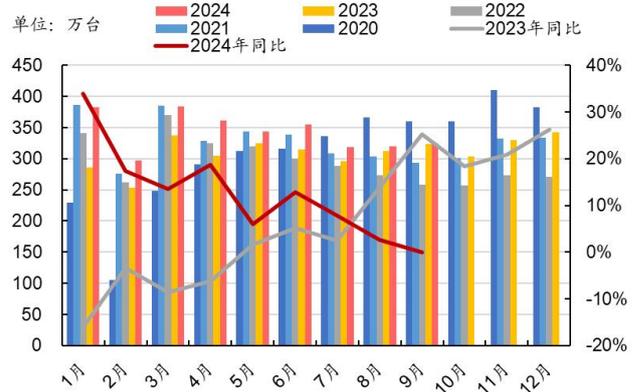
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 27: 冰柜产量



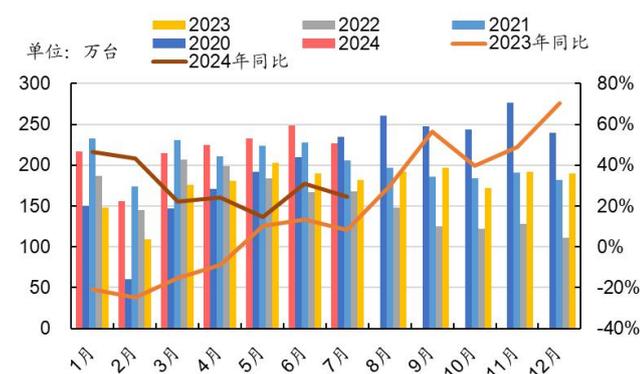
资料来源: Wind, ifind, 国海证券研究所

图 28: 冰柜销量



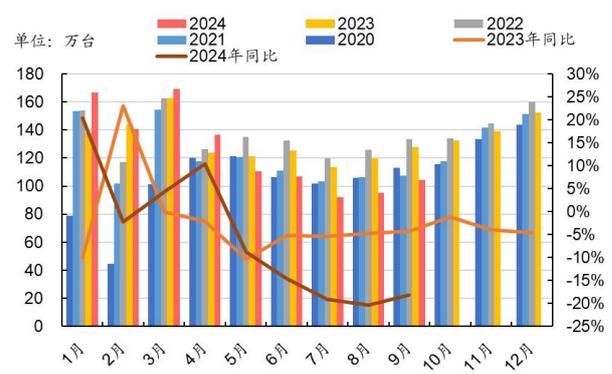
资料来源: Wind, ifind, 国海证券研究所

图 29: 冰柜出口数量



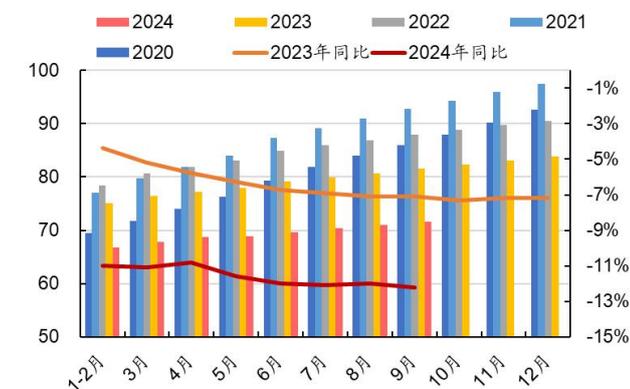
资料来源: Wind, ifind, 国海证券研究所

图 30: 冰柜内销量



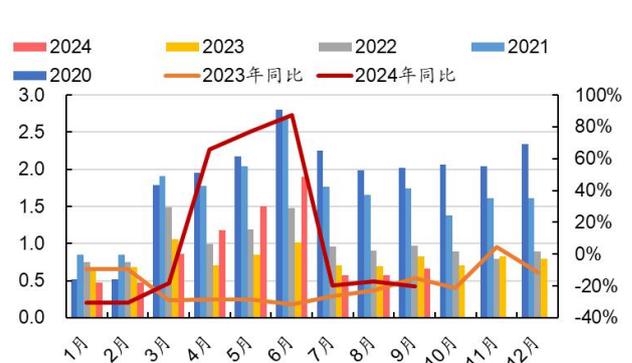
资料来源: Wind, ifind, 国海证券研究所

图 31: 房屋施工面积:累计值 (亿平方米)



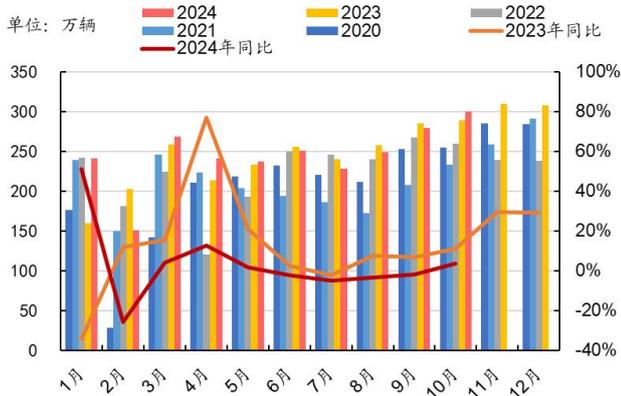
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 32: 房屋新开工面积:当月值 (亿平方米)



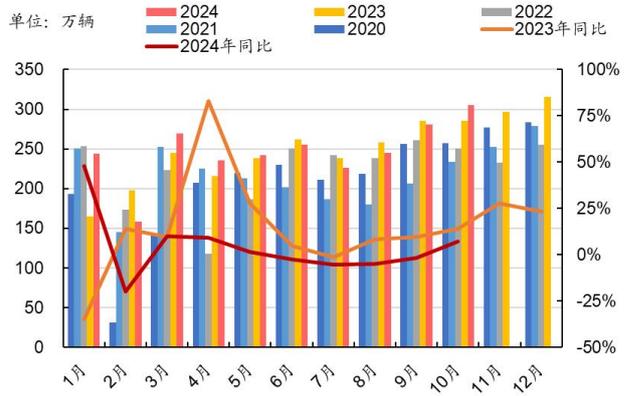
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 33: 国内汽车产量



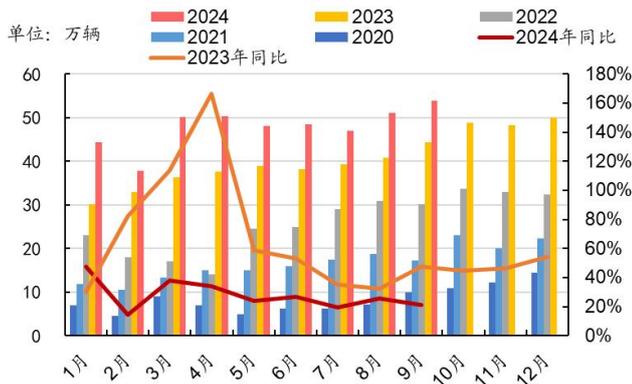
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 34: 国内汽车销量



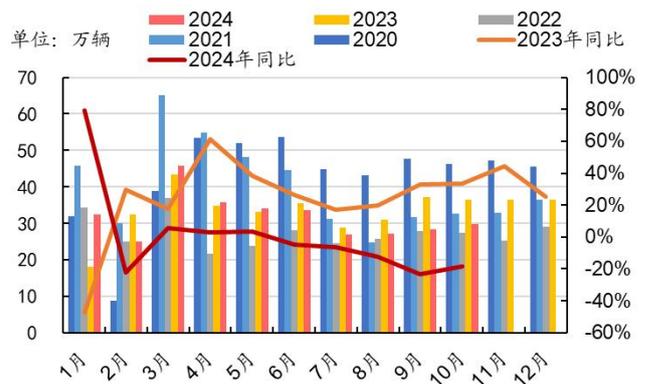
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 35: 国内汽车出口数量



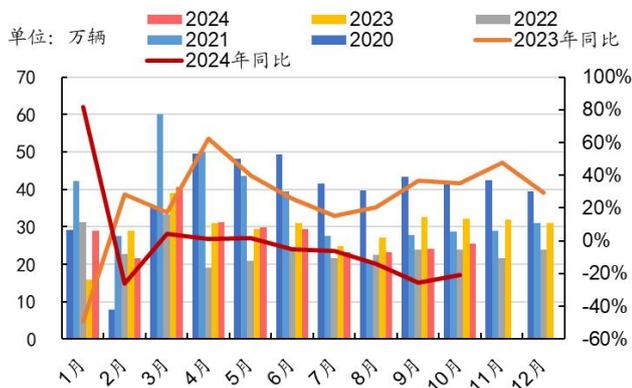
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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

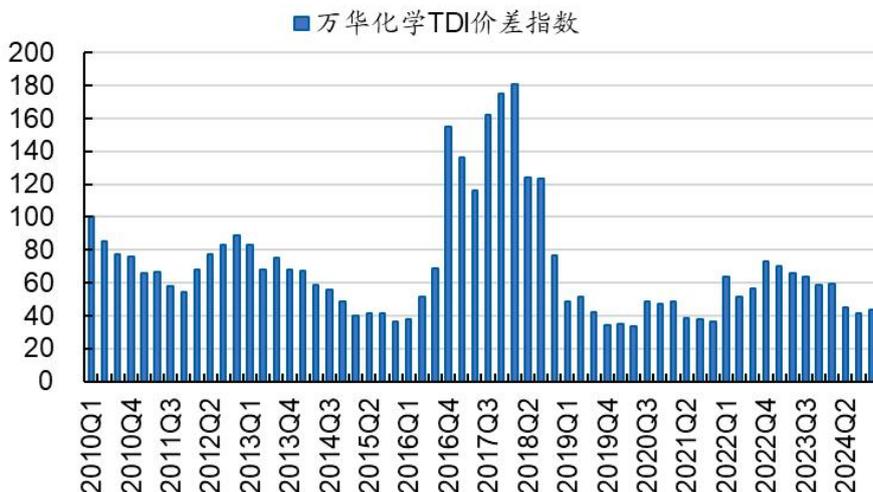


资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 5.2. TDI

截至 2024 年 11 月 11 日, 2024 年 Q4 万华化学 TDI 价差指数平均为 43.37, 较 2024 年 Q3 下降 1.56; 处于历史 6.81% 分位数, 较 2024 年 Q3 下降 1.05 个 pct.

图 41: 2024Q4 万华化学 TDI 价差指数处于历史 6.81% 分位



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q4 统计截至 2024.11.11)

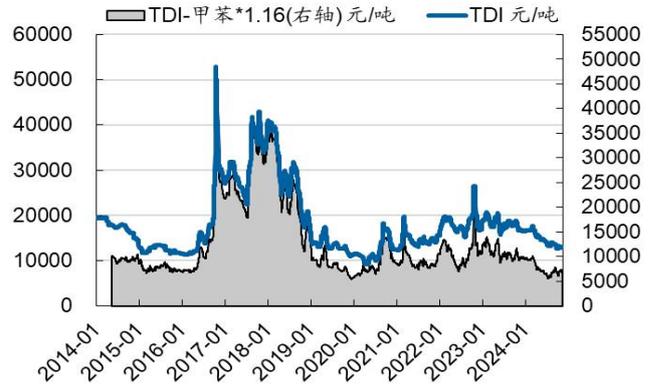
### 5.2.1、TDI 及主要原材料价格

图 42: 万华化学 TDI 周度挂牌价



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 43: TDI 和甲苯价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

### 5.2.2、TDI 供需情况

图 44: TDI 月度表观消费量



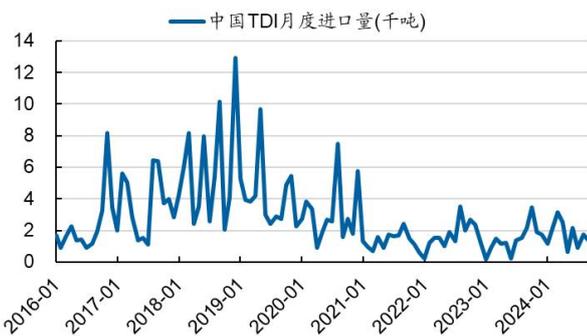
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 45: TDI 月度产量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 46: TDI 月度进口量



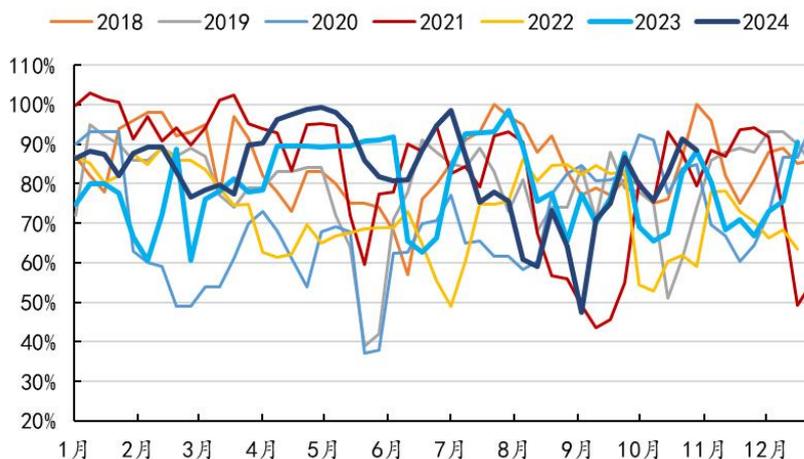
资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 47: TDI 月度出口量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 48: TDI 周度开工负荷



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

表 9: 国内 TDI 装置动态 (2024 年 10 月)

厂家	产能(万吨)	生产工艺	本月开工情况	损失产量及备注
上海科思创	31	气相光气法	正常运行	-
万华化学	30	液相光气法	上旬短期降负荷	3000 吨
万华化学福建	25	液相光气法	中低负荷运行	-
上海巴斯夫	16	液相光气法	正常运行	-
河北沧州大化	12	液相光气法	10 月两度降负荷运行	4000 吨
甘肃银光	12	液相光气法	运行不稳定	6000 吨
新疆和山巨力	15	液相光气法	8.10-10.21 停车	2.5 万吨
<b>合计</b>	<b>141</b>	<b>预计 10 月月度开工负荷</b>	<b>82.40%</b>	

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

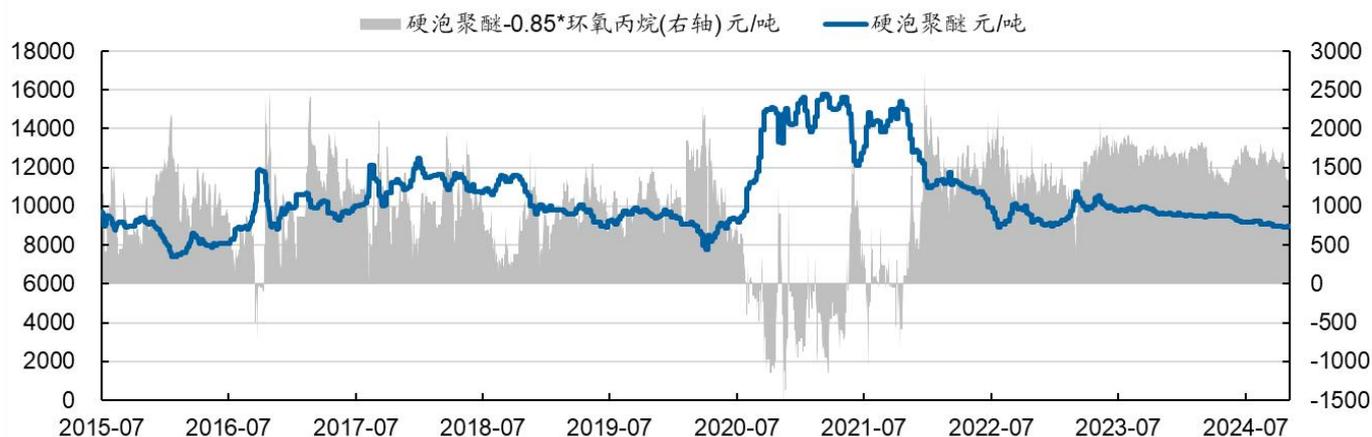
### 5.3、聚醚价格及供需情况

图 49: 软泡聚醚价格及价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 50: 硬泡聚醚价格及价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 51: 聚醚多元醇月度产量



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 52: 聚醚月度表观消费量

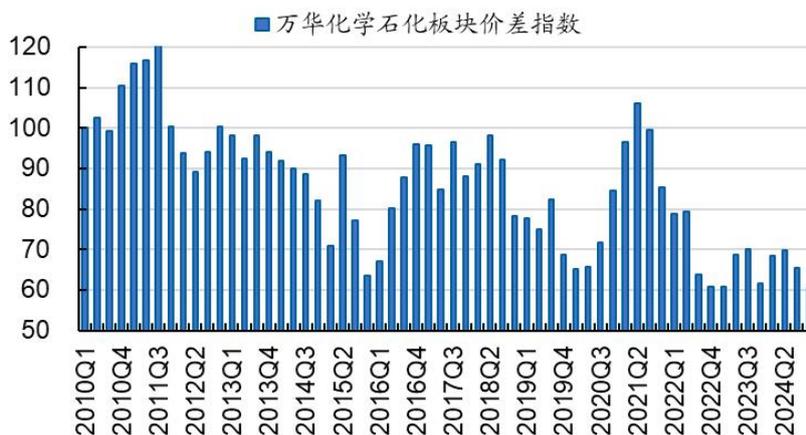


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

## 6、石化板块

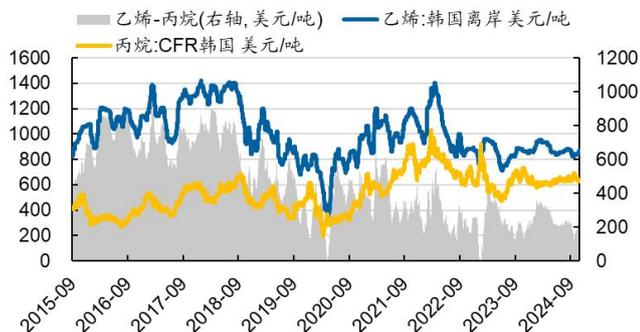
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，计算板块整体价差。截至2024年11月11日，万华化学Q4石化板块价差指数平均为60.57，较2024Q3下降4.79，处于历史底部。

图 53: 2024Q4 万华化学石化板块价差指数处于历史底部



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 以 2010 年 Q1 价差为基点, 2024Q4 统计截至 2024.11.11)

图 54: 乙烯-丙烷价差



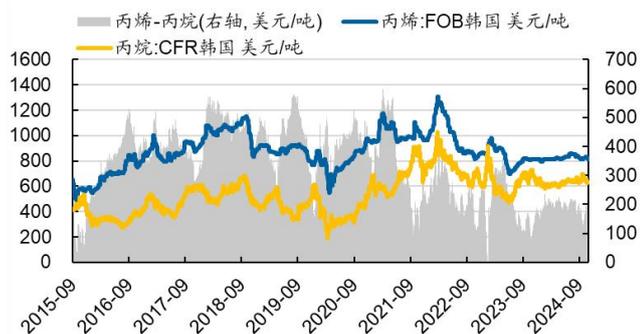
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 55: 乙烯-石脑油价差



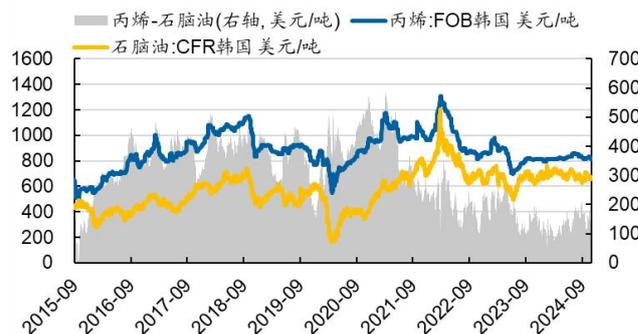
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 56: 丙烯-丙烷价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 57: 丙烯-石脑油价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 58: LLDPE 价格



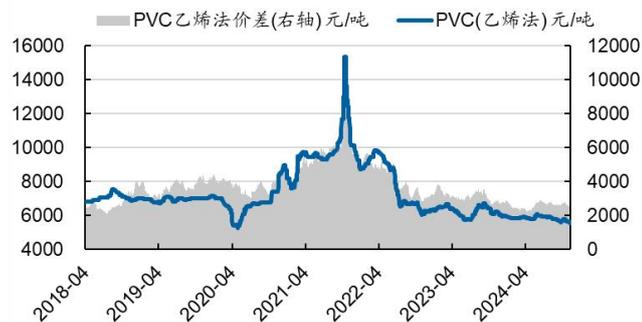
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 59: 苯乙烯价格价差



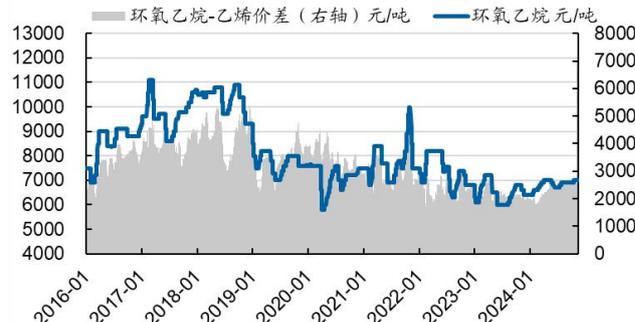
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 60: PVC 价格价差 (乙烯法)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 61: 环氧乙烷-乙烯价格价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 62: 环氧丙烷-丙烯价格价差



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 63: MTBE 价格



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 7、新材料板块

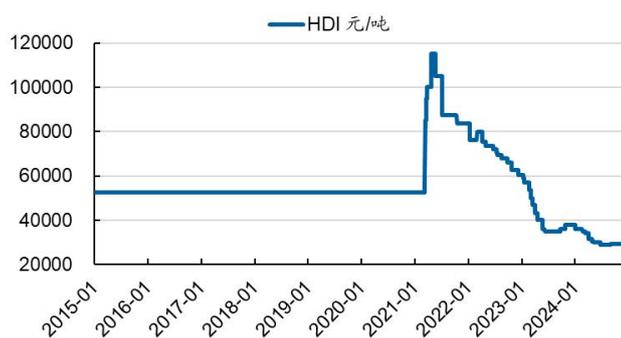
万华化学新材料板块价差指数以现有工业化的产品 PC、PMMA、SAP、TPU、HDI 等产品的产能为权重进行计算。截至 2024 年 11 月 11 日，万华化学 Q4 新材料板块价差指数平均为 37.74，较 2024Q3 下降 0.12，处于历史 10.04%分位数。

图 64：2024Q4 万华化学新材料板块价差指数处于历史 10.04%分位



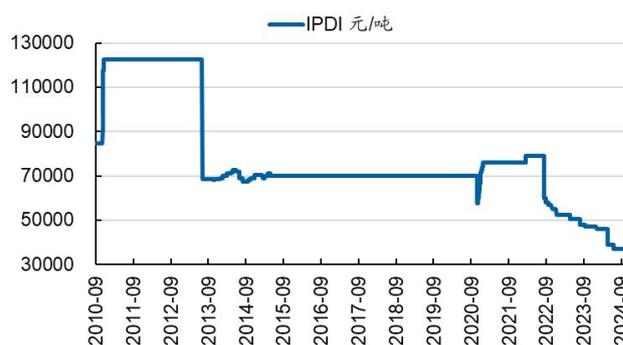
资料来源：Wind，国海证券研究所（注：以 2010 年 Q1 价差为基点，2024Q4 统计截至 2024.11.11）

图 65：HDI 市场价



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 66：IPDI 市场价



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 67: PC-0.9\*双酚 A 价差



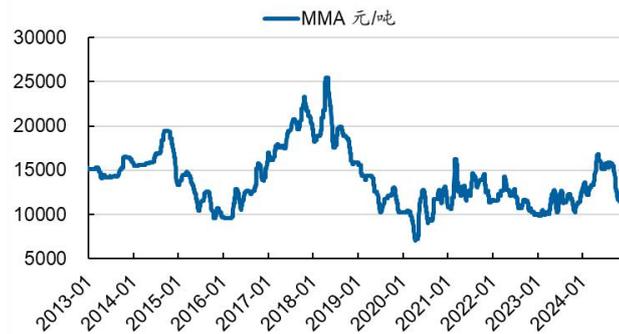
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 68: SAP 市场价



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

图 69: MMA 市场价



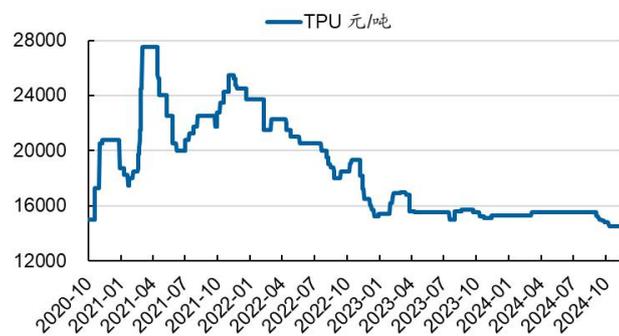
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 70: PMMA 市场价



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 71: TPU 价格



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 72: 三元正极材料价格



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 8、盈利预测与评级

综合考虑公司产品价格价差,预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 1906、2305、2618 亿元,归母净利润分别为 150、204、260 亿元,对应 PE 分别 16、12、9 倍,考虑公司未来成长性,维持“买入”评级。

## 9、风险提示

项目建设不及预期: MDI、TDI、柠檬醛等一系列项目投产低于预期的风险;

市场大幅度波动: MDI、TDI、PC 等公司产品市场发生较大波动的风险;

新产品不及预期: 三元正极、磷酸铁锂等新材料产品市场推广低于预期的风险;

同行业竞争加剧: PC、丙烯酸及酯、TDI 等行业竞争加剧的风险;

产品价格大幅下滑: MDI、TDI、PC、PVC 等公司产品价格大幅下滑的风险;

原材料价格大幅上涨: 原材料煤炭、丙烷等价格大幅上涨的风险;

终端需求低于预期: 终端房地产、家电行业等需求受整体宏观经济影响不及预期的风险。

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	76.99	投资评级:	买入	日期:	2024/11/15
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	19%	16%	19%	21%	EPS	5.36	4.77	6.49	8.27	
毛利率	17%	15%	16%	17%	BVPS	28.24	30.58	34.47	39.43	
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>					
销售净利率	10%	8%	9%	10%	P/E	14.33	16.14	11.86	9.31	
<b>成长能力</b>					P/B	2.72	2.52	2.23	1.95	
收入增长率	6%	9%	21%	14%	P/S	1.38	1.27	1.05	0.92	
利润增长率	4%	-11%	36%	27%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.77	0.69	0.76	0.81	<b>营业收入</b>	<b>175361</b>	<b>190616</b>	<b>230538</b>	<b>261770</b>	
应收账款周转率	19.27	19.98	21.16	20.60	营业成本	145926	161623	192845	216117	
存货周转率	7.52	6.78	7.02	7.60	营业税金及附加	960	1048	1268	1440	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1346	1449	1752	1989	
资产负债率	63%	65%	63%	60%	管理费用	2450	2783	3366	3822	
流动比	0.57	0.65	0.64	0.74	财务费用	1676	1954	2431	2429	
速动比	0.33	0.39	0.38	0.49	其他费用/(-收入)	4081	4041	4980	5654	
					<b>营业利润</b>	<b>20389</b>	<b>18918</b>	<b>25616</b>	<b>32269</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-379	-110	-150	-110	
现金及现金等价物	23710	31580	29220	45186	<b>利润总额</b>	<b>20010</b>	<b>18808</b>	<b>25466</b>	<b>32159</b>	
应收款项	9144	9939	11851	13558	所得税费用	1710	2351	3387	4020	
存货净额	20650	26997	27945	28956	<b>净利润</b>	<b>18300</b>	<b>16457</b>	<b>22079</b>	<b>28139</b>	
其他流动资产	8360	12476	13896	14601	少数股东损益	1484	1481	1700	2167	
<b>流动资产合计</b>	<b>61864</b>	<b>80992</b>	<b>82912</b>	<b>102301</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16816</b>	<b>14976</b>	<b>20379</b>	<b>25972</b>	
固定资产	98764	118463	132552	138138						
在建工程	50455	53964	53933	48589	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	34912	33593	34136	35205	<b>经营活动现金流</b>	<b>26797</b>	<b>35091</b>	<b>49174</b>	<b>61019</b>	
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润	16816	14976	20379	25972	
<b>资产总计</b>	<b>253040</b>	<b>295617</b>	<b>313325</b>	<b>335396</b>	少数股东损益	1484	1481	1700	2167	
短期借款	43526	47526	45526	43526	折旧摊销	11389	17948	20877	22529	
应付款项	45594	53874	60685	69810	公允价值变动	-82	0	0	0	
合同负债	5674	5947	5994	6021	营运资金变动	-5351	-2117	3231	7699	
其他流动负债	13863	16555	17278	19248	<b>投资活动现金流</b>	<b>-44830</b>	<b>-40615</b>	<b>-36201</b>	<b>-24680</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>108657</b>	<b>123903</b>	<b>129484</b>	<b>138605</b>	资本支出	-43070	-42843	-35499	-23828	
长期借款及应付债券	39811	56220	54220	49220	长期投资	-1870	-1708	-1338	-1523	
其他长期负债	10118	12215	12415	12615	其他	110	3936	636	671	
<b>长期负债合计</b>	<b>49929</b>	<b>68436</b>	<b>66636</b>	<b>61836</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>22809</b>	<b>13436</b>	<b>-15333</b>	<b>-20373</b>	
<b>负债合计</b>	<b>158586</b>	<b>192339</b>	<b>196119</b>	<b>200441</b>	债务融资	33887	23722	-3800	-6800	
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	76	0	0	0	
股东权益	94454	103278	117205	134956	其它	-11154	-10285	-11533	-13573	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>253040</b>	<b>295617</b>	<b>313325</b>	<b>335396</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>4684</b>	<b>7870</b>	<b>-2360</b>	<b>15966</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

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

李娟廷，化工行业分析师，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，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

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，杨丽蓉，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。