

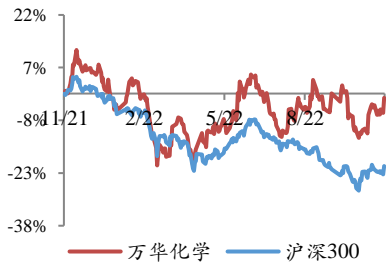
万华化学：MDI 挂牌价小幅下调，电池材料领域加速布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-29

收盘价（元）	90.92
近 12 个月最高/最低（元）	103.46/73.16
总股本（百万股）	3,140
流通股本（百万股）	3,140
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	2,855
流通市值（亿元）	2,855

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王强峰

 执业证书号：S0010522110002
 电话：13621792701
 邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

- 1.短期需求偏弱业绩承压，长期产能释放贡献增量 2022-10-25
- 2.万华化学系列深度之一：MDI 盈利筑底，新材料放量在即 2022-09-15
- 3.乙烯二期审批通过，POE 规划产能翻倍 2022-08-23

主要观点：

● 事件描述

2022 年 11 月 29 日下午，公司对外发布公告：自 2022 年 12 月份开始，中国地区聚合 MDI 挂牌价 16800 元/吨，比 11 月份价格下调 1000 元/吨；纯 MDI 挂牌价 20000 元/吨，比 11 月份价格下调 3000 元/吨。

● MDI 处于需求淡季短期价格低位震荡，地产边际改善长期需求有望修复

MDI 需求短期偏弱，价格低位盘整。受气温影响，北方外墙保温管道施工基本处于停工状态，管道保温材料需求下降。而在疫情反复下，其他需求也受到不同程度影响，2022 年 10 月，冰箱产量 690 万台，同比下降 9.7%，环比下降 13.7%。目前 MDI 处于需求淡季，价格、价差也处于历史低位。截止 11 月 25 日，华东聚合 MDI/纯 MDI/TDI 价格分别为 14200/17800/17200 元/吨，处于 14.35%/19.18%/17.36% 历史分位，价差分别为 5452/7828/8590 元/吨，处于 10.75%/14.05%/15.77% 历史分位。

地产利好政策频发，MDI 需求未来有望改善。11 月 28 日，证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施：1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资。3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策。4) 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。5) 积极发挥私募股权投资基金作用。叠加前期加大民企融资支持力度，拓宽民企融资途径，近期地产利好政策持续推进，我们看好明年地产开工和竣工端有望出现好转。地产链作为化工品下游最大应用领域，聚合 MDI 在地产链的应用占比超过 70%，未来地产链聚合 MDI 以及 TDI 有望受益。

● 整合电池材料内外部资源，近期新材料陆续投产

成立电池科技有限公司，与西藏矿业合作整合锂电上游资源。公司锂电材料进程顺利，2020 年收购烟台卓能，在原有厂房和技术基础上，开展锂电池材料的研发。2022 年初，1 万吨三元正极材料投产，5 万吨磷酸铁锂也已开工建设。近期公司与西藏矿业合作成立联合实验室进行盐湖高附加值产品研发、生产，未来有望建立盐湖提锂、材料制造、资源回收的全产业链闭环，共同打造盐湖开发更加强有力的利润支柱。11 月 23 日，万华化学集团电池科技有限公司成立，注册资本 18 亿元。电池科技公司的成立，对内将进一步整合全公司资源，对外着重抢占市场，弥补没有上游锂资源的劣势。

图表 1 万华锂电材料进展

时间	项目
2020 年 4 月	收购烟台卓能锂电池有限公司
2021 年 9 月	5 万吨磷酸铁锂电正极材料一体化项目环评公示
2021 年 11 月	8 万吨 N-甲基吡咯烷酮 (NMP) 项目环评公示
2022 年 1 月	1 万吨三元材料项目完成中交
2022 年 1 月	5 万吨磷酸铁锂电正极材料项目开工
2022 年 6 月	推出集高强度、高浸润、高阻燃、快速成型于一体的电池包材料产品
2022 年 11 月	与西藏矿业合作成立联合实验室进行盐湖高附加值产品研发、生产
2022 年 11 月	万华化学集团电池科技有限公司成立

资料来源：公司公告，华安证券研究所

此外，公司其他新材料项目也处于顺利投产进程中。2022 年 10 月，公司 4 万吨 PA12 项目顺利投产，成为全球第二家掌握 PA12 全产业链生产技术的企业。2022 年 11 月，48 万吨双酚 A 项目投产，标志着公司 BPA-PC 全产业链贯通，为未来 PC 项目的进一步扩产打下基础。5 万吨磷酸铁锂项目预计 2023 年上半年投产，4.8 万吨柠檬醛项目预计 2023 年下半年投产。新材料的顺利投产，将为公司持续性发展贡献业绩。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 178.52、235.29、260.88 亿元，同比增速为-27.6%、31.8%、10.9%。当前股价对应 PE 分别为 16、12、11 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	145538	160262	185713	201450
收入同比 (%)	98.2%	10.1%	15.9%	8.5%
归属母公司净利润	24649	17852	23529	26088
净利润同比 (%)	145.5%	-27.6%	31.8%	10.9%
毛利率 (%)	26.3%	22.7%	23.4%	23.5%
ROE (%)	36.0%	20.7%	21.4%	19.2%
每股收益 (元)	7.85	5.69	7.49	8.29
P/E	12.87	15.99	12.13	10.97
P/B	4.63	3.31	2.60	2.10
EV/EBITDA	9.12	9.04	8.69	7.92

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	72291	44933	47689	43620	
现金	34216	1666	3843	9433	
应收账款	8646	11243	13339	13523	
其他应收款	1394	1475	1757	1897	
预付账款	1367	1471	1829	1924	
存货	18282	20691	23373	25770	
其他流动资产	8386	8386	8386	8386	
非流动资产	118018	152207	175302	198239	
长期投资	3930	3930	3930	3930	
固定资产	65233	86977	103280	117414	
无形资产	7982	10643	12412	14248	
其他非流动资产	40873	50657	55680	62648	
资产总计	190310	197140	222991	241859	
流动负债	98002	84583	86233	78405	
短期借款	53873	24175	21157	12090	
应付账款	11403	18068	19901	20136	
其他流动负债	32726	42340	45176	46180	
非流动负债	20612	22425	22425	22425	
长期借款	15644	17457	17457	17457	
其他非流动负债	4968	4968	4968	4968	
负债合计	118614	107008	108658	100830	
少数股东权益	3197	3782	4453	5121	
股本	3140	3140	3140	3140	
资本公积	2161	2160	2160	2160	
留存收益	63198	81050	104580	130608	
归属母公司股东权益	68499	86350	109880	135908	
负债和股东权益	190310	197140	222991	241859	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	27922	45315	33429	35575	
净利润	24649	17852	23529	26028	
折旧摊销	8161	12326	7207	7851	
财务费用	2086	3110	2355	2053	
投资损失	-492	0	0	0	
营运资金变动	-7323	11087	-748	-1578	
其他经营现金流	32814	7705	25363	28825	
投资活动现金流	-28758	-46869	-30716	-31340	
资本支出	-26845	-46869	-30716	-31340	
长期投资	-1996	0	0	0	
其他投资现金流	83	0	0	0	
筹资活动现金流	17587	-30995	-5373	-11120	
短期借款	15628	-29698	-3018	-9067	
长期借款	3822	1813	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-1	0	0	0	
其他筹资现金流	-1862	-3110	-2355	-2053	
现金净增加额	16711	-32550	-2660	-6885	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	145538	160262	185713	201450	
营业成本	107317	123835	142200	154060	
营业税金及附加	880	1267	1433	1455	
销售费用	1052	3144	2326	2644	
管理费用	1892	3099	3591	3896	
财务费用	1479	2528	2262	2000	
资产减值损失	-1075	-355	-415	-552	
公允价值变动收益	-7	0	0	0	
投资净收益	492	0	0	0	
营业利润	29425	21575	28319	31240	
营业外收入	97	0	0	0	
营业外支出	371	0	0	0	
利润总额	29151	21575	28319	31240	
所得税	4112	3138	4119	4544	
净利润	25039	18437	24200	26696	
少数股东损益	391	585	671	668	
归属母公司净利润	24649	17852	23529	26028	
EBITDA	39391	36784	38202	41642	
EPS (元)	7.85	5.69	7.49	8.29	

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力					
营业收入	98.2%	10.1%	15.9%	8.5%	
营业利润	148.8%	-26.7%	31.3%	10.3%	
归属于母公司净利润	145.5%	-27.6%	31.8%	10.6%	
获利能力					
毛利率 (%)	26.3%	22.7%	23.4%	23.5%	
净利率 (%)	16.9%	11.1%	12.7%	12.9%	
ROE (%)	36.0%	20.7%	21.4%	19.2%	
ROIC (%)	18.1%	15.1%	16.6%	16.3%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.3%	54.3%	48.7%	41.7%	
净负债比率 (%)	165.4%	118.7%	95.0%	71.5%	
流动比率	0.74	0.53	0.55	0.56	
速动比率	0.54	0.27	0.26	0.20	
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.81	0.83	0.83	
应收账款周转率	16.83	14.25	13.92	14.90	
应付账款周转率	9.41	6.85	7.15	7.65	
每股指标 (元)					
每股收益	7.85	5.69	7.49	8.29	
每股经营现金流(薄)	8.89	14.43	10.65	11.33	
每股净资产	21.82	27.50	35.00	43.29	
估值比率					
P/E	12.87	15.99	12.13	10.97	
P/B	4.63	3.31	2.60	2.10	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。