

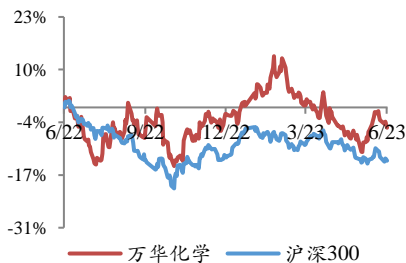
7月MDI挂牌价持平，未来需求仍存修复预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-06-29

收盘价（元）	87.90
近12个月最高/最低（元）	104.8/78.88
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）	2,760
流通市值（亿元）	2,760

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. 上调6月纯MDI挂牌价，新材料未来成长可期 2023-06-06

2. 一季度业绩大幅改善，新材料未来成长可期 2023-04-16

3. 万华化学年报深度点评：成本需求承压盈利下滑，新材料加速投产成长可

主要观点：

● 事件描述

2023.6.29晚，公司公布7月份MDI挂牌价，中国地区聚合MDI挂牌价18800元/吨（同6月份相比没有变动）；纯MDI挂牌价23300元/吨（同6月份相比没有变动）。

● MDI进入检修期开工下降，下游需求有待跟进

当前，MDI厂家陆续进入夏季检修期，万华宁波、上海巴斯夫及亨斯迈，东曹等装置均处于检修期，受到影响共计约120万吨装置。6月份MDI开工率54.19%，与5月比开工率下降13.81pct，MDI货源相对紧张。需求端，MDI下游需求仍较弱，景气度仍处于底部区间，但聚合MDI下游有修复趋势，5月份冰箱/冰柜/汽车产量分别环比变化+1.08/+1.05/+14.34%。截至2023.6.29，聚合MDI价格15925元/吨，相比5月初、6月初价格分别上涨5.99%、1.59%。在供需均偏弱背景下，下半年随着金九行情需求存在修复预期，价格中枢仍有改善空间。

● 聚合MDI出口量保持高位，MDI供给格局长期稳定

5月份聚合MDI出口10.94万吨，环比提升10.19%，1-5月份，聚合MDI出口共计51.82万吨，同比改善17.99%，尤其出口俄罗斯以及中东改善明显。在海外装置降负荷以及停产背景下，我们预计未来欧洲需求将维持偏弱，但俄罗斯以及中东地区出口增量将保证聚合MDI水平位于高位。此外，公司收购烟台巨力，福建基地40万吨MDI项目于2022年底投产，宁波基地规划新的30+30万吨MDI项目，未来TDI、MDI行业竞争格局将持续向好，公司在聚氨酯领域的话语权进一步加强。

● 新材料项目加速推进，未来增速成长可期

公司新材料板块产业链以及项目规划愈加完善，公司4万吨/年尼龙12项目于2022年四季度正式投产，同时布局下游尼龙12弹性体，打通尼龙12产业链。5万吨磷酸铁锂项目预计今年投产，1万吨六氟磷酸锂项目环评公示，同时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。4.8万吨柠檬醛及衍生物预计2024年投产，届时柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通，20万吨POE项目预计2024年上半年投产，届时将成为第一家工业化POE的国产厂商，同时满足下游光伏级需求。公司多个项目陆续投放，加速推进，未来盈利能力长期可期。

● 投资建议

万华化学是全球聚氨酯行业龙头，新能源、香精香料、POE、半导体等新材料项目加速推进，未来有望持续较高的资本投入，业绩中枢有望逐步上移。预计公司2023-2025年归母净利润分别为200.38、

259.16、319.54 亿元，同比增速分别为 23.4%、29.3%、23.3%。当前股价对应 PE 分别为 14、11、9 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	165565	185713	201450	240162
收入同比 (%)	13.8%	12.2%	8.5%	19.2%
归属母公司净利润	16234	20038	25916	31954
净利润同比 (%)	-34.1%	23.4%	29.3%	23.3%
毛利率 (%)	16.6%	19.0%	21.1%	21.1%
ROE (%)	21.1%	21.8%	22.0%	21.3%
每股收益 (元)	5.17	6.38	8.25	10.18
P/E	17.92	13.77	10.65	8.64
P/B	3.79	3.00	2.34	1.84
EV/EBITDA	11.39	8.66	7.20	5.44

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	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	51532	76183	69484	123856	
现金	18989	27618	30156	61928	
应收账款	9060	12977	9073	17750	
其他应收款	999	1273	1487	1746	
预付账款	1277	1802	1799	2055	
存货	18185	23165	18687	31961	
其他流动资产	3022	9347	8283	8416	
非流动资产	149311	169410	189871	209567	
长期投资	6229	8066	10316	12445	
固定资产	78558	87851	95025	101597	
无形资产	9980	11528	13070	14765	
其他非流动资产	54544	61965	71461	80760	
资产总计	200843	245593	259355	333423	
流动负债	95017	121897	106713	145960	
短期借款	44019	46907	49794	48434	
应付账款	13067	21128	10543	27573	
其他流动负债	37931	53862	46376	69952	
非流动负债	24489	26662	28835	30459	
长期借款	15968	18042	20115	21605	
其他非流动负债	8521	8621	8721	8854	
负债合计	119506	148559	135548	176419	
少数股东权益	4492	5176	6032	7276	
股本	3140	3140	3140	3140	
资本公积	2160	2160	2160	2160	
留存收益	71545	86559	112475	144429	
归属母公司股东权益	76845	91859	117775	149729	
负债和股东权益	200843	245593	259355	333423	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	36337	42909	33250	68561	
净利润	17042	20721	26773	33197	
折旧摊销	9354	10773	11525	13796	
财务费用	2058	3481	3777	3949	
投资损失	-408	-513	-578	-648	
营运资金变动	8821	8111	-8694	17977	
其他经营现金流	7691	12946	35915	15510	
投资活动现金流	-34325	-30830	-31989	-33101	
资本支出	-32614	-29117	-29928	-31433	
长期投资	-2144	-2241	-2654	-2326	
其他投资现金流	434	528	593	658	
筹资活动现金流	-17188	-3450	1277	-3687	
短期借款	-9854	2887	2887	-1360	
长期借款	325	2073	2073	1490	
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	-7658	-8411	-3683	-3818	
现金净增加额	-15202	8629	2538	31772	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	165565	185713	201450	240162	
营业成本	138132	150423	158860	189372	
营业税金及附加	913	1285	1241	1489	
销售费用	1153	1543	1511	1823	
管理费用	1966	2737	2660	3187	
财务费用	1235	2911	2949	2441	
资产减值损失	-192	-339	-451	-306	
公允价值变动收益	173	0	0	0	
投资净收益	408	513	578	648	
营业利润	19839	23737	30845	38113	
营业外收入	45	0	0	0	
营业外支出	343	0	0	0	
利润总额	19541	23737	30845	38113	
所得税	2499	3016	4072	4916	
净利润	17042	20721	26773	33197	
少数股东损益	808	683	857	1244	
归属母公司净利润	16234	20038	25916	31954	
EBITDA	29953	37245	45188	53991	
EPS (元)	5.17	6.38	8.25	10.18	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.8%	12.2%	8.5%	19.2%
营业利润	-32.6%	19.7%	29.9%	23.6%
归属于母公司净利润	-34.1%	23.4%	29.3%	23.3%
获利能力				
毛利率 (%)	16.6%	19.0%	21.1%	21.1%
净利率 (%)	9.8%	10.8%	12.9%	13.3%
ROE (%)	21.1%	21.8%	22.0%	21.3%
ROIC (%)	11.9%	13.5%	14.4%	14.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.5%	60.5%	52.3%	52.9%
净负债比率 (%)	146.9%	153.1%	109.5%	112.4%
流动比率	0.54	0.62	0.65	0.85
速动比率	0.32	0.41	0.45	0.60
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.83	0.80	0.81
应收账款周转率	18.70	16.85	18.27	17.91
应付账款周转率	11.29	8.80	10.03	9.94
每股指标 (元)				
每股收益	5.17	6.38	8.25	10.18
每股经营现金流 (摊薄)	11.57	13.67	10.59	21.84
每股净资产	24.47	29.26	37.51	47.69
估值比率				
P/E	17.92	13.77	10.65	8.64
P/B	3.79	3.00	2.34	1.84
EV/EBITDA	11.39	8.66	7.20	5.44

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。