

MDI 扩产 50 万吨，主产品景气高涨

华泰研究

公告点评

2021 年 2 月 25 日 | 中国内地

基础材料/基础化工

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

153.60

研究员

SAC No. S0570515030003
SFC No. BQS782

刘曦
liuxi@htsc.com
+86-25-83387130

研究员

SAC No. S0570519040002

庄汀洲
zhuangtingzhou@htsc.com
+86-10-56793939

联系人

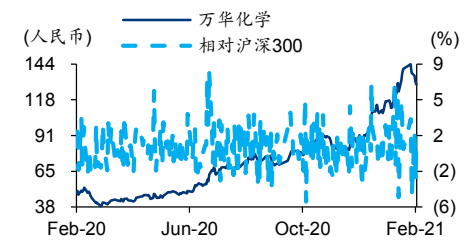
SAC No. S0570119090045

虞志豪
yuzhihao@htsc.com
+86-755-23612904

基本数据

目标价(人民币)	153.60
收盘价(人民币 截至 2 月 24 日)	128.82
市值(人民币百万)	404,462
6 个月平均日成交额(人民币百万)	1,803
52 周价格范围(人民币)	38.45-143.98
BVPS(人民币)	14.00

股价走势图



资料来源: Wind

烟台 MDI 装置完成扩产 50 万吨，维持“增持”评级

万华化学于 2021 年 2 月 24 日发布公告，公司通过技术改造于近日完成烟台 MDI 装置产能从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能。该项目于 2019 年 6 月获得项目备案证明，至 2021 年 2 月累计投资 2.84 亿元。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.17/6.40/7.00 元，维持“增持”评级。

烟台 MDI 扩产完成有助于公司持续提升市场份额，降低整体生产成本

本次公司完成扩产后将共计拥有 260 万吨 MDI 产能，预计占全球 MDI 产能份额将由 2020 年的 25.3% 进一步提升至 27.7%，展望未来 2-3 年，由于公司具备技术以及成本优势，全球 MDI 行业新增产能主要将由公司贡献，公司在高回报率的 MDI 产品上市占率持续提升。据环境影响报告书，公司本次 MDI 扩能及配套装置、HDI、IPDI 等项目计划总投资 35.6 亿元，我们预计 50 万吨 MDI 扩能及配套装置总投资额约 20 余亿元，考虑到公司历史上 180 万吨 MDI 产能总投资额 154 亿元，公司烟台新产线单吨投资额大幅下降，折旧成本相应降低。

美国寒潮致使海外厂商不可抗力，MDI 价格快速上涨

春节后由于下游需求旺季来临，同时美国寒潮导致美国巴斯夫、科思创、陶氏共计 106 万吨 MDI 装置均处于不可抗力状态，MDI 价格快速上涨，据天天化工网，2021 年 2 月 23 日华东聚合/纯 MDI 报价分别为 2.75/2.68 万元/吨，春节后分别上涨 40%/15%，我们认为伴随海外疫苗顺利接种，MDI 在 3-4 月需求将持续改善，叠加公司 MDI 新产能投产，公司 MDI 业务有望量价齐升。

资本开支持续，转向研发驱动型公司

据公司公告，2020 年 11 月大乙烯项目正式投产，后续有望逐步贡献盈利增量，远期包括福建、眉山等基地项目持续推进，公司依托研发能力开发的香精香料、尼龙 12、三元正极材料等产品链条将持续扩张。据国家专利局，2020 年公司新增公开专利数量 855 件，相比 2019 年上升 72%，公司研发产出持续升级。

维持“增持”评级

考虑到公司 MDI 及其他化工产品景气上行较快，我们维持公司 2020 年 EPS 预测 3.17 元，上调公司 2021-2022 年 EPS 预测至 6.40/7.00 元（前值 5.22/5.63 元），结合可比公司估值水平（2021 年 Wind 一致预期平均 21 倍 PE），考虑到公司业务多元化发展，给予公司 2021 年 24 倍 PE，给予目标价 153.60 元（前值 114.84 元），维持“增持”评级。

风险提示：下游需求持续低迷风险，新项目投产进度不达预期风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	60,621	68,051	75,331	105,182	119,278
+/-%	14.11	12.26	10.70	39.63	13.40
归属母公司净利润(人民币百万)	10,610	10,130	9,961	20,107	21,977
+/-%	(4.71)	(4.53)	(1.67)	101.85	9.30
EPS(人民币, 最新摊薄)	3.38	3.23	3.17	6.40	7.00
ROE(%)	32.69	24.11	20.72	26.68	23.31
PE(倍)	38.12	39.93	40.60	20.12	18.40
PB(倍)	11.97	9.55	8.38	6.20	4.83
EV EBITDA(倍)	21.11	23.57	20.59	13.03	11.43

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

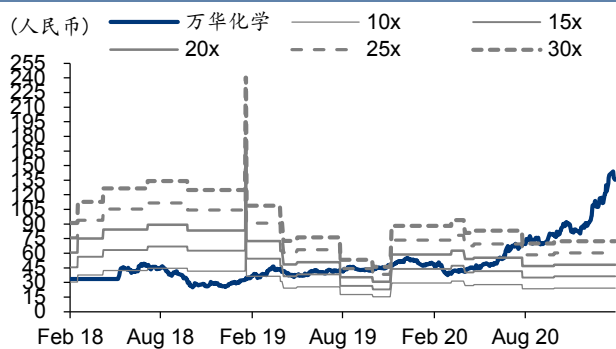
图表1: 可比公司估值情况

上市公司	彭博代码	最新市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
			2020E	2021E	2020E	2021E		
华鲁恒升	600426 CH	734	1.24	1.77	36	25	9.2	4.9
浙江龙盛	600352 CH	573	1.35	1.57	13	11	8.3	2.1
荣盛石化	002493 CH	2398	1.13	1.66	31	21	5.2	6.8
扬农化工	600486 CH	411	4.03	4.91	33	27	18.6	7.1
平均					28	21		5.2

备注: 股价为2月24日收盘价, 所有公司BPS截至2020年9月30日; 所有公司EPS均来自Wind一致预期;

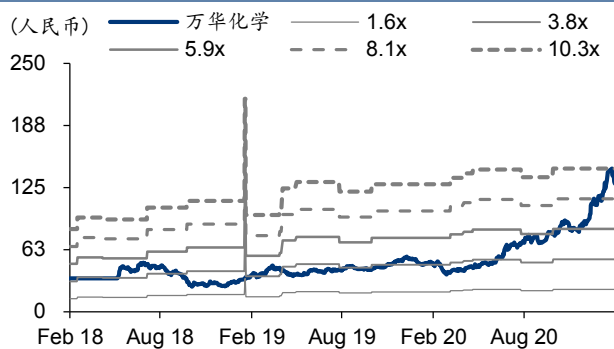
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 万华化学 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 万华化学 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	29,745	23,484	40,503	56,741	53,385
现金	5,096	4,566	5,740	7,659	8,467
应收账款	2,543	4,433	6,113	8,612	8,087
其他应收账款	133.38	575.00	931.62	1,172	1,214
预付账款	409.13	437.78	564.91	824.79	738.93
存货	7,810	8,587	10,064	13,009	13,560
其他流动资产	13,753	4,885	17,089	25,465	21,318
非流动资产	47,168	73,382	85,057	95,434	104,484
长期投资	642.77	717.59	837.59	977.59	1,118
固定投资	29,120	37,478	55,679	67,800	76,367
无形资产	3,129	5,337	6,260	7,293	8,297
其他非流动资产	14,276	29,849	22,280	19,363	18,702
资产总计	76,913	96,865	125,560	152,175	157,869
流动负债	32,980	44,800	70,497	81,682	75,755
短期借款	17,412	20,034	43,039	47,025	39,487
应付账款	3,689	8,024	18,720	14,521	23,933
其他流动负债	11,879	16,741	8,738	20,136	12,335
非流动负债	4,683	8,134	4,797	3,602	2,408
长期借款	3,818	5,963	4,770	3,578	2,385
其他非流动负债	865.17	2,172	27.00	24.80	22.82
负债合计	37,662	52,934	75,294	85,285	78,163
少数股东权益	5,472	1,567	2,023	2,942	3,948
股本	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,393	2,162	2,162	2,162	2,162
留存公积	28,653	37,144	47,561	68,587	91,569
归属母公司股东权益	33,779	42,364	48,244	63,948	75,758
负债和股东权益	76,913	96,865	125,560	152,175	157,869

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	19,257	25,933	8,054	20,169	31,161
净利润	12,830	10,593	10,417	17,146	18,491
折旧摊销	3,185	4,601	4,209	5,855	7,237
财务费用	795.02	1,080	1,293	1,712	1,921
投资损失	(93.47)	(158.92)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	2,167	8,951	(7,040)	(4,483)	3,577
其他经营现金	374.34	867.44	(784.85)	(21.33)	(25.21)
投资活动现金	(10,318)	(18,367)	(19,417)	(16,192)	(16,247)
资本支出	10,279	17,815	15,984	15,594	15,649
长期投资	(145.67)	(20.92)	(120.00)	(140.00)	(140.00)
其他投资现金	106.66	(531.13)	(3,313)	(457.80)	(458.02)
筹资活动现金	(7,937)	(9,233)	(11,341)	(5,753)	(6,665)
短期借款	4,697	2,622	23,005	3,986	(7,538)
长期借款	(2,504)	2,145	(1,193)	(1,193)	(1,193)
普通股增加	0.00	405.73	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(231.29)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,130)	(14,175)	(33,154)	(8,546)	2,066
现金净增加额	1,045	(1,674)	(22,705)	(1,776)	8,249

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	60,621	68,051	75,331	105,182	119,278
营业成本	40,114	48,998	53,488	66,482	76,909
营业税金及附加	545.97	576.01	753.31	1,052	1,193
营业费用	1,721	2,783	3,013	4,260	4,890
管理费用	1,002	1,434	1,883	2,630	2,982
财务费用	795.02	1,080	1,293	1,826	2,052
资产减值损失	35.68	(284.17)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	7.79	0.00	0.00	0.00
投资净收益	93.47	158.92	40.00	40.00	40.00
营业利润	16,085	12,297	13,084	26,353	28,792
营业外收入	9.80	78.80	7.00	10.00	20.00
营业外支出	117.00	115.40	70.00	80.00	85.00
利润总额	15,978	12,260	13,021	26,283	28,727
所得税	3,148	1,667	2,604	5,257	5,745
净利润	12,830	10,593	10,417	21,026	22,982
少数股东损益	2,219	463.33	455.61	919.65	1,005
归属母公司净利润	10,610	10,130	9,961	20,107	21,977
EBITDA	20,311	18,341	17,016	31,861	35,630
EPS (人民币, 基本)	3.38	3.23	3.17	6.40	7.00

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	14.11	12.26	10.70	39.63	13.40
营业利润	(5.16)	(23.55)	6.40	64.34	7.79
归属母公司净利润	(4.71)	(4.53)	(1.67)	101.85	9.30
获利能力 (%)					
毛利率	33.83	28.00	29.00	36.79	35.52
净利率	21.16	15.57	13.83	17.24	16.40
ROE	32.69	24.11	20.72	26.68	23.31
ROIC	27.67	18.34	12.32	17.51	18.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.97	54.65	59.97	56.98	49.64
净负债比率 (%)	48.19	59.78	86.07	64.77	39.46
流动比率	0.90	0.52	0.57	0.66	0.70
流动比率	0.52	0.21	0.40	0.48	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.78	0.68	0.72	0.73
应收账款周转率	22.56	19.51	14.29	14.29	14.29
应付账款周转率	9.93	8.37	4.00	4.00	4.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.38	3.23	3.17	6.40	7.00
每股经营现金流(最新摊薄)	6.13	8.26	2.57	6.42	9.92
每股净资产(最新摊薄)	10.76	13.49	15.37	20.77	26.67
估值比率					
PE (倍)	38.12	39.93	40.60	20.12	18.40
PB (倍)	11.97	9.55	8.38	6.20	4.83
EV EBITDA (倍)	21.11	23.57	20.59	13.03	11.43

免责声明

分析师声明

本人, 刘曦、庄汀洲, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘曦、庄汀洲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司