

2021年02月25日

# MDI 扩产恰逢其时，业绩有望创历史新高

## 万华化学(600309)

评级:	增持	股票代码:	600309
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	150.18/37.6
目标价格:		总市值(亿)	4,044.62
最新收盘价:	128.82	自由流通市值(亿)	1,834.08
		自由流通股数(百万)	1,423.76

### 事件概述

一、2021年2月25日，公司发布烟台工业园 MDI 装置扩能技改完成公告，万华化学烟台工业园 MDI 装置原有产能 60 万吨/年，公司通过技术改造完成了从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能。该项目累计投资 2.84 亿元人民币。

二、自 2021 年 3 月份开始，万华化学集团股份有限公司中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 28000 元/吨（比 2 月份价格上调 7500 元/吨），直销市场挂牌价 28000 元/吨（比 2 月份价格上调 7500 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 28000 元/吨（比 2 月份价格上调 4000 元/吨）。

### 分析判断：

#### ▶ MDI 产能全球最大，继续扩张巩固市场地位

根据我们的统计，截止 2020 年底，全球 MDI 的总产能为 899 万吨，万华化学的全球总产能为 210 万吨/年（其中，国内年产能 180 万吨，匈牙利年产能 30 万吨），其全球产能占比为 23%，此次扩产后，万华化学的全球 MDI 产能达到 260 万吨/年，全球产能占比上升为 27%。未来几年，万华化学 MDI 产能扩产计划持续进行，已经对外公布的有福建的 40 万吨/年 MDI 新建项目及宁波 MDI 技改项目（宁波现有 MDI 产能 120 万吨/年，计划扩产为 150 万吨/年）。我们预计此两项目将在 2023-2024 年前后实现产能贡献，届时万华化学的全球 MDI 产能将达到 330 万吨/年，全球产能占比 32%。

#### ▶ 极低成本扩大产能，一体化及规模优势凸显

此次通过技改扩大产能 50 万吨/年，累计投资仅 2.84 亿元，对应单吨投资额仅五百多元，如果以 15 年折旧计算，单吨的年折旧成本不到 40 元，极大的降低了公司的营业成本。根据项目环评资料，宁波的 MDI 扩产是通过提高装置生产时间由 7200h/a 至 8000h/a，使 MDI 装置的总生产能力提高到 150 万吨 t/a，因此扩产的投资成本亦不会很高。2020 年 11 月，公司发布烟台工业园聚氨酯产业链一体化——乙烯项目一期建成投产公告，其中包括 40 万吨聚氯乙烯项目，聚氯乙烯的生产可以消耗 MDI 生产过程中副产的盐酸，该项目的投产，成功解决了制约公司产能的扩张的盐酸处理问题。

#### ▶ 全产业链布局，产品扩充马不停蹄

今年开年以来，万华化学官方网站对一系列新建项目进行公示，包括：万华化学（四川）天然气制乙炔产业链及园区配套公辅工程项目环评公示，万华化学年产 14 万吨聚碳酸酯（PC）项目环评征求意见稿公示，万华化学聚醚多元醇装置技改项目环评征求意见稿公示，万华化学柠檬醛及其衍生物一体化项目环评第一次公示，万华化学（广东）9 万吨/年聚氨酯树脂（改性）装置扩能改造项目环评（征求意见稿）信息公示，万华化学（福建）大型煤气化有效气综合利用-年产 48 万吨甲醛项目环评文件受理的公示等，公司以石化和聚氨酯板块为基础，多元化发展功能材料解决方案板块以及特种化学品板块。

### 投资建议

万华化学为全球聚氨酯行业龙头，规模化及技术优势凸显，我们对公司持续看好。根据公开新闻，近日受寒潮影响导致美国 60% MDI 产能供应受限，国内西部某 40 万吨/年 MDI 产能于 2 月 27 日起开始检修，预计持续时间为 1 个月。国内外装置检修及不可抗力因素对 MDI 的全球供给造成影响，而 3-5 月是中国消费市场的传统旺季，导致春节过后 MDI 价格暴涨，加之万华化学新产能扩充，我们预计 2021 年公司盈利水平会有显著提高。我们调整 2021 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 690/1029/1011 亿元（之前为 690/898/1007 亿元），归母净利润分别为 101/208/192 亿元（101/132/161 亿元），同比增长-0.6%/106.4%/-7.7%，对应 EPS 分别为 3.21/6.62/6.11 元，目前股价对应 PE 分别为 40/19/21 倍。维持“增持”评级。

### 风险提示

乙烯二期及福建 MDI 等新建项目进度不及预期的风险，全球经济疲软导致需求下滑的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	72,837	68,051	69,016	102,879	101,053
YoY (%)	37.1%	-6.6%	1.4%	49.1%	-1.8%
归母净利润(百万元)	15,566	10,130	10,073	20,789	19,186
YoY (%)	39.8%	-34.9%	-0.6%	106.4%	-7.7%
毛利率 (%)	35.5%	28.0%	27.1%	33.5%	31.6%
每股收益 (元)	4.96	3.23	3.21	6.62	6.11
ROE	40.9%	23.9%	14.2%	17.9%	11.5%
市盈率	25.98	39.93	40.15	19.46	21.08

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：王天鹤

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn 邮箱：wangth@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68,051	69,016	102,879	101,053	净利润	10,593	10,534	21,739	20,063
YoY (%)	-6.6%	1.4%	49.1%	-1.8%	折旧和摊销	4,601	5,048	5,647	6,344
营业成本	48,998	50,314	68,435	69,080	营运资金变动	8,951	-10,848	3,308	827
营业税金及附加	576	660	1,006	937	经营活动现金流	25,933	6,005	31,858	27,946
销售费用	2,783	2,332	3,719	3,733	资本开支	-17,797	-17,766	-17,806	-17,846
管理费用	1,434	1,377	2,110	2,045	投资	-711	-160	-160	-160
财务费用	1,080	1,379	1,372	912	投资活动现金流	-18,367	-17,789	-17,743	-17,796
资产减值损失	-284	-2	-2	-2	股权募资	63	0	0	0
投资收益	159	137	222	210	债务募资	50,325	11,633	-12,206	-8,700
营业利润	12,297	12,468	25,432	23,596	筹资活动现金流	-9,233	10,217	-13,610	-9,650
营业外收支	-37	10	20	30	现金净流量	-1,674	-1,566	505	500
利润总额	12,260	12,478	25,452	23,626	<b>主要财务指标</b>				
所得税	1,667	1,944	3,713	3,563	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	10,593	10,534	21,739	20,063	营业收入增长率	-6.6%	1.4%	49.1%	-1.8%
归属于母公司净利润	10,130	10,073	20,789	19,186	净利润增长率	-34.9%	-0.6%	106.4%	-7.7%
YoY (%)	-34.9%	-0.6%	106.4%	-7.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	3.23	3.21	6.62	6.11	毛利率	28.0%	27.1%	33.5%	31.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	15.6%	15.3%	21.1%	19.9%
货币资金	4,566	2,995	3,500	4,000	总资产收益率 ROA	10.5%	7.5%	11.6%	8.7%
预付款项	438	557	668	686	净资产收益率 ROE	23.9%	14.2%	17.9%	11.5%
存货	8,587	9,796	12,782	12,819	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	9,893	17,151	19,976	18,292	流动比率	<b>0.52</b>	<b>0.56</b>	<b>0.72</b>	<b>0.86</b>
流动资产合计	23,484	30,500	36,926	35,796	速动比率	0.32	0.37	0.46	0.53
长期股权投资	718	728	738	748	现金比率	0.10	0.06	0.07	0.10
固定资产	37,478	55,825	79,935	109,711	资产负债率	54.6%	46.1%	33.2%	22.6%
无形资产	5,337	5,387	5,487	5,637	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	73,382	104,664	141,760	184,571	总资产周转率	0.70	0.51	0.58	0.46
资产合计	96,865	135,163	178,685	220,368	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	20,034	31,667	19,462	10,761	每股收益	3.23	3.21	6.62	6.11
应付账款及票据	16,411	13,144	20,400	19,319	每股净资产	13.49	22.56	37.07	53.09
其他流动负债	8,355	9,361	11,335	11,613	每股经营现金流	8.26	1.91	10.15	8.90
流动负债合计	44,800	54,173	51,196	41,694	每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00
长期借款	5,963	5,963	5,963	5,963	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2,172	2,172	2,172	2,172	PE	39.93	40.15	19.46	21.08
非流动负债合计	8,134	8,134	8,134	8,134	PB	4.16	4.04	2.46	1.71
负债合计	52,934	62,307	59,331	49,828					
股本	3,140	3,140	3,140	3,140					
少数股东权益	1,567	2,028	2,979	3,856					
股东权益合计	43,931	72,856	119,355	170,540					
负债和股东权益合计	96,865	135,163	178,685	220,368					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：助理分析师，中国人民大学理学学士，中科院化学所理学硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。