

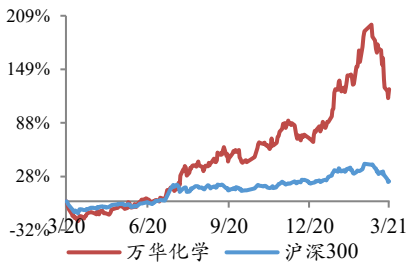
与美国最大分销商之一 Terra Firma 合作， 加速全球化布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-10

收盘价（元）	108.93
近 12 个月最高/最低（元）	143.98/37.36
总股本（百万股）	3,140
流通股本（百万股）	1,424
流通股比例（%）	45.35
总市值（亿元）	3,420
流通市值（亿元）	1,551

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

1. 全球首套 110 万吨 MDI 单套装置产能投产 2021-02-25
2. 通过国际质量管理体系认证，加速布局全球汽车材料市场 2021-02-05
3. 柠檬醛设计产能超预期，加速香精香料领域布局 2021-01-28

主要观点：

● 事件描述：

3 月初, Terra Firma 宣布, 万华化学集团 ADI 事业部已选择 Terra Firma 作为其分销网络的最新成员。Terra Firma 将代理万华化学在美国东南地区的脂肪族异氰酸酯技术产品线。

● Terra Firma 是美国重要化学品分销商

TF 公司是美国十大专业化学品分销商之一, 与许多当地企业保持着良好的关系, 已经为超过 2900 家客户提供服务。TF 公司主要的服务范围包括聚氨酯类、建筑材料、塑料等, 也与龙蟒佰利有销售合作。本次合作 TF 公司将主要推广万华的脂肪族异氰酸酯产品, 包括 HDI、HMDI、IPDI 单体以及多异氰酸酯双缩脲和三聚体树脂。

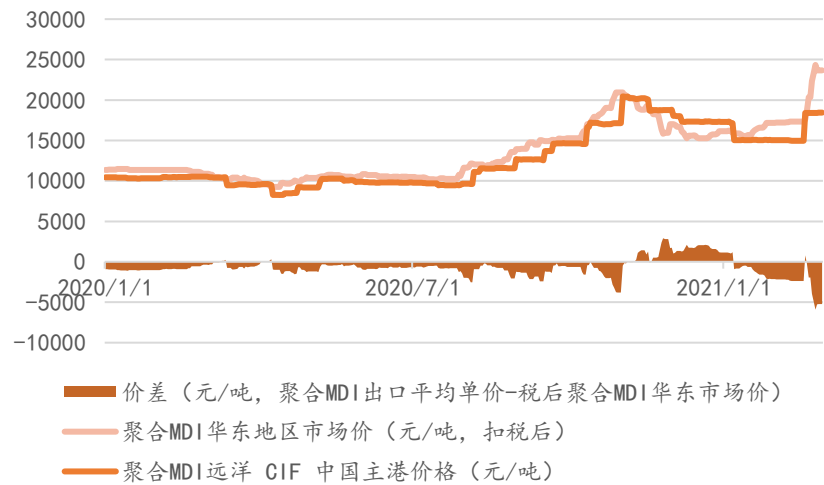
● 美国是万华重要市场, 借此加速布局

美国是 MDI 重要的消费市场, 也是国内 MDI 产品重要的出口市场。据百川盈孚数据, 2020 年我国聚合 MDI 出口量为 61.3 万吨, 其中美国出口量达到 12.7 万吨, 占比 21%。美国是国内聚合 MDI 出口量最大的国家, 2020 年单月出口数据有 9 个月位列第一。万华一直以来都有美国市场的开发计划。由于贸易冲突和环保组织等原因, 万华美国 MDI 新装置的建设一直处于待定的状态。尽管如此, 万华仍将美国视为最重要的潜力市场之一, 与 TF 公司的合作也显示这点。通过与当地经销商合作销售 ADI 产品, 一方面可以为公司产品快速打开美国市场, 培养用户, 规避政策风险, 为后续 ADI 产品扩能做市场准备; 另一方面可以此契机, 继续深化合作, 有助于向美国这一重要市场推广公司其他产品, 加快产品销售全球化布局。

● 近期扩产的烟台 50 万吨 MDI 产能有望部分通过海外分销渠道消化

此次与 TF 公司在 ADI 产品的合作对万华 MDI 在海外的销售亦有所帮助。当前正处于美国 MDI 行业不可抗力频发的时间点, 是万华 MDI 产品打入美国市场的重要时机。公司 2 月宣布烟台 MDI 装置成功从 60 万吨/年技改扩能至 110 万吨/年。在 TF 公司销售渠道的帮助下, 万华 50 万吨的 MDI 新增产能中的一部分有望被美国市场消化, 继续保持 MDI 行业的高景气度。从华东聚合 MDI 价格和出口 MDI 价格来看, 出口价变动一般要滞后于华东价格变动。MDI 高景气和美国市场带来的销量提升也有助于确保万华的生产负荷和盈利水平。

图表 1 聚合 MDI 国内及出口价格对比



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

● **投资建议**

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 99.5、198.4、224.8 亿元，同比增速为-1.8%、99.5%、13.3%。对应 PE 分别为 34.38、17.24、15.21 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

因公司人力规模扩大带来的内部管理难度增大的风险；项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力的风险；疫苗开发进展不及预期的风险。

● **重要财务指标**

单位：百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	68456	95622	106349
收入同比 (%)	-6.6%	0.6%	39.7%	11.2%
归属母公司净利润	10130	9947	19842	22480
净利润同比 (%)	-34.9%	-1.8%	99.5%	13.3%
毛利率 (%)	28.0%	25.8%	32.3%	32.3%
ROE (%)	23.9%	19.0%	27.5%	23.8%
每股收益 (元)	3.23	3.17	6.32	7.16
P/E	17.41	34.38	17.24	15.21
P/B	4.16	6.54	4.74	3.61
EV/EBITDA	11.72	18.18	12.02	10.41

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	32065	36200	37644	营业收入	68051	68456	95622	106349
现金	4566	4566	4566	4566	营业成本	48998	50771	64733	72042
应收账款	4433	3910	5583	6404	营业税金及附加	576	548	765	851
其他应收款	575	410	617	741	销售费用	2783	2259	3156	3510
预付账款	438	562	632	715	管理费用	1434	1095	1530	1702
存货	8587	9885	12090	13369	财务费用	1080	1884	2355	2096
其他流动资产	4885	12730	12712	11849	资产减值损失	-284	-58	-20	-27
非流动资产	73382	95675	112921	133865	公允价值变动收益	-8	0	0	0
长期投资	718	718	718	718	投资净收益	159	160	223	248
固定资产	37478	49971	57425	66860	营业利润	12297	11453	22713	25733
无形资产	5337	7116	8647	10486	营业外收入	79	26	26	26
其他非流动资产	29849	37871	46132	55802	营业外支出	115	115	115	115
资产总计	96865	127740	149121	171510	利润总额	12260	11386	22713	25733
流动负债	44800	62629	63341	62313	所得税	1667	1025	2044	2316
短期借款	20034	40353	35116	30006	净利润	10593	10362	20668	23417
应付账款	8024	6770	8553	10308	少数股东损益	463	414	827	937
其他流动负债	16741	15507	19673	21999	归属母公司净利润	10130	9947	19842	22480
非流动负债	8134	10818	10818	10818	EBITDA	17156	21436	31980	36432
长期借款	5963	8646	8646	8646	EPS (元)	3.23	3.17	6.32	7.16
其他非流动负债	2172	2172	2172	2172					
负债合计	52934	73447	74160	73131					
少数股东权益	1567	1982	2808	3745					
股本	3140	3140	3140	3140					
资本公积	2162	2162	2162	2162					
留存收益	37063	47010	66852	89332					
归属母公司股东权	42364	52311	72153	94633					
负债和股东权益	96865	127740	149121	171510					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25933	10505	33322	38485
净利润	10130	9947	19842	22480
折旧摊销	4601	9228	8550	10420
财务费用	1225	2021	2492	2233
投资损失	-159	-160	-223	-248
营运资金变动	8951	-11071	1815	2637
其他经营现金流	2365	21557	18874	20807
投资活动现金流	-18367	-31486	-25593	-31142
资本支出	-17797	-31646	-25816	-31390
长期投资	-711	0	0	0
其他投资现金流	142	160	223	248
筹资活动现金流	-9233	20981	-7729	-7343
短期借款	1165	20319	-5237	-5110
长期借款	238	2684	0	0
普通股增加	406	0	0	0
资本公积增加	-1542	0	0	0
其他筹资现金流	-9501	-2021	-2492	-2233
现金净增加额	-1674	0	0	0

主要财务比率				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.6%	0.6%	39.7%	11.2%
营业利润	-37.3%	-6.9%	98.3%	13.3%
归属于母公司净利	-34.9%	-1.8%	99.5%	13.3%
获利能力				
毛利率 (%)	28.0%	25.8%	32.3%	32.3%
净利率 (%)	14.9%	14.5%	20.8%	21.1%
ROE (%)	23.9%	19.0%	27.5%	23.8%
ROIC (%)	14.8%	10.4%	17.5%	16.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.6%	57.5%	49.7%	42.6%
净负债比率 (%)	120.5%	135.3%	98.9%	74.3%
流动比率	0.52	0.51	0.57	0.60
速动比率	0.32	0.35	0.37	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.54	0.64	0.62
应收账款周转率	15.35	17.51	17.13	16.61
应付账款周转率	6.11	7.50	7.57	6.99
每股指标 (元)				
每股收益	3.23	3.17	6.32	7.16
每股经营现金流	8.26	3.35	10.61	12.26
每股净资产	13.49	16.66	22.98	30.14
估值比率				
P/E	17.41	34.38	17.24	15.21
P/B	4.16	6.54	4.74	3.61
EV/EBITDA	11.72	18.18	12.02	10.41

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

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）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，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沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300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；
- 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。市场基准指数为沪深300指数。