

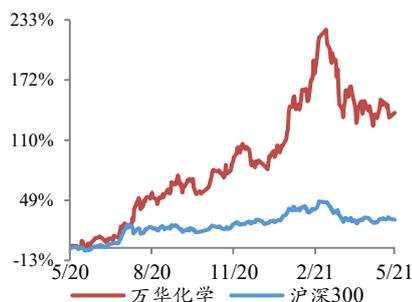
## 宁波 MDI 技改项目环评公示，将新增 60 万吨产能

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-05-06

收盘价(元)	104.88
近 12 个月最高/最低(元)	142.30/43.46
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)	3,293
流通市值(亿元)	1,493

### 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. 丙交酯合成进入中试阶段，打通 PLA 全产业链 2021-04-19
2. 重新认识万华化学 2021-04-11
3. 受益行业景气，再创最佳一季 2021-04-10

### 主要观点：

#### ● 事件描述：

近日，据万华官网，万华化学（宁波）有限公司 MDI/HDI 技改扩能一体化项目和 180 万吨/年 MDI 技改项目环境影响评价信息公开。

#### ● MDI 技改项目环评公示，产能从 120 万吨提高至 180 万吨

公司宁波 180 万吨/年 MDI 技改项目投资额为 9.41 亿元，主要是对现有的 MDI 装置进行扩能改造，最终形成一期 MDI 装置产能由现有 40 万吨/年扩建至 60 万吨/年，二期 MDI 装置产能由现有 80 万吨/年扩建至 120 万吨/年，合计全厂具备 180 万吨/年的 MDI 生产能力，是此前市场对于宁波扩产 30 万吨预期的两倍。本次扩产项目主要基于此前烟台的扩产技术，以极低的固定资产投资扩产，单套产能继续刷新烟台万华单套 110 万吨/年的记录，达到 120 万吨/年。考虑配套工程等其他项目投资，本次宁波扩产单吨投资额仅为 0.69 亿元/万吨，略低于烟台扩产成本。公司宁波 MDI 装置 60 万吨/年的技改项目投产后，全球产能将达到 320 万吨，市占率达到 32%，进一步巩固聚氨酯行业龙头地位。

此外，公司宁波 MDI/HDI 技改扩能一体化项目总投资为 32.21 亿元，建设内容包括新建 28 万吨/年改性 MDI 装置、5 万吨/年 HDI 单体装置、6 万吨/年 HDI 加合物装置、12+24 万吨/年氯化氢氧化装置、24 万吨/年甲醛装置、对造气装置配套改造以及相关辅助配套工程。项目全部投产后，宁波万华全厂将具备 30 万吨/年改性 MDI、10 万吨/年的 HDI 单体、58 万吨/年的氯化氢氧化化的生产能力，冷箱能力也将由 12000Nm<sup>3</sup>/h 提升至 18000Nm<sup>3</sup>/h。改性 MDI 和 HDI 的投产也将提升万华产品附加值。

图表 1 国内单套装置万吨投资额对比

公司及项目期	万吨投资额 (亿元/万吨)	备注
万华宁波扩能【本项目】	0.69	长流程
万华烟台扩能	0.70	
万华烟台	1.06	
万华宁波	1.37	
科思创	1.19	短流程
巴斯夫	1.96	
亨斯迈	2.12	

注：投资额含配套项目投资

资料来源：wind，华安证券研究所

#### ● 万华全球化战略和新增下游需求将完成产能消化

结合 MDI 供给端和需求端，我们认为此次宁波万华 MDI 扩产后产能将会得到较快的消化。

**(1) 供给方面：万华全球化战略及竞争对手新增产能意愿较弱，导致 MDI 新增供给依旧处于合理范围。**巴斯夫、科思创等竞对在海外的 MDI 扩产计划一再推迟，而在国内的扩产意愿由于相对万华较高的投资成本导致投资意愿并不强，未来 5 年预计全球范围内主要的新增产能都由万华贡献。同时，万华的全球化战略也将加快新增产能的消化速度。本次烟台超预期扩产的 30 万吨产能一方面弥补此前美国项目中断的影响，维持公司原有的扩产节奏，另一方面是以此为契机，加快公司全球化步伐，有望进一步增加公司 MDI 出口。

**(2) 需求方面：冷链、冰箱冷柜传统需求保持旺盛的同时，新增无醛板、猪圈等下游需求增量，保证需求增速。**在疫情反复的情况下，海外 MDI 下游冰箱冷柜产能预计将维持较低的开工率，而疫情持续将提高冰箱冷柜的需求，海外需求将持续回流。另外，国内 MDI 下游应用领域继续拓宽，下游新增的无醛板和养殖业市场将为 2021 年贡献 16 万吨的新增需求，预计到 2025 年新增 75 万吨的需求。无醛板市场方面，2020 年国内无醛板 MDI 消耗量为 7 万吨左右，按照国内人造板产量 3 亿立方米、无醛板每年新增替代 3%、胶合板 MDI 使用量每立方 10kg 计算，每年新增 MDI 消耗量将达到 9 万吨。根据林业局希望未来 5-10 年超过 30% 的人造板使用无醛工艺，保守估计到 2030 年，无醛板将为 MDI 提供超过 100 万吨的市场空间。养殖业方面，根据主要生猪养殖业公司资本开支测算，大规模猪舍建设将为 21 年的 MDI 市场带来 7 万吨的新增，预计 2025 年新增需求将达到 23 万吨。我们预计，考虑宁波万华 30 万吨 MDI 用于出口的情况下，公司此次宁波技改新增的 60 万吨产能加上此前烟台扩产的 50 万吨产能，将在 2025 年前全部被新增需求消化。

#### ● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 208.16、227.72、255.90 亿元，同比增速为 107.3%、9.4%、12.4%。对应 PE 分别为 15.82、14.46、12.87 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73433	104473	115388	127143
收入同比 (%)	7.9%	42.3%	10.4%	10.2%
归属母公司净利润	10041	20816	22772	25590
净利润同比 (%)	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
毛利率 (%)	26.8%	33.3%	33.5%	33.5%
ROE (%)	20.6%	29.9%	24.7%	21.7%
每股收益 (元)	3.20	6.63	7.25	8.15
P/E	28.47	15.82	14.46	12.87
P/B	5.86	4.73	3.57	2.79
EV/EBITDA	17.89	10.08	9.73	9.23

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	40526	36497	36123	39582	<b>营业收入</b>	73433	104473	115388	127143
现金	17574	4566	4566	4566	营业成本	53766	69689	76790	84591
应收账款	6309	7103	8425	9617	营业税金及附加	676	1008	1051	1185
其他应收款	704	799	988	1093	销售费用	2939	3448	4381	4704
预付账款	781	760	880	1040	管理费用	1420	1985	2285	2464
存货	8704	12253	13130	14343	财务费用	1076	2324	2314	2142
其他流动资产	6455	11016	8134	8922	资产减值损失	-488	-59	-22	-28
<b>非流动资产</b>	93226	122070	146000	170141	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	1314	1314	1314	1314	投资净收益	179	0	0	0
固定资产	56371	75162	90509	108186	<b>营业利润</b>	11825	25142	27143	30431
无形资产	6905	9206	11232	13197	营业外收入	23	0	0	0
其他非流动资产	28636	36389	42945	47445	营业外支出	116	0	0	0
<b>资产总计</b>	133753	158567	182122	209723	<b>利润总额</b>	11732	25142	27143	30431
<b>流动负债</b>	68134	76596	76532	77591	所得税	1317	3552	3524	3889
短期借款	38245	42231	37373	35356	<b>净利润</b>	10415	21590	23619	26542
应付账款	9156	10066	12248	13372	少数股东损益	373	774	847	952
其他流动负债	20733	24299	26911	28863	<b>归属母公司净利润</b>	10041	20816	22772	25590
<b>非流动负债</b>	13968	8730	8730	8730	EBITDA	17826	37135	37953	39810
长期借款	11822	6584	6584	6584	EPS (元)	3.20	6.63	7.25	8.15
其他非流动负债	2146	2146	2146	2146					
<b>负债合计</b>	82102	85326	85262	86321					
少数股东权益	2870	3645	4492	5444	<b>主要财务比率</b>				
股本	3140	3140	3140	3140	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	2161	2162	2162	2162	<b>成长能力</b>				
留存收益	43479	64295	87067	112657	营业收入	7.9%	42.3%	10.4%	10.2%
归属母公司股东权	48780	69597	92368	117959	营业利润	-3.8%	112.6%	8.0%	12.1%
<b>负债和股东权益</b>	133753	158567	182122	209723	归属于母公司净利	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	26.8%	33.3%	33.5%	33.5%
					净利率 (%)	13.7%	19.9%	19.7%	20.1%
					ROE (%)	20.6%	29.9%	24.7%	21.7%
					ROIC (%)	10.9%	18.3%	17.2%	16.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	61.4%	53.8%	46.8%	41.2%
					净负债比率 (%)	159.0%	116.5%	88.0%	70.0%
					流动比率	0.59	0.48	0.47	0.51
					速动比率	0.46	0.31	0.29	0.31
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.55	0.66	0.63	0.61
					应收账款周转率	11.64	14.71	13.70	13.22
					应付账款周转率	5.87	6.92	6.27	6.33
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.20	6.63	7.25	8.15
					每股经营现金流	5.37	9.81	13.11	11.84
					每股净资产	15.54	22.17	29.42	37.57
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28.47	15.82	14.46	12.87
					P/B	5.86	4.73	3.57	2.79
					EV/EBITDA	17.89	10.08	9.73	9.23

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；
- 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。