

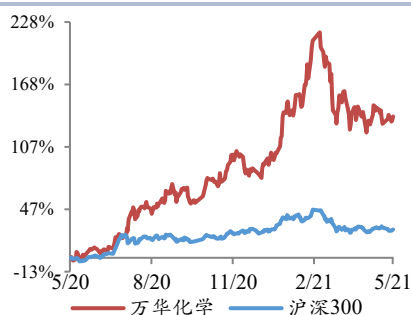
万华获穆迪 Baa2 评级，助力海外扩张计划

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-05-13

收盘价（元）	105.83
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）	3,323
流通市值（亿元）	1,507

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. 宁波 MDI 技改项目环评公示，将新增 60 万吨产能 2021-05-06
2. 丙交酯合成进入中试阶段，打通 PLA 全产业链 2021-04-19
3. 重新认识万华化学 2021-04-11

主要观点：

● 事件描述：

2021 年 5 月 12 日，据 Moodys 网站，万华化学获得穆迪 Baa2 评级。

● 万华获惠誉 BBB+、标普 BBB、穆迪 Baa2 评级，海外融资成本下降

万华化学发行人主体评级为 BBB+/BBB/Baa2，主要源于其良好的业绩记录及稳定的发展前景。2020 年 10 月 21 日，惠誉确认万华发行人评级为“BBB+”，并且展望稳定，即在未来一定时期内，万华的信用状况将与“BBB+”评级相吻合。2018 年 11 月 26 日，标普将万华化学发行人评级由“BBB-”升级为“BBB”，并于 2021 年 4 月 21 日审核确认了该评级。2021 年 5 月 12 日，穆迪确认万华化学发行人“Baa2”评级，并预计前景维持稳定，这一确认反映了万华化学在扩大运营规模和改善产品多样化的同时保持了良好的财务指标控制。万华的高发行人评级源于其在制造二异氰酸甲酯（MDI）方面的全球领先地位，作为一家集成低成本生产商，公司的盈利能力高于全球行业同行。在 2020 年化工行业低迷期，尽管化学价格疲软，公司业务韧性仍较强，收入增长了 7.9%，达到 734 亿元人民币，调整后的 EBITDA 增长了 1.4%，达到 187 亿元人民币。此外，公司运营规模和业务多样化也在不断扩大。

美国标准普尔公司、穆迪投资服务公司、惠誉国际信用评级有限公司为国际上公认的最具权威性的三大信用评级机构。三大信用评级机构对发行人主体的评级流程主要包括以下几个步骤：首先，在接受评级委托方申请后进行业务评估；第二，正式进入评级业务后进行评级准备、初评与评定等级；第三，信用评级结果确定后进行结果反馈与复评；最后发布评级结果，包括评级对象的信用等级和评级报告。此外，后续还要进行跟踪评级工作，如跟踪评级结果与现有评级不同，评级机构应当及时通知委托方或评级对象。对于主体评级，穆迪公司将在评级对象年报公布后 3 个月内和在正式出具评级报告后第 6 个月内出具跟踪评级结果和报告，标准普尔公司和惠誉公司跟踪评级的频率和程度通常取决于发行人的多个风险考量因素。评级机构通常向要求评级的主体或者获得评级及相关信用报告的订户收取服务费用，同时采取相关措施防止由发行人付款要求评级时存在的潜在利益冲突。

公司获评级有望助力海外融资成本下降。较高的信用评级可以为投资者提供风险信息，给市场释放公司信用状况良好的信号，有效地帮助公司以低成本获得资金。以 3 年期中资离岸债为例，主体评级为 Baa2、Ba2 的债券票面利率分别为 3.60%、4.00%，信用评级下降使得融资成本有所上升。万华获穆迪 BBB+ 评级能够使公司在海外市场增信，降低海外融资成本，有助于进一步打开国际市场。

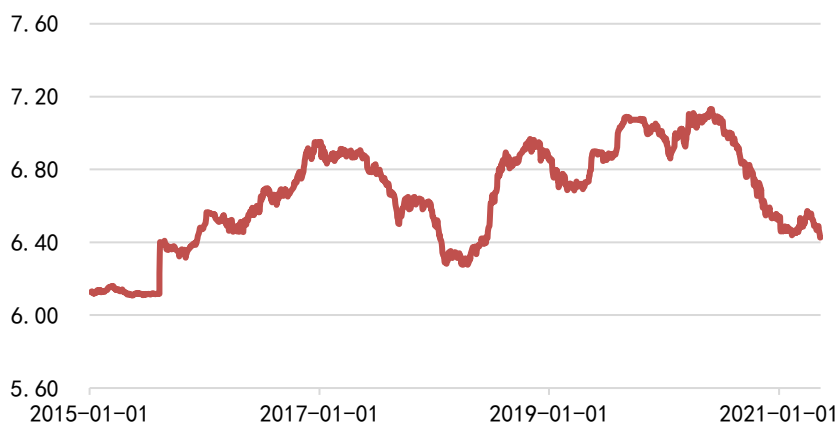
图表 1 评级对融资成本的影响 (2020 年以来部分新发行中资美元债)

期限 (年)	行业分类	债券名称	票面利率	发行定价日	起息日	主体评级 (M/S/F)	债项评级 (M/S/F)
3	材料	广投集团 3.6% B20231118	3.60%	2020-11-10	2020-11-18	Baa2/--/--	Baa2/--/BBB
	能源	兖州煤业股份 3.5% N20231104	3.50%	2020-10-28	2020-11-04	Ba1/--/--	Ba1/--/--
	能源	兖矿集团 4% B20230716	4.00%		2020-07-16	Ba2/--/--	Ba1/--/--
5	能源	中国石化集团 1.45% N20260108	1.45%	2021-01-05	2021-01-08	A1/--/--	A1/--/--
	工业	上港集团 1.5% B20250713	1.50%		2020-07-13	A1/--/--	A1/--/--
	公用事业	华能公司 1.6% N20260120	1.60%	2021-01-12	2021-01-20	A2/--/--	A2/--/A
	工业	中信股份 2.45% N2025	2.45%		2020-02-25	A3/--/--	A3/--/--
	可选消费	旅游集团 2.625% N20250423	2.63%		2020-04-23	A3/--/--	A3/--/--
	能源	中海油田服务 1.875% N20250624	1.88%		2020-06-24	A3/--/A	A3/--/A
	材料	华新水泥 2.25% B20251119	2.25%	2020-11-12	2020-11-19	Baa1/--/--	Baa1/--/--
	工业	上海建工 2.25% B20250616	2.25%		2020-06-16	Baa1/--/--	Baa2/--/--
	公用事业	北京控股 1% B20250924	1.00%		2020-09-24	Baa1/--/--	Baa1/--/--
	金融	中信证券 2% N20250603	2.00%		2020-06-03	Baa1/--/--	Baa1/--/--
	日常消费	蒙牛乳业 1.875% B20250617	1.88%		2020-06-17	Baa1/--/--	Baa1/--/--
	工业	广西交投 2.95% N20251030	2.95%	2020-10-22	2020-10-30	Baa2/--/--	Baa2/--/--
	工业	山东国惠 3.15% B20260121	3.15%	2021-01-15	2021-01-21	Baa2/--/BBB+	--/--/BBB+
	工业	山东国惠 3.15% N20250827	3.15%		2020-08-27	Baa2/--/BBB+	--/--/BBB
	工业	湖北科技 2.9% N20251028	2.90%	2020-10-20	2020-10-28	Baa3/--/--	--/--/BBB+
	房地产	融创中国 6.50% N20260126	6.50%	2021-01-21	2021-01-26	Ba3/--/BB	B1/--/BB
	房地产	融创中国 7.0% N20250709	7.00%		2020-07-09	Ba3/--/BB	B1/--/BB
房地产	华夏幸福 8.05% B20250113	8.05%		2020-01-13	Caa3/--/CCC	Ba3/--/CC	
10	工业	上港集团 2.375% B20300713	2.38%		2020-07-13	A1/--/--	A1/--/--
	金融	青山发电 2.125% B20310303	2.13%	2021-02-24	2021-03-03	A1/--/--	A1/--/--
	金融	青山发电 2.2% N20300622	2.20%		2020-06-22	A1/--/--	A1/--/--
	能源	中海油田服务 2.500% N20300624	2.50%		2020-06-24	A3/--/A	A3/--/A
	工业	中粮香港 2.2% B20301021	2.20%		2020-10-21	A3/--/--	--/--/A
	工业	中信股份 2.85% N2030	2.85%		2020-02-25	A3/--/--	A3/--/--
	可选消费	旅游集团 3.125% N20300423	3.13%		2020-04-23	A3/--/--	A3/--/--
	日常消费	蒙牛乳业 2.5% B20300617	2.50%		2020-06-17	Baa1/--/--	Baa1/--/--
	可选消费	美团-W 3.05% N20301028	3.05%	2020-10-21	2020-10-28	Baa3/--/--	Baa3/--/BBB
	公用事业	新奥能源 2.625% N20300917	2.63%	2020-09-10	2020-09-17	--/BBB-/--	Baa2/--/BBB
	房地产	碧桂园 3.3% N20310112	3.30%	2021-01-05	2021-01-12	Ba1/BB/BBB-	Baa3/--/BBB-
	房地产	碧桂园 4.8% N20300806	4.80%		2020-08-06	Ba1/BB/BBB-	--/--/BBB-
	房地产	世茂集团 3.45% N20310111	3.45%	2021-01-04	2021-01-11	Ba1/BB/--	--/--/BBB-
	房地产	世茂集团 4.60% N20300713	4.60%		2020-07-13	Ba1/BB/--	--/--/BBB-

注: M/S/F 代表穆迪/标普/惠誉

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 人民币美元汇率



资料来源: wind, 华安证券研究所

● **万华全球化战略布局将受益**

万华获高信用评级, 既在客观上利好公司全球化战略布局, 也与万华自身海外扩张意愿相契合。客观上, 评级机构给出高评级体现国际市场对万华信誉和盈利稳定性的认可, 有助于降低公司在国际市场上的融资成本, 同时也是为公司海外工程建设、渠道建设提供保障。意愿上, 公司聘请国外信用评级机构评级也体现了公司海外扩张的意愿, 存在继续海外投资建设的可能性。面对新的市场形势和挑战, 公司坚持国内国际双循环相互促进, 充分参与全球竞争。此外, 3月初万华化学集团 ADI 事业部成为 Terra Firma 分销网络的最新成员, 也从市场渠道的角度证明了万华进一步扩张海外市场的意愿, 加速全球化战略布局。

● **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 15.96、14.59、12.98 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	15.96	14.59	12.98
P/B	5.86	4.77	3.60	2.82
EV/EBITDA	17.89	10.16	9.81	9.30

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
流动资产	40526	36497	36123	39582	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	133753	158567	182122	209723	利润总额	11732	25142	27143	30431
流动负债	68134	76596	76532	77591	所得税	1317	3552	3524	3889
短期借款	38245	42231	37373	35356	净利润	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	归属母公司净利润	10041	20816	22772	25590
非流动负债	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					
负债合计	82102	85326	85262	86321					
少数股东权益	2870	3645	4492	5444	主要财务比率				
股本	3140	3140	3140	3140	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2161	2162	2162	2162	成长能力				
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%
负债和股东权益	133753	158567	182122	209723	归属于母公司净利	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
					获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					P/E	28.47	15.96	14.59	12.98
					P/B	5.86	4.77	3.60	2.82
					EV/EBITDA	17.89	10.16	9.81	9.30

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。