

**MDI 价格跌势趋缓，市场回暖曙光或现**
**评级：买入(维持)**

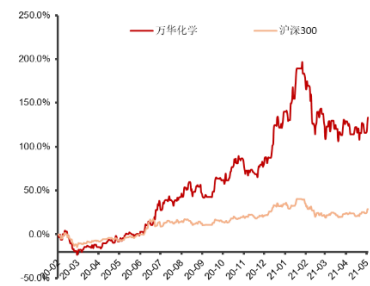
市场价格：111.94

**分析师：谢楠**
**执业证书编号：S0740519110001**

Email: xienan@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3,139.7
流通股本(百万股)	1,423.8
市价(元)	111.94
市值(亿元)	3,515
流通市值(亿元)	1,594

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

中泰化工 | 万华化学点评：攻克 L-薄荷醇核心工艺，延伸柠檬醛下游产业链

中泰化工 | 万华化学点评：5月MDI 价格跌势放缓，看好海外需求复苏

中泰化工 | 万华化学 2021 年一季报点评：三大业务持续向好，一季报业绩超预期

中泰化工 | 万华化学点评：烟台 50 万吨技改投产，百尺竿头更进一步

**公司盈利预测及估值**

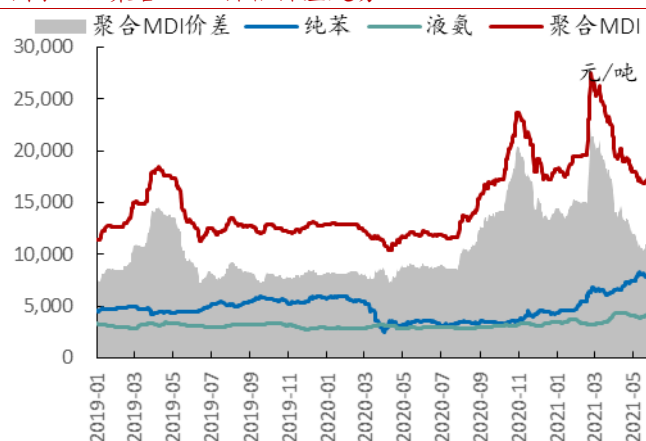
指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	122,373	126,626	129,972
增长率 yoy%	12.26%	7.91%	66.65%	3.48%	2.64%
净利润	10,130	10,041	22,408	23,920	26,044
增长率 yoy%	-4.53%	-0.87%	123.16%	6.74%	8.88%
每股收益(元)	3.23	3.20	7.14	7.62	8.29
每股现金流量	8.26	5.37	8.81	11.21	9.70
净资产收益率	23.91%	20.58%	36.79%	32.22%	29.34%
P/E	34.70	35.00	15.68	14.69	13.50
P/B	8.30	7.21	5.77	4.73	3.96

备注：2019年起为合并报表后数据，股价取自 2021/5/26

**投资要点**

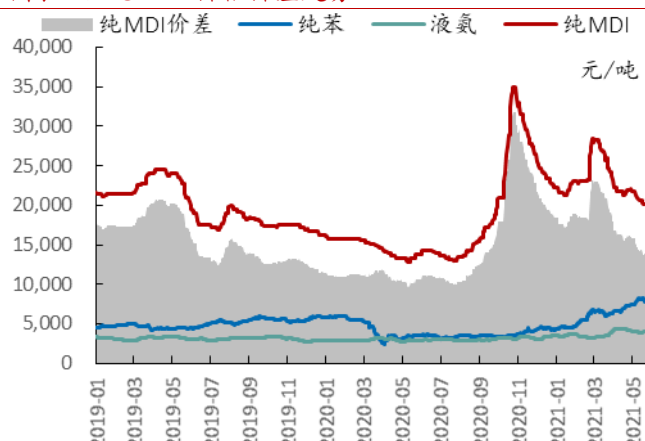
- 事件：**公司发布 2021 年 6 月中国地区 MDI 价格公告，中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 19600 元/吨（环比 5 月份价格下调 2400 元/吨），直销市场挂牌价 19600 元/吨（环比 5 月份价格下调 2400 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 21800 元/吨（环比 5 月份价格下调 1200 元/吨）。
- 点评：**
  - 5 月 MDI 价格跌势趋缓，供方降负带来曙光。**MDI 价格自 3 月份大幅回落，5 月跌幅较前两个月有所收窄。截止 2021/5/26，聚合 MDI 价格 17050 元/吨（月环比-8.58%），纯 MDI 价格 19550 元/吨（月环比-11.1%）。价差方面，受原材料上涨影响，下降幅度大于价格跌幅，聚合 MDI 价差为 10868 元/吨（月环比-1904 元/吨），纯 MDI 价差为 13368 元/吨（较月初-2754 元/吨）。**供给端**，据卓创资讯，5 月国内 MDI 工厂开工负荷在 7-8 成，环比每周均出现下调趋势，5/20 日当周开工率已降低至 70%。其中，上海联恒 24 万吨/年装置自 5 月 18 日开始停车检修，预计维持一个月；重庆巴斯夫 40 万吨/年装置开工负荷降至 5 成附近。**需求端**，下游冰箱冷柜为国内聚合 MDI 下游第一大行业，大型企业如海尔、海信、美的等多为国内厂家直供，其采购方式多为招标，冰箱冷柜行业需求从 5 月开始走弱；板材、外墙、管道、中小型冰箱厂、汽车、胶黏剂等行业整体采购积极性不高；纯 MDI 方面，氨纶持续高景气度提高一定支撑，TPU、鞋底原液、浆料行业需求低迷，对整体需求造成拖累。**整体看**，5 月 MDI 价格弱势运行，需求减弱主导市场，但供给端已开始降负调整，市场曙光或已出现。公司 6 月 MDI 挂牌价小幅高于市场价，有望对现货市场产生支撑。
  - MDI 出口环比有所回落，海外需求静待修复。**据海关数据，2021 年 4 月，中国聚合 MDI 出口量为 8.18 万吨，环比 3 月减少了 22.5%，同比去年 4 月增长 147%。2021 年 1-4 月，中国聚合 MDI 累计出口量为 34.39 万吨，同比增长 64%。中国纯 MDI 出口量为 1.07 万吨，环比 3 月减少了 14.5%，同比去年 4 月增加了 115%，2021 年 1-4 月，中国纯 MDI 累计出口量为 4.44 万吨，同比增长 28%。由于海外疫情反复，MDI 出口量环比有所回落，但受益于美国汽车、家电、建材需求的高速增长，我们认为随着疫情影响的逐步消退，MDI 出口有望恢复，重新提振市场。
  - 无醛板等新增需求前景广阔，继续看好 MDI 长生命周期特点。**据大众网，万华阳信绿色大家居产业园项目计划于 2021 年底竣工，建设年产 25 万立方米秸秆人造板及 800 万平方米贴面板项目，建成后拟吸引家居企业入驻，形成年产 60 万件无醛板材家具产业规模。该项目是山东省内第一个落地开工的万华板业项目，使用无醛 MDI 生态胶粘剂，伴随人造板行业的绿色升级，该领域 MDI 需求有望持续提升。
  - 风险提示：**MDI 价格大幅波动，项目投产进度不达预期。
  - 盈利预测：**预计 2021-2023 年归母净利润分别为 224.08 亿元、239.20 亿元、260.44 亿元，EPS 分别为 7.14 元、7.62 元、8.29 元。维持买入评级。

图表 1: 聚合 MDI 价格价差走势



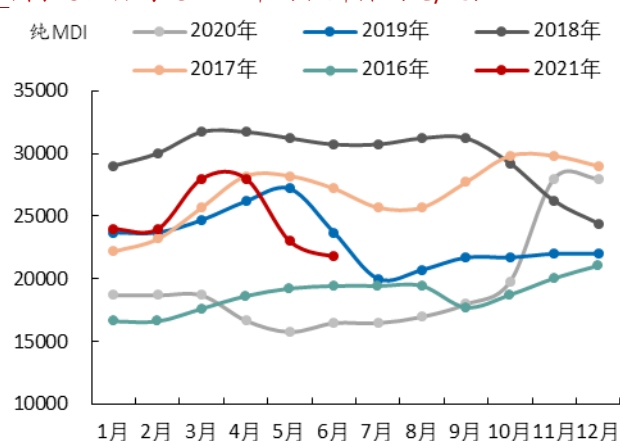
来源: wind、中泰证券研究所

图表 2: 纯 MDI 价格价差走势



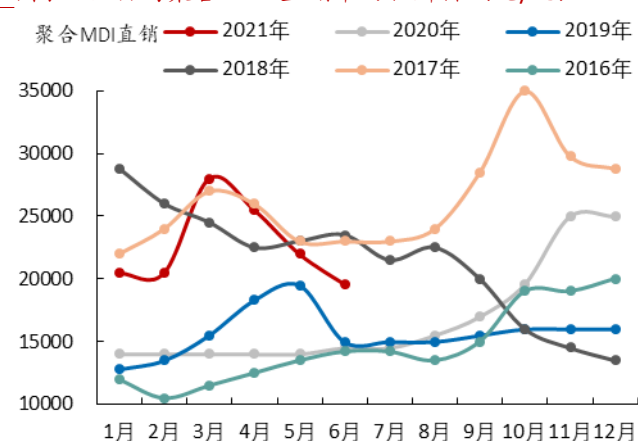
来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 公司纯 MDI 市场挂牌价 (元/吨)



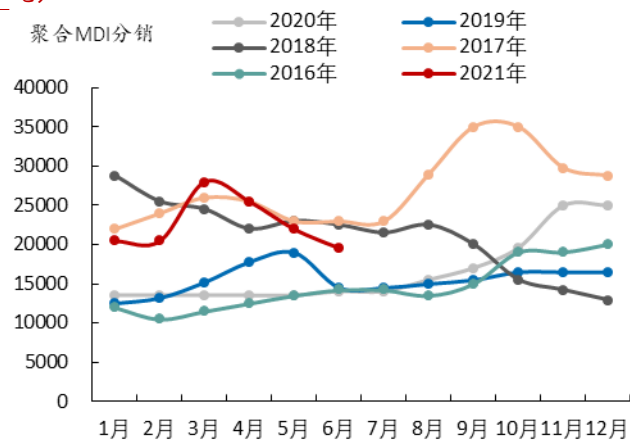
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 公司聚合 MDI 直销市场挂牌价 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 公司聚合 MDI 分销市场挂牌价趋势 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 原料纯苯价格变化



来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 盈利预测

## 损益表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>73,433</b>	<b>122,373</b>	<b>126,626</b>	<b>129,972</b>
增长率	7.9%	66.6%	3.5%	2.6%
营业成本	-53,766	-86,876	-89,073	-89,709
% 销售收入	73.2%	71.0%	70.3%	69.0%
毛利	19,667	35,497	37,553	40,264
% 销售收入	26.8%	29.0%	29.7%	31.0%
营业税金及附加	-676	-1,126	-1,165	-1,196
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-2,939	-4,897	-5,068	-5,202
% 销售收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-1,420	-2,366	-2,449	-2,513
% 销售收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	14,633	27,107	28,872	31,353
% 销售收入	19.9%	22.2%	22.8%	24.1%
财务费用	-1,076	-1,080	-1,079	-1,078
% 销售收入	1.5%	0.9%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-488	-126	-126	-126
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资收益	179	139	139	139
% 税前利润	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业利润	13,241	26,040	27,806	30,288
营业利润率	18.0%	21.3%	22.0%	23.3%
营业外收支	-93	-112	-112	-112
税前利润	<b>13,148</b>	<b>25,929</b>	<b>27,695</b>	<b>30,176</b>
利润率	17.9%	21.2%	21.9%	23.2%
所得税	-1,317	-2,940	-3,138	-3,416
所得税率	10.0%	11.3%	11.3%	11.3%
净利润	10,415	23,242	24,809	27,012
少数股东损益	373	833	890	969
归属于母公司的净利润	<b>10,041</b>	<b>22,408</b>	<b>23,920</b>	<b>26,044</b>
净利率	13.7%	18.3%	18.9%	20.0%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	10,415	23,242	24,809	27,012
加: 折旧和摊销	5,236	4,816	5,706	6,533
资产减值准备	488	0	0	0
公允价值变动损失	6	0	0	0
财务费用	1,229	1,080	1,079	1,078
投资收益	-179	-139	-139	-139
少数股东损益	373	833	890	969
营运资金的变动	7,264	-1,329	3,727	-4,026
<b>经营活动现金净流</b>	<b>16,850</b>	<b>27,670</b>	<b>35,181</b>	<b>30,458</b>
固定资本投资	-18,084	-7,000	-7,000	-7,000
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-23,855</b>	<b>-8,429</b>	<b>-8,429</b>	<b>-8,429</b>
股利分配	-4,082	-9,913	-10,582	-11,521
其他	23,894	2,384	-15,153	-9,707
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>19,813</b>	<b>-7,529</b>	<b>-25,735</b>	<b>-21,229</b>
<b>现金净流量</b>	<b>12,807</b>	<b>11,712</b>	<b>1,018</b>	<b>801</b>

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,574	29,286	30,304	31,104
应收款项	6,974	18,399	11,370	14,120
存货	8,704	19,802	9,133	20,155
其他流动资产	7,275	7,449	7,439	7,402
流动资产	40,526	74,936	58,245	72,781
% 总资产	30.3%	43.6%	36.8%	41.7%
长期投资	1,314	1,314	1,314	1,314
固定资产	56,371	57,707	62,640	66,041
% 总资产	42.1%	33.6%	39.6%	37.8%
无形资产	6,905	8,046	9,108	10,091
非流动资产	93,226	96,972	99,827	101,856
% 总资产	69.7%	56.4%	63.2%	58.3%
<b>资产总计</b>	<b>133,753</b>	<b>171,907</b>	<b>158,073</b>	<b>174,637</b>
短期借款	38,245	49,611	39,829	31,200
应付款项	18,943	40,305	26,318	36,020
其他流动负债	10,946	10,946	10,946	10,946
流动负债	68,134	100,862	77,092	78,166
长期贷款	11,822	4,293	0	0
其他长期负债	2,146	2,146	2,146	2,146
<b>负债</b>	<b>82,102</b>	<b>107,301</b>	<b>79,238</b>	<b>80,312</b>
普通股股东权益	48,780	60,901	74,239	88,761
少数股东权益	2,870	3,706	4,596	5,564
<b>负债股东权益合计</b>	<b>133,753</b>	<b>171,907</b>	<b>158,073</b>	<b>174,637</b>

## 比率分析

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	3.20	7.14	7.62	8.29
每股净资产 (元)	15.54	19.40	23.64	23.09
每股经营现金净流 (元)	5.37	8.81	11.21	9.70
每股股利 (元)	1.30	3.16	3.37	3.67
<b>回报率</b>				
净资产收益率	20.58%	36.79%	32.22%	26.48%
总资产收益率	7.79%	13.52%	15.69%	15.47%
投入资本收益率	17.83%	30.07%	30.11%	33.01%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	7.91%	66.65%	3.48%	2.64%
EBIT增长率	3.96%	78.98%	6.45%	8.52%
净利润增长率	-0.87%	123.16%	6.74%	8.88%
总资产增长率	38.08%	28.53%	-8.05%	10.48%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	29.2	24.7	27.0	25.8
存货周转天数	42.4	41.9	41.1	40.6
应付账款周转天数	57.5	50.3	53.9	52.1
固定资产周转天数	230.0	167.8	171.1	178.2
<b>偿债能力</b>				
净负债/股东权益	41.50%	37.54%	36.42%	50.42%
EBIT利息保障倍数	14.2	25.4	27.0	29.3
资产负债率	61.38%	62.42%	50.13%	40.83%

资料来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。