

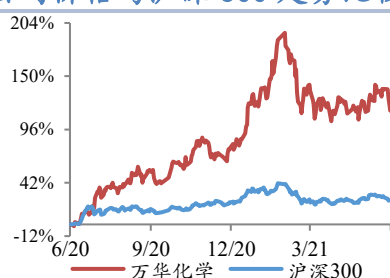
MDI 价差有望反弹，建筑建材或是未来爆发点

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-06-20

收盘价（元）	104.20
近12个月最高/最低（元）	142.30/47.46
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）	3,272
流通市值（亿元）	1,484

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. 万华获穆迪 Baa2 评级，助力海外扩张计划 2021-05-13
2. 宁波 MDI 技改项目环评公示，将新增 60 万吨产能 2021-05-06
3. 丙交酯合成进入中试阶段，打通 PLA 全产业链 2021-04-19

主要观点：

● 事件描述：

6月18日，聚合MDI华东中间价（含税）为17350元/吨，纯MDI华东中间价（含税）为18600元/吨。原材料价格上涨和MDI价格下降，导致MDI价差缩小至近期低点。

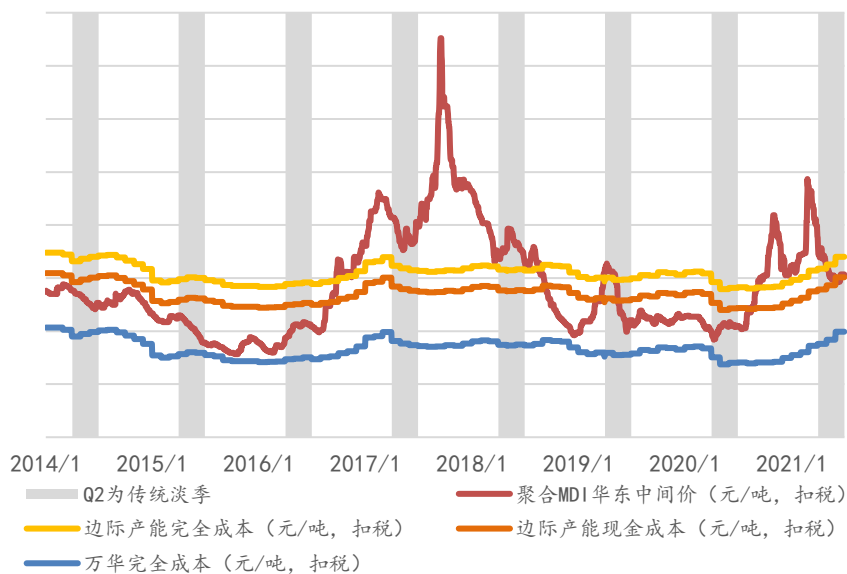
● MDI 价格已击穿边际产能现金成本，传统旺季临近，价差有望反弹

MDI 价差继续下行可能性不大。2021 年以来纯苯价格大幅上涨，月均价从 1 月的 4563 元/吨上涨到 6 月的 7753 元/吨，而 MDI 价格经历 3 月高点后已经回落，导致聚合 MDI 价差从 3 月的 18250 元/吨下降到 6 月的 9555 元/吨，纯 MDI 价差从 3 月的 20479 元/吨下降到 6 月的 11747 元/吨。根据 6 月至今的均价测算，万华聚合 MDI 单吨毛利润和单吨净利润分别约为 4000 元/吨和 2500 元/吨；万华纯 MDI 单吨毛利润和单吨净利润分别约为 3800 元/吨和 2300 元/吨。

- 1) 由于 MDI 占比最高的苯或苯胺大幅涨价，MDI 的生产成本大幅提升。当前价格下，MDI 市场价格已经低于边际产能（高成本的产能）的现金成本了，在即将到来的三季度传统旺季情况下继续下跌的概率不大。
- 2) 库存方面，国内聚合 MDI 企业库存 9.1 万吨，处于历史同期较低水平；纯 MDI 社会库存 1.4 万吨，处于历史同期较高水平。
- 3) 最后，黑色商品（钢、铝、铜等）在下游冰箱的原料成本占比非常高（超过 60%），二季度大幅上涨也抑制了下游需求。随着黑色商品价格得到控制，有望激发下游采购意愿。

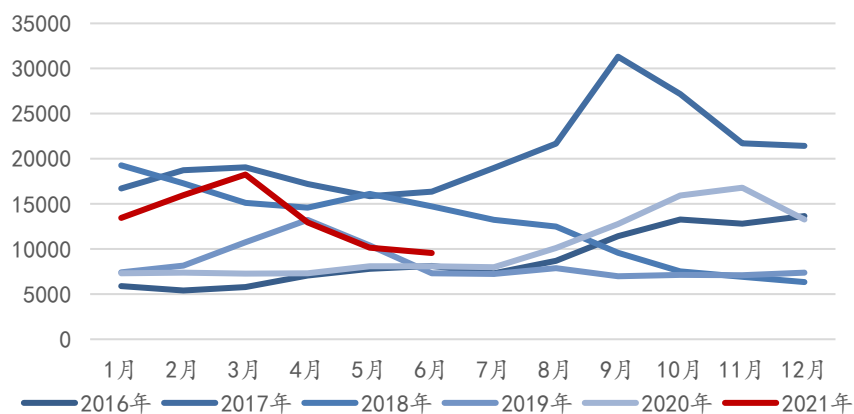
我们认为，在原材料价格上涨、MDI 价差缩小、行业盈利空间压缩的背景下，MDI 价格价差继续下行的可能性不大。同时，由于聚合 MDI 库存历史分位低于纯 MDI 历史分位，在“金九银十”的传统 MDI 需求旺季来临之前，聚合 MDI 价格有望率先反弹。

图表 1 聚合 MDI 价格曲线



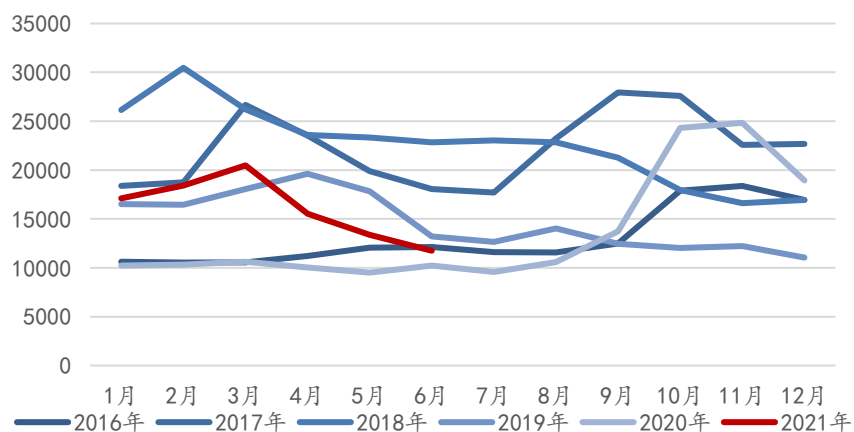
注：以产能成本曲线后 20% 产能为边际产能统计
资料来源：wind，环评报告，华安证券研究所

图表 2 聚合 MDI 月均价差变化 (元/吨)



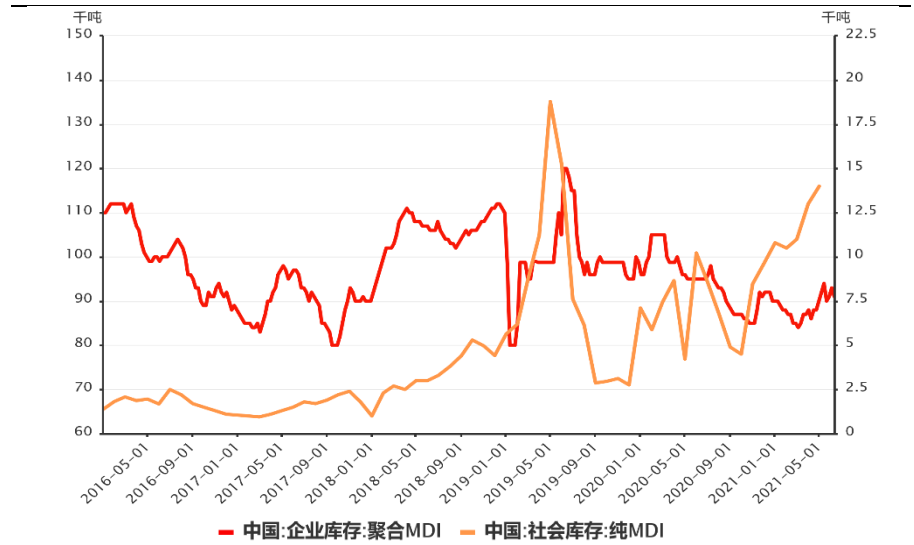
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 纯 MDI 月均价差变化 (元/吨)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 MDI 库存数据变化



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

● MDI 未来需求爆发关注建筑建材领域

建筑排碳占比高，打造绿色建筑是碳中和背景下大势所趋。据《中国建筑能耗研究报告(2020)》，2018年全国建筑全过程碳排放总量为49.3亿吨CO₂，占全国碳排放51.3%。建筑全过程能耗总量为21.47亿吨，占全国能源消费总量46.5%。随着城市化进程的加快，按现有的发展趋势，我国的建筑能耗还将继续提高，阻碍碳中和目标的实现。根据住建部2017年发布的《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》文件，“十二五”期间（2010-2015年）我国寒冷地区完成建筑节能改造面积9.9亿平方米，夏热冬冷地区完成建筑节能改造面积7090万平方米；并提出“十三五”期间（2015-2020年），城镇新建建筑能效水平提升20%，城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过50%，完成既有居住建筑节能改造面积5亿平方米以上，公共建筑节能改造1亿平方米，全国城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例超过60%。预计“十四五”期间，建筑节能的要求将继续提高，以应对碳中和的要求。根据最新发布的《绿色建筑创建行动方案》，到2022年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%，星级绿色建筑持续增加，既有建筑能效水平不断提高，绿色建材应用进一步扩大等。预计到2030年，绿色建筑面积将占到新建面积的90%以上。绿色建筑比例不断提高，未来将成为行业主流。绿色建筑定义是在全寿命期内，节约资源、保护环境、减少污染，为人们提供健康、适用、高效的使用空间，最大限度地实现人与自然和谐共生的高质量建筑。

建筑保温是建筑减排的重要手段。在建筑运营的过程中，能耗的来源主要是制冷制热和照明。为了减少制冷制热的能耗，必须提高建筑的保温效率。建筑散失到外界热量中有26%源自外墙，9%源自屋顶，通过铺设低导热系数的保温板可以减少这部分能量的损失。目前，我国建筑保温以岩棉板为主，而国外广泛使用的聚氨酯保温材料应用较少。

聚氨酯保温材料性能优异，有望成为建筑保温主流。聚氨酯保温材料导热系数极低，根据《建筑用聚氨酯硬泡体增强保温板团体标准》，聚氨酯保温板导热系数不高于 0.021W/(mK)，仅为常用的岩棉板 (0.04 W/(mK)) 的 1/2。在达到同等保温效果的前提下，聚氨酯保温板可以大幅减少所使用的材料厚度，提高保温系统的稳定性。在不同型号的聚氨酯硬泡保温材料的闭孔结构中，其闭孔率都达到了 90%以上，使其具有极好的防水、隔热性能。

聚氨酯保温材料已达到 B1 燃烧等级，在现行标准下可用于中低层建筑。按照现行的《建筑材料及制品燃烧性能分级国家标准 (GB8624-2012)》，建筑材料的燃烧等级可以分为四级，分别为 A 级（不燃材料，包括花岗岩、水泥、玻璃等）、B1 级（难燃材料，包括纤维石膏板、水泥刨花板、防火塑料等）、B2 级（可燃材料，包括天然木材、普通塑料板、墙布等）、B3 级（易燃材料，包括油毡、沥青、棉麻等）。根据《建筑用聚氨酯硬泡体增强保温板团体标准》，聚氨酯保温板燃烧性能要求已达到 B2 级以上，也已经有产品可以达到 B1 的燃烧等级。根据建筑设计防火规范国标 (GB 50016—2014)，B1 燃烧等级的建筑保温材料可以用于 100 米以下的无空腔住宅建筑、其他 50 米以下的无空腔建筑以及 24 米以下的所有建筑。在绿色建筑政策的推动下，符合条件的新建建筑及现有建筑都有望使用聚氨酯保温材料，已达到更好的建筑节能效果。

随着聚氨酯保温板行业标准的建立、防火性能的提高以及绿色建筑对建筑节能保温的高要求，国内聚氨酯保温板在建筑领域的应用有望再次打开，成为聚氨酯行业的重要增长点。万华由于拥有国内最大的现有产能和规划产能，也将从聚氨酯保温板推广中成为最大赢家。

图表 5 建筑设计防火规范国标 (GB 50016—2014)

建筑分类		保温材料燃烧性能			
		A级	B1级	B2级	B3级
设置人员密集场所的建筑		√	×	×	×
与基层墙体、装饰层之间无空腔的建筑外墙外保温系统	住宅建筑	>100m	√	×	×
		27-100m	√	√	×
	其他建筑	<27m	√	√	√
		>50m	√	×	×
		24-50m	√	√	×
与基层墙体、装饰层之间有空腔的建筑外墙外保温系统	<24m	√	√	√	
	>24m	√	×	×	
	≤24m	√	√	×	
		聚氨酯保温板燃烧性能范围			

资料来源：国家住建部，华安证券研究所

图表 6 建筑用聚氨酯硬泡体增强保温板团体标准

表 1 聚氨酯增强保温板基本性能指标要求

项 目	C ₁ /C ₂ 型	H型
表观密度 (kg/m ³)	≥35	≥55
导热系数23℃ [W/(m·k)]	≤0.021	
尺寸稳定性 (%)	≤1.0	
闭孔率 (%)	≥90	≥95
氧指数	≥26	

表 3 屋面和楼地面用聚氨酯增强保温板物理力学性能指标

表观密度 (kg/m ³)	压缩强度 (MPa)	吸水率 (V/V) (%)	不透水性 0.2MPa, 30min	燃烧性能
H型 ≥55	≥0.40	≤1	不渗水	不低于B ₂ 级

表 5 外墙外保温用聚氨酯增强保温板物理力学性能指标

表观密度 (kg/m ³)	压缩强度 (MPa)	垂直于板面抗拉强度 (MPa)	弯曲变形 (mm)	吸水率 (V/V) (%)	透湿系数 [ng/(m·s·Pa)]	燃烧性能
C ₁ 型 ≥35	≥0.30	≥0.10	≥6.5	≤3	≤6.5	不低于B ₂ 级

表 7 外墙内保温用聚氨酯增强保温板物理力学性能指标

表观密度 (kg/m ³)	压缩强度 (MPa)	垂直于板面抗拉强度 (MPa)	弯曲变形 (mm)	吸水率 (V/V) (%)	燃烧性能 烟气毒性	甲醛释放量 (mg/m ³)	TVOC (mg/m ³ ·h)
C ₂ 型 ≥35	≥0.30	≥0.10	≥6.5	≤3	不低于D级 不低于t1级	≤0.8	≤0.50

资料来源：上海市聚氨酯工业协会，华安证券研究所

● 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 15.72、14.37、12.78 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；公司核心产品因技术突破或合资经营等方式大规模扩散的风险；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。

● 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	15.72	14.37	12.78
P/B	5.86	4.70	3.54	2.77
EV/EBITDA	17.89	10.02	9.68	9.17

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%
归属母公司股东权益	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	15.72	14.37	12.78
					P/B	5.86	4.70	3.54	2.77
					EV/EBITDA	17.89	10.02	9.68	9.17

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。