

万华化学（600309.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2021年11月28日

**评级：买入（维持）**

市场价格：96.44

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

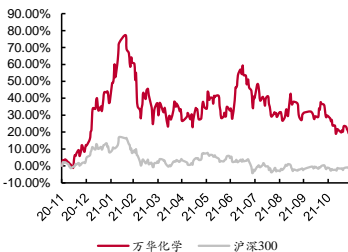
分析师：李博

执业证书编号：S0740521110001

Email: libo@r.qlzq.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)	96.44
市值(亿元)	3,028
流通市值(亿元)	1,373

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**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	128,253	134,938	138,720
增长率 yoy%	12.26%	7.91%	74.65%	5.21%	2.80%
净利润(百万元)	10,130	10,041	25,826	29,623	31,884
增长率 yoy%	-4.53%	-0.87%	157.20%	14.70%	7.63%
每股收益(元)	3.23	3.20	8.23	9.43	10.15
每股现金流量	8.26	5.37	9.78	13.11	11.63
净资产收益率	23.91%	20.58%	41.12%	37.34%	32.83%
P/E	29.89	30.15	11.72	10.22	9.50
PEG	0.70	0.64	0.42	0.24	0.20
P/B	7.15	6.21	4.82	3.82	3.12

备注：股价取自 2021/11/26

**投资要点**

- **事件：**万华化学公布12月份中国地区MDI挂牌价，自2021年12月份开始，公司中国地区聚合MDI市场挂牌价21500元/吨(比11月份价格下调1500元/吨)；纯MDI挂牌价23800元/吨(同11月份相比没有变动)。
- **点评：**
- **MDI 价格淡季回调，价格仍在舒适盈利区间。**截止2021/11/26，聚合MDI价格19050元/吨，周环比下降350元/吨(-1.8%)，月同比下降1650元/吨(-8.0%)；纯MDI价格22150元/吨，周环比下降600元/吨(-2.6%)，月同比下降2100元/吨(-8.7%)。价差方面，聚合MDI价差为13874元/吨，周环比下降30元/吨(-0.22%)，月同比下降733元/吨(-5.0%)；纯MDI价差为16974元/吨，周环比下降280元/吨(-1.6%)，月同比下降1183元/吨(-6.5%)。供给端，万华化学(宁波)有限公司的MDI一期装置40万吨/年将于11月27日开始停产检修，预计检修45天左右；MDI二期装置80万吨/年将于12月11日开始停产检修，预计检修45天左右；根据百川盈孚，上海科思创装置11月15日停车检修，国内其他装置基本运行正常。海外方面，德国科思创装置负荷低位运行；匈牙利BorsodChem MDI工厂35万吨/年装置11月17日因生产故障发生不可抗力；剩余其他装置负荷均运行高位，海外供应量相对充足。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户，其采购方式多为招标，冰箱冷柜行业生产高峰一般为3月左右；板材、外墙、管道等行业开工而受天气严寒影响，北方建筑保温管道整体开工下滑；纯MDI方面，下游氨纶开工负荷8-9成，订单稳定跟进，下游TPU开工5-6成左右，鞋底原液及浆料开工3-4成，需求并无明显改善。整体看，MDI供应正常，价格淡季回调符合市场预期。
- **美国房市高景气，MDI 出口保持增长。**据中国海关发布的最新数据，2021年9月，中国聚合MDI出口量为8.97万吨，同比增长65.0%，环比增长5.2%（比上月增加4444吨），作为中国聚合MDI的前三大出口目的地，9月出口至荷兰、美国和比利时占比分别为22.6%/17.2%/7.4%。2021年1-9月，中国聚合MDI累计出口量为78.65万吨，同比增长79.4%。10月份美国成屋销售(折年数)634万套，环比增长0.79%，创9个月以来新高。目前美国房地产市场库存低且价格高企，但房屋销售或仍保持弹性。根据NAR预测，2021年的全年成交量有望为2006年以来最高。美国房市助力海外MDI价格维持景气。根据海关数据，10月聚合MDI平均出口单价2315.95

美元/吨，同比上涨 76.03%。2021 年 9 月，中国纯 MDI 出口量为 1.19 万吨，同比增长 27.1%。环比增长 38.5%。2021 年 1-9 月，中国纯 MDI 累计出口量为 9.13 万吨，同比增长 34.2%。我们分析海外 MDI 装置普遍老旧，电力及供应链系统较脆弱，在极端天气、疫情等因素影响下海外装置不可抗力发生概率犹存，MDI 出口有望持续高增长。

- **福建有望复制烟台模式，长期看好建筑保温等需求增量。** 跟据福州江阴港城经济区管委会发布的万华化学（福建）年产 108 万吨苯胺项目环评公示，万华福建工业园拟将 MDI 项目扩建至 160 万吨/年（万华异氰酸酯公司），后期并续建大型煤气化项目及配套辅助公用设施，未来万华福建将成为继烟台与宁波之后第三大 MDI 生产基地。万华宁波计划将一期 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。未来万华 MDI 市占率及竞争力有望不断提高。绿色低碳建材，包括聚氨酯建筑保温材料和聚氨酯复材节能门窗等是万华重点关注及研发方向，有望为聚氨酯需求带来增量空间；风电叶片轻量化、大型化趋势下聚氨酯材料相比环氧树脂优势明显。“双碳”目标政策推进背景下，风电装机容量持续增长，聚氨酯材料前景广阔。
- **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 258.3 亿元、296.2 亿元、318.8 亿元，PE 分别为 11.7X/10.2X/9.5X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品、原料价格大幅波动；项目投产进度不达预期，产能释放不及预期；安全环保因素。

**图表 1：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>128,253</b>	<b>134,938</b>	<b>138,720</b>
增长率	7.9%	74.7%	5.2%	2.8%
营业成本	-53,766	-88,360	-90,151	-91,033
% 销售收入	73.2%	68.9%	66.8%	65.6%
毛利	19,667	39,894	44,787	47,687
% 销售收入	26.8%	31.1%	33.2%	34.4%
营业税金及附加	-676	-1,180	-1,242	-1,276
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-2,939	-5,133	-5,400	-5,552
% 销售收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-1,420	-2,480	-2,609	-2,683
% 销售收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	14,633	31,101	35,536	38,176
% 销售收入	19.9%	24.2%	26.3%	27.5%
财务费用	-1,076	-1,080	-1,079	-1,078
% 销售收入	1.5%	0.8%	0.8%	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%	0.4%	0.4%
营业利润	13,241	30,034	34,470	37,111
营业利润率	18.0%	23.4%	25.5%	26.8%
营业外收支	-93	-112	-112	-112
税前利润	<b>13,148</b>	<b>29,922</b>	<b>34,359</b>	<b>37,000</b>
利润率	17.9%	23.3%	25.5%	26.7%
所得税	-1,317	-3,388	-3,886	-4,183
所得税率	10.0%	11.3%	11.3%	11.3%
净利润	10,415	26,787	30,725	33,069
少数股东损益	373	961	1,102	1,186
归属于母公司的净利润	<b>10,041</b>	<b>25,826</b>	<b>29,623</b>	<b>31,884</b>
净利率	13.7%	20.1%	22.0%	23.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	10,415	26,787	30,725	33,069
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	961	1,102	1,186
营运资金的变动	7,264	-1,849	3,778	-4,015
<b>经营活动现金净流</b>	<b>16,850</b>	<b>30,695</b>	<b>41,149</b>	<b>36,527</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	-11,425	-13,105	-14,105
其他	23,894	2,278	-18,015	-13,088
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>19,813</b>	<b>-9,147</b>	<b>-31,120</b>	<b>-27,193</b>
<b>现金净流量</b>	<b>12,807</b>	<b>13,119</b>	<b>1,600</b>	<b>905</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,574	30,693	32,293	33,198
应收款项	6,974	19,618	11,953	15,251
存货	8,704	20,289	8,997	20,724
其他流动资产	7,275	7,478	7,432	7,436
流动资产	40,526	78,079	60,675	76,609
% 总资产	30.3%	44.6%	37.8%	42.9%
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%	33.0%	39.0%	37.0%
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%	55.4%	62.2%	57.1%
<b>资产总计</b>	<b>133,753</b>	<b>175,050</b>	<b>160,503</b>	<b>178,465</b>
短期借款	38,245	51,123	36,861	24,851
应付款项	18,943	41,521	26,290	37,298
其他流动负债	10,946	10,946	10,946	10,946
流动负债	68,134	103,590	74,097	73,095
长期贷款	11,822	2,675	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>108,411</b>	<b>76,243</b>	<b>75,241</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>48,780</b>	<b>62,806</b>	<b>79,325</b>	<b>97,103</b>
少数股东权益	2,870	3,833	4,935	6,121
<b>负债股东权益合计</b>	<b>133,753</b>	<b>175,050</b>	<b>160,503</b>	<b>178,465</b>

**比率分析**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	3.20	8.23	9.43	10.15
每股净资产 (元)	15.54	20.00	25.26	23.09
每股经营现金净流 (元)	5.37	9.78	13.11	11.63
每股股利 (元)	1.30	3.64	4.17	4.49
<b>回报率</b>				
净资产收益率	20.58%	41.12%	37.34%	26.48%
总资产收益率	7.79%	15.30%	19.14%	18.53%
投入资本收益率	17.83%	34.46%	36.78%	39.91%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	7.91%	74.65%	5.21%	2.80%
EBIT增长率	3.96%	105.09%	14.14%	7.38%
净利润增长率	-0.87%	157.20%	14.70%	7.63%
总资产增长率	38.08%	30.88%	-8.31%	11.19%
<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	40.7	39.1	38.6
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	160.1	160.5	167.0
<b>偿债能力</b>				
净负债/股东权益	38.78%	33.25%	36.42%	50.42%
EBIT利息保障倍数	14.2	29.0	33.2	35.7
资产负债率	61.38%	61.93%	47.50%	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。