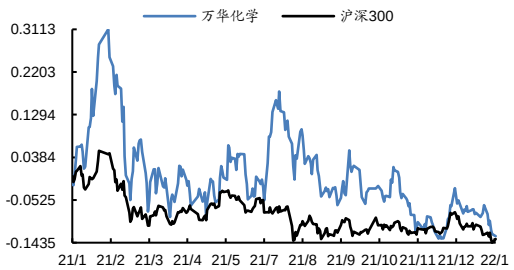
研究所
证券分析师： 李永磊 S0350521080004
15120081690 liyl03@ghzq.com.cn
证券分析师： 董伯骏 S0350521080009
15210959531 dongbj@ghzq.com.cn
联系人 ： 赵小燕 S0350121080059
19512219665 zhaoxy01@ghzq.com.cn

量价齐升，公司业绩大幅增长

——万华化学（600309）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	-7.4%	-9.0%	-11.3%
沪深 300	-3.8%	-3.3%	-12.7%

市场数据	2022/01/17
当前价格（元）	95.53
52 周价格区间（元）	93.40-150.18
总市值（百万）	299,940.00
流通市值（百万）	136,011.45
总股本（万股）	313,974.66
流通股本（万股）	142,375.64
日均成交额（百万）	882.59
近一月换手（%）	0.71

《万华化学（600309）公司深度研究： 万华化学 2021 年 12 月月报： 聚氨酯下游再扩张，MDI 下游环比改善 （买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2022-01-07

《——万华化学（600309）事件点评 ： 聚氨酯下游再扩张，产业链一体化优势尽显 （买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2021-12-25

《——万华化学（600309）公司深度研究 ： 万华化学 2021 年 11 月月报： 五大新项目环评，下游汽车产量好转 （买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2021-12-06

事件：

2022 年 1 月 17 日，万华化学发布 2021 年年度业绩预增预告：公司预计 2021 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 240-252 亿元，同比增长 139%-151%。每股收益 7.64-8.03 元。

投资要点：

■ **量价齐升，公司业绩大幅增长**

2021 年，全球主要经济体疫苗接种率持续提高，全球经济复苏，市场需求提振，化工产品价格提升。公司 MDI 技改、乙烯等新产能、新装置投产，聚氨酯、石化以及精细化学品等主要产品量价齐升，经营业绩同比去年实现大幅增长。

从量的角度看，2021 年 2 月，公司烟台工业园 MDI 装置技术改造完成，产能从 60 万吨/年扩大至 110 万吨/年；2021 年 10 月，公司匈牙利宝思德化学公司 30 万吨/年 MDI 装置通过技改产能增长至 35 万吨/年。2021 年万华化学 MDI 产能共计增长 55 万吨。据百川盈孚，2021 年国内山东地区和浙江地区合计 MDI 产量 160 万吨，同比增长 33%。

从价格价差的角度看，据 wind，2021 年聚合 MDI 的市场均价为 19864.93 元/吨，同比增长 37.41%；纯 MDI 的市场均价为 22338.90 元/吨，同比增长 25.25%。聚合 MDI 和纯苯的价差为 13835.13 元/吨，同比增长 24.73%；纯 MDI 和纯苯的价差为 16309.11 元/吨，同比增长 12.70%。涨价的品种不仅仅是聚氨酯板块产品，石化和新材料板块的产品价格也大幅上涨。化工品的价格走势反映了在需求维持的背景下，能耗双控、限电限产、装置不可抗力等带来的供需紧张。这一波由疫情和环保带来的行业景气周期，有望带动中国龙头企业全球市占率的加速提升，进而持续增长万华化学等龙头企业的竞争力和盈利能力。

■ **百万乙烯项目高负荷运行，石化板块处于景气周期**

自 2020 年 11 月大乙烯项目投产以来，开工负荷逐渐提升，2021 年基本处于高负荷状态，主要产品产量、销量同比增加。从价格角度看，据 wind，2021 年 LLDPE 的市场均价为 8400.88 元/吨（同比+20.14%）；聚丙烯的市场均价为 8685.82 元/吨（同比+11.94%）；乙烯法聚氯乙烯的市场均

《——万华化学（600309）事件点评： NMP 项目环评，电池产业布局再扩张 （买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2021-11-24
《ADI：聚氨酯皇冠上的明珠，产品集群雏形已现（买入）*化学制品*董伯骏，李永磊》——2021-11-18

价为 9747.32 元/吨（同比+40.39%）。万华石化板块主要产品仍处于较高的景气周期。

■ **公司加速扩张，项目建设持续推进**

万华化学继续加速前行，项目建设持续推进，工业生产稳定运行。2021 年前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到了 189.45 亿元，在 2020 年前三季度的 173.94 亿元的基础上再增加 15.52 亿元。烟台工业园 2 月份顺利完成 MDI 装置技改扩能；宁波工业园以最高效的方式满足客户差异化需求，质量零投诉；匈牙利 BC 公司积极防疫，安全稳定、高质量运行；福建工业园积极推进 MDI 及配套项目建设；四川眉山工业园上半年在抓好改性塑料生产的同时，积极推进锂电池正极材料和可降解塑料等项目的建设工作。**据不完全统计，按照 2021 年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计 2022 年将新增营收 262 亿元，2023 年将新增营收 597 亿元，全部项目均投产后将新增营收 1576 亿元，再造一个万华化学。**

■ **持续研发投入，蓄势待发**

公司持续坚持研发投入，开发具有自主知识产权的工艺和技术，2021 前三季度公司研发支出 21.49 亿元，同比增加 50.64%，占营业收入 2%（同比减少 0.9 个百分点）；其中 2021 年 Q3 研发支出 9.27 亿元，同比增加 71.22%，环比增加 44.46%；占营业收入 2.34%（同比减少 0.62 个百分点，环比增加 0.57 个百分点）。2021 年上半年公司共申请国内外发明专利 251 件，新获得发明专利授权 284 件。

2021 年 3 月，万华化学全球研发中心及总部基地（一期）竣工验收。研发中心功能为开发化工领域新产品、新技术和新材料，进行产业化全流程的技术和管理支持；公司现有各业务的工艺技术改进；为公司内外部客户提供全方位技术解决方案和技术支持服务。**目前主要实验包括 C1 技术开发中心的 ABS 项目、PBAT 项目、PMMA 项目、基础加氢催化剂项目、香兰素项目、酯交换 PC 项目、异壬酸异壬项目、柠檬醛项目、BDO 项目等，C3 过程安全&过程开发中心（装置优化中心）的热安全和应急泄放项目，C4 新兴技术中心的卡波姆项目、PU 合成项目、PA 合成项目、建筑材料项目、护理化学项目、纺织合成革项目、胶粘剂项目、助剂开发项目等，C5 分析测试中心的分析实验室。**随着万华化学研发领域投入的不断增加，持续加大高端化学品的研发力度，公司将不断向着全球新材料龙头前进。

■ **盈利预测和投资评级**：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 250.03、266.37、284.90 亿元，对应 PE 分别 13、12、11，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：经济下行；项目建设不及预期；市场大幅度波动；新产品不及预期；环保及安全生产；同行业竞争加剧。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73433	138124	153054	180849
增长率(%)	8	88	11	18
归母净利润（百万元）	10041	25003	26637	28490
增长率(%)	-1	149	7	7
摊薄每股收益（元）	3.20	7.96	8.48	9.07
ROE(%)	21	34	27	22
P/E	28	13	12	11
P/B	6	4	3	2
P/S	4	2	2	2
EV/EBITDA	18	7	7	5

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309		股价:	95.53	投资评级:	买入		日期:	2022/01/17
财务指标	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**每股指标与估值**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	21%	34%	27%	22%	EPS	3.20	7.96	8.48	9.07
毛利率	27%	30%	29%	28%	BVPS	15.54	23.50	31.98	41.06
期间费率	7%	7%	7%	7%	**估值**				
销售净利率	14%	18%	17%	16%	P/E	28.45	12.68	11.91	11.13
成长能力					P/B	5.86	4.30	3.16	2.46
收入增长率	8%	88%	11%	18%	P/S	4.08	2.17	1.96	1.66
利润增长率	-1%	149%	7%	7%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
总资产周转率	0.55	0.77	0.72	0.72	**营业收入**	**73433**	**138124**	**153054**	**180849**
应收账款周转率	11.64	13.24	12.39	12.80	营业成本	53766	96467	108394	130417
存货周转率	8.44	8.49	8.55	8.31	营业税金及附加	676	1105	1224	1447
偿债能力					销售费用	2939	5525	6122	7234
资产负债率	61%	56%	50%	46%	管理费用	1420	2791	3026	3615
流动比	0.59	0.83	1.01	1.24	财务费用	1076	1209	1133	1053
速动比	0.46	0.63	0.80	1.01	其他费用/（-收入）	2043	4006	4362	6511
					营业利润	**11825**	**29023**	**30860**	**33034**
资产负债表（百万元）	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	营业外净收支	-93	-90	-100	-100
现金及现金等价物	17574	32845	48819	73733	**利润总额**	**11732**	**28933**	**30760**	**32934**
应收款项	6309	10432	12355	14129	所得税费用	1317	2893	3076	3293
存货净额	8704	16261	17909	21766	**净利润**	10415	26039	27684	29641
其他流动资产	7940	12544	14304	16330	少数股东损益	373	1036	1047	1151
流动资产合计	**40526**	**72083**	**93387**	**125958**	**归属于母公司净利润**	**10041**	**25003**	**26637**	**28490**
固定资产	56371	60165	66434	65594					
在建工程	23257	29760	32607	37281	**现金流量表（百万元）**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
无形资产及其他	12284	14886	17066	19456	**经营活动现金流**	**16850**	**48774**	**46079**	**56711**
长期股权投资	1314	1650	2116	2516	净利润	10415	26039	27684	29641
资产总计	**133753**	**178543**	**211608**	**250806**	少数股东权益	373	1036	1047	1151
短期借款	38245	38245	38245	38245	折旧摊销	5236	19208	17315	24133
应付款项	17493	31848	35527	42901	公允价值变动	6	0	0	0
预收帐款	0	2369	1313	2327	营运资金变动	-411	2467	51	1900
其他流动负债	12395	14422	17182	18350	**投资活动现金流**	**-23855**	**-32206**	**-28809**	**-30500**
流动负债合计	**68134**	**86885**	**92266**	**101823**	资本支出	-23119	-32040	-28552	-30301
长期借款及应付债券	11822	11822	11822	11822	长期投资	-721	-486	-616	-551
其他长期负债	2146	2146	2146	2146	其他	-16	320	359	352
长期负债合计	**13968**	**13968**	**13968**	**13968**	**筹资活动现金流**	**19813**	**-1297**	**-1297**	**-1297**
负债合计	**82102**	**100853**	**106234**	**115791**	债务融资	25447	0	0	0
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	720	0	0	0
股东权益	51651	77690	105374	135015	其它	-6354	-1297	-1297	-1297
负债和股东权益总计	**133753**	**178543**	**211608**	**250806**	**现金净增加额**	**12785**	**15272**	**15974**	**24914**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7 年化工实业工作经验，6 年半化工行业研究经验。
董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2 年上市公司资本运作经验，4 年化工行业研究经验。
赵小燕，浙江大学化工学院博士，化工行业研究助理。1 年半化工行业研究经验。
汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。