

万华化学（600309.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年1月18日

评级：买入（维持）

市场价格：95.53

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

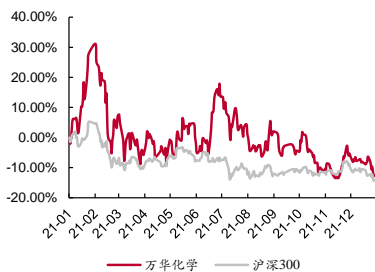
分析师：李博

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)	95.53
市值(亿元)	2,999
流通市值(亿元)	1,360

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	127,237	131,184	134,426
增长率 yoy%	12.26%	7.91%	73.27%	3.10%	2.47%
净利润(百万元)	10,130	10,041	25,103	26,891	28,779
增长率 yoy%	-4.53%	-0.87%	150.00%	7.12%	7.02%
每股收益(元)	3.23	3.20	8.00	8.56	9.17
每股现金流量	8.26	5.37	9.58	12.27	10.56
净资产收益率	23.91%	20.58%	40.23%	34.74%	30.80%
P/E	29.6	29.9	11.9	11.2	10.4
PEG	0.78	0.71	0.45	0.29	0.25
P/B	7.08	6.15	4.81	3.88	3.21

备注：股价取自 2022/1/17

投资要点

- 事件：**公司发布业绩预告，公司预计2021年归母净利润为240亿元到252亿元，同比增长139%到151%。对应第四季度净利润为44.58亿元到56.58亿元，同比-4.99%至+20.59%，环比-25.84%至-5.87%。
- 点评：**
- 全球经济复苏需求提振，化工产品价格提升。**根据万得，2021年聚合MDI均价19870.52元/吨，同比上涨37.45%；纯MDI均价22342.76元/吨，同比上涨25.27%。展望2022年，我们谨慎乐观看好MDI价格中高位。供给端，2022年除科思创西班牙存5万吨扩产预期外，全球几无新增产能。需求端，聚氨酯建筑保温材料和聚氨酯复材节能门窗等有望为聚氨酯需求带来增量空间；风电装机容量持续增长，聚氨酯材料替代环氧树脂前景广阔。产销方面，考虑到2021年烟台新增产能爬坡及BC临时停车，2022年MDI产销量有望进一步提升。公司85万吨聚醚扩建环评公示，随着公司环氧丙烷产业链的完善，公司聚醚一体化优势及与MDI协同效应有望不断加强。
- 出口美国保持高增，MDI出口景气持续。**根据中国海关，2021年1-11月，中国聚合MDI累计出口量为93.90万吨，同比增长72.6%，美国依然是最大出口目的地；2021年1-11月，中国纯MDI累计出口量为11.11万吨，同比增长23.7%。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。以美国为代表的海外经济加快复苏叠加减碳房屋节能改造，MDI出口有望持续高增长。
- 重新定位产业集群。新材料不断延伸。**根据万华官网，公司业务定位已由原三大产业集群变更为聚氨酯、石化、精细化学品、新兴材料四大产业集群。成立精细化工有限公司，重点发力生物基等精细化学品。根据眉山市人民政府，四川眉山高新区年产5万吨磷酸铁锂电正极材料项目正式开工。我们认为公司将以三元正极及磷酸铁锂为基础，继续不断深耕锂电材料产业链，打造新兴技术产业集群。
- 投资建议：**维持盈利预测。预计公司2021-2023年归母净利润分别为251.0亿元、268.9亿元、287.8亿元，PE分别为11.9X/11.2X/10.4X，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；安全环保因素。



图表：盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,433	127,237	131,184	134,426
增长率	7.9%	73.3%	3.1%	2.5%
营业成本	-53,766	-88,258	-89,847	-90,661
% 销售收入	73.2%	69.4%	68.5%	67.4%
毛利	19,667	38,979	41,338	43,765
% 销售收入	26.8%	30.6%	31.5%	32.6%
营业税金及附加	-676	-1,171	-1,207	-1,237
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-2,939	-5,092	-5,250	-5,380
% 销售收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-1,420	-2,460	-2,537	-2,600
% 销售收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	14,633	30,256	32,344	34,549
% 销售收入	19.9%	23.8%	24.7%	25.7%
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	29,189	31,278	33,484
营业利润率	18.0%	22.9%	23.8%	24.9%
营业外收支	-93	-112	-112	-112
税前利润	13,148	29,078	31,167	33,373
利润率	17.9%	22.9%	23.8%	24.8%
所得税	-1,317	-3,293	-3,528	-3,775
所得税率	10.0%	11.3%	11.3%	11.3%
净利润	10,415	26,037	27,891	29,850
少数股东损益	373	934	1,000	1,070
归属于母公司的净利润	10,041	25,103	26,891	28,779
净利率	13.7%	19.7%	20.5%	21.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	10,415	26,037	27,891	29,850
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	934	1,000	1,070
营运资金的变动	7,264	-1,719	3,993	-4,171
经营活动现金净流	16,850	30,075	38,529	33,150
固定资本投资	-18,084	-7,000	-7,000	-7,000
投资活动现金净流	-23,855	-8,429	-8,429	-8,429
股利分配	-4,082	-11,105	-11,896	-12,731
其他	23,894	2,335	-17,260	-11,214
筹资活动现金净流	19,813	-8,770	-29,156	-23,946
现金净流量	12,807	12,876	945	776

资产负债表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,574	30,450	31,394	32,170
应收款项	6,974	19,408	11,465	14,898
存货	8,704	20,256	8,931	20,668
其他流动资产	7,275	7,476	7,428	7,433
流动资产	40,526	77,589	59,218	75,169
% 总资产	30.3%	44.4%	37.2%	42.5%
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%	33.1%	39.4%	37.3%
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%	55.6%	62.8%	57.5%
资产总计	133,753	174,561	159,045	177,025
短期借款	38,245	50,803	37,674	27,538
应付款项	18,943	41,405	26,075	37,073
其他流动负债	10,946	10,946	10,946	10,946
流动负债	68,134	103,154	74,695	75,556
长期贷款	11,822	3,052	0	0
其他长期负债	2,146	2,146	2,146	2,146
负债	82,102	108,352	76,841	77,702
普通股股东权益	48,780	62,403	77,398	93,446
少数股东权益	2,870	3,806	4,806	5,877
负债股东权益合计	133,753	174,561	159,045	177,025

比率分析

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	3.20	8.00	8.56	9.17
每股净资产 (元)	15.54	19.88	24.65	23.09
每股经营现金净流 (元)	5.37	9.58	12.27	10.56
每股股利 (元)	1.30	3.54	3.79	4.05
回报率				
净资产收益率	20.58%	40.23%	34.74%	26.48%
总资产收益率	7.79%	14.92%	17.54%	16.86%
投入资本收益率	17.83%	33.53%	33.55%	36.29%
增长率				
营业总收入增长率	7.91%	73.27%	3.10%	2.47%
EBIT增长率	3.96%	99.57%	6.84%	6.76%
净利润增长率	-0.87%	150.00%	7.12%	7.02%
总资产增长率	38.08%	30.51%	-8.89%	11.30%
资产管理能力				
应收账款周转天数	29.2	24.7	27.0	25.8
存货周转天数	42.4	41.0	40.0	39.6
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	161.4	165.1	172.3
偿债能力				
净负债/股东权益	39.25%	34.91%	36.42%	50.42%
EBIT利息保障倍数	14.2	28.3	30.2	32.3
资产负债率	61.38%	62.07%	48.31%	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。