

万华化学 (600309.SH)

TDI 价格持续走高，福建 TDI 项目夯实龙头地位

核心观点：

- **事件：**TDI 价格近期持续上行，根据 Wind 数据，2022 年 2 月 11 日 TDI 价格为 19400 元/吨，相较一周前上涨 3.5%，较一月前上涨 14.8%，较 2021 年 11 月低位的 13900 元/吨上涨 39.6%。
- **供应趋紧，TDI 价格价差环比上行。**据百川盈孚，国内巨力烟台（8 万吨）、甘肃银光（12 万吨）、万华福建（一套 5 万吨装置）停车检修；国外印度 GNFC（6.7 万吨）、韩国 OCI（5 万吨）停车检修；现停产检修产能占全球总产能约 10%，此外 2 月份以来美国暴风雪天气或影响墨西哥湾地区 TDI 正常生产。据 Wind 数据，供应趋紧下，TDI 价格 22Q1 至今环比 21Q4 上涨 22.7%，价差环比上涨 76.8%。
- **“金三银四”旺季临近，“稳增长”提振下游预期，出口景气持续，TDI 需求边际向好。**据百川盈孚，当前工厂库存低位、市场库存处中下水平，旺季临近下游采购需求提升；“稳增长”政策下，1 月末社会融资规模存量增速 10.5%，自 2021 年 11 月份以来连续 3 个月回升，持续提振下游预期；出口方面，21 年全年 TDI 净出口 35.4 万吨，同比 20/19 年分别增长 61.4%/300.3%，出口保持高景气。
- **万华 TDI 产能稳步扩张。**根据 20 年年报，万华现有 TDI 产能 65 万吨，分别为烟台 30 万吨、匈牙利 BC 25 万吨、福建 10 万吨，全球市占率为 17.8%，仅略低于巴斯夫的 92 万吨和科思创的 91 万吨。TDI 作为万华聚氨酯板块发展的核心之一，将继续“降本提效，强化定价权”，22 年 2 月万华福建 25 万吨/年 TDI 扩建项目破土动工，拟投资 19.27 亿元扩增 TDI 产能 15 万吨，预计 23 年上半年投产，万华 TDI 产能稳步增长。
- **盈利预测及投资建议。**预计 21-23 年业绩分别为 7.91/8.35/9.50 元/股。参考行业估值，我们维持公司合理价值为 133.60 元/股的观点不变，对应 2022 年业绩 16 倍 PE 估值水平，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**新项目投产推迟；下游需求不及预期；原油价格大幅波动。

盈利预测：

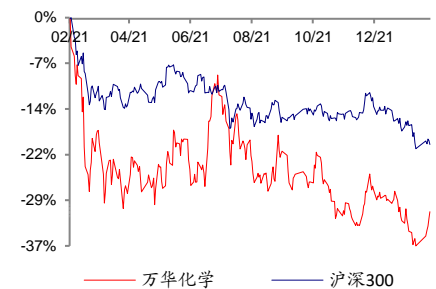
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	68,051	73,433	132,000	138,172	151,859
增长率（%）	-6.6	7.9	79.8	4.7	9.9
EBITDA（百万元）	17,156	17,826	35,072	36,919	41,898
归母净利润（百万元）	10,130	10,041	24,831	26,217	29,822
增长率（%）	-34.9	-0.9	147.3	5.6	13.8
EPS（元/股）	3.23	3.20	7.91	8.35	9.50
市盈率（P/E）	17.41	28.47	12.41	11.75	10.33
ROE（%）	23.9	20.6	32.3	25.0	21.7
EV/EBITDA	11.72	17.89	9.22	8.39	7.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	98.14 元
合理价值	133.60 元
前次评级	买入
报告日期	2022-02-12

相对市场表现



分析师：

何雄



SAC 执证号：S0260520050004

SFC CE No. BQW866



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师：

邓先河



SAC 执证号：S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

请注意，邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

万华化学（600309.SH）：淡 2022-01-27
季上调 MDI 挂牌价，出口保持景气

万华化学（600309.SH）：Q4 2022-01-18
业绩符合预期，“稳增长”或提振 MDI 需求

万华化学（600309.SH）：Q3 2021-10-19
延续高增长，聚合 MDI 10 月挂牌价上调

联系人：丁续

dingxu@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23,484	40,526	61,632	62,528	77,607	经营活动现金流	25,933	16,850	37,427	34,620	39,702
货币资金	4,566	17,574	25,680	25,168	37,365	净利润	10,593	10,415	25,338	26,752	30,431
应收及预付	4,871	7,090	12,230	12,805	14,059	折旧摊销	4,601	5,236	5,449	6,476	7,797
存货	8,587	8,704	16,146	16,927	18,438	营运资金变动	8,951	-411	5,144	621	1,069
其他流动资产	5,460	7,159	7,576	7,629	7,745	其它	1,788	1,609	1,496	771	404
非流动资产	73,382	93,226	109,155	124,686	142,406	投资活动现金流	-18,367	-23,855	-14,198	-13,188	-15,305
长期股权投资	718	1,314	1,514	1,714	1,914	资本支出	-17,797	-23,119	-13,980	-12,980	-15,097
固定资产	37,478	56,371	66,237	75,575	87,092	投资变动	-711	-721	-343	-343	-343
在建工程	24,066	23,257	29,257	35,257	41,257	其他	142	-16	125	135	135
无形资产	5,337	6,905	6,905	6,905	6,905	筹资活动现金流	-9,233	19,813	-15,123	-21,944	-12,200
其他长期资产	5,783	5,380	5,243	5,236	5,239	银行借款	50,325	91,773	-9,680	-14,168	-4,397
资产总计	96,865	133,753	170,787	187,214	220,012	股权融资	63	720	0	0	0
流动负债	44,800	68,134	74,598	60,459	58,012	其他	-59,621	-72,680	-5,443	-7,776	-7,802
短期借款	20,034	38,245	26,565	10,397	4,000	现金净增加额	-1,674	12,785	8,106	-512	12,197
应付及预收	18,746	17,493	30,853	32,347	35,234	期初现金余额	6,193	4,519	17,574	25,680	25,168
其他流动负债	6,020	12,395	17,180	17,715	18,779	期末现金余额	4,519	17,303	25,680	25,168	37,365
非流动负债	8,134	13,968	15,968	17,968	19,968						
长期借款	5,963	11,822	13,822	15,822	17,822						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2,172	2,146	2,146	2,146	2,146						
负债合计	52,934	82,102	90,566	78,427	77,980						
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140						
资本公积	2,162	2,161	2,161	2,161	2,161						
留存收益	37,144	43,104	71,167	99,198	131,835						
归属母公司股东权益	42,364	48,780	76,844	104,874	137,511						
少数股东权益	1,567	2,870	3,377	3,912	4,521						
负债和股东权益	96,865	133,753	170,787	187,214	220,012						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	68,051	73,433	132,000	138,172	151,859
营业成本	48,998	53,766	92,081	96,538	105,154
营业税金及附加	576	676	1,056	1,382	1,519
销售费用	2,783	2,939	4,356	4,560	5,011
管理费用	1,434	1,420	1,848	1,934	2,278
研发费用	1,705	2,043	3,036	3,316	3,796
财务费用	1,080	1,076	1,125	459	-219
资产减值损失	-284	-488	-280	-150	-140
公允价值变动收益	8	-6	0	0	0
投资净收益	159	179	125	135	135
营业利润	12,297	11,825	29,104	30,729	35,075
营业外收支	-37	-93	20	20	-97
利润总额	12,260	11,732	29,124	30,749	34,978
所得税	1,667	1,317	3,786	3,997	4,547
净利润	10,593	10,415	25,338	26,752	30,431
少数股东损益	463	373	507	535	609
归属母公司净利润	10,130	10,041	24,831	26,217	29,822
EBITDA	17,156	17,826	35,072	36,919	41,898
EPS (元)	3.23	3.20	7.91	8.35	9.50

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-6.6%	7.9%	79.8%	4.7%	9.9%
营业利润增长	-37.3%	-3.8%	146.1%	5.6%	14.1%
归母净利润增长	-34.9%	-0.9%	147.3%	5.6%	13.8%
获利能力					
毛利率	28.0%	26.8%	30.2%	30.1%	30.8%
净利率	15.6%	14.2%	19.2%	19.4%	20.0%
ROE	23.9%	20.6%	32.3%	25.0%	21.7%
ROIC	14.8%	10.9%	21.3%	19.5%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	54.6%	61.4%	53.0%	41.9%	35.4%
净负债比率	120.5%	159.0%	112.9%	72.1%	54.9%
流动比率	0.52	0.59	0.83	1.03	1.34
速动比率	0.32	0.46	0.59	0.73	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.55	0.77	0.74	0.69
应收账款周转率	15.35	11.64	12.17	12.17	12.17
存货周转率	7.92	8.44	8.18	8.16	8.24
每股指标 (元)					
每股收益	3.23	3.20	7.91	8.35	9.50
每股经营现金流	8.26	5.37	11.92	11.03	12.64
每股净资产	13.49	15.54	24.47	33.40	43.80
估值比率					
P/E	17.41	28.47	12.41	11.75	10.33
P/B	4.16	5.86	4.01	2.94	2.24
EV/EBITDA	11.72	17.89	9.22	8.39	7.00

广发基础化工行业研究小组

- 何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 邓 先 河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 齐 坤：高级研究员，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁 续：同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。