

## 万华化学

600309

买入 (维持)

产品量价齐升助力业绩大增，  
新材料规划丰富保障公司持续成长

2022年03月15日

## 市场数据

市场数据日期	2022-03-15
收盘价(元)	75.55
总股本(百万股)	3139.75
流通股本(百万股)	1423.76
总市值(百万元)	237207.86
流通市值(百万元)	107564.80
净资产(百万元)	68498.53
总资产(百万元)	190309.58
每股净资产	21.82

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	145538	150426	162741	170018
同比增长	98.2%	3.4%	8.2%	4.5%
归母净利润(百万元)	24649	24933	26888	28012
同比增长	145.5%	1.2%	7.8%	4.2%
毛利率	26.3%	25.6%	25.6%	25.7%
净利率	16.9%	16.6%	16.5%	16.5%
净资产收益率	36.0%	26.6%	23.7%	19.8%
每股收益(元)	7.85	7.94	8.56	8.92
每股经营现金流(元)	8.89	10.95	11.77	13.17

## 相关报告

《【兴证化工】万华化学(600309)2021年年度业绩预告点评:业绩同比大幅增长,MDI有望维持景气,新项目投产在即助力公司持续成长》  
2022-01-18

《【兴证化工】万华化学(600309)2021年三季报点评:聚氨酯板块继续量价齐升,业绩同比继续大增,供需紧张格局不改,MDI盈利有望继续向好》  
2021-10-19

《【兴证化工】万华化学(600309)2021年半年报点评:海外市场景气公司产品量价齐升,8月MDI挂牌价已迎上调,继续看好后续MDI盈利提升》  
2021-07-30

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

张勳

zhangxun19@xyzq.com.cn

S0190521100002

## 投资要点

● **事件:** 万华化学发布 2021 年报, 报告期内公司实现营业收入 1455.38 亿元, 同比增长 98.19%; 实现归母净利润 246.49 亿元, 同比增长 145.47%, 按最新总股本计, 实现每股收益 7.85 元, 每股经营性净现金流 8.89 元。2021Q4 单季度实现营业收入 382.19 亿元, 同比增长 57.92%, 环比下滑 3.64%; 实现归母净利润 51.07 亿元, 同比增长 8.84%, 环比下滑 15.04%。公司公告本次利润分配方案: 以 2021 年 12 月 31 日总股本 31.4 亿股为基数, 用可供股东分配的利润向全体股东每 10 股派发 25 元现金红利(含税), 共计分配利润总额为 78.49 亿元。

● **维持“买入”的投资评级。** 2021 年全球化工品下游需求继续向好, MDI 供需仍紧, 盈利维持在较高水平。公司 MDI、聚醚完成扩产, 大乙烯及新材料等装置投产, 公司产品量价齐升业绩实现大幅增长。

万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI 行业集中度高, 新建装置难度大、周期长; 万华依赖于持续研发攻关实现技术突破, 实现产能低成本、快速飞跃, 巩固全球第一地位。公司 C3/C4 石化装置运行平稳, 100 万吨大乙烯装置成功投产, 并实现国内多点布局, 有望加深石化产业链布局, 协同强化其他板块优势。公司 PC、PMMA 等新材料项目陆续投产, 依托研发领先持续布局新能源材料、香精香料、ADI、尼龙-12 等。未来新项目陆续落地将助力公司产品进一步多元化, 产业链配套及布局进一步完善。公司治理结构出色, 向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心供应商等高远目标大步迈进。我们调整公司 2022-2023 年 EPS 预测分别至 7.94、8.56 元, 给予 2024 年 EPS 预测为 8.92 元, 维持“买入”的投资评级。

**风险提示: 全球宏观经济不及预期的风险, 原材料价格大幅波动的风险。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

### 事件

万华化学发布 2021 年报, 报告期内公司实现营业收入 1455.38 亿元, 同比增长 98.19%; 实现归母净利润 246.49 亿元, 同比增长 145.47%, 按最新总股本计, 实现每股收益 7.85 元, 每股经营性净现金流 8.89 元。2021Q4 单季度实现营业收入 382.19 亿元, 同比增长 57.92%, 环比下滑 3.64%; 实现归母净利润 51.07 亿元, 同比增长 8.84%, 环比下滑 15.04%。

公司公告本次利润分配方案: 以 2021 年 12 月 31 日总股本 31.4 亿股为基数, 用可供股东分配的利润向全体股东每 10 股派发 25 元现金红利(含税), 共计分配利润总额为 78.49 亿元。

### 点评

2021 年全球化工品下游需求继续向好, MDI 供需仍紧, 盈利维持在较高水平。公司 MDI、聚醚完成扩产, 大乙烯及新材料等装置投产, 公司产品量价齐升业绩实现大幅增长。

- **公司业绩同比延续高增长。**2021 年公司实现营业收入 1455.38 亿元, 同比增长 98.19%。**2021 年全球经济延续向好态势, 公司核心产品 MDI 新产能释放, 产销量环比提升、价格/价差上升, 带动营收同比大幅增长。**三大板块营收分别为: 聚氨酯系列实现营收 604.92 亿元(同比+75.76%), 石化系列实现营收 614.09 亿元(同比+166.01%), 精细化学品及新材料系列实现营收 154.64 亿元(同比+94.57%)。

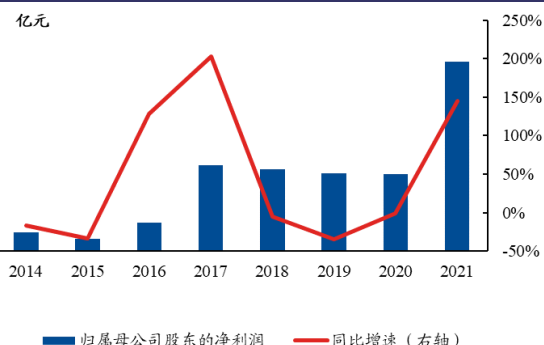
2021 年公司实现综合毛利 382.21 亿元(同比+185.54 亿元, +94.34%); 综合毛利率为 26.26%, 同比增长 2.41pcts(会计政策调整后)。净利润方面, 报告期内**公司主要产品销量与盈利同比大幅上涨, 带动业绩大幅提升,**公司实现归母净利润 246.49 亿元, 同比增长 145.47%。

**单季度来看, 公司 Q4 营收与净利润同比继续增长, 环比有所下滑。**单季度来看, 2021Q4 单季度实现营业收入 382.19 亿元, 同比增长 57.92%, 环比下滑 3.64%; 实现归母净利润 51.07 亿元, 同比增长 8.84%, 环比下滑 15.04%。

图 1、2021 年公司营收同比延续高增长



图 2、2021 年公司归母净利润同比延续高增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、万华化学分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	20-4Q	21-1Q	21-2Q	21-3Q	21-4Q	QOQ	2020-12	2021-12
营业收入	24201	31312	36345	39661	38219	57.9%	73433	145538
营业成本	17800	21251	25382	28994	31689	78.0%	55916	107317
毛利	6402	10061	10963	10667	6530	2.0%	17517	38221
销售费用	-1313	921	1062	1184	-2116	-	788	1052
管理费用	541	418	425	476	572	5.8%	1420	1892
财务费用	492	291	372	365	450	-8.4%	1076	1479
研发费用	616	580	642	927	1019	65.3%	2043	3168
资产减值	-486	-1	-41	-13	-1021	-	-488	-1075
公允价值	1	-0	3	3	2	106.6%	-6	7
投资收益	73	284	70	32	106	44.5%	179	492
营业利润	5377	7840	8301	7656	5629	4.7%	11825	29425
利润总额	5351	7835	8315	7467	5534	3.4%	11732	29151
归母净利润	4692	6621	6909	6011	5107	8.8%	10041	24649
EPS	1.494	2.109	2.201	1.915	1.627	8.8%	3.198	7.851
销售费用率	-5.4%	2.9%	2.9%	3.0%	-5.5%	-0.1%	1.1%	0.7%
管理费用率	2.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.5%	-0.7%	1.9%	1.3%
财务费用率	2.0%	0.9%	1.0%	0.9%	1.2%	-0.9%	1.5%	1.0%
研发费用率	2.5%	1.9%	1.8%	2.3%	2.7%	0.1%	2.8%	2.2%
所得税率	10.4%	13.9%	15.4%	18.3%	6.8%	-3.6%	11.2%	14.1%
毛利率	26.5%	32.1%	30.2%	26.9%	17.1%	-9.4%	23.9%	26.3%
净利率	19.4%	21.1%	19.0%	15.2%	13.4%	-6.0%	13.7%	16.9%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

- **产品产销规模增加、研发支出大幅增长，费用率维持低位。**公司 2021 年期间费用为 75.90 亿元，同比增加 22.62 亿元 (+42.46%)，费用率为 5.22%，同比减少 2.04pcts。拆分来看，销售费用为 10.52 亿元，同比增加 2.64 亿元 (+33.43%)，主要系销售人员人工、差旅等费用增加所致；费用率为 0.72%，同比减少 0.35pcts。管理费用为 18.92 亿元，同比增加 4.72 亿元 (+33.21%)，主要系人工费用、信息化费用等增加所致；费用率为 1.30%，同比减少 0.63pcts。财务费用为 14.79 亿元，同比增加 4.02 亿元 (+37.37%)，主要系营运资金增加导致银行借款利息增加所致；费用率为 1.02%，同比减少 0.45pcts。

**2021 年公司研发投入大幅增长，研发费用为 31.68 亿元，同比增加 11.25 亿元 (+55.07%)；研发费用率为 2.18%，同比减少 0.61pcts。**其中 2021 年 Q4 研发费用为 10.19 亿元，同比增加 4.03 亿元(+65.30%)；研发费用率为 2.67%，同比增加 0.12pcts。

图 3、公司销售净利率与销售毛利率（季度）

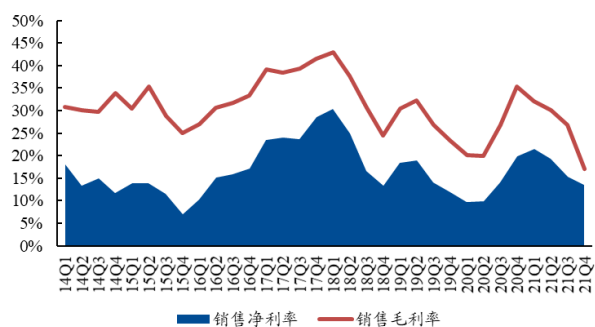
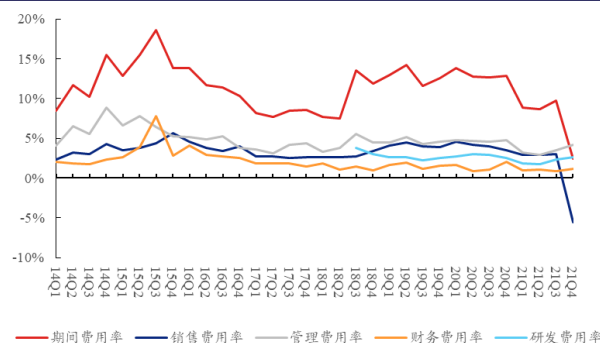


图 4、公司费用率情况（季度）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：根据新准则，18Q3 起管理费用中研发开支单列  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **产品产销量：**全球化工品需求持续向好背景下，预计公司新产能投产助力聚氨酯、石化与精细化学品及新材料三大板块产品产销量同比增长。

**聚氨酯系列：**公司 2021 年实现烟台 50 万吨 MDI、25.5 万吨聚醚、BC 5 万吨 MDI 扩产，助力 MDI 产销量同比提升，但受到 BC 装置检修与不可抗力影响，或导致 2021Q4 MDI 产销量环比受到影响。

从终端需求来看，2021 年以来，公司聚氨酯产品下游延续向好需求。公司 2021 年实现烟台 50 万吨 MDI、25.5 万吨聚醚、BC 5 万吨 MDI 扩产，**新产能投产助力公司聚氨酯板块产销同比分别增长 39.63% 和 34.86%**。单季度来看，2021Q4 公司宁波一期与二期 MDI 装置进行年度检修；此外，根据隆众资讯，2021Q4 匈牙利 BC 公司因生产故障导致不可抗力，**我们预计 2021Q4 公司 MDI 产量环比或受到影响，导致 Q4 聚氨酯板块销量环比下滑 2.69%**。

**石化系列：**大乙烯项目投产，推动石化产品产销量增长。公司 100 万吨乙烯装置于 2020 年 11 月 9 日成功产出合格乙烯产品，同时 2021 年 12 月下旬公司 PO/SM 装置投产，**带动产品产销量同比分别增长 112.86% 和 59.80%**。

**精细化学品及新材料系列：**公司 PC 二期（13 万吨/年）、IPDI 等新产能投产，ADI 业务实现了从追随者到引领者的转变，水性树脂销量实现大幅增长，**带动 2021 年精细化学品及新材料系列产销量同比分别增长 37.87% 和 36.95%**。

- **产品价格/价差：**2021Q4 公司 MDI 价差维持高位，石化板块价差收窄。

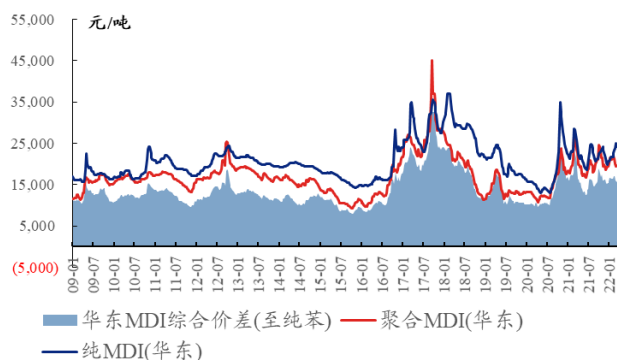
**聚氨酯系列：**传统旺季下供需向好，MDI 盈利能力仍较强。

2020Q3 以来，终端需求持续修复，供给端 MDI 装置检修与不可抗力频发，导致产品供需趋紧、价格/价差上涨；特别是 2021Q1 北美寒潮导致北美多套 MDI 装置遭遇不可抗力，公司产品价格与价差同/环比大幅上涨。2021Q2 以

来, MDI 下游冰箱需求延续前期景气, 国内 MDI 价差持续维持在高位。海外方面, 由于海外装置不可抗力频发以及海运运力紧张, 虽然国内 MDI 出口创下近年来新高, 但仍无法满足海外 MDI 旺盛需求, 根据隆众石化数据, 欧洲 MDI 价格今年以来持续上涨, 当前价格虽有回落, 但仍达到 2700-3000 欧元/吨, 带动 BC 公司与出口 MDI 盈利向好。**根据公司公告, 2021 年公司子公司 BC 净利润达到 47.82 亿元, 同比大幅增长 183.62%。**

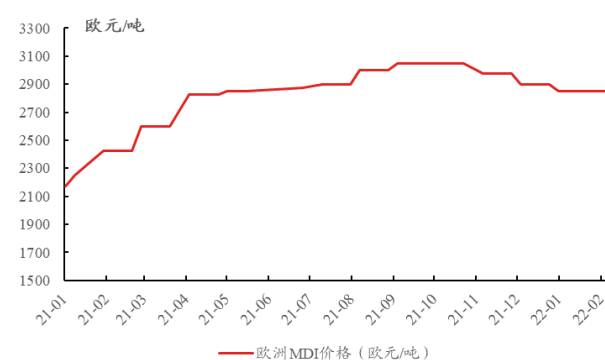
从具体价差来看, 2021Q4 国内 MDI 价格环比小幅提升, 叠加原材料纯苯价格下跌, 2021Q4 华东 MDI 综合价差 (PM 占比 70%、纯 M 占比 30%, 至纯苯) 环比增厚 1070 元/吨 (+6.93%) 至 16518 元/吨; 此外, TDI-原材料季度均价差环比上升 159 元/吨 (+2.16%) 至 7519 元/吨 (含税)。当前 (2022 年 3 月 11 日) 华东 MDI 综合价差-纯苯和 TDI80-原料价差分别为 15474 元/吨和 12080 元/吨, 所处历史分位分别为 25.3% 和 15.3%。(自 2006 年起开始统计, 下同, 详情可参见【兴业证券】化工品价格价差与库存开工数据)。

图 5、MDI 价格/价差维持较高水平



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、欧洲聚合 MDI 价格走势



资料来源: 隆众资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

**MDI 价格/价差展望: 新增产能有限, MDI 供需有望维持紧平衡。**展望后续, 当前供给端除万华化学之外几乎无大规模的新产能规划, 且由于新产能主要集中在万华化学手中, 行业较好的竞争格局有望保持稳定。需求方面, 当前 MDI 下游维持平稳, 中长期看 MDI 下游需求保持稳定增速。综合来看, MDI 供需格局将维持紧平衡, 而供需趋紧下价格有望维持高位。

**石化系列: 2021Q4 产品价差出现不同程度的收窄, 拖累石化板块业绩。**

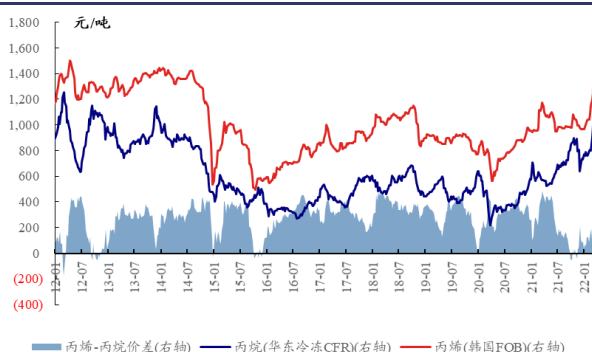
随着大乙烯项目一期投产, 公司石化板块由原来依托 PDH 向丙烯、碳四下游纵向延伸拓展成 C3/C4 产业链与 C2 产业链并重。2021Q4 单季度来看, **C3/C4 产业链方面**, 丙烯 (韩国 FOB) 均价 1006 美元/吨, 环比上涨 26 美元/吨 (+2.6%); PO (华东) 均价 15800 元/吨, 环比下跌 673 元/吨 (-4.1%); 而正丁醇 (环比-5058 元/吨, -34.2%), 丙烯酸及酯 (环比-2558 元/吨, -14.0%), NPG (环比-3692 元/吨, -18.7%) 等产品价格环比均呈现较大程度的下降。

**C2 产业链方面**, 乙烯(韩国 FOB)均价 1078 美元/吨, 环比上涨 113 美元/吨 (+11.7%); 丁二烯(华东)均价 6238 元/吨, 环比下跌 4304 元/吨 (-40.8%);

LDPE(2426H,华东)均价 12485 元/吨, 环比上涨 1312 元/吨(+11.7%); PVC(乙  
烯法,长三角)均价 11017 元/吨, 环比上涨 1237 元/吨(+12.6%)。

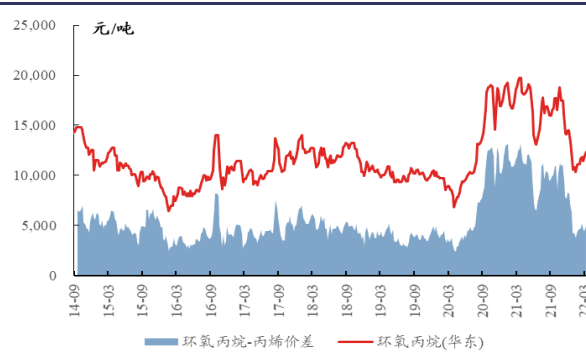
**从价差数据来看, 公司石化板块 PDH 装置价差收窄。**2021Q4 丙烯-丙烷价差  
均值为 38 美元/吨, 较 2021Q3 环比大幅收窄 91 美元/吨(-70.9%), PO-丙烯  
价差环比收窄 879 元/吨(-8.9%)至 9050 元/吨。其他产品方面, 丙烯酸-丙  
烯价差为 9280 元/吨, 环比增厚 1262 元/吨(+15.7%), NPG-丙烯价差为 12204  
元/吨, 环比收窄 3810 元/吨(-23.8%)。预计 PDH 装置与 PO 价差环比收窄  
拖累 2021Q4 石化板块盈利。**综合来看, 公司公告 2021 年公司石化子公司实  
现净利润 51.70 亿元。**

图 7、PDH 装置价格与价差情况



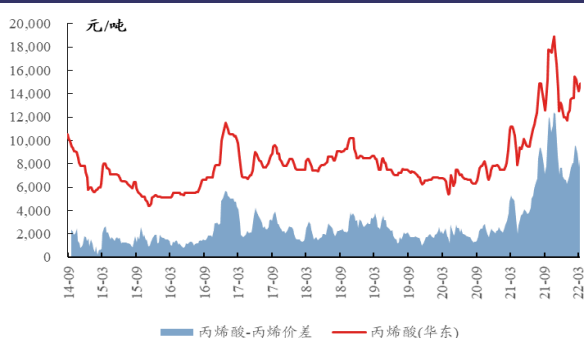
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、环氧丙烷-丙烯价差走势



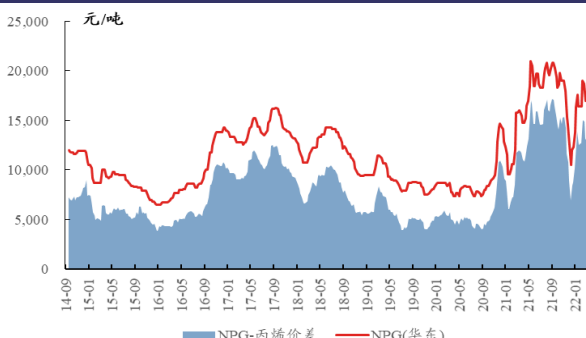
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、丙烯酸-丙烯价差走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、NPG 价格与价差走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司治理结构出色, MDI、TDI 成本优势显著, 大乙烯项目已投产, 新材料项目储备众多, 助力公司未来持续成长**

万华治理结构出色, 通过中诚投资和中凯信实现员工持股, 并进一步搭建员  
工持股平台宁波中韬, 宁波中韬分别持有万华化学(福建)异氰酸酯有限公司、万华化学(福建)新材料有限公司、万华化学(四川)电池材料科技有  
限公司、四川万陆实业有限公司、万华化学(蓬莱)有限公司各 20% 股权,  
将有效调动员工积极性, 更好地建设福建基地。此外, 公司搭建了体系化的  
研发组织架构, 实行丰厚的薪酬与激励机制, 推动技术持续进步; 信息化管  
理优化生产流程实现降本增效, 保障长远发展。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

低成本优势保障万华 MDI、TDI 盈利能力领先，MDI 低成本扩张助力持续成长。公司拥有 MDI 全产业链配套（除苯和原盐外自给），产能扩张、持续技改保障低成本优势，使公司于行业低迷期仍录得丰厚利润。当前公司 MDI 总产能达到 265 万吨，全球份额达 27%；后续仍有 100 万吨产能规划（宁波 60 万吨、福建 40 万吨），助力公司巩固全球第一地位，且规模效应及先进工艺带来的成本优势将进一步体现。TDI 方面，公司外延整合东南电化并扩产，将跻身全球 TDI 龙头之列，协同强化聚氨酯板块全球竞争力。

持续资本开支加码石化产业链加强板块协同，价值龙头未来成长亦可期。公司 C3/C4 石化装置运行平稳，LPG 贸易规模不断扩大；100 万吨乙烯项目建成投产，石化板块规模进一步扩张。石化产业链协同效应显著，既可消耗聚氨酯板块 MDI 副产物、提供聚醚生产原料；亦可提供精细化学品板块产品所需原料，巩固公司成本优势，保障基业长青。

公司新材料布局稳步推进，未来 PC 三期及配套双酚 A、柠檬醛、合成香料、ADI、尼龙-12、生物可降解塑料、POE 等多个新项目将陆续落地；眉山基地改性树脂、生物可降解材料、三元正极材料等项目稳步推进；大硅片、CMP Pad+Slurry 等电子材料完善布局，产品类别多元化、产业链协同进一步完善，平台化新材料龙头未来成长可期。

表 2、万华化学主要产品市场价格及价差

大类	产品	单位	最新价格 (2021-02-11)	最新值处 历史价格分位	最新值处 历史时间分位	20Q4 均价	21Q1 均价	21Q2 均价	21Q3 均价	21Q4 均价	22Q1 至今均价	21FY 均价	21FY同比	21Q4同比	21Q4环比
聚氨酯系列	纯MDI(华东)	元/吨	24150	40.7%	78.9%	26954	24146	20515	22427	22273	21400	22738	27.3%	-17.4%	-0.7%
	聚合MDI(华东)	元/吨	19600	28.9%	66.5%	19923	21285	18146	19777	20762	21400	20383	38.3%	4.2%	5.0%
	MDI综合价格(华东)	元/吨	20965	32.5%	68.2%	22032	22143	18857	20572	21215	21400	21089	35.3%	-3.7%	3.3%
	华东MDI综合价差(至纯苯)	元/吨	15474	25.3%	64.3%	19516	18618	14059	15448	16518	16613	16463	25.3%	-15.4%	6.3%
	TDI(华东)	元/吨	19550	22.6%	85.4%	14319	14677	14288	14162	14562	17250	14724	20.3%	1.7%	2.8%
	TDI (T80, 外盘)	美元/吨	2750	39.2%	64.3%	2068	2238	2279	2073	2465	2400	2310	41.3%	19.2%	18.3%
	TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	元/吨	12080	15.3%	36.6%	10157	9597	8459	7360	7519	11386	8423	2.1%	-26.0%	2.2%
	硬泡聚醚(华东)	元/吨	11850	54.2%	54.1%	14719	15181	14465	14223	13962	11075	14672	35.3%	-5.3%	-1.8%
	软泡聚醚(华东)	元/吨	13200	43.8%	50.5%	18450	18919	16877	16619	16115	11400	17355	36.3%	-12.7%	-3.1%
	硬泡聚醚-LPG价差	元/吨	11177	47.6%	64.5%	14379	14752	14064	13722	13392	10530	14186	34.3%	-6.9%	-2.4%
石化系列	LDPE	元/吨	12100	65.4%	85.3%	11365	10515	11173	12485	11950	11950	11950	13.3%	11.7%	11.7%
	环氧乙烷	元/吨	8200	19.9%	22.6%	11023	7338	7600	7346	8638	7300	7875	10.3%	-2.6%	17.3%
	环氧乙烷-乙烯价差	元/吨	1567	13.8%	4.2%	2430	1912	1937	1981	2708	2171	2174	-2.4%	11.4%	36.3%
	PVC(乙烯法)	元/吨	9500	44.9%	96.8%	8038	8673	9508	9781	11017	8775	9918	43.3%	37.1%	12.3%
	PVC(乙炔法价差)	元/吨	4176	44.4%	73.1%	3916	4308	4818	5525	6042	4602	5268	46.3%	54.3%	9.4%
	丁二烯	元/吨	10000	36.8%	78.6%	8831	7465	7762	10542	6238	5025	8081	62.3%	-29.4%	-40.8%
	苯乙烯	元/吨	9995	60.2%	49.3%	7171	7927	9534	9053	8821	8585	8999	47.3%	23.0%	-2.6%
	丙烯(韩国FOB)	美元/吨	1306	73.1%	80.2%	913	1026	1051	980	1006	991	1034	29.1%	10.2%	2.4%
	丙烯-丙烷价差	美元/吨	161.2	14.0%	13.1%	334	297	367	129	38	64	209	-30.0%	-88.8%	-70.9%
	环氧丙烷(华东)	元/吨	12400	20.8%	40.6%	17738	18408	16758	16473	15800	10563	17063	39.3%	-10.9%	-4.3%
	环氧丙烷-丙烯价差	元/吨	4873.6	23.2%	56.5%	11521	12011	9952	9929	9050	3958	10318	58.3%	-2.4%	-8.9%
	MTBE(石大胜华)	元/吨	8400	81.0%	84.6%	3805	5029	6000	5831	6319	6250	5903	49.3%	66.1%	8.4%
	MTBE气分醚化法价差	元/吨	68	32.9%	20.9%	-141	-253	571	386	174	170	220	-	-22.2%	-56.9%
	正丁醇(华东)	元/吨	11300	60.3%	79.1%	8044	11292	13954	14800	9742	9750	12611	100.3%	21.3%	-34.2%
	异辛醇(华东)	元/吨	13750	63.0%	84.2%	9104	12750	14796	17150	12310	10750	14448	95.3%	35.3%	-28.2%
	异辛醇-丙烯价差	元/吨	6582	48.5%	90.5%	3182	6658	8315	10918	5881	4460	8023	310.3%	84.3%	-46.1%
	丙烯酸(华东)	元/吨	14900	56.5%	85.0%	7612	9038	9462	13627	15119	12450	12037	73.3%	98.3%	11.1%
	丙烯酸-丙烯价差	元/吨	8448.8	67.5%	95.7%	2282	3556	3628	8018	9333	6789	6255	205.3%	309.0%	16.3%
	丙烯酸丁酯(华东)	元/吨	15900	58.5%	79.8%	10038	14323	16569	18331	15773	13150	16470	97.3%	57.3%	-14.0%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸价差	元/吨	6960	43.3%	70.5%	5472	8900	10892	10155	6734	5680	9256	121.3%	23.3%	-3.7%
NPG(华东)	元/吨	17500	75.9%	94.0%	11377	12723	17958	19754	16062	16950	16889	89.3%	41.2%	-18.7%	
NPG-丙烯价差	元/吨	13199.2	70.3%	91.8%	7824	9068	14069	16014	12204	13176	13035	130.3%	56.0%	-23.8%	
精细化学品与新材料系列	HDI(国内)	元/吨	80000	50.0%	69.2%	40592	59154	77385	79123	84115	79750	76550	63.3%	107.2%	6.3%
	IPDI(华东)	元/吨	79000	30.4%	76.9%	68923	76000	76000	76000	76000	76000	77462	11.1%	10.3%	0.0%
	TPU(80A-98A,华东)	元/吨	28400	82.7%	81.3%	16750	18619	23496	24335	27554	27900	24038	41.3%	64.3%	13.2%
	TPU价差	元/吨	21155	84.2%	77.6%	8664	11375	17342	17609	20852	21480	17212	47.3%	140.3%	18.3%
	聚碳酸酯PC(科思创2805,华东)	元/吨	23700	40.3%	40.9%	21004	23654	29527	27562	25612	23275	27037	63.3%	21.3%	-7.3%
	聚碳酸酯PC-双酚A价差	元/吨	8355	25.0%	26.6%	7182	5868	6885	4342	9024	6828	6683	8.0%	25.3%	107.3%
	MMA(华东)	元/吨	12650	30.3%	32.6%	12188	12762	12669	13804	12773	11625	13226	24.3%	4.8%	-7.5%
	PMMA(国内现货)	元/吨	17300	38.2%	48.5%	16585	17208	17746	16800	17146	16650	17548	19.3%	3.4%	2.9%
PMMA-MMA价差	元/吨	4628	73.8%	80.1%	4260	4156	4800	2978	4212	5000	4135	3.3%	-1.3%	41.3%	

资料来源：隆众资讯，环球聚氨酯，天天化工，卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **维持“买入”的投资评级。**万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI行业集中度高，新建装置难度大、周期长；万华依赖于持续研发攻关实现技术突破，实现产能低成本、快速飞跃，巩固全球第一地位。公司C3/C4石化装置运行平稳，100万吨大乙烯装置成功投产，并实现国内多点布局，有望加深石化产业链布局，协同强化其他板块优势。公司PC、PMMA等新材料项目陆续投产，依托研发领先持续布局新能源材料、香精香料、ADI、尼龙-12等。未来新项目陆续落地将助力公司产品进一步多元化，产业链配套及布局进一步完善。公司治理结构出色，向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心供应商等高远目标大步迈进。我们调整公司2022-2023年EPS预测分别至7.94、8.56元，给予2024年EPS预测为8.92元，维持“买入”的投资评级。

**风险提示：**全球宏观经济不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

附表

资产负债表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
单位:百万元				
<b>流动资产</b>	72291	60254	66329	83470
货币资金	34216	20233	23689	39341
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	8646	8394	9081	9487
预付款项	1367	1679	1817	1895
存货	18282	20147	21808	22738
其他	9780	9801	9934	10009
<b>非流动资产</b>	118018	134202	149148	160925
长期股权投资	3930	4000	4000	4000
固定资产	65233	70558	94049	109501
在建工程	29352	39482	29741	24870
无形资产	7982	9182	10382	11582
商誉	1264	1300	1300	1300
长期待摊费用	28	23	18	13
其他	10229	9658	9658	9658
<b>资产总计</b>	190310	194456	215476	244394
<b>流动负债</b>	98002	76148	77121	77359
短期借款	53873	30000	30000	30000
应付票据及应付账款	20390	22385	24231	25264
其他	23739	23763	22890	22095
<b>非流动负债</b>	20612	20612	20612	20612
长期借款	15644	15644	15644	15644
其他	4968	4968	4968	4968
<b>负债合计</b>	118614	96760	97733	97971
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2161	2161	2161	2161
未分配利润	60848	85781	105189	133201
少数股东权益	3197	3791	4431	5098
<b>股东权益合计</b>	71696	97696	117744	146423
<b>负债及权益合计</b>	190310	194456	215476	244394
<b>现金流量表</b>				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
单位:百万元				
归母净利润	24649	24933	26888	28012
折旧和摊销	7228	7735	10055	13223
资产减值准备	1075	-955	52	31
资产处置损失	18	0	0	0
公允价值变动损失	-7	0	0	0
财务费用	2086	1865	1530	1195
投资损失	-492	-500	-500	-500
少数股东损益	391	594	640	667
营运资金的变动	-7246	255	-1694	-1276
<b>经营活动产生现金流量</b>	27922	34385	36970	41352
<b>投资活动产生现金流量</b>	-28758	-23111	-24505	-24505
<b>融资活动产生现金流量</b>	17587	-25257	-9010	-1195
现金净变动	16711	-13983	3455	15652
现金的期初余额	17303	34216	20233	23689
现金的期末余额	34014	20233	23689	39341

利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
单位:百万元				
<b>营业收入</b>	145538	150426	162741	170018
营业成本	107317	111925	121156	126320
税金及附加	880	978	1058	1105
销售费用	1052	1128	1221	1275
管理费用	1892	1956	2116	2210
研发费用	3168	3802	4562	5474
财务费用	1479	1865	1530	1195
其他收益	453	500	500	500
投资收益	492	500	500	500
公允价值变动收益	7	0	0	0
信用减值损失	-185	-100	-100	-100
资产减值损失	-1075	0	0	0
资产处置收益	-18	0	0	0
<b>营业利润</b>	29425	29673	31999	33338
营业外收入	97	110	110	110
营业外支出	371	100	100	100
<b>利润总额</b>	29151	29683	32009	33348
所得税	4112	4156	4481	4669
<b>净利润</b>	25039	25527	27528	28679
少数股东损益	391	594	640	667
<b>归属母公司净利润</b>	24649	24933	26888	28012
<b>EPS(元)</b>	7.85	7.94	8.56	8.92

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	98.2%	3.4%	8.2%	4.5%
营业利润增长率	148.8%	0.8%	7.8%	4.2%
归母净利润增长率	145.5%	1.2%	7.8%	4.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	26.3%	25.6%	25.6%	25.7%
净利率	16.9%	16.6%	16.5%	16.5%
ROE	36.0%	26.6%	23.7%	19.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.3%	49.8%	45.4%	40.1%
流动比率	0.74	0.79	0.86	1.08
速动比率	0.55	0.53	0.58	0.79
<b>营运能力</b>				
资产周转率	89.8%	78.2%	79.4%	73.9%
应收账款周转率	1804.1%	1639.4%	1732.2%	1703.1%
存货周转率	793.9%	582.2%	577.6%	567.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	7.85	7.94	8.56	8.92
每股经营现金	8.89	10.95	11.77	13.17
每股净资产	21.82	29.91	36.09	45.01
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	9.6	9.5	8.8	8.5
PB	3.5	2.5	2.1	1.7

## 分析师声明

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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地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到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn