

万华化学 (600309.SH)

欧洲 TDI 装置相继停产，福建 TDI 项目夯实龙头地位

核心观点:

- **事件:** 根据天天化工网, 8月12日科思创位于德国的30万吨TDI装置因氯气泄露发生不可抗力, 预计11月30日后方可恢复供应; 此外巴斯夫位于德国的30万吨TDI装置目前尚未重启; 根据百川数据, TDI最新市场价为16500元/吨, 相较8月初的价格低点提价1500元/吨。
- **TDI供应持续趋紧。** 据百川盈孚, 国内巨力烟台(8万吨)21年6月、甘肃银光(12万吨)21年12月停车检修至今; 国外匈牙利BC(25万吨)停产检修、德国科思创(30万吨)不可抗力停产、德国巴斯夫(30万吨)不可抗力停产, 当前欧洲TDI产能均处于停产状态; 现全球停产产能占总产能约30%, 不可抗力叠加检修, TDI供应持续趋紧。
- **欧洲能源成本上行推升TDI成本, 22H2国内TDI出口有望提升, “金九银十”旺季下TDI需求边际向好, TDI景气有望上行。** 出口方面, 22年上半年TDI净出口17.5万吨, 同比21/20H1分别-12.6%/+168.7%; 欧洲天然气价格上行推升异氰酸酯制造成本, 中欧TDI价格差距扩大, 且当前欧洲产能均处于停产状态, 22H2国内TDI出口有望提升。“稳增长”政策叠加旺季来临, TDI需求边际向好支撑景气上行。
- **万华TDI产能稳步扩张。** 根据21年年报, 万华现有TDI产能65万吨, 分别为烟台30万吨、匈牙利BC25万吨、福建10万吨, 全球市占率为19%, 仅略低于科思创的83万吨和巴斯夫的78万吨。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22-24年公司EPS分别为7.05/9.29/10.64元/股, 考虑估值及公司龙头地位, 我们维持公司合理价值为127元/股, 对应22年业绩18倍PE, 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:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	162,726	184,874	207,525
增长率(%)	7.9	98.2	11.8	13.6	12.3
EBITDA(百万元)	18,453	39,659	38,639	49,813	57,761
归母净利润(百万元)	10,041	24,649	22,143	29,153	33,402
增长率(%)	-0.9	145.5	-10.2	31.7	14.6
EPS(元/股)	3.20	7.85	7.05	9.29	10.64
市盈率(P/E)	28.47	12.87	12.19	9.26	8.08
ROE(%)	20.6	36.0	26.9	28.6	27.0
EV/EBITDA	17.29	9.06	7.85	5.96	4.96

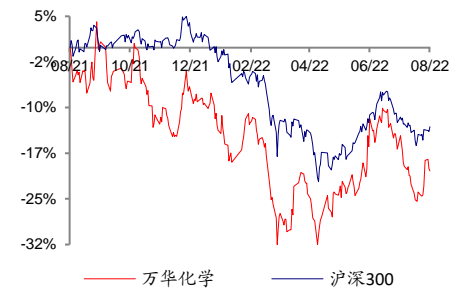
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	86.00元
合理价值	127元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-17

相对市场表现



分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-23942150



wuxr@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):Q2 2022-07-29

业绩超预期, 彰显龙头韧性

万华化学(600309.SH):第 2022-07-19

六代MDI技术领先, 自主创

新终成全球龙头

万华化学(600309.SH):海 2022-06-16

外能源成本抬升, 国内

MDI/TDI价差有望修复

联系人: 丁续

dingxu@gf.com.cn

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	40,526	72,291	78,751	97,488	118,508	经营活动现金流	16,850	27,922	43,027	45,906	55,784
货币资金	17,574	34,216	32,545	46,975	61,881	净利润	10,415	25,039	22,595	29,748	34,084
应收及预付	7,090	10,013	12,783	13,885	15,783	折旧摊销	5,236	8,161	12,504	15,254	18,225
存货	8,704	18,282	21,456	23,627	26,217	营运资金变动	-411	-7,323	7,741	769	3,388
其他流动资产	7,159	9,780	11,966	13,002	14,627	其它	1,609	2,045	187	135	87
非流动资产	93,226	118,018	131,184	145,840	161,725	投资活动现金流	-23,855	-28,758	-25,359	-29,522	-33,649
长期股权投资	1,314	3,930	4,930	6,130	7,530	资本支出	-23,119	-26,845	-24,630	-28,633	-32,636
固定资产	56,371	65,233	79,224	92,104	104,360	投资变动	-721	-1,996	-1,200	-1,440	-1,640
在建工程	23,257	29,352	26,146	25,302	26,112	其他	-16	83	471	551	626
无形资产	6,905	7,982	9,182	10,382	11,582	筹资活动现金流	19,813	17,587	-19,339	-1,955	-7,228
其他长期资产	5,380	11,521	11,701	11,921	12,141	银行借款	91,773	117,914	-11,191	7,718	3,970
资产总计	133,753	190,310	209,935	243,328	280,233	股权融资	720	305	0	0	0
流动负债	68,134	98,002	98,792	106,697	115,279	其他	-72,680	-100,632	-8,148	-9,673	-11,198
短期借款	38,245	53,873	38,682	41,400	40,369	现金净增加额	12,785	16,711	-1,671	14,430	14,906
应付及预收	17,714	20,390	30,176	30,903	35,138	期初现金余额	4,519	17,303	34,216	32,545	46,975
其他流动负债	12,175	23,739	29,935	34,394	39,771	期末现金余额	17,303	34,014	32,545	46,975	61,881
非流动负债	13,968	20,612	25,112	30,612	36,112						
长期借款	11,822	15,644	19,644	24,644	29,644						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2,146	4,968	5,468	5,968	6,468						
负债合计	82,102	118,614	123,904	137,309	151,390						
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140						
资本公积	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161						
留存收益	43,104	63,671	77,554	96,947	119,090						
归属母公司股东权益	48,780	68,499	82,382	101,775	123,917						
少数股东权益	2,870	3,197	3,649	4,244	4,926						
负债和股东权益	133,753	190,310	209,935	243,328	280,233						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	73,433	145,538	162,726	184,874	207,525	成长能力					
营业成本	55,916	107,317	129,920	141,643	157,659	营业收入增长	7.9%	98.2%	11.8%	13.6%	12.3%
营业税金及附加	676	880	976	1,202	1,349	营业利润增长	-3.8%	148.8%	-10.4%	32.3%	14.5%
销售费用	788	1,052	976	1,185	1,302	归母净利润增长	-0.9%	145.5%	-10.2%	31.7%	14.6%
管理费用	1,420	1,892	1,627	2,218	2,698	获利能力					
研发费用	2,043	3,168	3,092	4,067	4,981	毛利率	23.9%	26.3%	20.2%	23.4%	24.0%
财务费用	1,076	1,479	148	173	198	净利率	14.2%	17.2%	13.9%	16.1%	16.4%
资产减值损失	-488	-1,075	-250	-250	-250	ROE	20.6%	36.0%	26.9%	28.6%	27.0%
公允价值变动收益	-6	7	0	0	0	ROIC	11.5%	18.3%	14.8%	16.4%	16.3%
投资净收益	179	492	471	551	626	偿债能力					
营业利润	11,825	29,425	26,373	34,893	39,964	资产负债率	61.4%	62.3%	59.0%	56.4%	54.0%
营业外收支	-93	-274	-100	-100	-100	净负债比率	159.0%	165.4%	144.0%	129.5%	117.5%
利润总额	11,732	29,151	26,273	34,793	39,864	流动比率	0.59	0.74	0.80	0.91	1.03
所得税	1,317	4,112	3,678	5,045	5,780	速动比率	0.46	0.54	0.56	0.67	0.78
净利润	10,415	25,039	22,595	29,748	34,084	营运能力					
少数股东损益	373	391	452	595	682	总资产周转率	0.55	0.76	0.78	0.76	0.74
归属母公司净利润	10,041	24,649	22,143	29,153	33,402	应收账款周转率	11.64	16.83	14.69	15.35	15.12
EBITDA	18,453	39,659	38,639	49,813	57,761	存货周转率	8.44	7.96	7.58	7.82	7.92
EPS (元)	3.20	7.85	7.05	9.29	10.64	每股指标 (元)					
						每股收益	3.20	7.85	7.05	9.29	10.64
						每股经营现金流	5	9	14	15	18
						每股净资产	15.54	21.82	26.24	32.42	39.47
						估值比率					
						P/E	28.47	12.87	12.19	9.26	8.08
						P/B	5.86	4.63	3.28	2.65	2.18
						EV/EBITDA	17.29	9.06	7.85	5.96	4.96

广发基础化工行业研究小组

- 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：高级分析师，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁续：高级研究员，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 李凌芳：研究员，华东理工大学硕士，2015 年加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。