

基础化工

2023 年 01 月 30 日

万华化学 (600309)

——节后逐步进入传统旺季，MDI 价格底部回暖

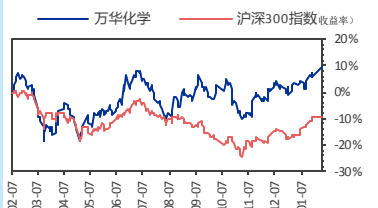
报告原因：有信息公布需要点评
买入 (维持)

市场数据：	2023 年 01 月 30 日
收盘价 (元)	97.87
一年内最高/最低 (元)	100.98/73.5
市净率	4.2
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	307287
上证指数/深证成指	3269.32/12097.76

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2022 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	23.58
资产负债率%	63.88
总股本/流通 A 股 (百万)	3140/3140
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万华化学 (600309) 点评：出口同比增加，福建 MDI 项目投产，资本开支充足保障未来成长》 2022/12/22

《万华化学 (600309) 点评：传统淡季拖累需求疲软，但临春节 MDI 价格有望底部回暖》 2022/12/02

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**万华化学公告 2022 年 2 月中国区 MDI 挂牌价，中国区聚合 MDI 分销市场挂牌价 17800 元/吨(环比上调 1000 元/吨) ;纯 MDI 挂牌价 22500 元/吨(环比上调 2000 元/吨)。截止 1 月 30 日，华东市场价纯 MDI 18750 元/吨，聚合 MDI 15350 元/吨。
- **节后补库存需求开启，叠加库存低位，有望推动 MDI 价格底部回暖。**全球看，欧洲成本压力较大，当地装置基本维持 5-7 成最低负荷，成本端及供给端支撑海外 MDI 价格高位。国内看，节后下游逐步复工复产，叠加供方控量发货，场内现货流通不足，整体供需偏紧。短期上，随终端市场陆续回归，需求有望持续释放，MDI 价格有望底部回暖。长期看，截至 2025 年新产能投放以万华 110 万吨为主，届时万华化学 MDI 全球市占率有望接近 40%，利好龙头企业盈利。
- **12 月为 MDI 海外淡季，多消化前期库存，出口需求转弱。**2022 年 12 月份聚合 MDI 出口 5.26 万吨，同比下降 29.5%，环比下降 43.7%，按照省份数据，山东+浙江聚合 MDI 12 月出口 4.2 万吨，同比下降 24.6%，环比下降 38.1%；纯 MDI 在 2022 年 12 月出口 0.57 万吨，同比下降 42.8%，环比增加 42.4%，其中按照省份数据，山东+浙江纯 MDI 12 月出口 0.41 万吨，同比下降 37.3%，环比下降 52.2%。目前欧洲成本及原料供应问题严峻，我们看好国内 MDI 凭借成本优势，维持较高全球市场份额。
- **投资评级与估值** 维持公司 2022-2024 年盈利预测，预计实现归母净利润 168.11、211.75、248.38 亿元，EPS 5.35、6.74、7.91 元，当前市值对应 PE 为 18X、15X、12X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新项目投产不及预期；下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

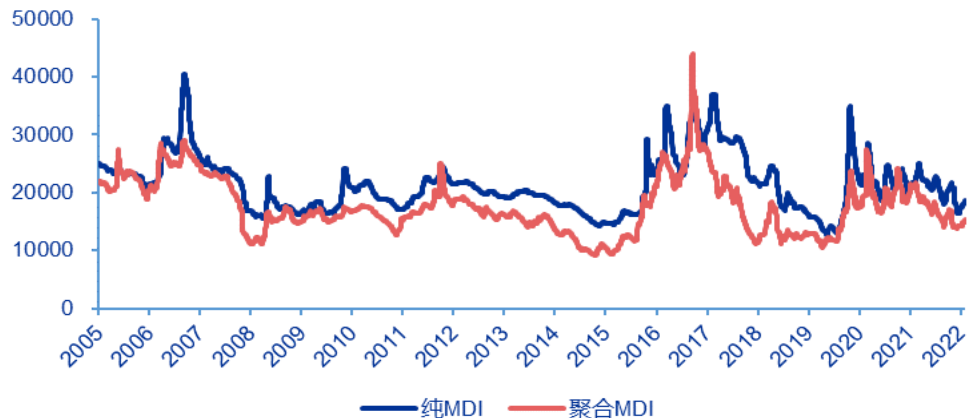
	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	145,538	130,420	165,254	178,604	196,791
同比增长率 (%)	98.2	21.5	13.5	8.1	10.2
归母净利润 (百万元)	24,649	13,608	16,811	21,175	24,838
同比增长率 (%)	145.5	-30.4	-31.8	26.0	17.3
每股收益 (元/股)	7.85	4.33	5.35	6.74	7.91
毛利率 (%)	26.3	16.7	21.2	22.4	23.4
ROE (%)	36.0	18.4	23.8	25.3	25.1
市盈率	12	18	15	12	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. MDI 价格走势

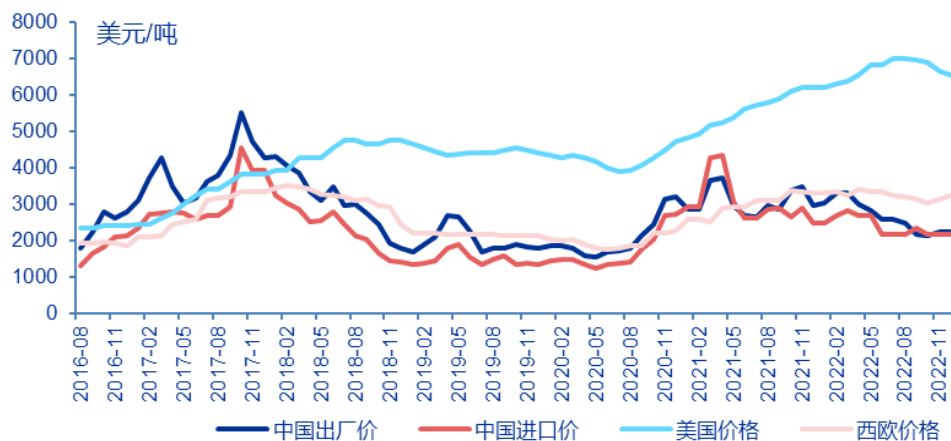
节后补库存需求开启，叠加库存低位，有望推动 MDI 价格底部回暖。全球看，欧洲成本压力较大，当地装置基本维持 5-7 成最低负荷，成本端及供给端支撑海外 MDI 价格高位。国内看，节后下游逐步复工复产，叠加供方控量发货，场内现货流通不足，整体供需偏紧。短期上，随终端市场陆续回归，需求有望持续释放，MDI 价格有望底部回暖。长期看，截至 2025 年新产能投放以万华 110 万吨为主，届时万华化学 MDI 全球市占率有望接近 40%，利好龙头企业盈利。

图 1：MDI 价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 2：全球 MDI 价格走势



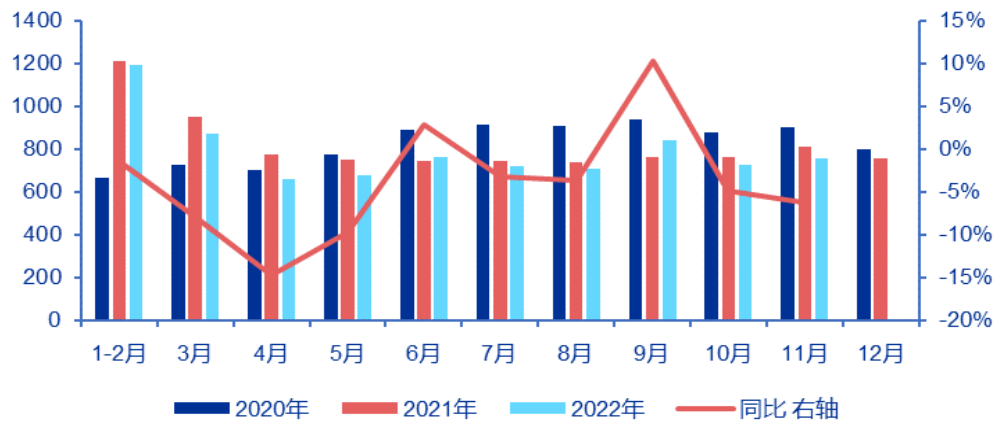
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

2. 冰箱及出口数据

冰箱冷柜行业景气低位，MDI 国内需求逐步触底。从国内需求来看，占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业开工低位，11 月份国内冰箱产量为 758.5 万台，同比下降 6.2%，环比提升 4.5%；冰箱出口受外贸需求下滑影响，同环比下降，12 月出口 343 万台，同比

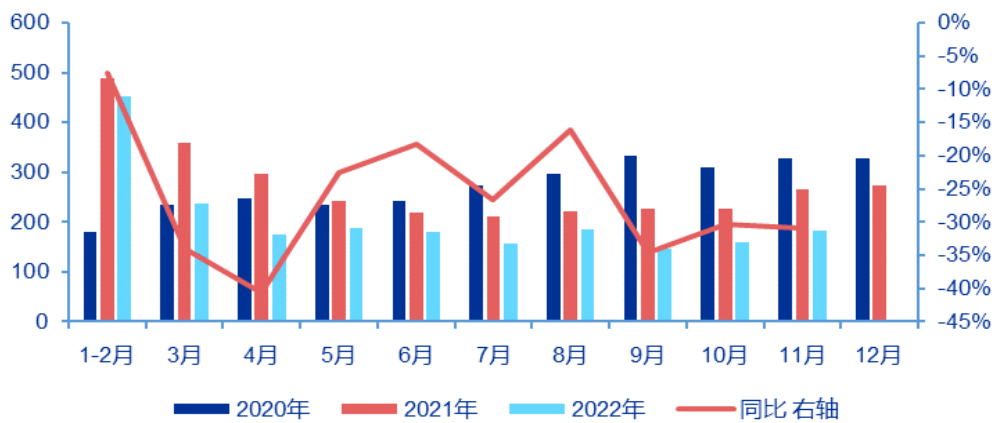
下降 37.2% ,环比下降 3.7% ;冷柜 11 月产量低位震荡 ,同比下降 30.9% ,环比增加 15.4% 至 183.3 万台。11 月份家电行业需求逐步触底 ,但仍维持低位震荡。

图 3 : 国内冰箱月度产量 (万台)



资料来源 : 国家统计局 , 申万宏源研究

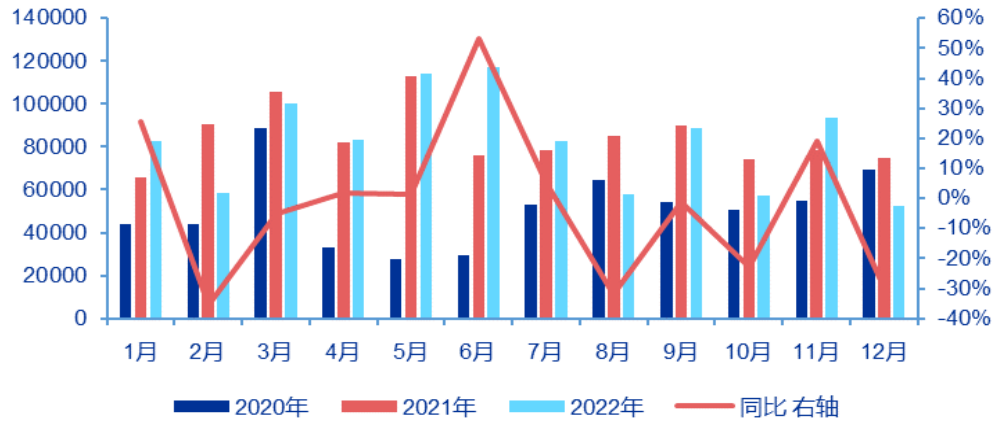
图 4 : 国内冷柜月度产量 (万台)



资料来源 : 国家统计局 , 申万宏源研究

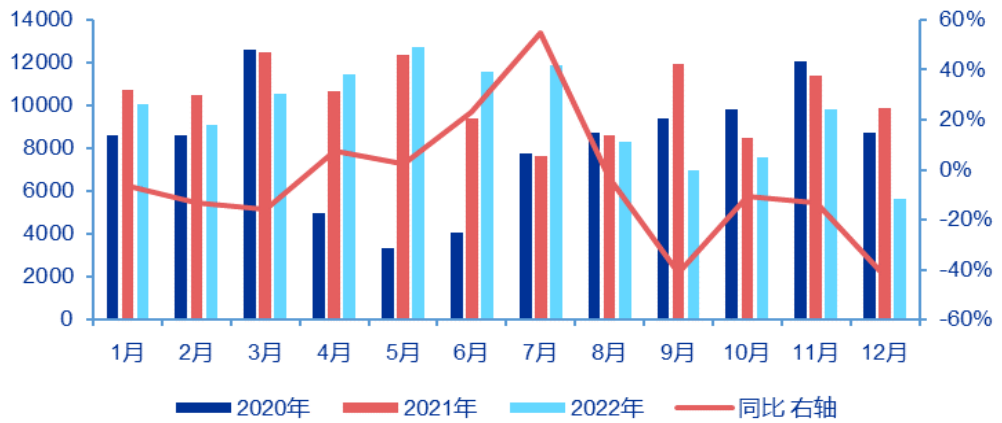
12 月为 MDI 海外淡季 , 多消化前期库存 , 出口需求转弱。2022 年 12 月份聚合 MDI 出口 5.26 万吨 , 同比下降 29.5% , 环比下降 43.7% , 按照省份数据 , 山东+浙江聚合 MDI 12 月出口 4.2 万吨 , 同比下降 24.6% , 环比下降 38.1% ; 纯 MDI 在 2022 年 12 月出口 0.57 万吨 , 同比下降 42.8% , 环比增加 42.4% , 其中按照省份数据 , 山东+浙江纯 MDI 12 月出口 0.41 万吨 , 同比下降 37.3% , 环比下降 52.2%。目前欧洲成本及原料供应问题严峻 , 我们看好国内 MDI 凭借成本优势 , 维持较高全球市场份额。

图 5 : 聚合 MDI 出口数据 (吨)



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 6：纯 MDI 出口数据（吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	73,433	145,538	165,254	178,604	196,791
其中: 营业收入	73,433	145,538	165,254	178,604	196,791
减: 营业成本	55,916	107,317	130,220	138,611	150,806
减: 税金及附加	676	880	999	1,079	1,189
主营业务利润	16,841	37,342	34,035	38,914	44,796
减: 销售费用	788	1,052	4,958	4,644	4,329
减: 管理费用	1,420	1,892	2,314	2,322	2,558
减: 研发费用	2,043	3,168	4,297	4,644	5,904
减: 财务费用	1,076	1,479	2,233	1,708	1,751
经营性利润	11,513	29,752	20,233	25,596	30,254
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-116	-185	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-488	-1,075	0	0	0
加: 投资收益及其他	916	934	558	609	507
营业利润	11,825	29,425	20,792	26,205	30,761
加: 营业外净收入	-93	-274	0	0	0
利润总额	11,732	29,151	20,792	26,205	30,761
减: 所得税	1,317	4,112	3,317	4,176	4,919
净利润	10,415	25,039	17,475	22,028	25,842
少数股东损益	373	391	664	854	1,005
归属于母公司所有者的净利润	10,041	24,649	16,811	21,175	24,838
全面摊薄总股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
每股收益 (元)	3.20	7.85	5.35	6.74	7.91

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。