

万华化学(600309)

化工

发布时间: 2021-02-26

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

上次评级: 买入

## 烟台低成本扩能 50 万吨, MDI 产品景气持续

**事件:** 万华化学发布公告, 万华化学烟台工业园 MDI 装置原有产能 60 万吨/年, 公司通过技术改造, 于近日完成了从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能。自 2021 年 3 月份开始, 中国地区聚合 MDI 分销、直销市场挂牌价 28000 元/吨 (比 2 月份价格上调 7500 元/吨); 纯 MDI 挂牌价 28000 元/吨 (比 2 月份价格上调 4000 元/吨)。

**点评: 低成本扩产恰逢其会, MDI 价格景气持续。**此次万华烟台 MDI 装置从 60 万吨扩能至 110 万吨, 产能增加 50 万吨, 累计投资仅 2.84 亿元, 每万吨新增产能投资额仅 568 万元, 远低于 1 亿元/万吨的行业投资分水岭, 烟台装置的整体折旧及成本将进一步下降, 公司产品竞争力及市场份额进一步加强提升。我们分析公司能够极低成本扩能的原因主要在于完全自主开发并掌握 MDI 核心技术, 以超重力反应器强化缩合反应新技术、超音速射流式光气化反应新技术等关键专利技术为基础, 大幅提高生产熟练程度、操作自控管理水平及生产效率。供给端美国寒潮加剧聚氨酯原料供应矛盾, 巴斯夫、科思创等接连宣布不可抗力, 其根本原因在于美国电网系统及 MDI 装置老旧, 抵御灾害能力差。万华化学 MDI 装置运行平稳性不断提高, 此次有望重复 2017 年行情, 拥有成本及产能优势的万华化学将充分受益。

**经济复苏带动需求提升, 新建项目不断提高成长性。**从 MDI 下游需求端看, 氨纶、冰箱冰柜、保温防水等聚氨酯建材、汽车及新能源车等随着经济复苏需求提升, 万华宁波及福建分别计划新增 30 万吨/40 万吨 MDI 产能, 适时投放市场, 福建地区产能将更多辐射东南亚地区。中期来看将有尼龙 12、POE、柠檬醛、可降解塑料等产品投产, 中长期看布局电子化学品, 在大硅片、研磨液研磨垫等领域探索尝试, 为未来 10 年大方向做布局。

**上调盈利预测, 维持“买入”评级。**调整公司 2020-2022 年营业收入为 699.12、977.23、1070.55 亿元, 归母净利润为 98.57、189.44、204.40 亿元, 对应 PE 分别为 42X/22X/20X, 上调目标价, 给予 2021 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级。

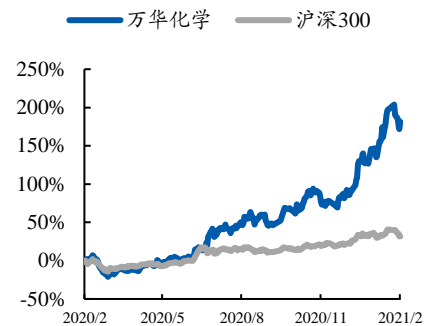
**风险提示: MDI 价格大幅下跌; 项目投产进度不及预期。**

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	72,837	68,051	69,912	97,723	107,055
(+/-)%	37.11%	-6.57%	2.74%	39.78%	9.55%
归属母公司净利润	15,566	10,130	9,857	18,944	20,440
(+/-)%	39.80%	-34.92%	-2.69%	92.19%	7.90%
每股收益(元)	4.96	3.23	3.14	6.03	6.51
市盈率	5.65	17.41	42.48	22.10	20.48
市净率	2.31	4.16	7.18	5.05	3.83
净资产收益率(%)	40.91%	23.91%	16.89%	22.84%	18.71%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.72%	1.19%	1.43%
总股本(百万股)	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140

### 股票数据 2021/02/25

6个月目标价(元)	150.83
收盘价(元)	133.35
12个月股价区间(元)	38.45~143.98
总市值(百万元)	418,685.21
总股本(百万股)	3,140
A股(百万股)	3,140
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	30

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	14%	58%	181%
相对收益	18%	48%	150%

### 相关报告

《万华化学(600309): 入股华陆公司, 合作共赢推动高成长发展》

--20210123

《万华化学(600309): 业绩超市场预期, 高成长助力未来发展》

--20210107

《邮政业明确禁塑时间, 政策加快渗透行业》

--20200929

### 证券分析师: 陈俊杰

执业证书编号: S055018100001

0755-33975865 chenjunjie@nesc.cn

### 研究助理: 李博

执业证书编号: S0550119060023

010-58034578 libo1@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,566	11,223	12,285	13,349
交易性金融资产	30	32	33	35
应收款项	4,433	4,131	5,871	6,487
存货	8,587	9,552	12,020	13,338
其他流动资产	5,867	5,876	6,250	6,455
<b>流动资产合计</b>	<b>23,484</b>	<b>30,814</b>	<b>36,459</b>	<b>39,664</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	718	753	791	831
固定资产	37,478	46,079	55,420	65,851
无形资产	5,337	6,628	8,111	9,651
商誉	1,358	1,358	1,358	1,358
<b>非流动资产合计</b>	<b>73,382</b>	<b>89,821</b>	<b>105,920</b>	<b>122,150</b>
<b>资产总计</b>	<b>96,865</b>	<b>120,636</b>	<b>142,379</b>	<b>161,814</b>
短期借款	20,034	28,635	18,061	6,501
应付款项	16,411	13,371	17,918	20,362
预收款项	2,335	2,696	3,637	3,980
一年内到期的非流动负债	3,324	3,324	3,324	3,324
<b>流动负债合计</b>	<b>44,800</b>	<b>51,709</b>	<b>47,537</b>	<b>39,176</b>
长期借款	5,963	6,213	6,539	6,897
其他长期负债	2,172	2,172	2,172	2,172
<b>长期负债合计</b>	<b>8,134</b>	<b>8,385</b>	<b>8,710</b>	<b>9,069</b>
<b>负债合计</b>	<b>52,934</b>	<b>60,094</b>	<b>56,248</b>	<b>48,244</b>
归属于母公司股东权益合计	42,364	58,350	82,950	109,268
少数股东权益	1,567	2,192	3,181	4,302
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>96,865</b>	<b>120,636</b>	<b>142,379</b>	<b>161,814</b>

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>68,051</b>	<b>69,912</b>	<b>97,723</b>	<b>107,055</b>
营业成本	48,998	50,946	65,363	72,627
营业税金及附加	576	658	889	985
资产减值损失	-284	-24	-12	-14
销售费用	2,783	2,693	3,842	4,181
管理费用	1,434	1,421	2,011	2,194
财务费用	1,080	1,087	1,053	481
公允价值变动净收益	8	2	2	2
投资净收益	159	147	213	231
<b>营业利润</b>	<b>12,297</b>	<b>12,584</b>	<b>23,835</b>	<b>25,773</b>
营业外收支净额	-37	-106	-105	-105
<b>利润总额</b>	<b>12,260</b>	<b>12,478</b>	<b>23,731</b>	<b>25,668</b>
所得税	1,667	1,997	3,797	4,107
净利润	10,593	10,482	19,934	21,561
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,130</b>	<b>9,857</b>	<b>18,944</b>	<b>20,440</b>
少数股东损益	463	625	989	1,121

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>10,593</b>	<b>10,482</b>	<b>19,934</b>	<b>21,561</b>
资产减值准备	307	24	12	14
折旧及摊销	4,601	9,382	8,526	9,355
公允价值变动损失	-8	-2	-2	-2
财务费用	1,225	1,287	1,259	815
投资损失	-159	-147	-213	-231
运营资本变动	8,951	-2,364	1,821	1,059
其他	424	100	96	98
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>25,933</b>	<b>18,761</b>	<b>31,434</b>	<b>32,670</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-18,367</b>	<b>-16,669</b>	<b>-13,864</b>	<b>-13,589</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-9,233</b>	<b>4,565</b>	<b>-16,508</b>	<b>-18,017</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-17,091</b>	<b>5,611</b>	<b>12,318</b>	<b>15,186</b>

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	3.23	3.14	6.03	6.51
每股净资产 (元)	13.49	18.58	26.42	34.80
每股经营性现金流量	8.26	5.98	10.01	10.41
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-6.6%	2.7%	39.8%	9.5%
净利润增长率	-34.9%	-2.7%	92.2%	7.9%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	28.0%	27.1%	33.1%	32.2%
净利润率	14.9%	14.1%	19.4%	19.1%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	23.78	21.57	21.93	22.12
存货周转率 (次)	63.97	68.44	67.12	67.03
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	54.6%	49.8%	39.5%	29.8%
流动比率	0.52	0.60	0.77	1.01
速动比率	0.32	0.40	0.50	0.65
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用率	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%
财务费用率	1.6%	1.6%	1.1%	0.4%
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.0%	30.4%	26.4%	29.4%
股息收益率	0.0%	0.7%	1.2%	1.4%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	17.41	42.48	22.10	20.48
P/B (倍)	4.16	7.18	5.05	3.83
P/S (倍)	2.08	5.99	4.28	3.91
净资产收益率	23.9%	16.9%	22.8%	18.7%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

陈俊杰：清华大学有机化学硕士，华南理工大学应用化学本科，现任东北证券化工行业首席分析师。曾任申银万国证券研究所材料业部高级分析师。2015年以来具有4年证券研究从业经历，2015年、2016年新财富入围，2019年水晶球入围。在农化、玻纤、新材料等领域具有独到深刻见解，曾挖掘扬农化工、利尔化学、中国巨石、金发科技等标的，基本面研究扎实获市场认可。

李博：山东大学高分子化学与物理硕士，郑州大学材料科学与工程本科，现任东北证券基础化工组研究助理。曾任万华化学（北京）有限公司技术研发部研发工程师，2019年加入东北证券研究所。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn