

**万华化学(600309)/化工**
**全球供应紧张，挂牌价迎来大涨**
**评级：买入(维持)**

市场价格：133.35

**分析师：谢楠**
**执业证书编号：S0740519110001**

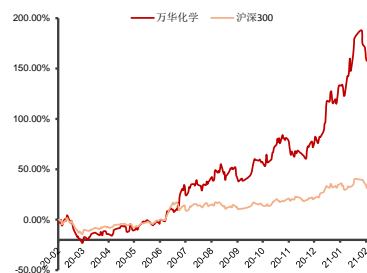
Email: xienan@r.qlzq.com.cn

**联系人：叶欣怡**

Email: yexy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3,139.7
流通股本(百万股)	1,423.8
市价(元)	133.35
市值(亿元)	4,187
流通市值(亿元)	1,899

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

中泰化工 | 万华化学点评：烟台 50 万吨技改投产，百尺竿头更进一步

**公司盈利预测及估值**

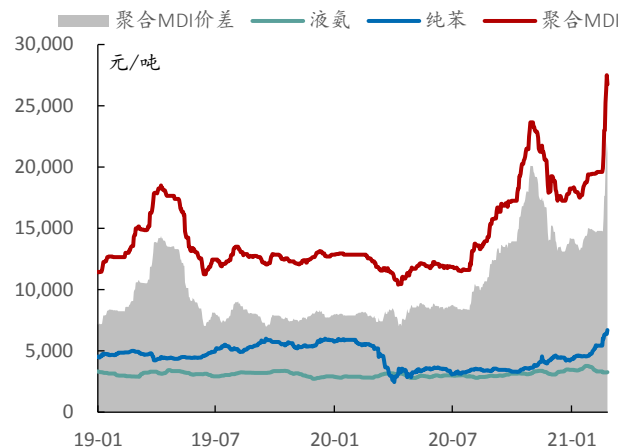
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,621	68,051	69,460	96,964	116,180
增长率 yoy%	14.11%	12.26%	2.07%	39.60%	19.82%
净利润	10,610	10,130	10,085	17,077	20,392
增长率 yoy%	-4.71%	-4.53%	-0.45%	69.34%	19.41%
每股收益(元)	3.38	3.23	3.21	5.44	6.49
每股现金流量	6.13	8.26	-3.12	16.64	-1.81
净资产收益率	31.41%	23.91%	21.70%	32.03%	26.30%
P/E	39.46	41.33	41.52	24.52	20.53
P/B	12.39	9.88	9.01	7.85	5.40

备注：2019年起为合并报表后数据，股价取自 2021/2/25

**投资要点**

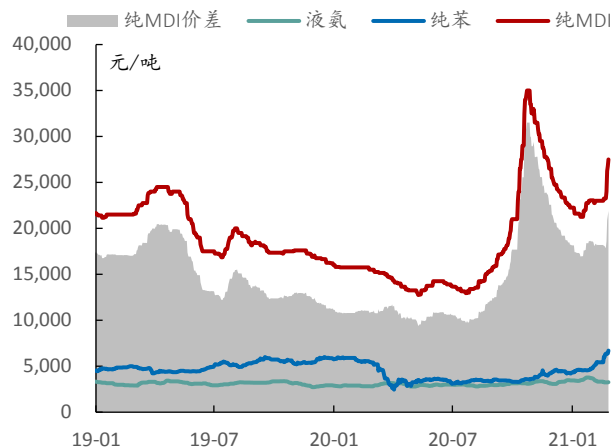
- 事件：**公司发布 2021 年 3 月中国地区 MDI 价格公告，中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 28000 元/吨(比 2 月份价格上调 7500 元/吨)，直销市场挂牌价 28000 元/吨(比 2 月份价格上调 7500 元/吨)；纯 MDI 挂牌价 28000 元/吨(比 2 月份价格上调 4000 元/吨)。
- 点评：**
- 全球供应紧张叠加检修预期，MDI 挂牌价大幅上行。**2 月上半月由于春节效应，MDI 市场价平稳，节后受美国寒潮天气影响，多个 MDI 装置中端供应，驱动价格大幅上涨。从涨幅看，3 月聚合 MDI 挂牌价环比上涨 7500 元/吨，单次涨幅已创 16 年以来新高，我们认为背后是供需面多个因素叠加的结果：**1) 低库存：**2020 年 10 月，美国飓风导致苯胺、硝基苯和氯等中间化学品短缺，多个 MDI 工厂出现不可抗力。厂家未能在 Q4 旺季备库，据亨斯迈 20Q4 财报披露，公司年末库存处于低位。**2) 强需求：**下半年以来北美地产需求高增，据科思创 20Q4 财报，四季度木质家具领域核心业务销量增长达两位数，建筑领域需求也同比正增长。我国聚合 MDI 出口量 12 月同比增加 75%。**3) 美国 MDI 存在长期缺口：**美国本身为聚合 MDI 净进口国，2019 年供应缺口约 23 万吨。据百川资讯，本次寒潮导致科思创 B aytown (33 万吨)、巴斯夫 Geismar (40 万吨)、陶氏 Freeport (34 万吨) 相继宣布不可抗力，亨斯迈 Geismar (50 万吨) 低负荷运行，以上产能占全球总产能的 18%左右，占美国产能 100%，使得原本就供应紧张的市场雪上加霜。**4) 检修推迟加剧供应收紧预期：**2020 年因疫情影响，亨斯迈将 G eismar 的日常检修从 20Q4 推迟到 21Q1，此外，巴斯夫重庆、亨斯迈荷兰一季度也有检修计划，或加剧市场失衡。
- 价差有望维持，看好一季度公司量价齐升。**截止 2021/2/25，聚合 MDI 价格 26750 元/吨(较月初+38%)，价差为 21152 元/吨(较月初+6222 元/吨)，纯 MDI 价格 27500 元/吨(较月初+19%)，价差为 21902 元/吨(较月初+3322 元/吨)。当下原油价格已回到疫情前水平，纯苯价格为 6700 元/吨，预计成本上行空间有限；供需层面，上半年 MDI 检修产能较多，而国内需求在年后逐步恢复，对价格形成支撑。公司烟台 50 万吨扩产后，有望及时补充全球供应缺口，带来销量提升。
- 风险提示：**MDI 价格大幅波动，项目投产进度不达预期。
- 盈利预测：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 100.85 亿元、170.77 亿元、203.92 亿元，EPS 分别为 3.21 元、5.44 元、6.49 元。维持买入评级。

图表 1: 聚合 MDI 价格价差走势



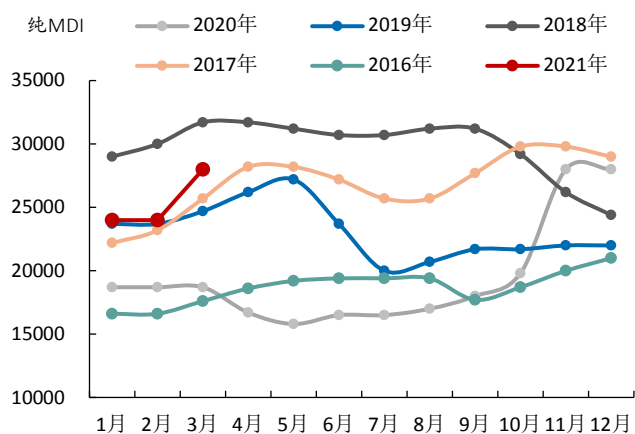
来源: wind、中泰证券研究所

图表 2: 纯 MDI 价格价差走势



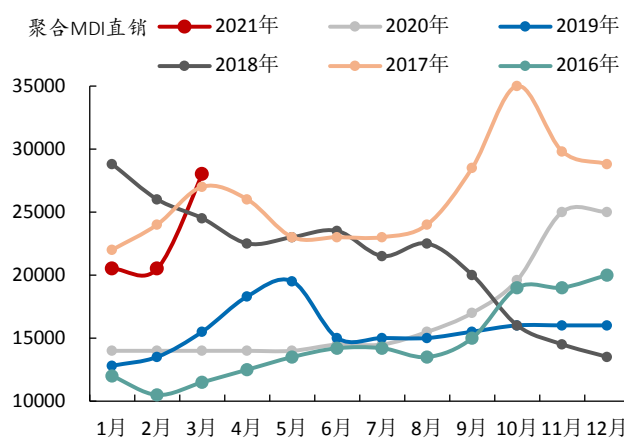
来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 公司纯 MDI 市场挂牌价 (元/吨)



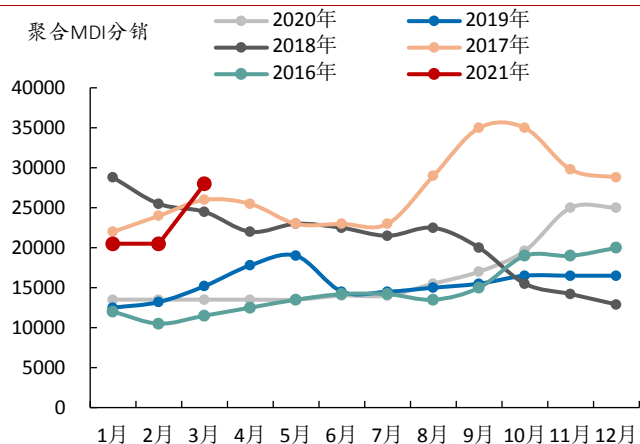
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 公司聚合 MDI 直销市场挂牌价 (元/吨)



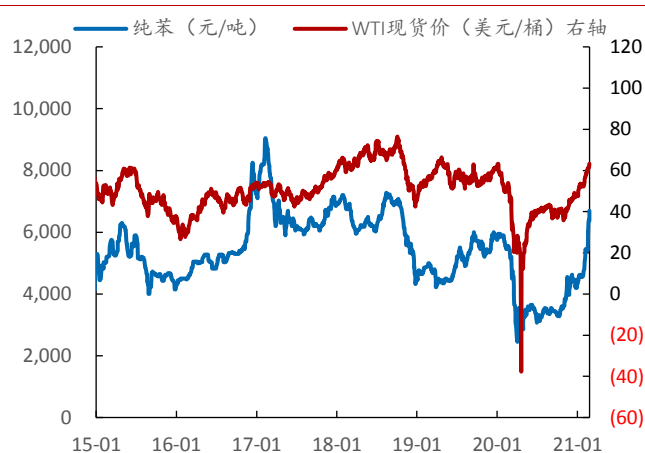
来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 公司聚合 MDI 分销市场挂牌价趋势 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 原料纯苯价格变化



来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68,051	69,460	96,964	116,180	货币资金	4,566	4,661	6,506	7,796
增长率	12.3%	2.1%	39.6%	19.8%	应收款项	4,952	19,050	9,934	27,503
营业成本	-48,998	-51,258	-68,464	-82,277	存货	8,587	9,452	14,051	14,549
%销售收入	72.0%	73.8%	70.6%	70.8%	其他流动资产	5,378	5,484	5,603	5,791
毛利	19,053	18,202	28,499	33,903	流动资产	23,484	38,647	36,095	55,639
%销售收入	28.0%	26.2%	29.4%	29.2%	%总资产	24.2%	33.2%	30.8%	39.9%
营业税金及附加	-576	-588	-821	-983	长期投资	718	718	718	718
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	37,478	39,082	44,370	48,069
营业费用	-2,783	-2,841	-3,965	-4,751	%总资产	38.7%	33.6%	37.8%	34.5%
%销售收入	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	无形资产	5,337	6,972	8,440	9,741
管理费用	-1,434	-1,464	-2,043	-2,448	非流动资产	73,382	77,810	81,245	83,754
%销售收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	%总资产	75.8%	66.8%	69.2%	60.1%
息税前利润 (EBIT)	14,260	13,310	21,670	25,721	<b>资产总计</b>	<b>96,865</b>	<b>116,456</b>	<b>117,339</b>	<b>139,393</b>
%销售收入	21.0%	19.2%	22.3%	22.1%	短期借款	20,034	46,005	21,892	35,176
财务费用	-1,080	-1,080	-985	-1,048	应付款项	20,008	9,050	32,396	16,011
%销售收入	1.6%	1.6%	1.0%	0.9%	其他流动负债	4,757	4,757	4,757	4,757
资产减值损失	-284	14	14	14	流动负债	44,800	59,812	59,046	55,944
公允价值变动收益	8	-30	0	0	%总资产	5.963	5.963	0	0
投资收益	159	108	108	108	其他长期负债	2,172	2,172	2,172	2,172
%税前利润	1.2%	0.9%	0.5%	0.4%	<b>负债</b>	<b>52,934</b>	<b>67,946</b>	<b>61,218</b>	<b>58,116</b>
营业利润	13,063	12,322	20,808	24,795	<b>普通股股东权益</b>	<b>42,364</b>	<b>46,480</b>	<b>53,310</b>	<b>77,533</b>
营业利润率	19.2%	17.7%	21.5%	21.3%	少数股东权益	1,567	2,030	2,811	3,744
营业外收支	-37	-88	-110	-85	<b>负债股东权益合计</b>	<b>96,865</b>	<b>116,456</b>	<b>117,339</b>	<b>139,393</b>
税前利润	13,026	12,234	20,697	24,709					
利润率	19.1%	17.6%	21.3%	21.3%	比率分析				
所得税	-1,667	-1,660	-2,810	-3,356		2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	12.8%	13.6%	13.6%	13.6%	<b>每股指标</b>				
净利润	10,593	10,546	17,858	21,325	每股收益 (元)	3.23	3.21	5.44	6.49
少数股东损益	463	461	781	933	每股净资产 (元)	13.49	14.80	16.98	23.09
归属于母公司的净利润	10,130	10,085	17,077	20,392	每股经营现金净流 (元)	8.26	-3.12	16.64	-1.81
净利率	14.9%	14.5%	17.6%	17.6%	每股股利 (元)	2.00	1.93	3.26	3.90
现金流量表 (人民币百万元)					<b>回报率</b>				
	2019A	2020E	2021E	2022E	净资产收益率	23.91%	21.70%	32.03%	26.48%
净利润	10,593	10,546	17,858	21,325	总资产收益率	10.94%	9.06%	15.22%	15.30%
加: 折旧和摊销	4,601	4,774	5,767	6,693	投入资本收益率	21.58%	17.99%	19.85%	31.67%
资产减值准备	307	0	0	0	<b>增长率</b>				
公允价值变动损失	-8	-30	0	0	营业总收入增长率	12.26%	2.07%	39.60%	19.82%
财务费用	1,225	1,080	985	1,048	EBIT增长率	-15.29%	-9.10%	62.74%	18.61%
投资收益	-159	-108	-108	-108	净利润增长率	-4.53%	-0.45%	69.34%	19.41%
少数股东损益	463	461	781	933	总资产增长率	25.94%	20.23%	0.76%	18.79%
营运资金的变动	7,817	-26,052	27,749	-34,635	<b>资产管理能力</b>				
<b>经营活动现金净流</b>	<b>25,933</b>	<b>-9,790</b>	<b>52,251</b>	<b>-5,677</b>	应收账款周转天数	20.2	18.6	19.4	19.0
固定资本投资	-22,174	-7,000	-7,000	-7,000	存货周转天数	43.4	46.7	43.6	44.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-18,367</b>	<b>-9,039</b>	<b>-9,100</b>	<b>-9,100</b>	应付账款周转天数	43.0	39.6	41.3	40.5
股利分配	-6,279	-6,051	-10,246	-12,235	固定资产周转天数	176.2	198.4	154.9	143.2
其他	-2,954	24,975	-31,060	28,301	<b>偿债能力</b>				
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-9,233</b>	<b>18,924</b>	<b>-41,306</b>	<b>16,066</b>	净负债/股东权益	56.13%	100.57%	36.42%	50.42%
<b>现金净流量</b>	<b>-1,667</b>	<b>95</b>	<b>1,846</b>	<b>1,289</b>	EBIT利息保障倍数	13.6	12.4	22.1	24.6
					资产负债率	54.65%	58.35%	52.17%	40.83%

资料来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 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) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。