

化工

2021年02月25日

万华化学 (600309)

——烟台基地完成 50 万吨技改扩产，低成本扩张巩固全球 MDI 龙头地位

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2021年02月24日

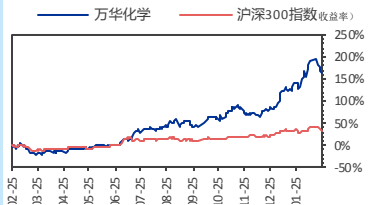
收盘价(元)	128.82
一年内最高/最低(元)	150.18/37.6
市净率	9.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	183408
上证指数/深证成指	3564.08/14870.67

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年09月30日

每股净资产(元)	14
资产负债率%	63.48
总股本/流通A股(百万)	3140/1424
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

王成强 A0230119080002
wangcq@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com

投资要点：

- **事件**：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。该项目于 2019 年 6 月获得项目备案证明，至 2021 年 2 月累计投资 2.84 亿元人民币。
- **市占率进一步提升巩固全球龙头地位，低成本技改扩产巩固成本优势地位**。此次万华技改完成后，公司 MDI 总产能达到 260 万吨，全球 MDI 产能（以母液产能计）合计约 962 万吨，万华全球 MDI 市占率（以母液产能计）提升至 27% 以上，市占率进一步提升巩固全球龙头地位；另一方面，此次技改是烟台装置建成后首次技改扩产，将成功复制宁波基地 MDI 装置通过低成本技改扩产降成本的路径。根据申万测算，烟台装置此次技改扩产后，按照 8 成开工率计算，单吨 MDI 折日成本可降低 700 元/吨以上，低成本技改扩产进一步巩固万华全球 MDI 成本优势，竞争力进一步提升。
- **MDI 需求旺季欧美装置不可抗力频发，产品价格持续景气向上**。受美洲地区寒流影响，美国陶氏、巴斯夫相继宣布装置不可抗力，合计 64 万吨产能，科思创 33 万吨产能也处于停产状态，另外亨斯迈荷兰 47 万吨、巴斯夫重庆 40 万吨产能 2 月底 3 月初将相继进入检修状态，受影响产能占比约 20%，同时在化工品需求逐步复苏的大背景下，聚合 MDI 主力需求领域的冰箱产销量数据高企有望延续，鞋服领域旺季值得期待。MDI 供给缺口明显，库存低位，流通货源紧张，近期价格快速上涨，截止目前，聚合 MDI 价格 27500 元/吨，纯 MDI 价格 27000 元/吨，预计随着节后下游开工逐渐恢复，MDI 景气行情有望持续。
- **高研发投入+高资本开支支撑长期发展，寻求周期成长的确切性与预期差，长期看好万华全面发展成为全球化工行业领军者**。公司未来成长目标清晰，各大基地 5 年维度的规划陆续浮出水面，烟台、福建基地将持续打造一体化园区，眉山基地除去改性塑料、PBAT、锂电材料外，有望依托当地天然气资源拓展下游，每年 20 亿级别研发投入做强劲技术支撑，未来 5 年大规模资本开支加速技术储备产业化，膜项目、尼龙 12、柠檬醛、可降解塑料、锂电正极材料、CMP 抛光材料项目有序推进，POE 项目中试工作正在进行，新材料业务布局完善，有序推进，持续贡献增量。长期看好万华全面发展成为平台型化工新材料公司，成长为全球化工行业领军者。
- **投资建议**：维持“买入”评级，维持 2020 年盈利预测，MDI 量价齐升超预期，上调 2021-2022 年盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 100.08、197.41、221.19（原 152.35、170.18）亿元，EPS 3.19、6.29、7.04（原 4.85、5.42）元，当前市值对应 PE 为 40X、20X、18X。
- **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

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	68,051	49,232	72,229	102,209	108,570
同比增长率(%)	-6.6	1.4	6.1	41.5	6.2
归母净利润(百万元)	10,130	5,349	10,008	19,741	22,119
同比增长率(%)	-34.9	-32.3	-1.2	97.2	12.0
每股收益(元/股)	3.23	1.70	3.19	6.29	7.04
毛利率(%)	28.0	22.6	26.5	33.8	35.2
ROE(%)	23.9	12.2	21.6	32.3	29.7
市盈率	40	40	20	18	18

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



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	72,837	68,051	72,229	102,209	108,570
其中: 营业收入	72,837	68,051	72,229	102,209	108,570
减: 营业成本	46,968	48,998	53,119	67,699	70,357
减: 税金及附加	822	576	611	865	919
主营业务利润	25,047	18,477	18,499	33,645	37,294
减: 销售费用	2,460	2,783	2,959	4,191	4,451
减: 管理费用	1,373	1,434	1,445	2,249	2,606
减: 研发费用	1,629	1,705	1,806	2,657	2,714
减: 财务费用	1,048	1,080	1,044	1,225	1,220
经营性利润	18,537	11,476	11,245	23,323	26,303
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-22	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-182	-284	31	0	0
加: 投资收益及其他	1,248	1,128	1,092	1,107	1,078
营业利润	19,604	12,297	12,368	24,430	27,381
加: 营业外净收入	-108	-37	0	0	0
利润总额	19,495	12,260	12,368	24,430	27,381
减: 所得税	3,423	1,667	1,964	3,894	4,367
净利润	16,072	10,593	10,404	20,537	23,014
少数股东损益	506	463	395	796	895
归属于母公司所有者的净利润	15,566	10,130	10,008	19,741	22,119
全面摊薄总股本	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140
每股收益 (元)	4.96	3.23	3.19	6.29	7.04

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	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.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。