

2022 年 01 月 17 日

万华化学 (600309.SH)

业绩符合预期，立足优势产能进军新材料

■事件：万华化学发布 2021 年年度业绩预告。报告期内预期实现归母净利润 240~252 亿元，同比+139~151%，预期 Q4 实现归母净利润 44.58~56.58 亿元，同比-5~+21%，环比-26~-6%。

■2021 公司业绩预告符合预期，新产能投放下海外 MDI 市场高景气及石化、精细化学品等产品量价齐升为业绩大幅增长主因。总体看，2021 年公司主要产品受益于本轮化工景气周期供需错配，海外非常规货币政策+财政刺激支撑了居民端消费快速复苏，国内“出口替代”作用明显，据中国海关数据，截止 21 年 11 月，MDI 出口总量达 93.9 万吨，同比+73%，创历史新高，全年 MDI 出口价格也一直处于上升趋势；Q3 以来供给侧则受双碳预期和能耗双控政策影响，叠加极端天气扰动和煤油价格上行，化工品价格景气全面走高。从产销看，据公司公告，Q1 烟台 MDI 技改扩能及大乙烯产能放量等也对业绩构成积极贡献。

■异氰酸酯项目扩能持续巩固行业龙头地位。据天天化工，MDI 供给侧未来确定性增量主要来自万华（宁波 60 万+福建 160 万），其余来自科思创（美国 Baytown 41 万吨+西班牙 Tarragona 5 万吨，Baytown 选址未定）、巴斯夫（上海漕泾 9 万吨）和韩国锦湖（20 万吨）；需求侧方面，考虑到近年来全球 MDI 需求增速在 5~6%，未来三四年 MDI 的新产能投放与需求增量基本匹配，总的来说，据公司公告，二十年来，万华每次 MDI 技术突破都伴随产能放量和成本大幅下降，市场份额一路攀升，并给公司带来超额利润，未来福建 MDI 扩能落地后，公司全球 MDI 产能占比有望从 27% 攀升至 37%，“一超多强”的行业格局将持续强化。

■中长期看，建筑节能需求+外墙外保温限制+住建部建筑节能强制新标有望带动 MDI 下游国内聚氨酯保温材料需求持续增长。未来碳中和方向既定，建筑节能要求提升趋势下，建筑保温层厚度要求相应增加，而现有的外墙外保温体系下，保温层的“厚脸皮”现象带来了巨大的安全风险，据各地住建部门通告，2020 年至今，重庆、嘉兴、上海等地出台了对外墙外保温材料不同程度的限制性政策，上海尤甚。在现常用外墙保温材料中，据 CNKI 数据，相同保温效果下，聚氨酯硬泡（PU）保温板厚度仅有岩棉或聚苯乙烯泡沫板的~1/2，是聚苯乙烯挤塑板的 2/3，因此长期看聚氨酯保温材料有望受益于政策红利。更进一步看，如果未来更加安全的外墙夹芯保温和外墙内保温技术得到普及，由于其对室内建筑面积的占用，PU 板“薄脸皮”优势将更加突出。另一方面，国家住建部近期发布了《建筑节能与可再生能源利用通用规范》，自 2022 年 4 月 1 日起实施，新标准除了建筑能耗水平和节能效率要求提升，还首次强制性纳入了量化的建筑碳排放强度

公司快报

证券研究报告

聚氨酯

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：120 元
 股价（2022-01-17）95.53 元

交易数据

总市值（百万元）	301,729.65
流通市值（百万元）	136,822.99
总股本（百万股）	3,139.75
流通股本（百万股）	1,423.76
12 个月价格区间	95.00/143.98 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.4	-7.02	-8.45
绝对收益	-7.59	-8.45	-9.71

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003
 zhangwq1@essence.com.cn
 010-83321072

相关报告

万华化学：福建 MDI 扩能巩固龙头地位，POCHP 自主研发技术完善产业布局/张汪强	2021-11-05
万华化学：Q3 景气持续，建筑节能新标准有望带动聚氨酯保温长期需求/张汪强	2021-10-18
万华化学：飓风不可抗力叠加检修季，看好 MDI 后市行情/张汪强	2021-08-29
万华化学：Q2 业绩超预期，MDI 挂牌价上调看好后市行情/张汪强	2021-07-30
万华化学：业绩大幅预增，下半年预期乐观/张汪强	2021-07-09

指标，要求平均降低 $7\text{kg CO}_2 (\text{m}^2 \cdot \text{a})$ 以上，据 CNKI，建筑物每使用 1Kg PU 材料，相当于其平均寿命期间减少 75.5Kg CO_2 排放量，对应 $130\text{kg CO}_2 (\text{m}^2 \cdot \text{a})$ （外保温厚度 3.4cm PU 板替代 6cm 聚苯板，使用寿命 25a ， $\rho_{\text{PU}}=1.25\text{g/cm}^3$ ），是现标准的~19 倍，而 PU 板更好的保温特性也能解决目前外墙外保温体系的“厚脸皮”顽疾，随着建筑业政策新标准的逐步强化和量化，长期看 MDI 下游国内聚氨酯保温材料需求有望迎来持续增长。

■光伏产业快速发展带来 POE 巨大增量需求，看好万华国产化替代。

未来全球碳中和+新能源大趋势下，POE 光伏需求存在三重利好：一是陡峭的碳中和曲线放大了全球每年光伏新增装机预期；二是双面组件快速推广提振 POE 的中长期需求；三是光伏平价趋势下，组件性能和可靠性对光伏项目经济效益影响深远，POE 兼具良好抗 PID 性能和全天气耐候性于一身，成长空间巨大。但与旺盛需求相对应，我国 POE 完全依赖进口，全球产能掌握在美日韩等几家外企手中，地缘政治不确定因素下，解决光伏供应链“卡脖子”问题迫在眉睫，近三十年来陶氏凭借 CGC 茂金属催化剂和环管溶液聚合技术出道即巅峰，POE 产能占据全球半壁江山，然而其核心专利自 2016 年来均已到期，目前是内化企打翻身仗的绝佳时机。据公司环评，万华布局 20 万吨 POE，包含 9.2 万吨辛己烯配套。POE 自主研发的技术壁垒极高，但万华研发体系历经十余载磨砺如今羽翼已丰，再凭依石化一体化布局，实现关键原料辛己烯自给，成本端优势凸显，如今项目中试突破在望，工业化亦有望水到渠成，未来景气预期下盈利空间弹性巨大。因此，中长期看，考虑到未来 POE 潜在的庞大需求增量，万华布局 POE 不仅是龙头的责任担当，更是实现公司新材料板块价值重估的重要砝码。

■投资建议：预计 2021-2023 年归母净利润为 245.9、252.4、277.6 亿元，维持买入-A 投资评级。

■风险提示：项目进度不及预期，产品价格大幅波动，下游需求不及预期。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	68,050.7	73,433.0	132,179.3	145,397.3	167,206.9
净利润	10,130.0	10,041.4	24,585.5	25,242.1	27,761.9
每股收益(元)	3.23	3.20	7.83	8.04	8.84
每股净资产(元)	13.49	15.54	20.12	24.94	30.24

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	29.6	29.9	12.2	11.9	10.8
市净率(倍)	7.1	6.1	4.7	3.8	3.2
净利润率	14.9%	13.7%	18.6%	17.4%	16.6%
净资产收益率	23.9%	20.6%	38.9%	32.2%	29.2%
股息收益率	1.4%	1.4%	3.3%	3.4%	3.7%
ROIC	21.6%	17.8%	32.4%	32.2%	24.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	68,050.7	73,433.0	132,179.3	145,397.3	167,206.9	成长性					
减:营业成本	48,997.6	53,765.9	89,485.4	101,341.9	118,716.9	营业收入增长率	12.3%	7.9%	80.0%	10.0%	15.0%
营业税费	576.0	675.7	1,216.2	1,337.8	1,538.5	营业利润增长率	-23.6%	-3.8%	153.7%	2.7%	10.0%
销售费用	2,782.9	2,938.8	5,289.8	4,943.5	5,016.2	净利润增长率	-4.5%	-0.9%	144.8%	2.7%	10.0%
管理费用	1,433.9	1,420.0	2,556.1	2,907.9	3,344.1	EBITDA 增长率	-7.0%	5.0%	106.7%	5.1%	11.2%
研发费用	1,704.8	2,043.0	3,677.5	4,045.2	4,652.0	EBIT 增长率	-17.5%	1.9%	132.1%	2.8%	9.9%
财务费用	1,079.7	1,076.4	754.4	819.7	863.3	NOPLAT 增长率	-14.7%	-0.9%	128.3%	2.8%	9.9%
资产减值损失	-284.2	-488.2	-	-	-	投资资本增长率	19.9%	25.8%	3.3%	44.7%	-0.5%
加:公允价值变动收益	7.8	-6.3	-	-	-	净资产增长率	11.9%	17.6%	29.6%	24.0%	21.3%
投资和汇兑收益	158.9	179.2	800.0	800.0	800.0						
营业利润	12,297.0	11,824.9	30,000.0	30,801.2	33,875.9	利润率					
加:营业外净收支	-36.6	-92.7	-	-	-	毛利率	28.0%	26.8%	32.3%	30.3%	29.0%
利润总额	12,260.4	11,732.2	30,000.0	30,801.2	33,875.9	营业利润率	18.1%	16.1%	22.7%	21.2%	20.3%
减:所得税	1,667.0	1,317.3	4,500.0	4,620.2	5,081.4	净利润率	14.9%	13.7%	18.6%	17.4%	16.6%
净利润	10,130.0	10,041.4	24,585.5	25,242.1	27,761.9	EBITDA/营业收入	25.9%	25.2%	28.9%	27.6%	26.7%
						EBIT/营业收入	19.1%	18.0%	23.3%	21.7%	20.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	176	230	185	199	180
						流动营业资本周转天数	22	-22	-30	-6	12
						流动资产周转天数	141	157	168	157	155
						应收账款周转天数	20	29	33	30	30
						存货周转天数	43	42	51	45	46
						总资产周转天数	460	565	438	431	416
						投资资本周转天数	312	356	224	253	259
						投资回报率					
						ROE	23.9%	20.6%	38.9%	32.2%	29.2%
						ROA	10.9%	7.8%	13.6%	16.3%	12.8%
						ROIC	21.6%	17.8%	32.4%	32.2%	24.5%
						费用率					
						销售费用率	4.1%	4.0%	4.0%	3.4%	3.0%
						管理费用率	2.1%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
						研发费用率	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
						财务费用率	1.6%	1.5%	0.6%	0.6%	0.5%
						四费/营业收入	10.3%	10.2%	9.3%	8.7%	8.3%
						偿债能力					
						资产负债率	54.6%	61.4%	64.4%	48.2%	55.4%
						负债权益比	120.5%	159.0%	180.5%	93.1%	124.1%
						流动比率	0.52	0.59	0.70	0.60	0.81
						速动比率	0.33	0.47	0.45	0.49	0.53
						利息保障倍数	12.05	12.31	40.77	38.58	40.24
						分红指标					
						DPS(元)	1.30	1.30	3.13	3.22	3.54
						分红比率	40.3%	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	1.4%	1.4%	3.3%	3.4%	3.7%
资产负债表											
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
货币资金	4,566.3	17,573.7	10,574.3	11,631.8	13,376.5						
交易性金融资产	30.4	-	-	-	-						
应收账款	4,952.4	6,974.2	17,258.7	6,974.2	20,893.6						
应收票据	-	-	18,358.2	9,913.5	22,599.0						
预付账款	437.8	780.8	1,247.4	1,049.6	1,641.2						
存货	8,586.9	8,703.5	28,582.1	8,013.6	34,856.4						
其他流动资产	4,909.8	6,494.3	6,494.3	6,494.3	6,494.3						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	717.6	1,314.0	1,314.0	1,314.0	1,314.0						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	37,478.3	56,371.3	79,498.5	81,622.6	85,133.7						
在建工程	22,561.9	21,534.2	12,010.3	21,357.2	27,900.0						
无形资产	5,336.6	6,904.6	6,556.7	6,208.8	5,861.0						
其他非流动资产	7,287.4	7,102.2	5,890.1	5,728.9	5,614.2						
资产总额	96,865.3	133,752.7	187,784.6	160,308.4	225,683.9						
短期债务	20,034.0	38,244.9	30,436.5	51,544.2	36,167.2						
应付账款	9,287.2	10,605.7	33,680.3	5,213.3	30,455.5						
应付票据	8,386.4	8,337.5	28,948.1	4,832.6	28,144.3						
其他流动负债	7,091.9	10,945.7	25,632.3	12,414.4	28,055.6						
长期借款	5,962.6	11,821.9	-	1,132.4	-						
其他非流动负债	2,171.9	2,146.1	2,146.1	2,146.1	2,146.1						
负债总额	52,934.1	82,101.9	120,843.2	77,282.9	124,968.7						
少数股东权益	1,567.2	2,870.4	3,784.9	4,723.8	5,756.4						
股本	3,139.7	3,139.7	3,139.7	3,139.7	3,139.7						
留存收益	39,305.7	45,265.4	60,016.7	75,162.0	91,819.1						
股东权益	43,931.3	51,650.8	66,941.3	83,025.5	100,715.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	10,593.3	10,414.9	24,585.5	25,242.1	27,761.9	EPS(元)	3.23	3.20	7.83	8.04	8.84
加:折旧和摊销	4,600.8	5,236.5	7,450.5	8,531.8	9,902.4	BVPS(元)	13.49	15.54	20.12	24.94	30.24
资产减值准备	306.6	488.2	-	-	-	PE(X)	29.6	29.9	12.2	11.9	10.8
公允价值变动损失	-7.8	6.3	-	-	-	PB(X)	7.1	6.1	4.7	3.8	3.2
财务费用	1,224.5	1,229.0	754.4	819.7	863.3	P/FCF	53.3	20.2	131.0	29.4	25.4
投资损失	-158.9	-179.2	-800.0	-800.0	-800.0	P/S	4.4	4.1	2.3	2.1	1.8
少数股东损益	463.3	373.5	914.5	938.9	1,032.6	EV/EBITDA	11.3	17.2	8.4	8.5	7.3
营运资金的变动	7,816.6	7,263.7	9,390.0	-26,298.6	10,162.0	CAGR(%)	35.2%	40.4%	25.7%	35.2%	40.4%
经营活动产生现金流量	25,932.9	16,849.7	42,294.8	8,433.9	48,922.2	PEG	0.8	0.7	0.5	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-18,366.9	-23,855.0	-18,700.0	-18,700.0	-18,700.0	ROIC/WACC	2.2	1.8	3.3	3.3	2.5
融资活动产生现金流量	-9,233.0	19,812.8	-30,594.2	11,323.6	-28,477.4	REP	1.4	2.1	1.2	0.9	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034