

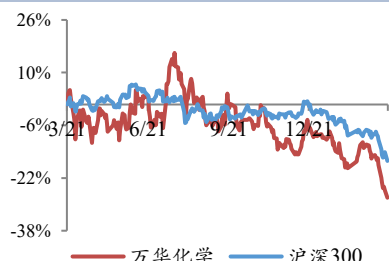
MDI 维系较好景气度，多点布局巩固龙头地位

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-03-14

收盘价（元）	80.34
近 12 个月最高/最低（元）	129.45/80.34
总股本（百万股）	3,140
流通股本（百万股）	1,424
流通股比例（%）	45.35
总市值（亿元）	2,522
流通市值（亿元）	1,144

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

1.Q3 高景气延续，碳中和投资保障新项目 2021-10-19

2.加速绿电和新能源布局，有望提前碳中和 2021-09-05

3.福建 MDI 项目开始设备安装，未来规划 160 万吨产能 2021-08-22

主要观点：

● 事件描述

公司发布年度报告，2021 年实现营业收入 1455.38 亿元，同比增长 98.19%，归属于上市公司股东的净利润 246.49 亿元，同比增长 145.47%。2021 年全球部分化工装置受极端天气、疫情等因素影响，出现供应短缺，造成全球化工产品供应链波动，供需阶段性失衡，化工产品价格提升。公司烟台 MDI 装置技改、百万吨乙烯等新产能、新装置投产，提升了全球市场供应能力，同时公司依托多年全球供应链、渠道布局，克服疫情等诸多不利因素，有序保证了全球核心客户的市场供应，聚氨酯、石化以及精细化学品等主要产品量价齐升，公司营业收入及利润均实现大幅增长。

● 公司 2021 年实现归母净利润 246.49 亿元，同比增长 145.47%

2021 年公司盈利水平大幅增长，实现归母净利润 246.49 亿元，同比增长 145.47%。单季度看，2021Q4 公司营收 382.19 亿元，同比增加 57.92%，环比下降 3.64%；实现毛利润 65.3 亿元，同比下降 23.64%，环比下降 38.78%、实现归母净利润 51.07 亿元，同比增加 8.84%，环比下降 15.04%。

2021 年公司财务费用 14.79 亿元，同比增加 37.37%，主要源于要为营运资金增加导致银行借款利息增加；管理费用 18.92 亿元，同比增长 33.21%，主要源于人工、信息化等费用增加；销售费用 10.52 亿元，同比增加 33.43%，主要源于销售人员人工、差旅等费用增加。公司经营活动净现金流 279.22 亿元，同比上升 65.71%，主要因为本期销售商品、提供劳务收到的现金增加；筹资活动净现金流为-287.58 亿元，同比下降 11.24%。

● 聚氨酯销量持续增长，MDI 价格总体呈上升趋势

公司聚氨酯系列产品的 2021 年收入为 604.92 亿元，同比增长 75.76%。2021 年收入和成本较上年增加，主要为 2021 年烟台 110 万吨 MDI 技改新增产能投放市场、聚醚多元醇销量提升，以及产品与原料价格上涨所致；公司聚氨酯系列产品产量 401 万吨，同比增长 37.40%，销量为 389 万吨，同比增长 32.73%。聚氨酯板块毛利 212.15 亿元，同比增长 41.67%，毛利率为 35.07%，同比上升 0.61 个百分点。毛利有所增加，主要为产品价格同比上涨以及产能、销量提升带来的规模效应所致。

截至 2021 年末公司在烟台拥有 110 万吨/年 MDI、30 万吨/年 TDI 装置，在宁波拥有 120 万吨/年 MDI 装置，在匈牙利 BC 拥有 35 万吨/年 MDI、25 万吨/年 TDI 装置，福建拥有 10 万吨/年 TDI 装置。公司是目前全球最大的 MDI 供应商和全球第三大 TDI 供应商。

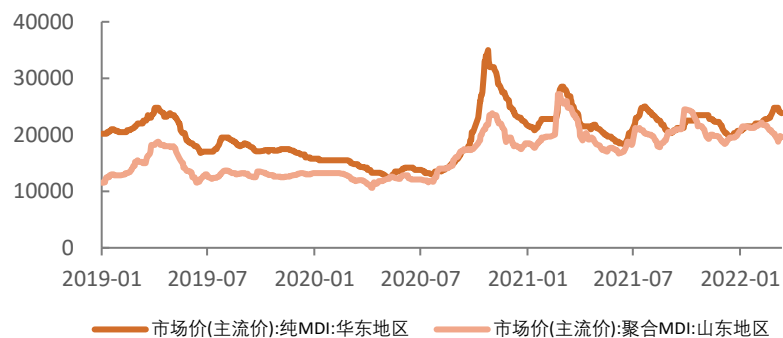
图表 1 全球 MDI 主要生产厂家产能情况

厂家	产能（万吨/年）
宁波万华	120
烟台万华	110
上海亨斯迈	40
美国亨斯迈	50
欧洲亨斯迈	47
上海巴斯夫	19
巴斯夫	40
美国巴斯夫	40
比利时巴斯夫	65
韩国巴斯夫	25
上海科思创	60
德国科思创	42
日本科思创	7
韩国陶氏	20
美国陶氏	34
沙特陶氏	40
日本东曹	40
上海联恒	35
韩国锦湖	41
万华宝思德	35
合计	910

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2021 年全国 MDI 价格受国外 MDI 厂商遭遇极端天气，国内 MDI 下游库存波动、厂商停车检修、国家耗能双控政策、市场供需结构再平衡等一系列影响而交替波动，截止 2021 年底，纯 MDI 价格收报为 20700 元/吨，聚合 MDI 价格为 20300 元/吨。

图表 2 国内纯 MDI 及聚合 MDI 价格变化



资料来源：Wind，华安证券研究所

2021 年 MDI 价格总体呈现上升趋势。期间公司完成烟台 MDI 装置 110 万吨/年技改扩能,有力保障了 MDI 的市场供应。进出口方面,由于 2021 年北美极端天气影响,多套 MDI 装备停摆引发全球货源紧张,造成短期供给不平衡,我国 MDI 进口量减少明显,出口量大幅增加。2021 年聚合 MDI 进口量和出口量分别为 29.8 和 101.4 万吨,同比下降 19%、增加 65%,2021 年纯 MDI 进口量、出口量为 7 万吨和 12.1 万吨,同比下降 28%,增加 23%。

同时纯 MDI 下游中鞋底原液、TPU 等需求平稳增长,氨纶为国内纯 MDI 需求提供增量支持。长期看 MDI 供需格局良好,叠加目前亚太地区已成为全球最大的聚氨酯消费市场,北美和欧洲市场逐渐饱和,近几年及未来的发展重点将集中在亚太地区,万华作为全球 MDI 绝对龙头生产商,拥有绝对的产能及区位优势,成全球 MDI 增长的主要来源。

图表 3 万华化学聚氨酯版块经营数据季度变化

万华化学聚氨酯版块经营数据				
	营收 (亿元)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	均价 元/吨
20Q1	63.7	61.2	60.1	10599
20Q2	70.5	61.6	64.1	10992
20Q3	84.0	74.1	76.1	11041
20Q4	126.0	90.4	88.1	14295
21Q1	137.6	95.8	92.4	14883
21Q2	146.6	105.7	97.1	15107
21Q3	156.8	96.2	101.1	15504
21Q4	163.92	103.3	98.4	16659

资料来源: Wind, 华安证券研究所

● 百万吨级乙烯项目投产,石化板块盈利快速增长

公司石化系列产品 2021 年收入为 614.09 亿元,同比增长 166.01%,2021 年成本为 509.16 亿元,同比增长 130.36%,公司石化系列产品收入、成本较上年增加,主要为百万吨乙烯装置投产,增大石化产品销量,以及原油价格上涨叠加全球阶段性供需失衡造成石化产品与 LPG 价格上升所致;公司石化业务产品产量 400 万吨,同比增长 79.49%,销量为 390 万吨,同比增长 74.81%。石化业务板块毛利 104.93 亿元,同比增长 968.14%,毛利率为 17.09%,同比上升 12.83 个百分点。毛利率有所增加,主要为石化产品价格同比大幅上涨以及百万吨乙烯投产带来的产品结构变化、规模效应所致。

公司石化业务目前主要发展 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物,致力于成为具有独特竞争优势,最具影响力的高端烯烃及衍生物供应商。万华依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置,不断拓宽 C2、C3、C4

产业链条；以 100 万吨/年乙烯及 75 万吨/年丙烷脱氢装置为源头，实现产业链联动和价值链协同。

今年2月，万华化学丙烷/丁烷洞库项目环境影响评价第一次环评公示，万华福建工业园拟投资23.16亿元建设建设120万立方丙烷地下洞库（包括2座60万立方丙烷地下洞库）和1座50万立方丁烷地下洞库。2022年3月4日，福州市生态环境局拟对万华化学（福建）码头有限公司码头罐区项目环境影响评价进行批复。根据规划，该项目建成后将具备年周转105万吨苯、45万吨苯胺、120万吨烧碱、40万甲醇的能力。与此同时，公司在石化产品侧重附加值更高的改性PP、MIBK、异氟尔酮等产品，逐步强化已有的石化产业链集群，扩大规模优势。

图表 4 万华化学石化板块经营数据季度变化

万华化学石化板块经营数据				
	营收 (亿元)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	均价 元/吨
20Q1	54.6	44.9	128.0	4267
20Q2	49.5	39.7	152.8	3242
20Q3	55.0	50.2	128.4	3475
20Q4	71.7	53.2	189.1	3789
21Q1	120.6	86.3	235.0	5132
21Q2	150.0	102.3	273.8	5478
21Q3	156.3	88.9	261.2	5984
21Q4	187.19	122.5	-	

资料来源：Wind，华安证券研究所

● 新材料多点布局，有望成为新业绩增长点

公司精细化学品及新材料系列产品的 2021 年收入为 154.64 亿元，同比增长 94.18%，2021 年成本为 121.77 亿元，同比增长 88.65%，公司精细化学品及新材料系列产品收入、成本较上年增加，主要为 ADI、水性树脂、TPU 业务销量增长及精细化学品产品与相关原料价格上涨所致；公司细化学品及新材料业务产品产量 79 万吨，同比增长 37.97%，销量为 76 万吨，同比增长 37.01%。石化业务板块毛利 104.93 亿元，同比增长 37.01%，毛利率为 21.25%，同比上升 2.31 个百分点。毛利率有所增加，主要为产品价格普遍上涨及产品结构变化所致。

万华化学明确在新材料产品领域进行研发投入，加快在建项目建设，加快推进新产品产业转化。作为全球领先的 TPU 供应商，其产品应用广泛；公司在四川眉山规划建设的一期改性塑料项目已经正式投产，二期 6 万吨 PBAT 生物降解聚酯，1 万吨锂电池三元材料等项目已在加紧建设中。目前公司已布局 SAP、PC、PMMA、TPU、HDI 等产能。近日，万华化学拟携手宝武碳业，在浙江新设合营企业浙江宝万碳纤维有限公司，布局聚丙烯腈（PAN）基碳纤维市场，其中宝武碳业持有 51%股

权，万华化学持有 49% 股权。通过与宝武碳业的合作，万华将进军碳纤维市场，进一步扩大在新材料领域的版图。随着公司新材料业务的持续扩张与落地，凭借公司良好的品质和强大的供应体系，在全球市场竞争力进一步提升，新材料业务有望成为公司新的业绩增长点。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 248.85、297.71、336.48 亿元，同比增速为 1.0%、19.6%、13.0%。对应 PE 分别为 10.14、8.47、7.50 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

因公司人力规模扩大带来的内部管理难度增大的风险；公司核心产品因技术突破或合资经营等方式大规模扩散的风险；项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	145538	143759	154758	162405
收入同比 (%)	98.2%	-1.2%	7.7%	4.9%
归属母公司净利润	24649	24885	29771	33648
净利润同比 (%)	145.5%	1.0%	19.6%	13.0%
毛利率 (%)	26.3%	28.9%	29.1%	29.9%
ROE (%)	36.0%	27.3%	24.6%	21.8%
每股收益 (元)	7.85	7.93	9.48	10.72
P/E	12.87	10.14	8.47	7.50
P/B	4.63	2.77	2.08	1.63
EV/EBITDA	9.12	8.66	8.90	7.36

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	72291	42655	81340	134033	营业收入	145538	143759	154758	162405
现金	34216	4566	40936	92750	营业成本	107317	102220	109686	113850
应收账款	8646	10086	11116	10902	营业税金及附加	880	1136	1194	1173
其他应收款	1394	1324	1464	1529	销售费用	1052	2820	1939	2131
预付账款	1367	1214	1411	1422	管理费用	1892	2559	2586	2572
存货	18282	17080	18028	19044	财务费用	1479	1914	467	-910
其他流动资产	8386	8386	8386	8386	资产减值损失	-1075	0	58	79
非流动资产	118018	127802	118554	99672	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	3930	3930	3930	3930	投资净收益	492	0	0	0
固定资产	65233	65233	52740	29785	营业利润	29425	29533	35103	39799
无形资产	7982	7982	6203	3309	营业外收入	97	0	0	0
其他非流动资产	40873	50657	55680	62648	营业外支出	371	0	0	0
资产总计	190310	170457	199894	233705	利润总额	29151	29533	35103	39799
流动负债	98002	54610	53426	52725	所得税	4112	3832	4483	5287
短期借款	53873	2165	0	0	净利润	25039	25700	30621	34512
应付账款	11403	14780	15158	14764	少数股东损益	391	816	849	864
其他流动负债	32726	37665	38268	37961	归属母公司净利润	24649	24885	29771	33648
非流动负债	20612	20612	20612	20612	EBITDA	39391	31447	26284	24749
长期借款	15644	15644	15644	15644	EPS（元）	7.85	7.93	9.48	10.72
其他非流动负债	4968	4968	4968	4968					
负债合计	118614	75222	74038	73337					
少数股东权益	3197	4013	4862	5725					
股本	3140	3140	3140	3140					
资本公积	2161	0	0	0					
留存收益	63198	88083	117854	151502					
归属母公司股东权益	68499	91223	120994	154642					
负债和股东权益	190310	170457	199894	233705					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	27922	36498	21150	19888
净利润	24649	24885	29771	33648
折旧摊销	8161	0	-9228	-14061
财务费用	2086	2496	1149	1095
投资损失	-492	0	0	0
营运资金变动	-7323	8302	-1334	-1579
其他经营现金流	32814	17399	31897	36012
投资活动现金流	-28758	-9784	18534	33022
资本支出	-26845	-9784	18534	33022
长期投资	-1996	0	0	0
其他投资现金流	83	0	0	0
筹资活动现金流	17587	-56364	-3314	-1095
短期借款	15628	-51708	-2165	0
长期借款	3822	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-2161	0	0
其他筹资现金流	-1862	-2496	-1149	-1095
现金净增加额	16711	-29650	36370	51814

资料来源：公司公告，华安证券研究所

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	98.2%	-1.2%	7.7%	4.9%
营业利润	148.8%	0.4%	18.9%	13.4%
归属母公司净利润	145.5%	1.0%	19.6%	13.0%
获利能力				
毛利率（%）	26.3%	28.9%	29.1%	29.9%
净利率（%）	16.9%	17.3%	19.2%	20.7%
ROE（%）	36.0%	27.3%	24.6%	21.8%
ROIC（%）	18.1%	22.8%	20.9%	18.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	62.3%	44.1%	37.0%	31.4%
净负债比率（%）	165.4%	79.0%	58.8%	45.7%
流动比率	0.74	0.78	1.52	2.54
速动比率	0.54	0.45	1.16	2.15
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.84	0.77	0.69
应收账款周转率	16.83	14.25	13.92	14.90
应付账款周转率	9.41	6.92	7.24	7.71
每股指标（元）				
每股收益	7.85	7.93	9.48	10.72
每股经营现金流	8.89	11.62	6.74	6.33
每股净资产	21.82	29.05	38.54	49.25
估值比率				
P/E	12.87	10.14	8.47	7.50
P/B	4.63	2.77	2.08	1.63
EV/EBITDA	9.12	8.66	8.90	7.36

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。