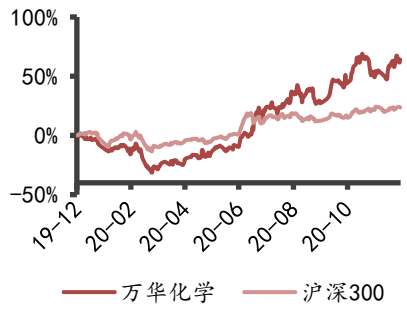
MDI 报价合理下调，一体化优势不惧外资进入

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-12-31
收盘价（元）	89.35
近 12 个月最高/最低（元）	93.33/36.54
总股本（百万股）	3139.75
流通股本（百万股）	1715.99
流通股比例（%）	45.3%
总市值（亿元）	2864.08
流通市值（亿元）	1297.43

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@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：

《万华化学：大乙烯一期投产，二期环评公示，逐浪 POE 高端聚烯烃蓝海市场》2020.11.11

《万华化学：景气反转利周期，资本开支助成长》2020.10.23

《万华化学：海外竞争对手频繁调整业务，或放弃对成本的竞争，聚焦渠道依赖的高附加值产品》2020.10.6

《万华化学：从“产品导向”向“客户导向”演化》2020.08.20

事件描述：

12 月 31 日，公司发布 2021 年 1 月份中国地区 MDI 价格公告，聚合 MDI 分销市场挂牌价 20500 元/吨（环比下调 4500 元/吨），直销市场挂牌价 20500 元/吨（环比下调 4500 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 24000 元/吨（环比下调 4000 元/吨）。

12 月 28 日，国家发展改革委、商务部发布《鼓励外商投资产业目录（2020 年版）》，自 2021 年 1 月 27 日起施行。目录总条目 1235 条，与 2019 年版相比增加 127 条、修改 88 条，进一步扩大了鼓励外商投资范围。

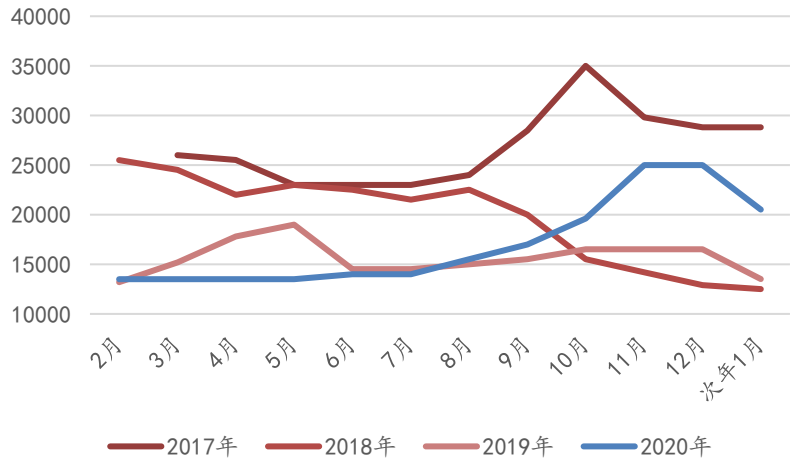
12 月 28 日，工业和信息化部对 2020 年工业互联网试点示范项目名单进行公示，万华的“化工行业安全生产管控工业互联网平台”入选“平台集成创新应用”名单。

➢ 1 月是传统需求淡季，MDI 价格合理下调

回顾历史，万华 1 月份 MDI 挂牌价基本都出现下调。2018-2020 年 1 月，万华聚合 MDI 分销挂牌价分别下调 0、400、3000 元/吨，聚合 MDI 直销挂牌价分别下调 0、700、2000 元/吨，纯 MDI 挂牌价分别下调 0、700、3300 元/吨。2021 年 1 月，万华聚合 MDI 分销挂牌价、直销挂牌价均下调 4500 元/吨，纯 MDI 挂牌价下调 4000 元/吨，属于合理的价格调整。此次价格下调幅度较往年更大，因万华挂牌价调整时间较历史有所滞后，四季度 MDI 出口需求旺盛，使得前期挂牌价并没有与历史一样调整。万华聚合 MDI 和纯 MDI 的 1 月挂牌价依旧高于 18、19 年的同期，处于较高的历史分位水平，反应下游出口需求拉动作用持续。

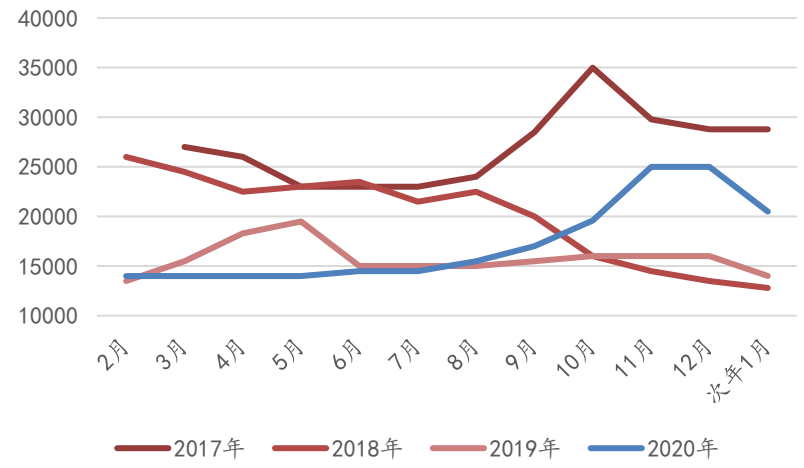
1 月份 MDI 价格通常会下调，一方面是因为 1 月是 MDI 需求传统淡季，下游冰箱冰柜需求减弱；另一方面，临近春节，通过调价可以有效管理库存。

图表 1 万华聚合 MDI 分销市场挂牌价变化



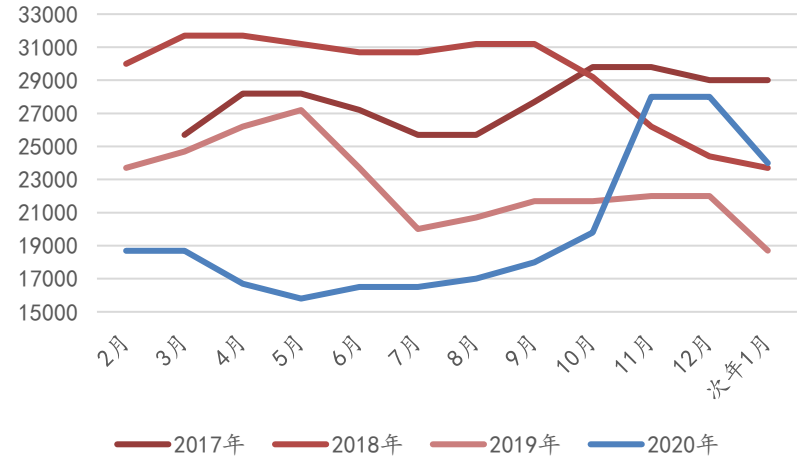
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 万华聚合 MDI 直销市场挂牌价变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 万华纯 MDI 挂牌价变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

➢ 疫苗产能或无法迅速满足全球抗疫需求，海外产能低开工或持续，预计 MDI 价格有望维持在合理区间中枢以上

目前，全球累计约有 40 个国家开始或即将接种新冠疫苗，但短期内疫苗产能不支持大规模的接种，海外低开工率或持续较长时间。据 MIT Technology Review 分析，全球范围内疫苗产能依旧不足，难以短时间大规模接种。WHO 也表示可能要到 2021 年夏季才能大规模接种新冠疫苗。在海外疫情持续，疫苗接种进度较慢的情况下，海外 MDI 及下游冰箱冷柜、白电等下游家电产品预计将维持较低的开工率，全球 MDI 供给错配或将持续，有助于维持 MDI 的出口拉动。**根据我们测算，聚合 MDI 价格（扣税）合理区间为 12500-15500 元/吨；纯 MDI 价格（扣税）合理区间为 14700-19700 元/吨。我们预计，2021 年在出口拉动、定期检修、国内需求旺季的接棒下，有望维持较高景气度。我们预计，2021 年 MDI 综合价格中枢（扣税）有望在 14960 元/吨以上，我们测算为 15200 元/吨（扣税）。**

➢ 《鼓励外商投资产业目录》涵盖多个万华布局领域，对主业不造成影响

根据最新的《鼓励外商投资产业目录》，鼓励外资的产业领包括多个万华计划布局的领域，包括（1）高碳α烯烃共聚茂金属聚乙烯等高端聚烯烃；（2）工程塑料及塑料合金生产：6 万吨/年及以上非光气法聚碳酸酯（PC）、聚甲醛、聚苯硫醚、聚醚醚酮、聚酰亚胺、聚砜、聚醚砜、聚酰胺（PA）等；（3）天然香料、合成香料、单离香料以及香料组分的中间体柠檬醛；（4）利用新型可再生资源和绿色环保工艺生产生物质纤维：聚乳酸纤维（PLA）、聚羟基脂肪酸酯纤维（PHA）等；（5）尼龙 11、尼龙 12、等新型聚酰胺，差别化、功能性、高附加值改性尼龙等。

工程塑料方面，万华现有 PC 产能 20 万吨/年，是最大的非外资 PC 生产企业。而在高端聚烯烃、香精香料、尼龙 12、PLA 等方面，万华均有产能布局，产业化进展顺利，其中 4 万吨/年尼龙 12 项目预计 2022 年投产；20 万吨/年聚烯烃弹性体 POE 项目已通过烟台市环评，预计 2025 年以前投产；4 万吨/年柠檬醛项目处于建设阶段；PLA 也已经攻破技术难点，开始准备中试。**我们认为，万华在鼓励外资进入的领域均提前布局，在专利和技术储备上不会处于下风，不影响万华在这些领域的产品竞争力。此外，我们复盘国内聚氨酯行业历史，发现合资公司在国内建厂通常是短流程，没有一体化生产优势。相比，万华上述产品均有上游产业链配套，有望保持成本优势。最后，以上鼓励外资进入的产品均不直接涉及聚氨酯业务，对万华的主要盈利产品不构成重大影响。**

➢ 需求扩张，外资引入，共同构建良性竞争市场，万华产业链一体化将继续巩固其优势

鼓励外资的产品主要都集中在需求快速扩张、对外依存度高的产品，外资引入有利于行业健康快速发展，形成良性竞争。（1）PC 行业国产替代需求大。我国 PC 表观消费量从 17 年的 173 万吨增长到 19 年的 236 万吨，但对外依存度依然达到 57%，预计 2025 年国内市场空间将达到 567 亿元。（2）高端聚烯烃国产替代需求大，行业需求增速快。2018 年我国高端聚烯烃产量仅为 435 万吨，而消费量达到 1138 万吨，对外依存度达到 62%，其中茂金属聚乙烯和茂金属聚丙烯对外依存度超过 95%，POE 由于国内没有产业化装置完全依靠进口。预计到 2025 年，国内高端聚烯烃市场空间将达到 1890 亿元，年复合增速达到 14%。（3）可降解塑料市场空间巨大。我国可降解塑料行业正处于政策推动的快速发展期，未来几年需求将快速扩张，国内新增产能超过 400 万吨，市场空间广阔。（4）高端尼龙国产替代需求大。我国尼龙 12 基本依靠进口，随着尼龙 12 在下游猪养殖业排污管道中的应用推广，尼龙 12 需求将进一步扩张，预计 2025 年全球市场空间将超过 134 亿元，年复合增长率达到 9%。快速扩张的市场需求以及国产化替代的巨大空间，使以上领域有足够的国内市场消化外资的进入。得益于外资的进入，也有利于行业规范和标准迅速确立，少走弯路。**对于万华，由于引入外资的产品领域多为短产业链布局，万华具有产业链一体化带来的成本优势，使其依旧能在与外资产能的竞争中获得超额收益，复制聚氨酯领域的竞争优势。**

图表 4 部分鼓励外资产品市场规模预测及对外依存度

	2019 年				预计 2025 年		
	国内产能（万吨）	国内产量（万吨）	对外依存度	国内市场规模（亿元）	国内产量（万吨）	国内市场空间（亿元）	年复合增速
PC	153	102	57%	403	200	567	6%
高端聚烯烃	-	435	62%	870	945	1890	14%
尼龙 12	0	0	100%	80（全球）	4	134（全球）	9%
香精香料	-	127	0%	449	197	977	14%
可降解塑料	61.7	13.5	0%	27	502	1004	83%

资料来源： NPCPI，百川盈孚，智研咨询，中国香精香料化妆品工业协会，华安证券研究所

➢ **信息化进程加快，保障安全生产**

安全生产是化工企业可持续发展的根本。万华的《化工行业安全生产管控工业互联网平台》入选 2020 年工业互联网试点示范项目名单，一方面体现万华在化工安全领域的重视，并得到了工信部的认可；另一方面体现了万华的管理水平高，充分利用信息化技术保障安全生产，提高了整个企业生产线上的抗风险能力。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 99.5、159.5、211.6 亿元，同比增速为-1.8%、60.3%、32.7%。对应 PE 分别为 28.8、18.0 和 13.5 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；项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力的风险；疫苗开发进展不及预期的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	68456	87922	101520
收入同比	-6.6%	0.6%	28.4%	15.5%
归母净利润	10130	9947	15948	21161
净利润同比	-34.9%	-1.8%	60.3%	32.7%
毛利率（%）	28.0%	25.8%	29.6%	32.2%
ROE（%）	23.9%	19.0%	23.4%	23.7%
每股收益	3.23	3.17	5.08	6.74
P/E	17.41	28.79	17.96	13.53
P/B	4.16	5.48	4.20	3.20
EV/EBITDA	11.72	15.59	11.99	9.35

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	32065	34507	36367
现金	4566	4566	4566	4566
应收账款	4433	3910	5134	6113
其他应收款	575	410	567	707
预付账款	438	562	604	683
存货	8587	9885	11555	12765
其他流动资产	4885	12730	12082	11533
非流动资产	73382	95675	112921	133865
长期投资	718	718	718	718
固定资产	37478	49971	57425	66860
无形资产	5337	7116	8647	10486
其他非流动资产	29849	37871	46132	55802
资产总计	96865	127741	147428	170233
流动负债	44800	62629	65704	66465
短期借款	20034	40353	38773	35467
应付账款	8024	6770	8174	9842
其他流动负债	16741	15507	18757	21156
非流动负债	8134	10818	10818	10818
长期借款	5963	8646	8646	8646
其他非流动负债	2172	2172	2172	2172
负债合计	52934	73447	76522	77283
少数股东权益	1567	1982	2646	3528
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2162	2162	2162
留存收益	37063	47010	62959	84120
归属母公司股东权益	42364	52311	68260	89421
负债和股东权益	96865	127741	147428	170233

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25933	10505	29774	36920
净利润	10130	9947	15948	21161
折旧摊销	4601	9228	8550	10420
财务费用	1225	2021	2583	2461
投资损失	-159	-160	-205	-237
营运资金变动	8951	-11071	2213	2207
其他经营现金流	2365	21557	14420	19863
投资活动现金流	-18367	-31486	-25611	-31153
资本支出	-17797	-31646	-25816	-31390
长期投资	-711	0	0	0
其他投资现金流	142	160	205	237
筹资活动现金流	-9233	20981	-4163	-5767
短期借款	1165	20319	-1580	-3306
长期借款	238	2684	0	0
普通股增加	406	0	0	0
资本公积增加	-1542	0	0	0
其他筹资现金流	-9501	-2021	-2583	-2461
现金净增加额	-1674	0	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	68456	87922	101520
营业成本	48998	50771	61866	68788
营业税金及附加	576	548	703	812
销售费用	2783	2259	2901	3350
管理费用	1434	1095	1407	1624
财务费用	1080	1884	2446	2324
资产减值损失	-284	-58	-20	-27
公允价值变动收益	-8	0	0	0
投资净收益	159	160	205	237
营业利润	12297	11453	18256	24223
营业外收入	79	26	26	26
营业外支出	115	115	115	115
利润总额	12260	11386	18256	24223
所得税	1667	1025	1643	2180
净利润	10593	10362	16613	22043
少数股东损益	463	414	665	882
归属母公司净利润	10130	9947	15948	21161
EBITDA	17156	21436	27748	35234
EPS（元）	3.23	3.17	5.08	6.74

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.6%	0.6%	28.4%	15.5%
营业利润	-37.3%	-6.9%	59.4%	32.7%
归属于母公司净利润	-34.9%	-1.8%	60.3%	32.7%
获利能力				
毛利率（%）	28.0%	25.8%	29.6%	32.2%
净利率（%）	14.9%	14.5%	18.1%	20.8%
ROE（%）	23.9%	19.0%	23.4%	23.7%
ROIC（%）	14.8%	10.4%	14.4%	16.1%
偿债能力				
资产负债率（%）	54.6%	57.5%	51.9%	45.4%
净负债比率（%）	120.5%	135.3%	107.9%	83.1%
流动比率	0.52	0.51	0.53	0.55
速动比率	0.32	0.35	0.34	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.54	0.60	0.60
应收账款周转率	15.35	17.51	17.13	16.61
应付账款周转率	6.11	7.50	7.57	6.99
每股指标（元）				
每股收益	3.23	3.17	5.08	6.74
每股经营现金流薄）	8.26	3.35	9.48	11.76
每股净资产	13.49	16.66	21.74	28.48
估值比率				
P/E	17.41	28.79	17.96	13.53
P/B	4.16	5.48	4.20	3.20
EV/EBITDA	11.72	15.59	11.99	9.35

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 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。 市场基准指数为沪深 300 指数。