

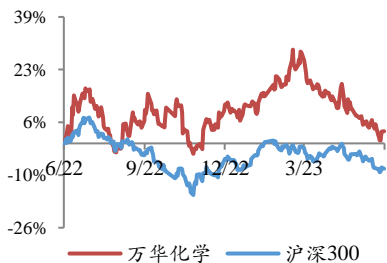
# 上调 6 月纯 MDI 挂牌价，新材料未来成长可期

**投资评级：买入（维持）**

报告日期： 2023-06-06

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 收盘价（元）          | 84.50      |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 104.8/78.9 |
| 总股本（百万股）        | 3,140      |
| 流通股本（百万股）       | 3,140      |
| 流通股比例（%）        | 100.00     |
| 总市值（亿元）         | 2,653      |
| 流通市值（亿元）        | 2,653      |

## 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：王强峰**

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

## 相关报告

1. 一季度业绩大幅改善，新材料未来成长可期 2023-04-16
2. 万华化学年报深度点评：成本需求承压盈利下滑，新材料加速投产成长可期 2023-03-23
3. MDI 供需格局向好，万华上调 3 月 MDI 挂牌价 2023-02-28

## 主要观点：

### ● 事件描述

2023.5.30 晚，公司公布 6 月份 MDI 挂牌价，中国地区聚合 MDI 挂牌价 18800 元/吨（同 5 月份相比没有变动）；纯 MDI 挂牌价 23300 元/吨（比 5 月份价格上调 500 元/吨）。

### ● MDI 价格底部逐步修复，未来价格中枢有望上移

节后在经历完补库周期后，MDI 下游整体处于弱复苏阶段，MDI 价格从 3 月份逐步回落，进入 5 月份，价格逐步趋稳并有所修复。根据百川数据，4 月 28 日，聚合 MDI/纯 MDI 价格分别 15212/18600 元/吨，截至 2023.6.5，聚合 MDI/纯 MDI 价格分别 15675/19400 元/吨。需求端看，4 月份冰箱/冰柜产量分别为 840.9/205.0 万台，同比分别 +28.89%/+23.72%，环比分别 -10.19%/-18.57%，冰箱产量仍处在底部区间震荡，随着夏季冰箱使用高峰到来，我们预计未来冰箱需求将有所好转。纯 MDI 下游需求整体缓慢跟进，未来金九行情叠加部分厂商装置检修，我们认为纯 MDI 以及聚合 MDI 价格目前处于底部区间，未来价格中枢仍有望进一步上移。

### ● 聚合 MDI 出口量保持高位，MDI 供给格局长期稳定

4 月份聚合 MDI 出口量 9.93 万吨，同比提升 19.3%，环比下降 2.5%，今年 1-4 月份，聚合 MDI 共计出口 40.88 万吨，保持较高水平出口量，其中出口到俄罗斯以及土耳其的聚合 MDI 今年整体增速较快，我们预计未来欧洲需求将维持偏弱，但俄罗斯以及中东地区出口增量将保证聚合 MDI 水平位于高位。此外，公司收购烟台巨力，福建基地 40 万吨 MDI 项目于 2022 年底投产，宁波基地规划新的 30+30 万吨 MDI 项目，未来 TDI、MDI 行业竞争格局将持续向好，公司在聚氨酯领域的话语权进一步加强。

### ● 新材料项目加速推进，未来增速成长可期

公司新材料板块产业链以及项目规划愈加完善，公司 4 万吨/年尼龙 12 项目于 2022 年四季度正式投产，同时布局下游尼龙 12 弹性体，打通尼龙 12 产业链。5 万吨磷酸铁锂项目预计今年投产，1 万吨六氟磷酸锂项目环评公示，同时与西藏矿业合作成立联合实验室进行盐湖高附加值产品研发、生产，未来有望建立盐湖提锂、材料制造、资源回收的全产业链闭环。4.8 万吨柠檬醛及衍生物预计 2024 年投产，届时柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通，20 万吨 POE 项目预计 2024 年上半年投产，届时将成为第一家工业化 POE 的国产厂商，同时满足下游光伏级需求。公司多个项目陆续投放，加速推进，未来盈利能力长期可期。

### ● 投资建议

万华化学是全球聚氨酯行业龙头，新能源、香精香料、POE、半导体等新材料项目加速推进，未来有望持续较高的资本投入，业绩中枢有

望逐步上移。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 200.38、259.16、319.54 亿元，同比增速分别为 23.4%、29.3%、23.3%。当前股价对应 PE 分别为 13、10、8 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 165565 | 185713 | 201450 | 240162 |
| 收入同比 (%)  | 13.8%  | 12.2%  | 8.5%   | 19.2%  |
| 归属母公司净利润  | 16234  | 20038  | 25916  | 31954  |
| 净利润同比 (%) | -34.1% | 23.4%  | 29.3%  | 23.3%  |
| 毛利率 (%)   | 16.6%  | 19.0%  | 21.1%  | 21.1%  |
| ROE (%)   | 21.1%  | 21.8%  | 22.0%  | 21.3%  |
| 每股收益 (元)  | 5.17   | 6.38   | 8.25   | 10.18  |
| P/E       | 17.92  | 13.24  | 10.24  | 8.30   |
| P/B       | 3.79   | 2.89   | 2.25   | 1.77   |
| EV/EBITDA | 11.39  | 8.38   | 6.96   | 5.24   |

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          |        | 单位:百万元 |        |        |  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度           | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |  |
| <b>流动资产</b>    | 51532  | 76183  | 69484  | 123856 |  |
| 现金             | 18989  | 27618  | 30156  | 61928  |  |
| 应收账款           | 9060   | 12977  | 9073   | 17750  |  |
| 其他应收款          | 999    | 1273   | 1487   | 1746   |  |
| 预付账款           | 1277   | 1802   | 1799   | 2055   |  |
| 存货             | 18185  | 23165  | 18687  | 31961  |  |
| 其他流动资产         | 3022   | 9347   | 8283   | 8416   |  |
| <b>非流动资产</b>   | 149311 | 169410 | 189871 | 209567 |  |
| 长期投资           | 6229   | 8066   | 10316  | 12445  |  |
| 固定资产           | 78558  | 87851  | 95025  | 101597 |  |
| 无形资产           | 9980   | 11528  | 13070  | 14765  |  |
| 其他非流动资产        | 54544  | 61965  | 71461  | 80760  |  |
| <b>资产总计</b>    | 200843 | 245593 | 259355 | 333423 |  |
| <b>流动负债</b>    | 95017  | 121897 | 106713 | 145960 |  |
| 短期借款           | 44019  | 46907  | 49794  | 48434  |  |
| 应付账款           | 13067  | 21128  | 10543  | 27573  |  |
| 其他流动负债         | 37931  | 53862  | 46376  | 69952  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 24489  | 26662  | 28835  | 30459  |  |
| 长期借款           | 15968  | 18042  | 20115  | 21605  |  |
| 其他非流动负债        | 8521   | 8621   | 8721   | 8854   |  |
| <b>负债合计</b>    | 119506 | 148559 | 135548 | 176419 |  |
| 少数股东权益         | 4492   | 5176   | 6032   | 7276   |  |
| 股本             | 3140   | 3140   | 3140   | 3140   |  |
| 资本公积           | 2160   | 2160   | 2160   | 2160   |  |
| 留存收益           | 71545  | 86559  | 112475 | 144429 |  |
| 归属母公司股东权益      | 76845  | 91859  | 117775 | 149729 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 200843 | 245593 | 259355 | 333423 |  |

| 现金流量表          |        | 单位:百万元 |        |        |  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度           | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 36337  | 42909  | 33250  | 68561  |  |
| 净利润            | 17042  | 20721  | 26773  | 33197  |  |
| 折旧摊销           | 9354   | 10773  | 11525  | 13796  |  |
| 财务费用           | 2058   | 3481   | 3777   | 3949   |  |
| 投资损失           | -408   | -513   | -578   | -648   |  |
| 营运资金变动         | 8821   | 8111   | -8694  | 17977  |  |
| 其他经营现金流        | 7691   | 12946  | 35915  | 15510  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -34325 | -30830 | -31989 | -33101 |  |
| 资本支出           | -32614 | -29117 | -29928 | -31433 |  |
| 长期投资           | -2144  | -2241  | -2654  | -2326  |  |
| 其他投资现金流        | 434    | 528    | 593    | 658    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -17188 | -3450  | 1277   | -3687  |  |
| 短期借款           | -9854  | 2887   | 2887   | -1360  |  |
| 长期借款           | 325    | 2073   | 2073   | 1490   |  |
| 普通股增加          | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 资本公积增加         | -1     | 0      | 0      | 0      |  |
| 其他筹资现金流        | -7658  | -8411  | -3683  | -3818  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | -15202 | 8629   | 2538   | 31772  |  |

| 利润表             |        | 单位:百万元 |        |        |  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |  |
| <b>营业收入</b>     | 165565 | 185713 | 201450 | 240162 |  |
| 营业成本            | 138132 | 150423 | 158860 | 189372 |  |
| 营业税金及附加         | 913    | 1285   | 1241   | 1489   |  |
| 销售费用            | 1153   | 1543   | 1511   | 1823   |  |
| 管理费用            | 1966   | 2737   | 2660   | 3187   |  |
| 财务费用            | 1235   | 2911   | 2949   | 2441   |  |
| 资产减值损失          | -192   | -339   | -451   | -306   |  |
| 公允价值变动收益        | 173    | 0      | 0      | 0      |  |
| 投资净收益           | 408    | 513    | 578    | 648    |  |
| <b>营业利润</b>     | 19839  | 23737  | 30845  | 38113  |  |
| 营业外收入           | 45     | 0      | 0      | 0      |  |
| 营业外支出           | 343    | 0      | 0      | 0      |  |
| <b>利润总额</b>     | 19541  | 23737  | 30845  | 38113  |  |
| 所得税             | 2499   | 3016   | 4072   | 4916   |  |
| <b>净利润</b>      | 17042  | 20721  | 26773  | 33197  |  |
| 少数股东损益          | 808    | 683    | 857    | 1244   |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 16234  | 20038  | 25916  | 31954  |  |
| EBITDA          | 29953  | 37245  | 45188  | 53991  |  |
| EPS (元)         | 5.17   | 6.38   | 8.25   | 10.18  |  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | 13.8%  | 12.2%  | 8.5%   | 19.2%  |
| 营业利润            | -32.6% | 19.7%  | 29.9%  | 23.6%  |
| 归属于母公司净利润       | -34.1% | 23.4%  | 29.3%  | 23.3%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率 (%)         | 16.6%  | 19.0%  | 21.1%  | 21.1%  |
| 净利率 (%)         | 9.8%   | 10.8%  | 12.9%  | 13.3%  |
| ROE (%)         | 21.1%  | 21.8%  | 22.0%  | 21.3%  |
| ROIC (%)        | 11.9%  | 13.5%  | 14.4%  | 14.8%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 59.5%  | 60.5%  | 52.3%  | 52.9%  |
| 净负债比率 (%)       | 146.9% | 153.1% | 109.5% | 112.4% |
| 流动比率            | 0.54   | 0.62   | 0.65   | 0.85   |
| 速动比率            | 0.32   | 0.41   | 0.45   | 0.60   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.85   | 0.83   | 0.80   | 0.81   |
| 应收账款周转率         | 18.70  | 16.85  | 18.27  | 17.91  |
| 应付账款周转率         | 11.29  | 8.80   | 10.03  | 9.94   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 5.17   | 6.38   | 8.25   | 10.18  |
| 每股经营现金流 (摊薄)    | 11.57  | 13.67  | 10.59  | 21.84  |
| 每股净资产           | 24.47  | 29.26  | 37.51  | 47.69  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 17.92  | 13.24  | 10.24  | 8.30   |
| P/B             | 3.79   | 2.89   | 2.25   | 1.77   |
| EV/EBITDA       | 11.39  | 8.38   | 6.96   | 5.24   |

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

## 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。