

2023年04月09日
万华化学(600309.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

聚氨酯

收购烟台巨力，逆势扩张尽显龙头本色

事件：据公告，公司于近日获得国家市场监督管理总局的经营者集中申报批复，同意万华化学拟通过收购烟台巨力精细化工股份有限公司股份，取得烟台巨力控股权。2021年8月，宁波中登（公司员工持股平台及一致行动人）与新疆和山东旭投资管理中心（有限合伙）签署协议以人民币5.96亿元受让烟台巨力20%股份；2022年7月及2023年3月，公司与新疆和山东旭签署股份转让协议，拟受让烟台巨力40.79%和7.02%股份，合计67.81%股份，剩余未收购的部分股权公司拟继续收购，具体比例由双方另行协商确定。

收购烟台巨力有助于完善公司西北地区产业布局，限价附加条件影响或有限。据公告，烟台巨力在烟台莱阳市拥有8万吨/年TDI及造气、硝酸等配套产能（已停产），全资子公司新疆和山巨力拥有15万吨/年TDI及盐酸、液氯、硝酸等配套产能，是国内TDI行业重要参与者，且据新疆生态环境厅和发改委官网，新疆和山巨力年产40万吨MDI项目环评于2019年获批，并已取得用地、规划选址、稳评等有关部门的批复或意见。该收购项目中长期看不仅符合国家西部大开发和一带一路战略，夯实了公司西北地区产业布局，亦有助于辐射中东和俄罗斯市场。此外，据公告和天天化工，收购附加限制性条件包含，在交易条件相当的情况下，自交易交割日起，5年内公司对国内客户供应TDI年度均价不高于2023年3月30日前二十四个月均价（市场价近1.7万元/吨），2019年以来TDI的国内年度市场均价在1.2~1.8万元/吨，限价位于相对景气区间，且条件限制未提及出口，因此对未来业绩影响或相对有限。

巴斯夫欧洲TDI产能退出拉开行业洗牌序幕，公司逆势扩张尽显龙头本色。据各公司财报，近期欧洲能源价格有所缓和，但天然气和公用工程成本仍比北美高七到十倍，这种劣势在未来几年内难以扭转，需求疲弱下异氰酸酯行业短期定价压力仍在，因此22Q4巴斯夫德国30万吨TDI产能永久退出，亨斯曼荷兰和美国合计百万吨MDI产能近三分之一关停，科思创德国氯气供应不可抗力延续至23Q1。相比之下国内近期出口大幅增长，据中国海关，2023年1-2月中国聚合MDI共出口近21万吨，同比+47%，较2022年11、12月出口合计近15万吨亦大幅增长，TDI共出口近7万吨，同比+26%，其中聚合MDI近一半出口往欧美。综上所述，以巴斯夫TDI产能退出和此次公司收购国内TDI限价为开端，全球范围内行业洗牌或已拉开序幕，化工β下行时，万华凭借技术和成本优势加速行业整合并逆势扩张，这将为未来持续扩能和β反转积蓄动能。

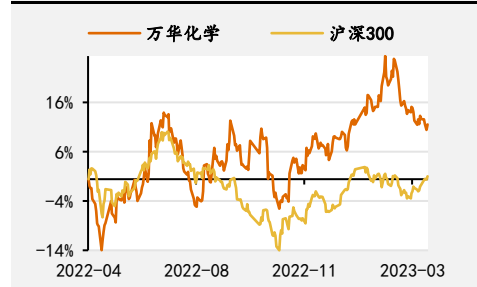
投资建议：我们预计公司预计2023-2025年归母净利润为189.1、234.8、285.1亿元，维持买入-A投资评级，6个月目标价120.39元。

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	120.39元
股价(2023-04-07)	94.96元

交易数据

总市值(百万元)	298,150.34
流通市值(百万元)	298,150.34
总股本(百万股)	3,139.75
流通股本(百万股)	3,139.75
12个月价格区间	75.52/106.8元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.3	-2.2	10.4
绝对收益	-7.5	1.4	8.4

张汪强 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

林建东 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080003

linjd@essence.com.cn

相关报告

MDI 价差短期承压，1-2月出口大幅增长	2023-03-20
MDI 价差短期承压，看好公司长期成长	2023-02-14
短期价差承压不改长期成本优势，尼龙12投产拓宽新材料版图	2022-10-24

风险提示：股权收购进度不及预期，产品或原材料价格大幅波动，下游需求不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	145,537.8	165,565.5	188,349.2	209,067.6	232,065.0
净利润	24,648.7	16,233.6	18,908.8	23,476.1	28,508.3
每股收益(元)	7.85	5.17	6.02	7.48	9.08
每股净资产(元)	21.82	24.47	28.25	32.74	38.18

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	12.4	18.8	16.1	13.0	10.7
市净率(倍)	4.4	4.0	3.4	3.0	2.5
净利润率	16.9%	9.8%	10.0%	11.2%	12.3%
净资产收益率	36.0%	21.1%	21.3%	22.8%	23.8%
股息收益率	2.6%	1.3%	2.5%	3.1%	3.7%
ROIC	32.9%	18.2%	18.6%	31.5%	24.4%

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	145,537.8	165,565.5	188,349.2	209,067.6	232,065.0	成长性					
减:营业成本	107,316.5	138,132.2	156,706.5	169,344.8	184,491.7	营业收入增长率	98.2%	13.8%	13.8%	11.0%	11.0%
营业税费	879.6	913.1	1,038.8	1,153.0	1,279.9	营业利润增长率	148.8%	-32.6%	17.7%	24.2%	21.4%
销售费用	1,051.8	1,152.9	1,311.6	1,455.8	1,616.0	净利润增长率	145.5%	-34.1%	16.5%	24.2%	21.4%
管理费用	1,891.6	1,966.1	2,236.7	4,181.4	4,641.3	EBITDA 增长率	116.6%	-27.5%	23.7%	18.7%	19.1%
研发费用	3,168.1	3,420.1	3,890.7	4,318.7	4,793.8	EBIT 增长率	147.6%	-36.7%	15.5%	22.7%	22.5%
财务费用	1,478.6	1,234.9	612.7	420.8	834.3	NOPLAT 增长率	131.8%	-30.8%	10.8%	22.7%	22.5%
资产减值损失	-1,075.1	-191.7	-1.0	-1.0	-1.0	投资资本增长率	24.9%	8.5%	-27.6%	58.1%	16.0%
加:公允价值变动收益	6.6	173.0	-	-	-	净资产增长率	38.8%	13.4%	15.7%	16.2%	16.9%
投资和汇兑收益	492.1	408.0	800.0	800.0	800.0						
营业利润	29,425.5	19,838.6	23,353.2	28,994.1	35,209.1	利润率					
加:营业外净收支	-274.0	-297.9	-	-	-	毛利率	26.3%	16.6%	16.8%	19.0%	20.5%
利润总额	29,151.5	19,540.6	23,353.2	28,994.1	35,209.1	营业利润率	20.2%	12.0%	12.4%	13.9%	15.2%
减:所得税	4,112.0	2,498.7	3,503.0	4,349.1	5,281.4	净利润率	16.9%	9.8%	10.0%	11.2%	12.3%
净利润	24,648.7	16,233.6	18,908.8	23,476.1	28,508.3	EBITDA/营业收入	27.5%	17.5%	19.1%	20.4%	21.9%
						EBIT/营业收入	22.5%	12.5%	12.7%	14.1%	15.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	150	156	177	183	164
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-10	-19	-65	-57	-9
货币资金	34,216.3	18,988.8	15,067.9	16,725.4	18,565.2	流动资产周转天数	140	135	162	153	151
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	21	22	33	30	30
应收账款	10,040.3	10,059.3	24,471.4	10,373.2	28,304.3	存货周转天数	33	40	62	53	52
应收票据	-	-	26,159.6	14,492.4	30,631.3	总资产周转天数	401	425	454	429	408
预付账款	1,366.8	1,277.3	1,722.4	1,519.2	2,012.3	投资资本周转天数	225	229	181	176	210
存货	18,282.0	18,185.3	47,109.1	14,043.2	52,578.8						
其他流动资产	8,385.9	3,021.7	3,021.7	3,021.7	3,021.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	36.0%	21.1%	21.3%	22.8%	23.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	8.5%	7.2%	11.0%	9.9%
长期股权投资	3,929.7	6,228.7	6,228.7	6,228.7	6,228.7	ROIC	32.9%	18.2%	18.6%	31.5%	24.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	65,232.9	78,558.1	106,983.4	105,804.7	105,490.4	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	27,057.0	34,726.8	15,968.1	24,127.6	29,839.3	管理费用率	1.3%	1.2%	1.2%	2.0%	2.0%
无形资产	7,982.3	9,980.4	9,501.7	9,023.0	8,544.3	研发费用率	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
其他非流动资产	13,816.3	19,816.7	18,174.7	17,958.1	17,804.7	财务费用率	1.0%	0.7%	0.3%	0.2%	0.4%
资产总额	190,309.6	200,843.2	274,408.6	223,317.3	303,021.1	四费/营业收入	5.2%	4.7%	4.3%	5.0%	5.1%
短期债务	53,873.0	44,019.5	13,079.7	43,295.8	48,960.5	偿债能力					
应付账款	12,616.5	14,406.4	58,138.1	29,797.6	19,736.1	资产负债率	62.3%	59.5%	65.7%	51.0%	57.8%
应付票据	8,987.3	11,138.7	54,155.7	2,292.6	48,955.1	负债权益比	165.4%	146.9%	191.5%	104.2%	136.9%
其他流动负债	22,525.3	25,452.6	46,380.3	27,754.6	48,935.6	流动比率	0.74	0.54	0.68	0.58	0.81
长期借款	15,643.8	15,968.3	-	2,267.2	-	速动比率	0.55	0.35	0.41	0.45	0.50
其他非流动负债	4,968.0	8,520.7	8,520.7	8,520.7	8,520.7	利息保障倍数	22.19	16.81	39.12	69.91	43.20
负债总额	118,613.9	119,506.2	180,274.5	113,928.6	175,107.9	分红指标					
少数股东权益	3,197.1	4,492.5	5,433.9	6,602.8	8,022.3	DPS(元)	2.50	1.30	2.41	2.99	3.63
股本	3,139.7	3,139.7	3,139.7	3,139.7	3,139.7	分红比率	31.8%	25.1%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	65,831.6	74,215.2	85,560.5	99,646.2	116,751.1	股息收益率	2.6%	1.3%	2.5%	3.1%	3.7%
股东权益	71,695.7	81,337.0	94,134.2	109,388.7	127,913.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	25,039.4	17,041.9	18,908.8	23,476.1	28,508.3
						加:折旧和摊销	7,228.1	8,280.6	11,948.0	13,208.2	14,728.5
						资产减值准备	1,075.1	191.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-6.6	-173.0	-	-	-
						财务费用	2,085.6	2,058.0	612.7	420.8	834.3
						投资收益	-492.1	-408.0	-800.0	-800.0	-800.0
						少数股东损益	390.7	808.3	941.5	1,168.9	1,419.4
						营运资金的变动	-4,590.0	15,551.9	37,742.0	-39,788.6	-15,310.6
						经营活动产生现金流量	27,922.3	36,336.8	69,352.9	-2,314.6	29,380.0
						投资活动产生现金流量	-28,758.0	-34,324.6	-18,700.0	-18,700.0	-18,700.0
						融资活动产生现金流量	17,586.6	-17,187.5	-54,573.8	22,672.1	-8,840.2
						资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	7.85	5.17	6.02	7.48	9.08
						BVPS(元)	21.82	24.47	28.25	32.74	38.18
						PE(X)	12.4	18.8	16.1	13.0	10.7
						PB(X)	4.4	4.0	3.4	3.0	2.5
						P/FCF	11.1	-112.7	139.5	30.9	25.8
						P/S	2.1	1.8	1.6	1.5	1.3
						EV/EBITDA	8.7	11.1	8.2	7.7	6.5
						CAGR(%)	-0.5%	20.6%	24.0%	-0.5%	20.6%
						PEG	-23.4	0.9	0.7	-24.6	0.5
						ROIC/WACC	3.3	1.8	1.8	3.1	2.4
						REP	1.1	1.6	2.0	0.8	0.9

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

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%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 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。

目 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。

目 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： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

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