

研究所
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 汤永俊 S0350121080058
 tangyj03@ghzq.com.cn

收购巨力反垄断获批, MDI 和 TDI 格局持续优化

——万华化学 (600309) 事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/04/07

表现	1M	3M	12M
万华化学	-7.5%	1.4%	11.9%
沪深 300	1.8%	3.6%	-2.0%

市场数据

2023/04/07

当前价格(元)	94.96
52 周价格区间(元)	73.75-108.00
总市值(百万)	298,150.34
流通市值(百万)	298,150.34
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	537.96
近一月换手(%)	0.30

《万华化学(600309.SH)2022 年报点评: 量价下滑致业绩承压, 化工龙头开启新一轮成长(买入)*化学制品*董伯骏, 李永磊》——2023-03-21

《——万华化学(600309)2023 年 2 月月报: MDI 价格持续上行, 万华新能源材料再添环评(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-03-14

《——万华化学(600309)2023 年 1 月月报: MDI 价格企稳回升, 福建 MDI 扩能等多项环评公示(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-02-19

《——万华化学(600309)事件点评: 2022 年业

事件:

4 月 9 日, 万华化学发布公告, 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; 同时国家市场监督管理总局同意经营者集中的附加限制性条件。

投资要点:

■ 万华收购巨力反垄断获批, TDI 竞争格局持续优化

万华化学拟收购烟台巨力股权, 并取得烟台巨力单独控制权, 同时万华化学和烟台巨力向市场监管总局提交限制性条件承诺。市场监管总局决定附加限制性条件批准此项集中, 要求集中双方和集中后实体履行相关义务, 其中包括交易交割完成后, 向中国境内市场客户供应 TDI 的年度均价不高于承诺日(2023 年 3 月 30 日)前二十四个月平均价格; 保持或扩大中国境内甲苯二异氰酸酯的产量, 并持续研发创新; 依据公平、合理、无歧视原则向中国境内市场客户供应 TDI; 除非有正当理由, 不得强制中国境内市场客户排他性地采购 TDI 产品或进行搭售。烟台巨力及全资子公司新疆和山巨力拥有 TDI 名义产能 23 万吨/年。通过此项收购, 万华化学 TDI 产能在国内的占比将由 35-40% 进一步提升至 45-50%, 国内市场主要竞争者也将从 6 家变为 5 家, 国内 TDI 竞争格局持续优化。同时, 若考虑在建的福建 25 万吨/年 TDI 项目, 公司总名义产能将达 103 万吨/年(包含巨力 TDI 产能), 占全球比例达 28%, 位居全球第一, 规模优势显著。

■ 股权受让持续进行, 将实现西北地区及“一带一路”产业布局

烟台巨力主要从事 TDI 的生产和销售, 实际控制人为巩和山先生, 截至 2022 年底, 烟台巨力合并报表总资产 53.39 亿元, 净资产 17.26 亿元, 2022 年营收 22.52 亿元(未经审计)。公司在烟台拥有 8 万吨/年 TDI 及造气、硝酸等配套产能(已停产); 在新疆主要拥有 15 万吨/年 TDI、45 万吨/年盐酸、28 万吨/年液氯、17.7 万吨/年二硝基甲苯、11.5 万吨/年二氨基甲苯、18.2 万吨/年碳酰氯、19 万吨/年浓硫酸、28 万吨/年硝酸、10 万吨/年氢氧化钠、4.8 万吨/年氨等产能。2021 年 8 月, 万华化学员工持股平台宁波中登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%

绩承压，看好景气修复叠加成长再启（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-02-14

《——万华化学（600309）公司动态研究：POE 项目公告，福建 MDI 项目投产（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-01-13

股份；2022 年 7 月和 2023 年 3 月，万华化学与新疆和山东旭投资管理中心(有限合伙)分别签署股份转让协议，拟受让烟台巨力 40.79%股份和 7.02%股份。上述股份全部受让成功，公司及一致行动人将获得烟台巨力 67.81%股权，取得烟台巨力控股权，同时，对烟台巨力剩余未收购的部分股权，公司拟继续收购。此次收购计划对万华化学未来发展具有重要意义，一方面，有助于公司积极落实中央提出的国家西部大开发战略，实现公司在西北地区的产业布局；另一方面，有助于公司落实国家“一带一路”倡议，更好的为“一带一路”沿线国家服务。

■ 新增产能较少，看好 TDI 中长期景气

TDI 下游主要为海绵及其制品，主要应用在软体家具等领域，随着经济逐步修复，看好软体家具及 TDI 需求逐步上行。而供给端，全球 TDI 新增产能较少，主要为万华化学福建 25 万吨/年 TDI 在建产能，同时巴斯夫也将关停欧洲 30 万吨/年 TDI 产能。在需求逐步修复而新增产能较少背景下，看好 TDI 中长期景气。此次收购限制性条件要求集中后实体向中国境内市场客户供应 TDI 的年度均价不高于承诺日前二十四个月平均价格，若以 2023 年 3 月 30 日为截止日期，据 Wind，过去二十四个月均价为 16971 元/吨，其中 2021-2023 年均价分别为 14469、18342、19066 元/吨。若参考 2019 年以来 TDI 价格情况，均价 16971 元/吨的价格处于历史 72%分位数。根据承诺方案，交易双方和集中后实体可以根据主要原材料价格的变化对向中国境内市场客户供应 TDI 的价格进行公平合理的调整，若主要原材料市场价格较承诺日前二十四个月平均市场价格下降超过一定比例，交易双方和集中后实体应当对向中国境内市场客户供应 TDI 的价格进行公平合理的下调。

■ 巨力 MDI 项目列入新疆重点项目清单，万华有望打造 MDI 新基地

万华化学此次拟收购烟台巨力股权，并取得烟台巨力单独控制权，而烟台巨力持有新疆和山巨力化工 100%股权。目前，新疆和山巨力化工规划的 40 万吨/年 MDI 项目已取得用地、规划选址、环评、稳评、节能等有关部门的批复或意见；2020 年 1 月，新疆维吾尔自治区发展和改革委员会对项目进行核准前公示；同时，该项目已列入自治区 2023 年重点实施项目清单。若此次收购完成，万华化学有望获得该项目的续建权，并在新疆打造新的 MDI 生产基地，对我国西部以及中、西亚客户实现更好的覆盖。

■ **盈利预测和投资评级** 基于审慎原则，暂不考虑本次收购影响，同时考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 210.80、291.41、381.12 亿元，对应 PE 分别 14、10、8 倍，考虑公司未来呈高成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 收购进度及结果不及预期，项目建设不及预期；市场大

幅度波动；新产品不及预期；同行业竞争加剧；产品价格大幅下滑；原材料价格大幅上涨。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	165565	172521	217909	271559
增长率（%）	14	4	26	25
归母净利润（百万元）	16234	21080	29141	38112
增长率（%）	-34	30	38	31
摊薄每股收益（元）	5.17	6.71	9.28	12.14
ROE（%）	21	22	23	23
P/E	17.92	14.14	10.23	7.82
P/B	3.79	3.04	2.35	1.81
P/S	1.76	1.73	1.37	1.10
EV/EBITDA	11.39	9.69	7.12	5.52

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：万华化学盈利预测表（暂不考虑本次收购影响）

证券代码:	600309				股价:	94.96		投资评级:	买入		日期:	2023/04/07	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	21%	22%	23%	23%	EPS	5.17	6.71	9.28	12.14				
毛利率	17%	19%	20%	20%	BVPS	24.47	31.19	40.47	52.61				
期间费率	3%	2%	2%	2%	估值								
销售净利率	10%	12%	13%	14%	P/E	17.92	14.14	10.23	7.82				
成长能力					P/B	3.79	3.04	2.35	1.81				
收入增长率	14%	4%	26%	25%	P/S	1.76	1.73	1.37	1.10				
利润增长率	-34%	30%	38%	31%									
营运能力					利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.82	0.76	0.83	0.86	营业收入	165565	172521	217909	271559				
应收账款周转率	18.27	17.52	17.89	17.71	营业成本	138132	140098	175052	216672				
存货周转率	9.10	8.15	8.81	8.57	营业税金及附加	913	863	1090	1358				
偿债能力					销售费用	1153	1070	1199	1358				
资产负债率	60%	54%	49%	45%	管理费用	1966	1725	2179	2716				
流动比	0.54	0.56	0.68	0.88	财务费用	1235	1513	1533	1475				
速动比	0.34	0.33	0.43	0.60	其他费用/（-收入）	3420	2933	3704	4617				
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	19839	24975	34881	45141				
现金及现金等价物	18989	15084	26668	45205	营业外净收支	-298	5	10	10				
应收款项	9060	9845	12180	15338	利润总额	19541	24980	34891	45151				
存货净额	18185	21155	24740	31670	所得税费用	2499	3247	4536	5779				
其他流动资产	5298	9237	8767	11979	净利润	17042	21732	30355	39372				
流动资产合计	51532	55322	72354	104192	少数股东损益	808	652	1214	1260				
固定资产	78558	86468	94092	100121	归属于母公司净利润	16234	21080	29141	38112				
在建工程	37064	43967	51275	58380	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	27460	31292	35071	38876	经营活动现金流	36337	29310	47141	52920				
长期股权投资	6229	8686	11064	13482	净利润	16234	21080	29141	38112				
资产总计	200843	225735	263856	315052	少数股东权益	808	652	1214	1260				
短期借款	44019	44019	44019	44019	折旧摊销	9354	10511	13160	13573				
应付款项	24205	25584	31321	39168	公允价值变动	-173	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	8821	-4535	2318	-1476				
其他流动负债	26792	28573	30602	34580	投资活动现金流	-34325	-31607	-33949	-32774				
流动负债合计	95017	98176	105943	117767	资本支出	-32614	-29494	-31998	-30740				
长期借款及应付债券	16168	16168	16168	16168	长期投资	-2144	-2607	-2528	-2568				
其他长期负债	8321	8321	8321	8321	其他	434	494	577	533				
长期负债合计	24489	24489	24489	24489	筹资活动现金流	-17188	-1608	-1608	-1608				
负债合计	119506	122665	130432	142256	债务融资	-6310	0	0	0				
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	850	0	0	0				
股东权益	81337	103069	133424	172796	其它	-11727	-1608	-1608	-1608				
负债和股东权益总计	200843	225735	263856	315052	现金净增加额	-15202	-3904	11584	18537				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，1年化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。