

2021年1月7日

费倩然

H70507pita1.com.tw

目标价(元) 129

**公司基本资讯**

产业别	化工		
A 股价(2021/1/6)	98.42		
上证指数(2021/1/6)	3550.88		
股价 12 个月高/低	100.23/36.54		
总发行股数(百万)	3139.75		
A 股数(百万)	1423.76		
A 市值(亿元)	1401.26		
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限 公司(21.59%)		
每股净值(元)	14.00		
股价/账面净值	7.03		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	18.6	23.6	83.5

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2020.04.03	42.20	买入
2020.08.20	68.80	买入

**产品组合**

聚氨酯系列	49.65%
石化系列	38.53%
精细化学品及新材料系列	11.83%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	13.3%
一般法人	14.9%

**股价相对大盘走势**

**万华化学(600309.SH)**
**Buy 买进**
**四季度业绩翻倍，全球龙头持续成长**
**结论与建议：**

公司发布20年业绩预告，预计2020年实现归母净利润为96亿元到101亿元，同比减少5%到基本持平。四季度归母净利润预计同比增长91%到113%。随着疫情缓解，油价回升，迭加下游需求逐渐好转，支撑公司各类产品价格持续回暖，公司4Q业绩快速恢复。长期看，公司三大业务齐头并进，保障公司中长期发展，维持“买进”评级。

- **聚氨酯持续上行，四季度业绩翻倍：**四季度华东地区聚合MDI、纯MDI、TDI均价分别19591.8元/吨，27057.1元/吨，13937.7元/吨，同比分别上涨59.2%，59.6%，17.0%，环比分别上涨40.1%，79.5%，5.6%。聚氨酯价格大幅上升，主要是由于Q4国内外多套装置集中检修，供应不足；而公司在Q3提前检修，Q4享受量价齐升红利。
- **百万吨乙烯项目投产顺利，业绩再上高峰：**公司百万吨乙烯专案11月投产成功，2021年逐步释放产能。同时乙烯二期项目获公示，将完善公司石化板块布局，加强产业链间协同效应，提高市场竞争力。
- **技术创新，巩固全球龙头地位：**公司作为全球MDI龙头企业，不断提升技术竞争力，通过技改，宁波、烟台两个产能可扩产至260万吨/年，增幅达40%以上。同时在国外无新增产能的情况下，新建福建和美国两地生产基地，预计共增加80万吨/年产能。在MDI需求逐步复苏的过程中，公司凭借自身的技术和产量优势，进一步巩固全球龙头地位。
- **盈利预测：**考虑到MDI价格大幅上涨，我们上调公司全年盈利预测，预计公司20/21/22年净利97/136/162亿元，yoy-4.7%/+40%/+19%，对应EPS为3.07/4.33/5.16元，目前A股股价对应的PE为32/23/19倍。鉴于公司全球行业龙头地位，未来业绩增长有保障，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、疫情影响，产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15,566	10,130	9,654	13,604	16,209
同比增减	%	-1.36%	-34.92%	-4.70%	40.92%	19.15%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.96	3.23	3.07	4.33	5.16
同比增减	%	-1.36%	-34.92%	-4.70%	40.92%	19.15%
A 股市盈率(P/E)	X	15.87	30.50	32.01	22.71	19.06
股利 (DPS)	RMB 元	2.00	1.30	1.10	1.60	1.80
股息率 (Yield)	%	2.54%	1.32%	1.12%	1.63%	1.83%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

## 附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	72837	68051	70292	91940	107958
经营成本	46493	48998	51581	66054	77151
研发费用	822	576	1761	2303	2704
营业税金及附加	2460	2783	595	778	914
销售费用	1847	1434	2875	3760	4415
管理费用	1629	1705	1481	1937	2275
财务费用	1048	1080	1115	1459	1713
资产减值损失	182	284	290	296	302
投资收益	120	159	162	165	169
营业利润	19604	12297	11721	16503	19657
营业外收入	12	79	80	82	84
营业外支出	120	115	118	120	122
利润总额	19495	12260	11684	16465	19618
所得税	3423	1667	1589	2239	2667
少数股东损益	506	463	442	622	741
归属于母公司股东权益	15566	10130	9654	13604	16209

## 附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7229	4566	4812	11597	23215
应收账款	3853	4433	4655	4794	4938
存货	8940	8587	9016	9197	9472
流动资产合计	30893	23484	24811	32792	45004
长期股权投资	708	718	340	357	375
固定资产	35644	37478	39137	39721	39710
在建工程	11340	24066	26473	27002	28352
非流动资产合计	56170	73382	76575	78432	80579
资产总计	87063	96865	101386	111225	125583
流动负债合计	39895	44800	42570	42794	45360
非流动负债合计	15072	13708	9830	12304	7586
负债合计	47481	52934	50814	51449	54508
少数股东权益	1533	1567	2009	2631	3372
股东权益合计	39582	43931	50573	59775	71074
负债及股东权益合计	87063	96865	101386	111225	125583

## 附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	22877	25933	24636	34491	37940
投资活动产生的现金流量净额	-10570	-18367	-15612	-17173	-16314
筹资活动产生的现金流量净额	-9936	-9233	-8771	-10526	-9999
现金及现金等价物净增加额	2414	-1674	246	6785	11618

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。