



2021-01-07

公司点评报告

买入/维持

万华化学(600309)

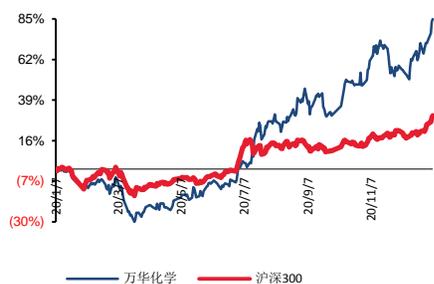
目标价: 130

昨收盘: 98.42

材料 材料II

20Q4 业绩创历史新高，继续看好龙头中长期成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,140/1,424
总市值/流通(百万元)	309,014/140,126
12 个月最高/最低(元)	98.42/38.45

相关研究报告:

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学: 乙烯一期投产二期紧随, 石化板块引领二次成长》--2020/11/10

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学: 20Q4 盈利预计持续提升, 看 3000 亿元, 维持“买入”》--2020/10/22

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学: 聚氨酯产业链大幅涨价, 一期乙烯项目投产在即》--2020/10/14

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师: 翟绪丽

电话: 010-88695269

E-MAIL: zhaxli@tpyzq.com

事件: 公司发布 2020 年年度业绩预告, 报告期内预计实现归母净利润为 96 亿元到 101 亿元, 与上年同期相比, 将减少 5.3 亿元到基本持平, 同比减少 5%到基本持平。其中, 第四季度归母净利润预计 42.5-47.5 亿元, 同比增长 91%到 113%。

主要观点:

1. Q4 业绩创历史新高, 小幅超预期

2020 年上半年, 受全球疫情以及国际油价暴跌影响, 公司主营产品价格下行叠加需求萎缩, H1 实现归母净利润 28.35 亿元, 同比-49.56%。自三季度开始, 随着经济以及需求逐渐恢复, 公司产品呈现量价齐升态势, 带动业绩持续改善, 前三季度实现归母净利润 53.49 亿元, 同比降幅收窄至 32.28%。四季度在国内地产、汽车、家电消费持续回暖, 海外供应不稳定的双重影响下, MDI 价格延续上涨态势, 华北地区纯 MDI 均价 26984 元/吨, 环比+78.84%, 同比+57.56%, 聚合 MDI 均价 19653 元/吨, 环比+39.13%, 同比+55.94%。同时原材料苯胺及甲醛价格上涨温和, 纯 MDI 价差达到 17937 元/吨, 环比+87.64%, 同比+92.77%; 聚合 MDI 价差达到 11459 元/吨, 环比+31.5%, 同比+115.95%, 预计毛利率提升。公司预计 2020 年四季度归母净利润将达 42.5-47.5 亿元, 同比+91%-113%, 创历史新高。

受需求逐渐进入淡季影响, MDI 价格经历强势上涨之后合理回落。中长期来看, 公司在聚氨酯领域经历多轮周期压力测试证明自己。维持前期观点, 我们认为 MDI 行业属于典型寡头垄断格局, 各家利益相关性大, 竞争相对有序, 能获得较好盈利。特别是公司作为全球龙头, 低成本扩张能力强, 未来贡献大部分新增产能, 地位将愈加稳固。

2. 乙烯一期已投产二期紧随, 石化板块引领二次成长

2020 年 11 月 9 日, 公司一期 100 万吨乙烯项目顺利投产, 将为 2021 年贡献重要业绩增量。2019 年 7 月 26 日, 我们发布《万华化学专题: 百万吨乙烯项目盈利几何?》, 全面分析了公司一期 100 万吨乙烯项目情况。以过去 5 年历史价格回归, 我们测算该项目净利润中枢在 30 亿元左右。

2020 年 12 月 22 日, 公司乙烯二期项目环评获得审批通过。该项目以石脑油、混合丁烷为原料, 经 120 万吨/年乙烯裂解装置生产烯

执业资格证书编码：S1190520060001

烃、芳烃及下游产品。该项目总投资约 200 亿元（符合我们 2020 年 6 月 22 日报告《万华化学：自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长》中预测），项目产品合计 332.99 万吨/年。其中外售产品高密度线性聚乙烯 35 万吨/年、低密度线性聚乙烯 25 万吨/年、聚丙烯弹性体（POE）20 万吨/年、聚丙烯 50 万吨/年、丁二烯 11.4 万吨/年、混合二甲苯 2.31 万吨/年、苯乙烯 1.82 万吨/年及其他化工品等共计 228.40 万吨/年，另有乙烯 30.99 万吨/年、丙烯 18.71 万吨/年、丁二烯 7.6 万吨/年、粗异丁烷 43.82 万吨/年、氢气 13.32 万吨/年、苯 16.64 万吨/年、甲苯 7.26 万吨/年等共计 104.59 万吨/年供万华工业园其他装置，副产甲烷氢 47.14 万吨作燃料气使用。副产裂解碳五、裂解碳九、芳烃抽余油、聚乙烯蜡等。公司产品多元化增强，有利于降低对聚氨酯板块的依赖程度，引领公司二次成长。

3. 自我造血+自驱型管理层，继续看好公司中长期成长

2020 年 6 月 21 日，我们发布推荐报告《万华化学：自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长》，统计整理了公司历年资本开支及规划项目情况。维持前期观点：公司项目布局可圈可点，自我造血，迈入新一轮强资本开支期。公司现金流无忧，历史投资回报良好，建议投资者长期持有，伴随公司成长。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 98.05 亿元、145.51 亿元、170.75 亿元，对应 EPS 3.12 元、4.63 元、5.44 元，PE 32、21、18 倍。考虑公司自驱型管理层，自我造血，三大板块齐发展，进入新一轮强资本开支期，推动公司中长期成长，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，产品价格大幅波动，在建项目投产进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	68,051	73,495	99,953	111,447
(+/-%)	12.3%	8.0%	36.0%	11.5%
净利润(百万元)	10,130	9,805	14,551	17,075
(+/-%)	-4.5%	-3.2%	48.4%	17.3%
摊薄每股收益(元)	3.23	3.12	4.63	5.44
市盈率(PE)	30.5	31.5	21.2	18.1

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。