

2021年2月26日

费倩然

H70507pita.com.tw

目标价(元) 157

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2021/2/26)	130.80
上证指数(2021/2/26)	3585.05
股价 12 个月高/低	150.18/36.54
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	1423.76
A 市值(亿元)	1862.27
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	9.35
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	15.3 61.1 177.8

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

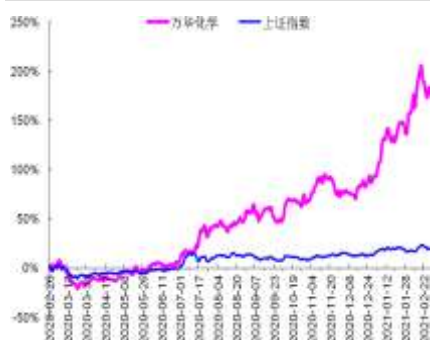
产品组合

聚氨酯系列	44.50%
石化系列	34.54%
精细化学品及新 材料系列	10.60%
其他	10.36%

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

MDI 价格大幅调涨，公司扩产恰逢其时

结论与建议：

事件：公司发布21年3月中国地区MDI价格公告，聚合MDI市场挂牌价28000元/吨，上调7500元/吨，MOM+37%，纯MDI挂牌价 28000 元/吨，上调4000元/吨，MOM+37%。

当前全球MDI供需紧张，公司扩产恰逢其时，产能占比提升，有利于进一步扩大市场份额；3月MDI价格大幅上涨，公司有望享受量价齐升红利。公司作为全球MDI龙头，未来业绩增长有保障，维持“买进”评级。

■ **需求向好，聚氨酯价格大幅调涨：**2月26日，公司发布21年3月中国地区MDI价格公告，聚合MDI市场挂牌价28000元/吨，比2月份价格上调7500元/吨，MOM+37%，纯MDI挂牌价28000元/吨，比2月份价格上调4000元/吨，MOM+37%。节后下游厂家复产复工，国内MDI步入需求旺季，但由于年前MDI价格呈现“淡季不淡”格局，部分厂家补库存较往年减少。海外疫情缓解，进入经济复苏时期，房地产、家电行业整体恢复，MDI出口量增加，整体需求向好。库存低位迭加全球供应紧张，使得MDI挂牌价大幅上行，公司业绩有望上升。

■ **全球供给紧张，扩产恰逢其时：**2月25日，公司发布MDI装置扩能技改完成公告，万华化学烟台工业园MDI装置原有产能60万吨/年，公司通过技术改造完成了从60万吨/年至110万吨/年的技改扩能。目前公司国内MDI产能达230万吨，增幅达28%。受寒流影响，美国科思创33万吨、巴斯夫40万吨、陶氏34万吨装置相继宣布不可抗力，亨斯迈50万吨装置维持低负荷运行，且韩国锦湖对中国区域3月份货源已经售罄，MDI供应量明显减少，供应紧张。公司此时完成扩产，能够明显提升销量，扩大市场份额，巩固全球龙头地位。

■ **全产业链布局，长期价值凸显：**公司接下来有一系列项目新建投产，包括14万吨聚碳酸酯项目、聚醚多元醇装置技改项目、柠檬醛及其衍生物一体化项目等。公司以聚氨酯为基础，逐渐成长为综合性石化及新材料企业。

■ **盈利预测：**考虑到MDI价格大幅上涨，我们上调公司盈利预测，预计公司20/21/22年净利97/155/185亿元，yoy-4.7%/+60%/+19%，对应EPS为3.07/4.92/5.88元，目前A股股价对应的PE为43/27/22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。

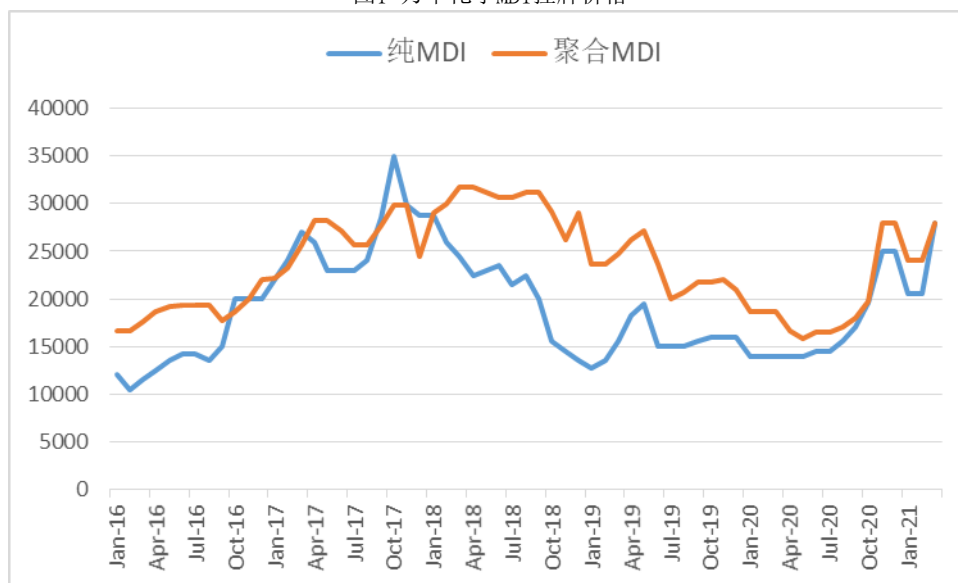
■ **风险提示：**1、疫情影响，产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

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	15,451	18,463
同比增减	%	-1.36%	-34.92%	-4.70%	60.05%	19.49%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.96	3.23	3.07	4.92	5.88
同比增减	%	-1.36%	-34.92%	-4.70%	60.05%	19.49%
A 股市盈率(P/E)	X	26.38	40.54	42.54	26.58	22.24
股利 (DPS)	RMB 元	2.00	1.30	1.10	1.60	1.80
股息率 (Yield)	%	1.53%	0.99%	0.84%	1.22%	1.38%

【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

图1 万华化学MDI挂牌价格



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	101119	118904
经营成本	46493	48998	51581	71976	84151
研发费用	1629	1705	1761	2533	2979
营业税金及附加	822	576	595	856	1006
销售费用	2460	2783	2875	4135	4863
管理费用	1847	1434	1481	2131	2505
财务费用	1048	1080	1115	1604	1887
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	18739	22385
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	18701	22346
所得税	3423	1667	1589	2543	3038
少数股东损益	506	463	442	707	844
归属于母公司股东权益	15566	10130	9654	15451	18463

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	41653	43998
在建工程	11340	24066	26473	27002	28352
非流动资产合计	56170	73382	76575	80364	84868
资产总计	87063	96865	101386	113156	129871
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	2715	3560
股东权益合计	39582	43931	50573	61707	75363
负债及股东权益合计	87063	96865	101386	113156	129871

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，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因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使用此份报告内描述之证券i @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券i @。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。