



2021-03-15

公司点评报告

买入/维持

万华化学(600309)

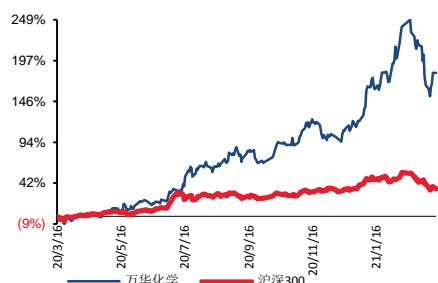
目标价: 145

昨收盘: 116.33

材料 材料 II

连续四年超百亿利润规模，中长期持续向好

■ 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)	365,247/165,626
12个月最高/最低(元)	143.98/38.45

相关研究报告:

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学:20Q4业绩创历史新高,继续看好龙头中长期成长》--2021/01/08

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

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:zhaxil@tpyzq.com

事件:公司发布2020年年报,报告期内实现营业收入734.33亿元,同比+7.91%,实现归母净利润100.41亿元,同比-0.87%。其中,单季度实现归母净利润分别为13.77/14.58/25.14/46.92亿元。同时拟每股派发现金红利1.3元(含税)。

主要观点:

1. Q4业绩创历史新高,聚氨酯龙头地位更加稳固

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%。公司第四季度实现归母净利润46.92亿元,创单季度历史新高,同时将全年归母净利润提升至100.41亿元,同比降幅仅0.87%,基本持平。

2020年,公司聚氨酯板块产销量分别为287.18/288.44万吨,同比+7.06%/+10.11%,实现营收344.17亿元,同比+8.03%,营收占比46.9%。2021年2月,烟台MDI装置扩能技改完成,由60万吨扩至110万吨,公司MDI总产能达到260万吨/年,占全球产能比例达到26%,进一步夯实龙头地位。另外,该项目累计投资仅为2.84亿元,单位投资额仅为568元/吨,远低于同行业的1-2万元/吨投资额,竞争优势突出。中长期来看,宁波基地技改扩能30万吨/年,福建40万吨/年MDI产能也将根据市场需求适时投放,届时总产能将达到330万吨/年,全球占比达到32%。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

执业资格证书编码：S1190520060001

2020年，公司石化板块产销量分别为187.91/628.30万吨，同比-5.57%/+41.52%，实现营收230.85亿元，同比+14.84%，营收占比31.44%。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. 精细化学品与新材料板块成为公司成长又一强劲引擎

2020年，公司精细化学品与新材料板块产销量分别为57.3/55.49万吨，同比+34.22%/+33.83%，实现营收79.48亿元，同比+12.13%，营收占比10.82%。2020年，PC装置二期13万吨/年产能投产，总供应能力达到21万吨/年。四川眉山基地经过近两年时间的建设，一期改性塑料项目在2020年年底顺利投产并产出合格产品，二期PBAT生物降解聚酯项目以及电池材料项目前期设计报批工作顺利推进。2021年1月，柠檬醛及其衍生物一体化项目公示，将建设12.4万吨/年异戊烯醇装置、3.0万吨/年异戊烯醛装置（7.0万吨/年异戊烯醇、3.0万吨/年异戊烯醛、0.54万吨/年异戊醇）、4.8万吨/年柠檬醛装置和柠檬醛衍生物装置（包括：1.0万吨/年香叶醇，1.5万吨/年香茅醇），预计2023-2024年建成。2020年公司研发费用20.43亿元，同比+19.84%，持续高研发投入将使更多的新材料走向产业化，成为公司中长期发展的另一强劲引擎。

4. 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 2021-2023 年归母净利润分别为 181.54 亿元、202.78 亿元、230.67 亿元，对应 EPS 5.78 元、6.46 元、7.35 元，PE 20、18、15 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：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73433	102806	133648	151022
(+/-%)	7.9	40	30	13
净利润(百万元)	10041	18154	20278	23067
(+/-%)	-0.87	80.8	11.7	13.7
摊薄每股收益(元)	3.2	5.78	6.46	7.35
市盈率(PE)	35	20	18	15

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	zhafli@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。