

2021年3月16日

费倩然

H70507pit al.com.tw

目标价(元) 150.5

公司基本资讯

产业别	化工		
A 股价(2021/3/16)	117.19		
上证指数(2021/3/16)	3446.73		
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)	1668.50		
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)	15.54		
股价/账面净值	7.54		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-11.1	35.7	168.2

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

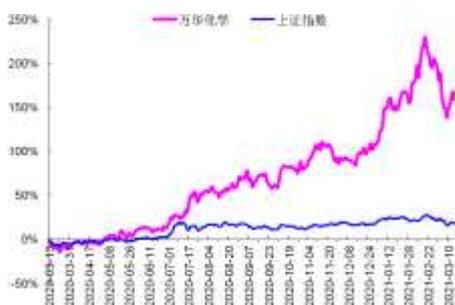
产品组合

聚氨酯系列	47.6%
石化系列	31.9%
精细化学品及新材料系列	11.0%
其他	9.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.1%
一般法人	17.0%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

Q4 业绩创新高，综合性化工龙头崛起

结论与建议：

事件：公司发布20年年报，全年实现营收734亿元，yoy+8%，归母净利润100亿元，yoy-1%，其中Q4实现营收242亿元，yoy+24%，归母净利润47亿元，yoy+110%，Q4业绩创新高。公司业绩超出预期，主要系Q4下游需求快速恢复，MDI需求向好，叠加海外部分装置检修，供应紧张，公司享受量价齐升红利。公司作为全球聚氨酯龙头，不断扩产稳固龙头地位，同时积极布局石化新材料产业，始终保持高速发展，未来业绩增长有保障，维持“买进”评级。

■ **MDI 供需格局向好，Q4 业绩创新高：** 20 年 Q4 聚合 MDI 均价为 1.96 万元/吨，yoy+59%，纯 MDI 均价为 2.72 万元/吨，yoy+61%，公司聚氨酯板块 Q4 销量为 88.11 万吨，yoy+35%，量价齐升使得公司 Q4 单季度业绩创新高。21 年以来，MDI 需求持续向好，叠加海外部分装置不可抗力，供应紧张，价格持续上涨。当前聚合 MDI 价格为 2.45 万元/吨，yoy+117%，纯 MDI 价格为 2.70 万元/吨，yoy+82%，已超越疫情前水平，叠加后疫情时代下游产业快速复苏，MDI 需求量快速增加，公司 21 年业绩有望更上一个台阶。

■ **新增产能释放，扩大市场份额：** 公司 21 年 2 月发布公告，烟台 MDI 装置技改后增产 50 万吨，目前公司 MDI 总产能 260 万吨，后续还有福建万华 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目。目前国外 MDI 公司暂无扩产计划，后续新增产能都依赖万华，公司将扩大市场份额，进一步巩固和提升在 MDI 行业的竞争优势。

■ **全产业链布局，长期价值凸显：** 公司积极布局石化和新材料产业，除烟台、宁波、珠海外，在福建、眉山两地建设新基地。石化方面，20 年底，公司百万吨乙烯项目开车成功，拥有乙烯产能 100 万吨/年，丙烯产能 75 万吨/年，21 年产能将逐渐释放，公司还将拓展更多的烯烃下游高附加值衍生产品，业绩增长有保障。新材料方面，公司 PC 二期装置建成投产，已具备 21 万吨/年的 PC 供应能力，未来将进一步技改扩大产能，推动行业影响力不断提升。在“碳中和”的大背景下，公司还积极布局储能和可降解塑料板块，在眉山规划建设 6 万吨/年 PBAT 生物降解聚酯项目，满足国内对生物降解材料的需求；合并全资子公司——烟台卓能锂电池有限公司，进军储能板块。公司正在从 MDI 龙头成长为综合性化工龙头，前景广阔，未来可期。

■ **盈利预测：** 考虑到公司新建产能较多，我们上调公司盈利预测，预计公司 21/22/23 年净利 162/189/217 亿元，yoy+61%/17%/15%，对应 EPS 为 5.15/6.02/6.90 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 23/19/17 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。

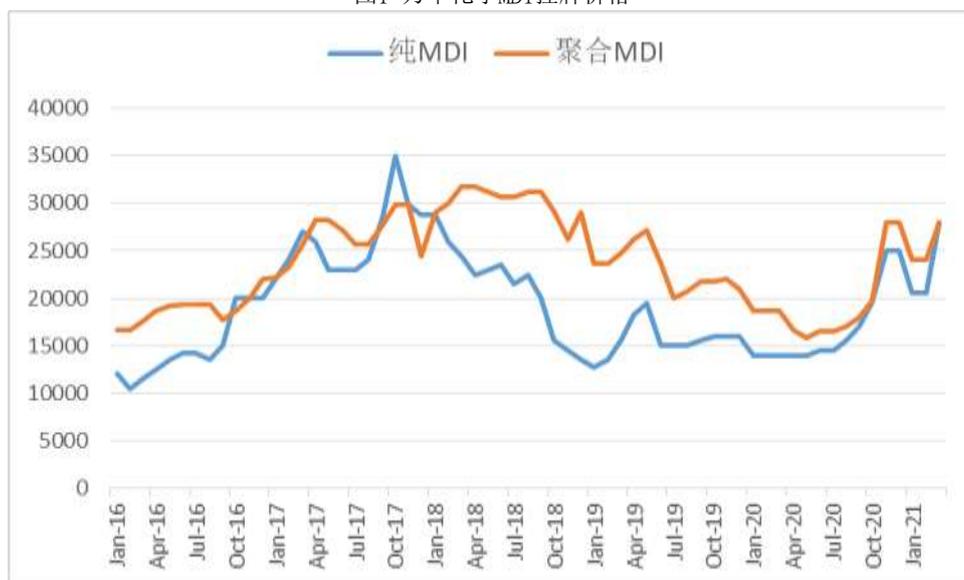
■ **风险提示：** 1、疫情影响，产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10,130	10,041	16,185	18,893	21,654
同比增减	%	-4.53%	-0.87%	61.18%	16.73%	14.62%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.23	3.20	5.15	6.02	6.90
同比增减	%	-16.87%	-0.87%	61.18%	16.73%	14.62%
A 股市盈率(P/E)	X	36.32	36.64	22.73	19.48	16.99
股利 (DPS)	RMB 元	1.3	1.1	1.6	1.8	2.8
股息率 (Yield)	%	1.11%	0.94%	1.37%	1.54%	2.39%

【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）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	68051	73433	99714	115943	130463
经营成本	48998	53766	69935	81205	90894
研发费用	1705	2043	2774	3226	3630
营业税金及附加	576	676	917	1067	1200
销售费用	2783	2939	3991	4640	5221
管理费用	1434	1420	1928	2242	2523
财务费用	1080	1076	1462	1700	1912
资产减值损失	284	488	503	518	-533
投资收益	159	179	185	190	196
营业利润	12297	11825	19028	22195	25424
营业外收入	79	23	25	26	27
营业外支出	115	116	119	121	123
利润总额	12260	11732	18910	22074	25300
所得税	1667	1317	2123	2478	2841
少数股东损益	463	373	602	703	805
归属于母公司股东权益	10130	10041	16185	18893	21654

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4566	17574	32147	45784	59415
应收账款	4433	6309	6940	7079	7220
存货	8587	8704	9139	9596	10075
流动资产合计	23484	40526	56809	71743	86757
长期股权投资	718	1314	1380	1449	1521
固定资产	37478	56371	49958	54701	60437
在建工程	24066	23257	25583	28141	30955
非流动资产合计	73382	93226	89910	98016	107426
资产总计	96865	133753	146719	169758	194183
流动负债合计	44800	68134	70412	72652	74848
非流动负债合计	8134	13968	12894	19748	19518
负债合计	52934	82102	83305	92400	94366
少数股东权益	1567	2870	3472	4175	4981
股东权益合计	43931	51651	63414	77358	99817
负债及股东权益合计	96865	133753	146719	169758	194183

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	25933	16850	18535	19461	19461
投资活动产生的现金流量净额	-18367	-23855	-23378	-22910	-22910
筹资活动产生的现金流量净额	-9233	19813	19416	17087	17087
现金及现金等价物净增加额	-1674	12785	14573	13638	13638

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。