

日期: 2021年03月25日

行业: 基础化工



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070001

基本数据 (截止 2021 年 03 月 24 日)

报告日股价 (元)	101.36
12mth A 股价格区间 (元)	38.09/143.98
总股本 (亿股)	31.40
无限售 A 股/总股本	45.35%
流通市值 (亿元)	1443
每股净资产 (元)	15.54

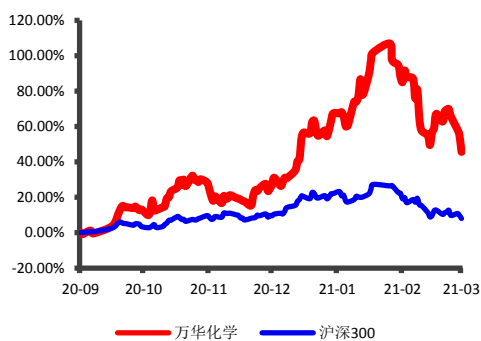
主要股东 (2020A)

烟台国丰投资控股有限公司	21.59%
Prime Partner International Limited	10.70%

收入结构 (2020A)

聚氨酯系列	46.87%
石化系列	31.44%
精细化学品及新材料	10.82%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX21-WHHX01

首次报告日期: 2019 年 11 月 18 日

相关报告:

■ 事件

万华化学发布 2020 年年报, 公司 2020 年全年实现营业收入 734.33 亿元, 同比增长 7.91%, 归属于母公司股东净利润 100.41 亿元, 同比减少 0.87%。其中 Q4 季度实现营收 242.01 亿元, 同比增长 24.04%, 归属于母公司股东净利润 46.92 亿元, 同比增长 110.35%, 业绩为单季度最高。

■ 公司点评

聚氨酯价格环比继续提升, Q4 利润率环比大幅提升

公司 2020 年全年实现聚氨酯系列产品销售 288.4 万吨, 同比增长 10.11%, 实现营业收入 344.17 亿元, 同比增长 8.03%, 毛利率同比增加 2.17 个百分点, 达到 43.51。纯 MDI 和聚合 MDI 挂牌价环比继续上调, 2020 年 6 月仅为 16500 元/吨和 14500 元/吨, 2020 年 12 月提升至 28000 元/吨和 25000 元/吨, 2021 年 3 月为 28000 元/吨和 28000 元/吨。根据百川盈孚数据显示, TDI 产品 (科思创报价) 2020Q4 季度均价约在 15300 元/吨左右, 环比连续上涨, 2021 年 Q1 季度以来, TDI 产品价格经历了下滑之后再度拉涨达到 20500 元/吨, 超出了 2020 年的新高。公司石化产品、精细化学品/新材料产品分别销售 188.5 万吨和 55.5 万吨, 同比增长 -4.72% 和 33.83%, 实现营收 230.85 亿元和 79.48 亿元, 同比增长 14.84% 和 12.13%, 毛利率减少 6.89 和 0.21 个百分点, 为 4.26% 和 25.42%。丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯、丁醇、PP、LLDPE 等产品均价同比有小幅下跌, PO 价格同比上涨, 但涨幅环比下滑。原材料方面, 纯苯、煤炭、丙烷、丁烷等同比价格均有所下滑。**资本开支继续提升, 后期增长有保障**

公司 2020 年在建工程及固定资产总和继续提升, 从 2019 年的 615.44 亿元提升至 796.28 亿元, 在建工程仍有 232.57 亿元。聚氨酯方面, 烟台基地完成 23 套装置大修工作, MDI 装置技改扩建工程完成, 年产能从 60 万吨增长至 110 万吨, 宝思德 MDI 装置大修完成, 福建 MDI 装置如期打桩。石化及精细化学品方面, 年产 100 万吨乙烯项目一次开车成功。同时, 公司继续进行生产基地产业链延伸, 2021 年 3 月 15 日, 福州江阴港城经济区管委会发布万华 (福建) 有限公司年产 80 万吨 PVC 项目环评第一次公示公告, 公司拟建年产 40 万吨 PVC 生产装置以消耗年产 40 万吨 MDI 和 25 万吨 TDI 生产中产生的副产物氯化氢, 提升资源的综合利用率, 项目包括年产 80 万吨 VCM、年产 80 万吨 PVC 及年产 7.52 万吨副产品 25%wt 盐酸, 项目投资额 46.32 亿元。此外, 公司 ADI 业务全球化布局, PC 二期投产, 改性塑料及

电池材料前期工作顺利推进。新品方面，公司 MDI 差异化产品、改性 PP、改性 PC 等产品逐步推广，聚氨酯路面材料、风力发电大梁树脂、门窗建材、尼龙 12 改性材料、3D 打印光敏树脂等产品开发和推广也在进行中。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2021、2022、2023 年营业收入分别为 962.15 亿、1107.58 亿元和 1280.10 亿元，增速分别为 31.02%、15.11% 和 15.58%；归属于母公司股东净利润分别为 187.10 亿、210.05 亿和 243.04 亿元，增速分别为 86.33%、12.26% 和 15.70%；全面摊薄每股 EPS 分别为 5.96、6.69 和 7.74 元，对应 PE 为 17.0、15.1 和 13.1 倍，未来六个月内维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

原材料价格出现波动；新项目推进不及预期；全球宏观经济下行超预期；系统性风险。

■ 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73432.97	96215.13	110757.92	128010.17
年增长率	7.91%	31.02%	15.11%	15.58%
归属于母公司的净利润	10041.43	18710.49	21005.29	24303.84
年增长率	-0.87%	86.33%	12.26%	15.70%
每股收益 (元)	3.20	5.96	6.69	7.74
PE (X)	31.7	17.0	15.1	13.1

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表
附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17574	11546	13291	21296
应收和预付款项	12734	13541	14937	15606
存货	8704	9000	9300	9500
其他流动资产	1453	1453	1453	1453
长期股权投资	1314	1464	1629	1809
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	79628	75714	71850	67105
无形资产和开发支出	8291	7721	7151	6580
其他非流动资产	2952	2923	2893	2893
资产总计	133753	125678	124820	128559
短期借款	38245	27264	9134	0
应付和预收款项	18943	18554	24985	25368
长期借款	11822	11822	11822	11822
其他负债	6695	6695	6695	6695
负债合计	82102	64335	52635	43885
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2161	2161	2161	2161
留存收益	43479	52771	63203	75273
归属母公司股东权益	48780	58073	68504	80574
少数股东权益	2870	3270	3680	4100
股东权益合计	51651	61343	72185	84675
负债和股东权益合计	133753	125678	124820	128559

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	16850	19075	31762	29847
投资活动产生现金流量	-23855	50	55	60
融资活动产生现金流量	19813	-22522	-30072	-21902
现金流量净额	12785	-3396	1745	8005

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73433	96215	110758	128010
营业成本	53766	63301	74617	87281
营业税金及附加	676	876	997	1152
营业费用	2939	3810	4375	5044
管理费用	1420	4474	5128	5914
财务费用	1076	1807	1005	115
资产减值损失	-488	400	350	300
投资收益	179	200	220	240
公允价值变动损益	-6	0	0	0
营业利润	11825	22448	25156	29045
营业外收支净额	-93	0	0	0
利润总额	11732	22448	25156	29045
所得税	1317	3337	3740	4321
净利润	10415	19110	21415	24724
少数股东损益	373	400	410	420
归属母公司股东净利润	10041	18710	21005	24304

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	27%	34%	33%	32%
EBIT/销售收入	17%	26%	24%	23%
销售净利率	14%	20%	19%	19%
ROE	21%	32%	31%	30%
资产负债率	61%	52%	43%	35%
流动比率	0.59	0.69	0.97	1.52
速动比率	0.47	0.48	0.70	1.18
总资产周转率	0.64	0.78	0.90	1.01
应收账款周转率	7.67	8.02	8.52	9.48
存货周转率	6.22	7.03	8.02	9.19

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

洪麟翔

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。