

2021年7月9日

费倩然

H70507pital.com.tw

目标价(元) 150.5

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2021/7/8)	119.90
上证指数(2021/7/8)	3525.50
股价 12 个月高/低	148.42/52.94
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	1423.76
A 市值(亿元)	1707.08
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)	16.18
股价/账面净值	7.41
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.4 15.2 120.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021.05.18	108.97	买入
2021.03.16	111.95	买入

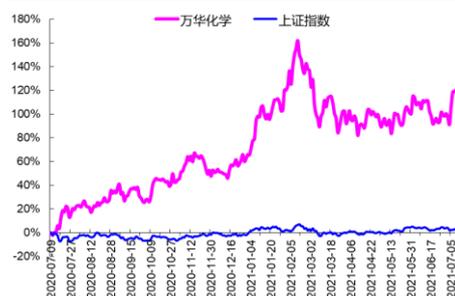
产品组合

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	9.45%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	15.34%
一般法人	19.84%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

业绩再创新高，综合性化工龙头崛起

结论与建议：

事件：公司发布21年上半年业绩预增公告，预计21年H1实现归母净利润134-136亿元，YOY+373-380%，其中Q2实现归母净利润68-70亿元，YOY+365-379%，增幅超出预期。公司H1业绩创新高，主要受益于主营产品量价齐升。21年疫情缓解，MDI需求向好，迭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 量价齐升，H1 业绩创新高：**21 年 H1 聚合 MDI 均价达 19.6 万元/吨，yoy+66%，纯 MDI 均价达 22.1 万元/吨，yoy+55%，TDI 均价达 14.5 万元/吨，yoy+36%。五六月淡季 MDI 价格虽有所回落，但仍处于往年同期高位水平。此外，2021 年 2 月，烟台 MDI 装置完成 110 万吨/年技改扩能，公司 MDI 产能进一步提升，主要产品产销量同比增加。迭加 20 年 H1 超低基期，公司上半年经营业绩同比增幅巨大。
- **供应趋紧，MDI 价格加速回升：**科思创德国 MDI 装置 7 月 2 日出现不可抗力停产，加之前北美的停产装置尚未恢复，科思创受影响总产能达 73 万吨。另外公司发布 7 月检修计划，MDI 供应整体趋紧，价格快速回升。预计 MDI 将平稳步入淡季，迎来 Q3 旺季。目前聚合 MDI 价格达 20.5 万元/吨，YOY+78%，MOM+27%，纯 MDI 价格达 23.0 万元/吨，YOY+70%，MOM+22%，TDI 价格达 13.3 万元/吨，YOY+35%，MOM+0%。公司作为全球聚氨酯龙头，不断扩产稳固龙头地位，宁波和福建在建 MDI 产能达 100 万吨，预计 2023 年公司全球 MDI 产能将达 360 万吨，市占率将提升 5 个百分点达 34%，进一步巩固和提升公司在 MDI 行业的竞争优势。
- **全产业链布局，长期价值凸显：**除聚氨酯板块外，公司还积极布局石化和新材料产业。石化方面，公司百万吨乙烯项目产能逐渐释放，为公司增厚利润，公司后续将拓展更多的烯烃下游高附加值衍生产品。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，随着产业链布局完善和产品种类增加，周期性有望减弱，前景广阔，未来可期。
- **盈利预测：**考虑到 MDI 涨价超出预期，考虑到公司产品价格超预期上涨，我们上修盈利预测，预计公司 21/22/23 年净利 248.5/256.3/263.8 亿元，yoy+148%/+3%/+3%，对应 EPS 为 7.92/8.16/8.40 元，目前 A 股股价

对应的 PE 为 15/15/14 倍，维持“买进”评级。

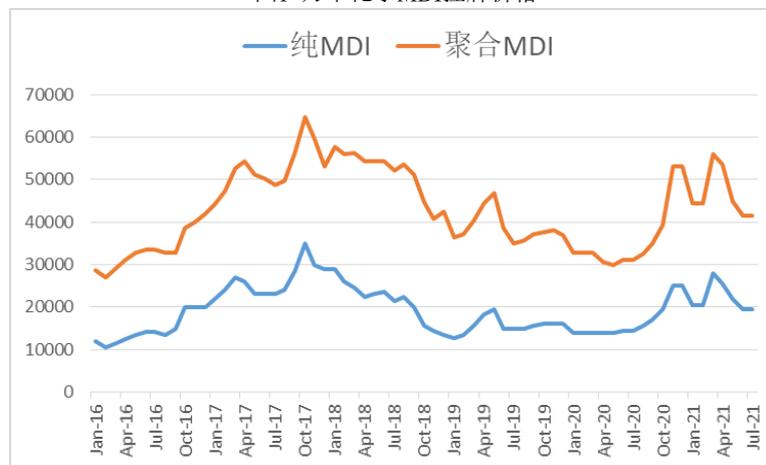
■ **风险提示:** 1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

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	24,854	25,632	26,375
同比增减	%	-4.53%	-0.87%	147.51%	3.13%	2.90%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.23	3.20	7.92	8.16	8.40
同比增减	%	-16.87%	-0.87%	147.51%	3.13%	2.90%
A 股市盈率(P/E)	X	37.16	37.49	15.15	14.69	14.27
股利 (DPS)	RMB 元	1.3	1.1	1.6	1.8	2.8
股息率 (Yield)	%	1.08%	0.92%	1.33%	1.50%	2.34%

【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	124199	129585	137021
经营成本	48998	53766	81465	85349	91096
研发费用	1705	2043	3455	3605	3812
营业税金及附加	576	676	1143	1192	1261
销售费用	2783	2939	4970	5186	5484
管理费用	1434	1420	2402	2506	2650
财务费用	1080	1076	1821	1900	2009
资产减值损失	284	488	635	654	673
投资收益	159	179	185	190	196
营业利润	12297	11825	29132	30043	30912
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	29039	29948	30816
所得税	1667	1317	3260	3362	3460
少数股东损益	463	373	924	953	981
归属于母公司股东权益	10130	10041	24854	25632	26375

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	38334	62952	92564
应收账款	4433	6309	6940	7079	7220
存货	8587	8704	9139	9596	10075
流动资产合计	23484	40526	62996	88910	119906
长期股权投资	718	1314	1380	1449	1521
固定资产	37478	56371	57499	58649	59822
在建工程	24066	23257	24420	23199	22039
非流动资产合计	73382	93226	96288	97021	97895
资产总计	96865	133753	159284	185931	217801
流动负债合计	44800	68134	70667	73561	75013
非流动负债合计	8134	13968	16211	19032	22094
负债合计	52934	82102	86878	92592	97106
少数股东权益	1567	2870	3795	4748	5729
股东权益合计	43931	51651	72405	93339	120695
负债及股东权益合计	96865	133753	159284	185931	217801

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	23590	23825	23825
投资活动产生的现金流量净额	-18367	-23855	-16699	-11689	-11689
筹资活动产生的现金流量净额	-9233	19813	13869	12482	12482
现金及现金等价物净增加额	-1674	12785	20760	24619	24619