

2022年1月18日

费倩然

H70507capital.com.tw

目标价(元)

119

公司基本信息

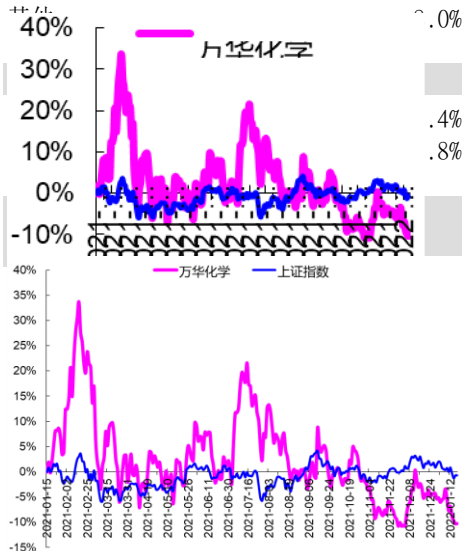
产业别	化工
A 股价(2022/1/17)	95.53
上证指数(2022/1/17)	3541.67
股价 12 个月高/低	148.42/93.4
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	1423.76
A 市值(亿元)	1360.11
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限 公司(21.59%)
每股净值(元)	20.38
股价/账面净值	4.69
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-7.4 -9.8 -10.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021.10.19	104.74	买入
2021.09.29	105.85	买入

产品组合

聚氨酯系列	42.1%
石化系列	40.1%
精细化学品及新材料系列	9.8%



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

业绩高速增长，成长动力充足

结论与建议：

事件：公司发布21年业绩预告，公司21年预计实现归母净利润240-252亿元，yoy+139%-151%，其中Q4单季预计实现归母净利润44.6-56.6亿元，yoy-5%+21%，qoq-26%+6%，符合预期。

公司业绩同比大幅增长，主要受益于全球经济复苏，市场需求提振，化工产品价格提升。此外公司MDI技改、乙烯等新产能、新装置投产，聚氨酯、石化以及精细化学品等主要产品量价齐升，经营业绩同比去年实现大幅增长。公司作为全球聚氨酯龙头，持续扩链扩产，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。

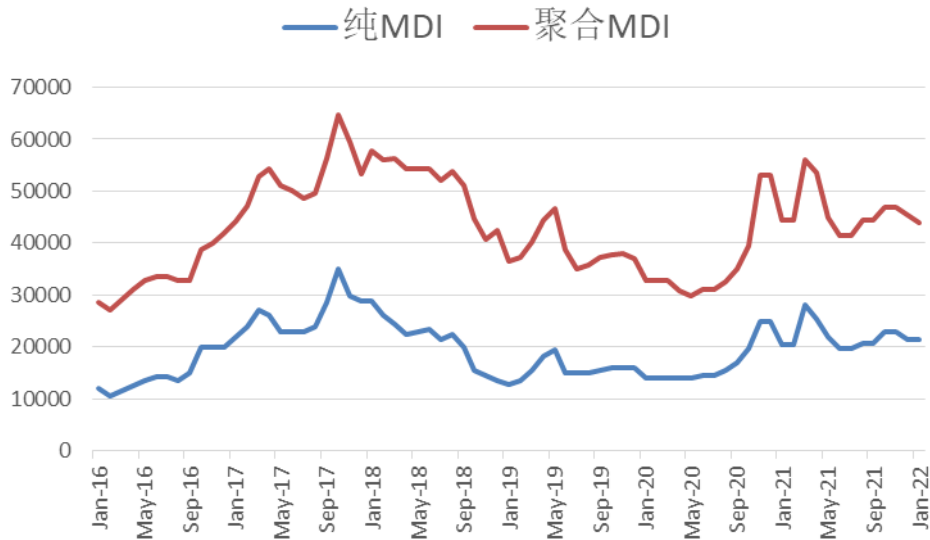
- MDI 维持高景气，聚氨酯板块量价齐升：**21 年 MDI 维持高度景气态势，公司主营产品价格大幅提高，聚合 MDI 均价达 19.76 万元/吨，yoy+37%，纯 MDI 均价达 22.13 万元/吨，yoy+24%，TDI 均价达 14.47 万元/吨，yoy+19%。22 年 1 月聚合 MDI 均价达 21.12 万元/吨，较 21 年 1 月高 15%，纯 MDI 均价达 21.18 万元/吨，较 21 年 1 月低 2%，随着春暖旺季需求复苏，预计 MDI 景气将会持续。产量方面，21 年公司烟台 MDI 装置完成 110 万吨/年技改扩能，MDI 产能进一步提升，产销量同比增加。目前万华拥有全球最大的 MDI 产能，且还规划有宁波 60 万吨和福建 160 万吨产能扩张，后续全球 MDI 产能增加主要依赖于万华，产能扩张将进一步提高市占率，巩固公司龙头地位。
- 石化板块逐步放量，完善全局产业链：**年内公司百万吨乙烯等新装置逐步放量，石化产品产销量同比增加，叠加 21 年石化产品价格上涨，公司石化板块营收快速增长，加速公司业绩成长。1-3Q 公司石化板块营收增速达 168%，营收占比 39.8%，已经逼近聚氨酯板块。随着石化和新材料板块逐步发力，营收占比逐步增大，公司全产业版图显现，有望熨平周期，成长为全平台型化工巨头。
- 积极布局新材料产业，成长动力充足：**公司布局新材料板块积极进军电池和可降解材料领域，驱动公司长期成长。21 年 4 月公司合并了全资子公司烟台卓能锂电池有限公司；21 年 8 月与华能集团合资成立公司，共同建设 600MWp 渔光互补型光伏电站项目；22 年 1 月公司眉山基地 5 万吨磷酸铁锂项目正式开工；根据环评，在蓬莱规划 20 万吨 POE 和配套 9.2 万吨辛己烯项目。公司正从 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：**我们维持盈利预测，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 12/12/11 倍，考虑到公司成长动力充足，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	%	-34.92%	-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	%	-43.33%	-0.87%	147.51%	3.13%	2.90%
A 股市盈率(P/E)	X	29.61	29.87	12.07	11.70	11.37
股利 (DPS)	RMB 元	1.3	1.1	1.6	1.8	2.8
股息率 (Yield)	%	1.36%	1.15%	1.67%	1.88%	2.93%

【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

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, 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j@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j@。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。