2022 年 3 月 16 日

費倩然
H70507pital.com.tw

目標價(元) 99

公司基本資訊

產業別	化工
A 股价(2022/3/16)	78.32
上证指数(2022/3/16)	3170.71
股價 12 個月高/低	131.8/73.5
總發行股數(百萬)	3139.75
A 股數(百萬)	1423.76
A 市值(億元)	1115.09
主要股東	烟台国丰投资控股集团有限公司(21.59%)
每股淨值(元)	21.82
股價/賬面淨值	3.59

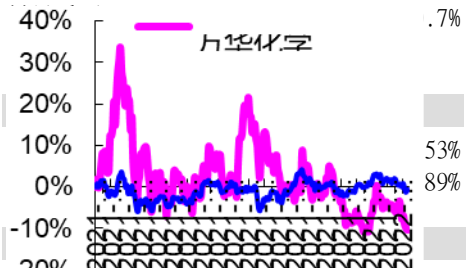
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-5.5	-16.3	141.5

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2022.01.18	95.53	買入
2021.10.19	104.74	買入

產品組合

石化系列	42.4%
聚氨酯系列	41.7%
其他	12.7%
精細化學品及新	.7%



53%
89%

萬華化學(600309.SH) Buy 買進

石化板块高速增长，全产业链布局优势凸显

結論與建議：

事件：公司发布21年年报，公司21年实现营收1455.38亿元，yoy+98.19%；归母净利润246.49亿元，yoy+145%，其中Q4单季实现营收382.19亿元，yoy+57.92%，qoq-3.64%；归母净利润约51.1亿元，yoy+8.84%，qoq-15.04%。同时公司公布分红方案，向全体股东每10股派发25元现金红利（含税），股息率3.19%。

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，聚氨酯版块量价齐升：**21 年公司聚氨酯板块营收达 604.92 亿元，yoy+72.75%，主要受益于主营产品的量价齐升。21 年全球经济复苏，MDI 需求向好，但海外部分装置受极端天气、疫情等影响，供应短缺，供需失衡抬升 MDI 价格。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%。此外烟台 MDI 装置技改成功，产能进一步提高，叠加聚醚多元醇销量增长，公司享受量价齐升红利。目前公司 MDI 产能达 265 万吨，TDI 产能达 65 万吨，是全球最大的 MDI 供应商和全球第三大 TDI 供应商。后续来看，聚氨酯板块将持续为公司带来利润支撑，保障公司成长。

- **石化版块业绩大幅提升，成长为第二支柱：**公司石化板块成长迅速，受益于石化产品价格同比大幅上涨以及百万吨乙烯投产带来的产品结构变化、规模效应。公司百万吨乙烯装置开车，第一年就保持满负荷运行，石化产品产销量同比增加，销量达 390 万吨，yoy+74.81%。叠加 21 年石化产品价格上涨，公司石化版块营收快速增长，营收首次超过聚氨酯板块达 6140.94 亿元，yoy+132.46%。随着石化和新材料版块逐步发力，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。

- **费用率同比下降，降本提效卓有成效：**21 年公司产品结构调整，毛利率同比降低 0.52pct 达 26.26%，。费用部分，公司降本提效措施卓有成效，三项费用率同比均有下降，其中销售费用同比下降 3.28pct 达 0.72%，管理费用率同比下降 0.63pct 达 1.30%，财务费用同比下降 0.45pct 达 1.02%。

- **深化新材料产业布局，保障长期成长：**21 年公司精细化学品和新材料领域实现营收 154.64 亿元，yoy+94.57%，销量达 76 万吨，yoy+37.01%，主要为 ADI、水性树脂、TPU 业务销量增长及精细化学品产品与相关原料价格上涨所致。公司在新材料板块持续投入，包括碳中和相关技术、聚

氨酯泡沫降解回收利用、可降解材料及关键单体、高性能材料（尼龙 12、特种 PC、POE、光学级 PMMA 等）、新能源储能及电池材料、分离与纯化等研发项目。未来有望从 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，有望熨平周期，公司前景广阔，未来可期。

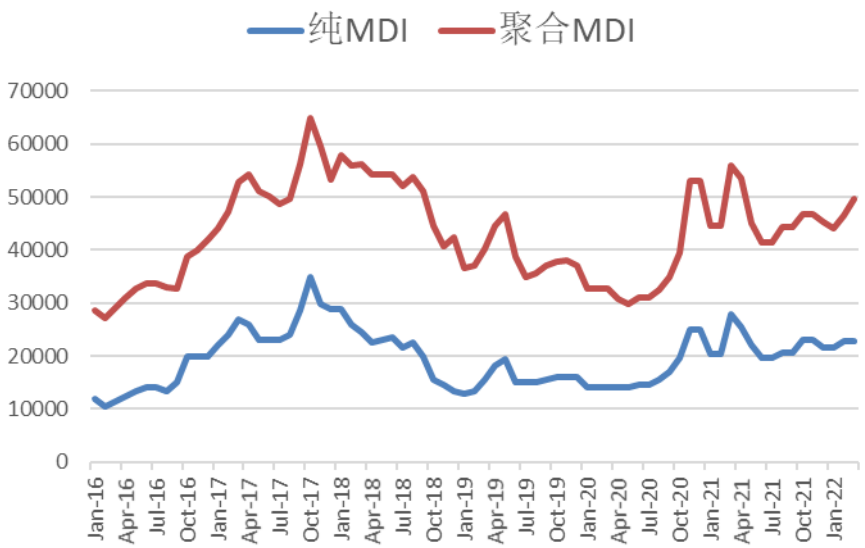
- **盈利预测：**我们上修盈利预测，预计公司 22/23/24 年净利 259/273/291 亿元，yoy+5%/+5%/+6%，对应 EPS 为 8.26/8.70/9.26 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 9/9/8 倍，考虑到公司成长动力充足，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022E	2023E	2024E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	10,041	24,649	25,941	27,310	29,070
同比增減	%	-0.87%	145.47%	5.24%	5.28%	6.44%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	3.20	7.85	8.26	8.70	9.26
同比增減	%	-0.87%	145.47%	5.24%	5.28%	6.44%
A 股市盈率(P/E)	X	24.49	9.98	9.48	9.00	8.46
股利 (DPS)	RMB 元	1.3	2.5	2.5	2.5	2.5
股息率 (Yield)	%	1.66%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進（Strong Buy）	首次評等潛在上漲空間≥ 35%
買進（Buy）	15%≤首次評等潛在上漲空間<35%
區間操作（Trading Buy）	5%≤首次評等潛在上漲空間<15%
中立（Neutral）	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

圖1 萬華化學MDI掛牌價格



附一：合并損益表

會計年度（百萬元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
營業收入	73433	145538	163097	169546	182519
經營成本	55916	107317	122313	126756	136880
研發費用	2043	3168	3550	3691	3973
營業稅金及附加	676	880	986	1025	1103
銷售費用	788	1052	1179	1225	1319
管理費用	1420	1892	2120	2204	2372
財務費用	1076	1479	1657	1723	1854
資產減值損失	488	1075	1107	1141	1175
投資收益	179	492	507	522	538
營業利潤	11825	29425	30957	32578	34661
營業外收入	23	97	102	107	112
營業外支出	116	371	378	386	393
利潤總額	11732	29151	30680	32299	34380
所得稅	1317	4112	4328	4556	4850
少數股東損益	373	391	411	433	461
歸屬於母公司股東權益	10041	24649	25941	27310	29070

附二：合并資產負債表

會計年度（百萬元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
貨幣資金	17574	34216	57165	84272	115130
應收賬款	6309	8646	8819	8995	9175
存貨	8704	18282	19196	20156	21164
流動資產合計	40526	72291	97216	126425	159522
長期股權投資	1314	3930	4126	4333	4549
固定資產	56371	65233	66538	67868	69226
在建工程	23257	29352	27884	26490	25166
非流動資產合計	93226	118018	115410	116597	117971
資產總計	133753	190310	212626	243022	277493
流動負債合計	68134	98002	104921	104546	105824
非流動負債合計	13968	20612	17507	20535	24197
負債合計	82102	118614	122428	125081	130021
少數股東權益	2870	3197	3608	4041	4502
股東權益合計	51651	71696	90199	117941	147472
負債及股東權益合計	133753	190310	212626	243022	277493

附三：合并現金流量表

會計年度（百萬元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
經營活動產生的現金流量淨額	16850	23590	23825	23825	24304
投資活動產生的現金流量淨額	-23855	-16699	-13359	-13359	-8550
籌資活動產生的現金流量淨額	19813	13869	12482	12482	15103
現金及現金等價物淨增加額	12785	20760	22949	22949	30858

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。