

2021年01月06日

业绩预告超预期，综合竞争力再次凸显
买入（上调）

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 68,051 | 69,368 | 89,240 | 102,366 |
| 同比（%） | -6.6% | 1.9% | 28.6% | 14.7% |
| 归母净利润（百万元） | 10,130 | 9,772 | 15,061 | 18,122 |
| 同比（%） | -34.9% | -3.5% | 54.1% | 20.3% |
| 每股收益（元/股） | 3.23 | 3.11 | 4.80 | 5.77 |
| P/E（倍） | 30.50 | 31.62 | 20.52 | 17.05 |

事件

公司发布2020年年度业绩预告，报告期内预计实现归属于上市公司股东的净利润为96亿元到101亿元，与上年同期相比，将减少5.3亿元到基本持平，同比减少5%到基本持平。其中，第四季度归属于上市公司股东的净利润预计同比增长91%到113%。

投资要点

■ **MDI 价格强势上涨，Q4 业绩创历史新高：**公司前三季度纯/聚合 MDI 挂牌均价分别为 1.74/1.46 万元/吨，同比分别下滑 26%和 6%；第四季度纯/聚合 MDI 挂牌均价分别为 2.53/2.32 万元/吨，同比分别增长 13.3%和 28.9%，环比分别增长 47.2%和 49.7%。总体来看，2020 年前三季度，公司实现归属于上市公司股东的净利润 53.49 亿元，同比下降 32.28%，但三季度末随着全球化工行业下游需求快速好转，部分地区需求快速增长，公司主要产品销量提升、销售价格上涨，四季度归属于上市公司股东的净利润预计同比增长 91%到 113%，创历史新高。未来随着全球经济持续复苏，MDI 价格有望维持高位，看好 MDI 的景气持续性。

■ **MDI 行业景气上行，全球龙头充分受益：**公司 210 万吨/年 MDI 产能稳居全球第一，在建新增（福建 40 万吨/年+美国 40 万吨/年）和技改（烟台 50 万吨/年+宁波 30 万吨/年）产能强化未来全球统治地位。地产、汽车、家电消费持续回暖，2021 年 MDI 需求持续修复叠加海外供应不稳定，MDI 景气上行，公司作为全球龙头将充分受益；

■ **大乙烯项目投产，石化及新材料业务布局不断完善。**石化板块中，公司大乙烯项目于 2020 年 11 月投产，叠加现有 LPG-丙烯-丙烯酸及酯、SAP 树脂、环丙及聚醚多元醇、叔丁醇及 MTBE 等项目，公司汇集 C2、C3 及 C4 产业链，大石化产业链基本齐备。新材料板块中，烟台 PC 二期年内完工，眉山一期 25 万吨/年高性能改性树脂项目即将建成，二期项目进入环评阶段，柠檬醛、尼龙 6、TPU、可降解材料、锂电材料等新材料产业集群逐步完备，万华化学正向全球综合性化工龙头挺进。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 97.72 亿元、150.61 亿元和 181.22 亿元，EPS 分别为 3.11 元、4.80 元和 5.77 元，当前股价对应 PE 分别为 32X、21X 和 17X。考虑到公司强大的综合竞争力和不断巩固的龙头地位，我们将公司上调至“买入”评级。

■ **风险提示：**海外疫情防控不利对 MDI 出口造成压力；新建项目进度不及预期

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 98.42 |
| 一年最低/最高价 | 36.54/100.23 |
| 市净率(倍) | 7.03 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 140126.11 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 14.00 |
| 资产负债率(%) | 63.48 |
| 总股本(百万股) | 3139.75 |
| 流通 A 股(百万股) | 1423.76 |

相关研究

- 1、《万华化学（600309）：MDI 顺周期涨价，Q3 业绩环比大增》2020-10-23
- 2、《万华化学（600309）：业绩符合预期，耐心等待成长性兑现》2020-03-31
- 3、《万华化学（600309）：业绩符合预期，多元化发展提升竞争力》2019-10-25

万华化学三大财务预测表

| 资产负债表 (百万 元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 23,484 | 39,777 | 45,854 | 52,483 | 营业收入 | 68,051 | 69,368 | 89,240 | 102,366 |
| 现金 | 4,566 | 13,874 | 17,848 | 20,473 | 减:营业成本 | 48,998 | 49,943 | 61,498 | 69,438 |
| 应收账款 | 4,433 | 2,678 | 6,470 | 4,023 | 营业税金及附加 | 576 | 600 | 766 | 881 |
| 存货 | 8,587 | 8,126 | 12,454 | 10,783 | 营业费用 | 2,783 | 2,900 | 3,712 | 4,279 |
| 其他流动资产 | 5,897 | 15,100 | 9,082 | 17,203 | 管理费用 | 3,139 | 3,097 | 4,054 | 4,610 |
| 非流动资产 | 73,382 | 71,626 | 86,331 | 92,291 | 财务费用 | 1,080 | 1,323 | 1,352 | 1,240 |
| 长期股权投资 | 718 | 882 | 1,046 | 1,211 | 资产减值损失 | -284 | -103 | -152 | -158 |
| 固定资产 | 37,478 | 39,474 | 52,419 | 58,574 | 加:投资净收益 | 159 | 137 | 144 | 142 |
| 在建工程 | 24,066 | 19,698 | 20,853 | 20,013 | 其他收益 | 962 | 1,009 | 993 | 999 |
| 无形资产 | 5,337 | 5,793 | 6,234 | 6,717 | 营业利润 | 12,297 | 12,756 | 19,147 | 23,217 |
| 其他非流动资产 | 5,783 | 5,778 | 5,779 | 5,777 | 加:营业外净收支 | -37 | -72 | -54 | -63 |
| 资产总计 | 96,865 | 111,403 | 132,185 | 144,774 | 利润总额 | 12,260 | 12,684 | 19,093 | 23,154 |
| 流动负债 | 44,800 | 54,279 | 62,139 | 62,174 | 减:所得税费用 | 1,667 | 1,983 | 2,855 | 3,515 |
| 短期借款 | 20,034 | 40,403 | 31,819 | 42,718 | 少数股东损益 | 463 | 929 | 1,177 | 1,517 |
| 应付账款 | 8,024 | 3,914 | 10,787 | 5,812 | 归属母公司净利润 | 10,130 | 9,772 | 15,061 | 18,122 |
| 其他流动负债 | 16,741 | 9,962 | 19,533 | 13,644 | EBIT | 13,731 | 14,410 | 20,961 | 24,987 |
| 非流动负债 | 8,134 | 6,573 | 7,194 | 6,178 | EBITDA | 18,332 | 18,563 | 26,288 | 31,814 |
| 长期借款 | 5,963 | 4,401 | 5,022 | 4,006 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 2,172 | 2,172 | 2,172 | 2,172 | 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 负债合计 | 52,934 | 60,852 | 69,334 | 68,352 | 每股收益(元) | 3.23 | 3.11 | 4.80 | 5.77 |
| 少数股东权益 | 1,567 | 2,496 | 3,673 | 5,190 | 每股净资产(元) | 13.49 | 15.31 | 18.85 | 22.69 |
| 归属母公司股东权益 | 42,364 | 48,055 | 59,178 | 71,232 | 发行在外股份(百万 股) | 3140 | 3140 | 3140 | 3140 |
| 负债和股东权益 | 96,865 | 111,403 | 132,185 | 144,774 | ROIC(%) | 16.2% | 12.7% | 18.0% | 17.5% |
| | | | | | ROE(%) | 24.1% | 21.2% | 25.8% | 25.7% |
| | | | | | 毛利率(%) | 28.0% | 28.0% | 31.1% | 32.2% |
| 现金流量表 (百万 元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 销售净利率(%) | 14.9% | 14.1% | 16.9% | 17.7% |
| 经营活动现金流 | 25,933 | -712 | 35,667 | 11,541 | 资产负债率(%) | 54.6% | 54.6% | 52.5% | 47.2% |
| 投资活动现金流 | -18,367 | -1,251 | -18,895 | -11,647 | 收入增长率(%) | -6.6% | 1.9% | 28.6% | 14.7% |
| 筹资活动现金流 | -9,233 | 11,271 | -12,798 | 2,731 | 净利润增长率(%) | -34.9% | -3.5% | 54.1% | 20.3% |
| 现金净增加额 | -1,674 | 9,307 | 3,974 | 2,625 | P/E | 30.50 | 31.62 | 20.52 | 17.05 |
| 折旧和摊销 | 4,601 | 4,154 | 5,327 | 6,827 | P/B | 7.29 | 6.43 | 5.22 | 4.34 |
| 资本开支 | 17,815 | -1,921 | 14,541 | 5,796 | EV/EBITDA | 18.37 | 18.59 | 12.74 | 10.80 |
| 营运资本变动 | 8,951 | -15,744 | 13,888 | -15,025 | | | | | |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>