

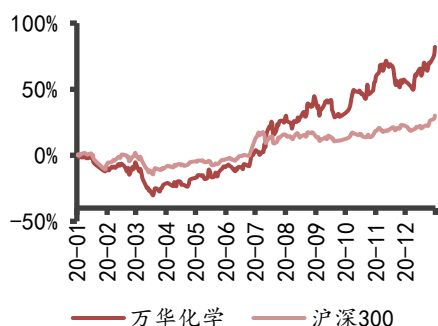
通过两年大考，夯实百亿利润

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-1-7

收盘价（元）	98.42
近12个月最高/最低（元）	100.23/36.54
总股本（百万股）	3139.75
流通股本（百万股）	1423.76
流通股比例（%）	45.3%
总市值（亿元）	3090.14
流通市值（亿元）	1399.83

公司股价与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《MDI 报价合理下调，一体化优势不惧外资进入》2020.12.31

《万华化学：大乙烯一期投产，二期环评公示，逐浪 POE 高端聚烯烃蓝海市场》2020.11.11

《万华化学：景气反转利周期，资本开支助成长》2020.10.23

《万华化学：海外竞争对手频繁调整业务，或放弃对成本的竞争，聚焦渠道依赖的高附加值产品》2020.10.6

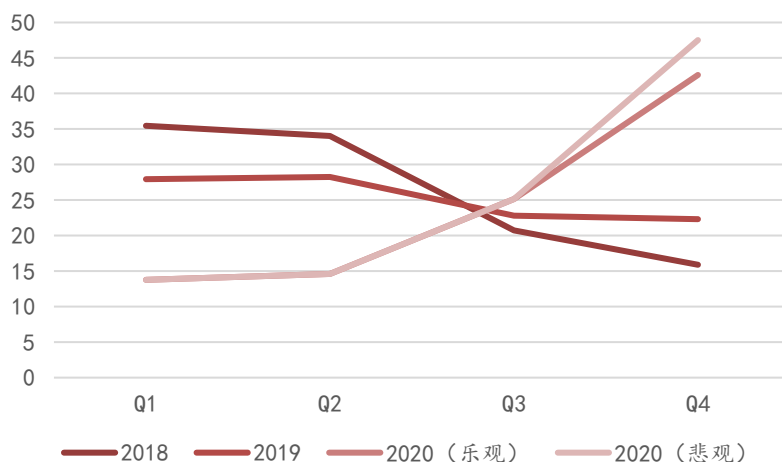
事件描述：

1月7日，公司发布2020年年度业绩预告，预计2020年年度实现归母净利润96亿元到101亿元，同比减少5%到基本持平；每股收益3.06元到3.22元。

► 受海内外疫情影响，公司2020年业绩低开高走

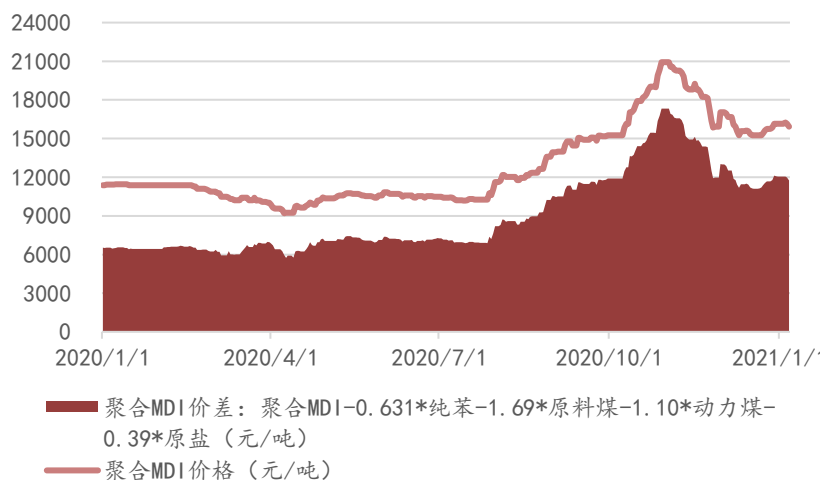
与2018、2019年去库存行情不同，受到疫情等突发事件的影响，2020年万华业绩实现了低开高走，单季度归母净利润连创新高。根据公司的业绩预报，2020年公司实现归母净利润为96亿元到101亿元，基本与2019年持平，而Q4单季度实现了归母净利润42.6至47.5亿元，同比增长91%到113%，是公司历史上归母净利润最高的一个季度。上半年受到国内疫情的影响，下游厂商开工率低，需求萎缩，MDI价格一直处于较低的历史分位水平，销量也有所下滑。下半年以来，随着国内复工复产，下游需求开始复苏，加上海外疫情蔓延，需求向国内转移，MDI价格和销量均出现大幅反弹。在经历了2020年MDI价格大幅波动的情况下，公司利用成本优势和市场优势，经历住了压力测试的考验，依旧实现了百亿净利润，再度证明了公司业绩的稳定性。

图表1 归母净利润季度变化



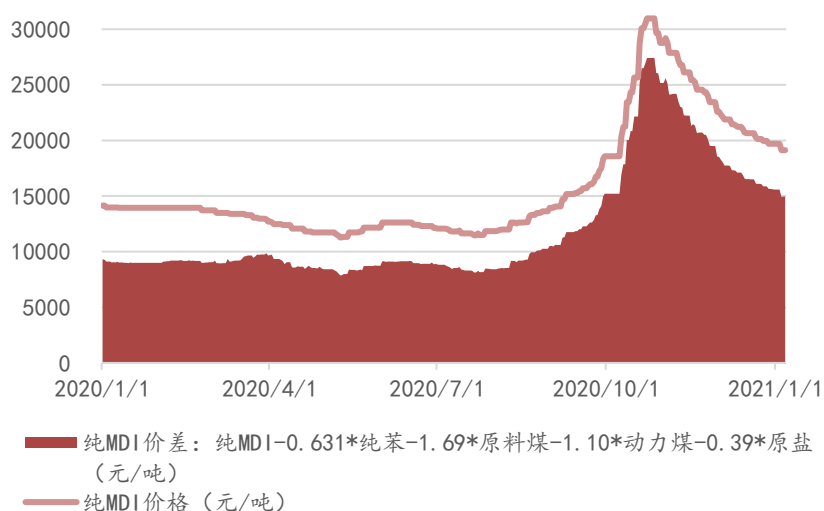
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 2 2020 年华东聚合 MDI 价格价差变化 (扣税)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 2020 年华东纯 MDI 价格价差变化 (扣税)



资料来源: wind, 华安证券研究所

➤ 海外需求持续, 国内无醛板、养殖业新增需求, 预计明年 MDI 将维持较高景气度

2021 年, MDI 高景气度预计将持续, 主要有两方面原因:

(1) 在海外疫情持续, 疫苗接种进度较慢的情况下, 海外 MDI 及下游冰箱冷柜、白电等下游家电产品预计将维持较低的开工率, 全球 MDI 供给错配或将持续, 有助于维持 MDI 的出口拉动。

(2) 国内 MDI 下游应用领域继续拓宽, 下游新增的无醛板和养殖业市场将为 2021 年贡献 16 万吨的新增需求, 预计到 2025 年新增 75 万吨的需求。无醛板市场方面, 2020 年国内无醛板 MDI 消耗量为 7 万吨左右, 按照国内人造板产量 3 亿立方米、无醛板每年新增替代 3%、胶合板 MDI 使用量每立方 10kg 计算, 每年新增 MDI 消耗量将达到 9 万吨。

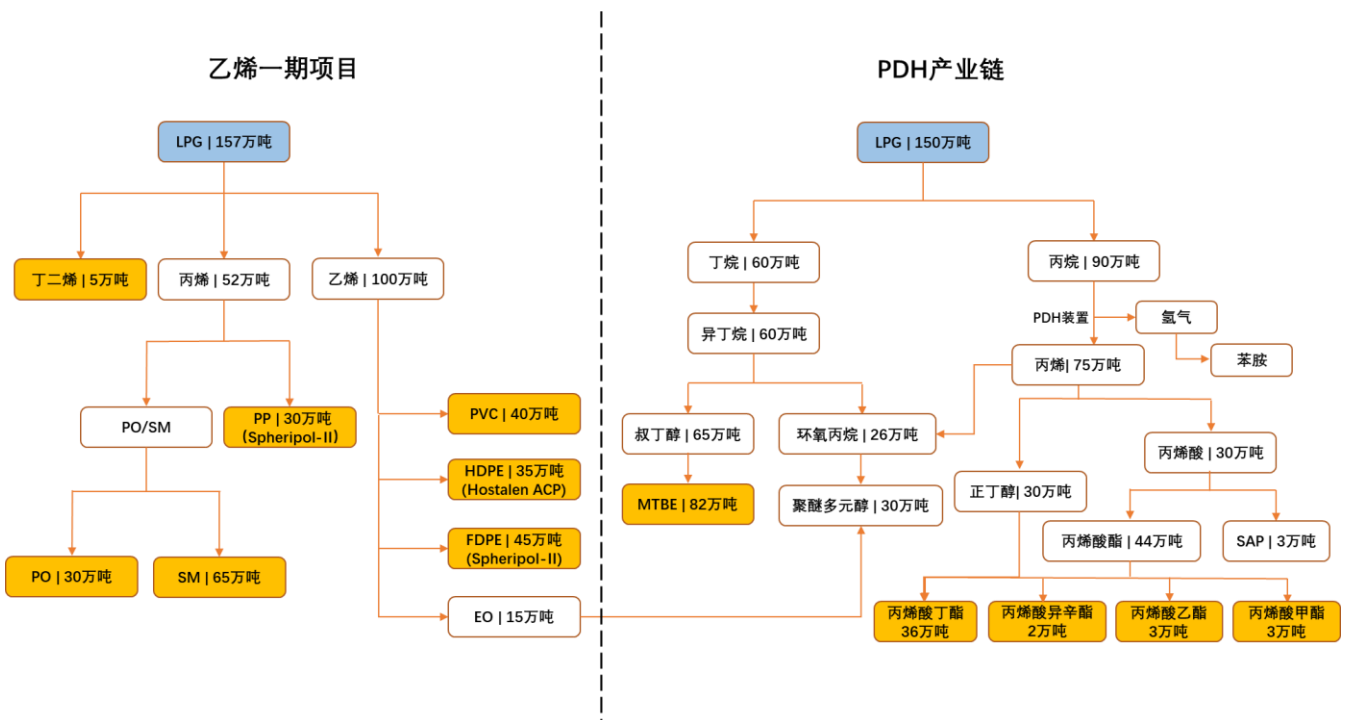
根据林业局希望未来 5-10 年超过 30% 的人造板使用无醛工艺，保守估计到 2030 年，无醛板将为 MDI 提供超过 100 万吨的市场空间。养殖业方面，根据主要生猪养殖业公司资本开支测算，大规模猪舍建设将为 21 年的 MDI 市场带来 7 万吨的新增，预计 2025 年新增需求将达到 23 万吨。

因此我们判断，2021 年聚合 MDI 价格（扣税）合理区间为 12500-15500 元/吨；纯 MDI 价格（扣税）合理区间为 14700-19700 元/吨。我们预计，2021 年在出口拉动、定期检修、国内需求旺季的接棒下，有望维持较高景气度，2021 年 MDI 综合价格中枢（扣税）有望在 14960 元/吨以上，我们测算为 15200 元/吨（扣税）。

➤ 大乙烯项目开始贡献业绩，盈利水平有望再上台阶

考虑到产能爬坡，公司大乙烯项目一期预计 2021 年二季度开始贡献利润，也是 2021 年公司最主要的新业绩增长点。不考虑自用的情况下，假设以 2019 年 PDH 预计净利率 8% 估算，乙烯一期有望贡献净利润约 9 亿元；假设以乙烯项目产品成本估计，按照 14% 的综合净利率估算，乙烯一期有望贡献净利润约 16 亿元；按照乙烯一期环评报告披露的税后内部收益率 18.2% 以及报批投资额计算，乙烯一期有望贡献净利润 32 亿元。受益于乙烯项目的贡献，2021 年万华业绩有望再上一个台阶。

图表 4 石化产业链图



资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

图表 5 乙烯项目一期建成后预计收入情况 (假设开工率为 80%)

产品	产能 (万吨)	19 年均价 (元/吨, 含税)	收入 (亿元, 不含税)
PVC	40	7051	20.0
环氧乙烷	15	7747	8.2
LLDPE	45	8068	25.7
环氧丙烷	30	10063	21.4
苯乙烯	65	8264	38.0
丁二烯	5	9556	3.4
合计	200		116.7

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 99.5、159.5、211.6 亿元, 同比增速为-1.8%、60.3%、32.7%。对应 PE 分别为 28.8、18.0 和 13.5 倍。维持“买入”评级。

风险提示

因公司人力规模扩大带来的内部管理难度增大的风险; 项目投产进度不及预期; 产品价格大幅波动; 油价大幅波动; 装置不可抗力的风险; 疫苗开发进展不及预期的风险。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	68456	87922	101520
收入同比	-6.6%	0.6%	28.4%	15.5%
归母净利润	10130	9947	15948	21161
净利润同比	-34.9%	-1.8%	60.3%	32.7%
毛利率 (%)	28.0%	25.8%	29.6%	32.2%
ROE (%)	23.9%	19.0%	23.4%	23.7%
每股收益	3.23	3.17	5.08	6.74
P/E	17.41	28.74	17.92	13.51
P/B	4.16	5.46	4.19	3.20
EV/EBITDA	11.72	15.56	11.97	9.33

资料来源: wind, 华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	32065	34507	36367
现金	4566	4566	4566	4566
应收账款	4433	3910	5134	6113
其他应收款	575	410	567	707
预付账款	438	562	604	683
存货	8587	9885	11555	12765
其他流动资产	4885	12730	12082	11533
非流动资产	73382	95675	112921	133865
长期投资	718	718	718	718
固定资产	37478	49971	57425	66860
无形资产	5337	7116	8647	10486
其他非流动资产	29849	37871	46132	55802
资产总计	96865	127741	147428	170233
流动负债	44800	62629	65704	66465
短期借款	20034	40353	38773	35467
应付账款	8024	6770	8174	9842
其他流动负债	16741	15507	18757	21156
非流动负债	8134	10818	10818	10818
长期借款	5963	8646	8646	8646
其他非流动负债	2172	2172	2172	2172
负债合计	52934	73447	76522	77283
少数股东权益	1567	1982	2646	3528
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2162	2162	2162
留存收益	37063	47010	62959	84120
归属母公司股东权益	42364	52311	68260	89421
负债和股东权益	96865	127741	147428	170233

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25933	10505	29774	36920
净利润	10130	9947	15948	21161
折旧摊销	4601	9228	8550	10420
财务费用	1225	2021	2583	2461
投资损失	-159	-160	-205	-237
营运资金变动	8951	-11071	2213	2207
其他经营现金流	2365	21557	14420	19863
投资活动现金流	-18367	-31486	-25611	-31153
资本支出	-17797	-31646	-25816	-31390
长期投资	-711	0	0	0
其他投资现金流	142	160	205	237
筹资活动现金流	-9233	20981	-4163	-5767
短期借款	1165	20319	-1580	-3306
长期借款	238	2684	0	0
普通股增加	406	0	0	0
资本公积增加	-1542	0	0	0
其他筹资现金流	-9501	-2021	-2583	-2461
现金净增加额	-1674	0	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	68456	87922	101520
营业成本	48998	50771	61866	68788
营业税金及附加	576	548	703	812
销售费用	2783	2259	2901	3350
管理费用	1434	1095	1407	1624
财务费用	1080	1884	2446	2324
资产减值损失	-284	-58	-20	-27
公允价值变动收益	-8	0	0	0
投资净收益	159	160	205	237
营业利润	12297	11453	18256	24223
营业外收入	79	26	26	26
营业外支出	115	115	115	115
利润总额	12260	11386	18256	24223
所得税	1667	1025	1643	2180
净利润	10593	10362	16613	22043
少数股东损益	463	414	665	882
归属母公司净利润	10130	9947	15948	21161
EBITDA	17156	21436	27748	35234
EPS (元)	3.23	3.17	5.08	6.74

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.6%	0.6%	28.4%	15.5%
营业利润	-37.3%	-6.9%	59.4%	32.7%
归属于母公司净利润	-34.9%	-1.8%	60.3%	32.7%
获利能力				
毛利率 (%)	28.0%	25.8%	29.6%	32.2%
净利率 (%)	14.9%	14.5%	18.1%	20.8%
ROE (%)	23.9%	19.0%	23.4%	23.7%
ROIC (%)	14.8%	10.4%	14.4%	16.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.6%	57.5%	51.9%	45.4%
净负债比率 (%)	120.5%	135.3%	107.9%	83.1%
流动比率	0.52	0.51	0.53	0.55
速动比率	0.32	0.35	0.34	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.54	0.60	0.60
应收账款周转率	15.35	17.51	17.13	16.61
应付账款周转率	6.11	7.50	7.57	6.99
每股指标 (元)				
每股收益	3.23	3.17	5.08	6.74
每股经营现金流(薄)	8.26	3.35	9.48	11.76
每股净资产	13.49	16.66	21.74	28.48
估值比率				
P/E	17.41	28.74	17.92	13.51
P/B	4.16	5.46	4.19	3.20
EV/EBITDA	11.72	15.56	11.97	9.33

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

古武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。