

万华化学(600309)

报告日期: 2021年1月6日

Q4 业绩大超预期, MDI 高景气有望维系

——万华化学点评报告

✍️ : 陈煜 执业证书编号: S1230520040001
☎️ : 021-80106011
✉️ : chenyu02@stocke.com.cn

报告导读

公司 Q4 业绩大超预期, 主要系下游需求快速恢复带动主要产品量价双升。MDI 供给相对集中有序, 加上出口持续向好、国内需求逐步改善, MDI 高景气度有望维系。随着新建项目推进, 公司成长性也将逐步释放。

投资要点

□ Q4 业绩大超预期, 主要系公司产品量价双升

公司预计 2020 年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。公司 Q4 业绩预计同比增长 91%到 113%, 大超市场预期, 主要系四季度下游需求快速恢复, 公司主要产品量价双升。Q4 国内纯 MDI、聚合 MDI 华东市场均价分别为 26512 元/吨、20098 元/吨, 环比分别上涨 78.74%、38.96%。

□ 需求改善+供给有序, MDI 高景气有望维系

需求端来看, 海外经济逐渐复苏, 而海外 MDI 供给恢复相对缓慢, 公司 MDI 供应稳定, 助力出口持续向好, 11 月聚合 MDI 出口量环比增长 8.6%。当前国内需求处于淡季, 随着年底进入补库阶段, 下游家电及冷柜等需求回暖, 国内需求有望逐步改善。供给端来看, 未来 MDI 新增产能主要集中在万华, 加上海外厂家开工受限及定期的检修计划, MDI 有望维持较高景气度。

□ 万华成长性良好, MDI、TDI、PVC 项目稳步推进

公司保持快速成长, 聚氨酯、石化、新材料三足鼎立。一期 100 万吨/年乙烯项目顺利投产, 二期 120 万吨/年乙烯项目有望继续推进。万华福建引入员工持股平台, 计划建设 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目、扩建 TDI 产能至 25 万吨/年, 建设 40 万吨/年 PVC 项目、续建大型煤气化项目, 实现华南布局。

□ 盈利预测及估值

我们对 MDI 价格维持乐观, Q4 主要产品量价双升, 同时考虑到万华成长性良好, 上调公司业绩预测。预计 2020-2022 年净利润为 99.0、128.4、160.5 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 31、24、19 倍。

□ 风险提示: MDI 价格下跌风险; 疫情进一步扩散; 项目进展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	68051	68347	83258	103221
(+/-)	12.26%	0.43%	21.82%	23.98%
净利润	10130	9897	12837	16049
(+/-)	-4.53%	-2.30%	29.71%	25.02%
每股收益(元)	3.23	3.15	4.09	5.11
P/E	30.50	31.22	24.07	19.25

评级

上次评级

当前价格

买入

买入

¥ 98.42

单季度业绩

3Q/2020

2Q/2020

1Q/2020

4Q/2019

元/股

0.83

0.49

0.48

0.74



公司简介

万华化学是一家全球化运营的化工新材料公司, 业务涵盖 MDI、TDI、聚醚多元醇等聚氨酯产业集群, 丙烯酸及酯、环氧丙烷等石化产业集群, 水性 PUD、PA 乳液、TPU、ADI 系列等功能化学品及材料产业集群。

相关报告

1《百万吨乙烯投产, 八角园区一体化优势增强》2020.11.11

2《业绩环比大增, MDI 价格将继续向上》2020.10.22

3《MDI 的 10 年底部为本轮复苏起点》2020.08.20

报告撰写人: 陈煜

联系人: 陈煜, 王强峰

点评报告

行业公司研究
化工新材料
行业一

证券研究报告

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	28259	28909	35206	营业收入	68051	68347	83258	103221
现金	4566	4831	4699	4765	营业成本	48998	49384	58649	72594
交易性金融资产	30	15	23	19	营业税金及附加	576	597	716	895
应收账款	4433	8907	7823	11261	营业费用	2783	2368	3145	3737
其它应收款	519	336	522	577	管理费用	1434	1285	1660	1999
预付账款	438	472	543	683	研发费用	1705	1764	2117	2644
存货	8587	9135	10563	13252	财务费用	1080	1498	1982	2229
其他	4910	4562	4736	4649	资产减值损失	307	134	269	268
非流动资产	73382	89429	108426	124677	公允价值变动损益	8	4	6	5
金额资产类	0	10	5	8	投资净收益	159	126	143	134
长期投资	718	680	699	690	其他经营收益	961	1042	1002	1022
固定资产	37478	46740	58036	68495	营业利润	12297	12489	15870	20016
无形资产	5337	6507	8036	9385	营业外收支	(37)	(72)	(54)	(63)
在建工程	22562	28176	32668	36262	利润总额	12260	12417	15816	19953
其他	7287	7315	8982	9839	所得税	1667	2067	2392	3170
资产总计	96865	117687	137335	159883	净利润	10593	10349	13424	16783
流动负债	44800	61286	70830	81264	少数股东损益	463	453	587	734
短期借款	20034	39835	43911	50107	归属母公司净利润	10130	9897	12837	16049
应付款项	16411	13093	17597	20514	EBITDA	17892	16964	21701	26938
预收账款	2335	2764	3112	4017	EPS (最新摊薄)	3.23	3.15	4.09	5.11
其他	6020	5593	6211	6626	主要财务比率				
非流动负债	8134	7302	8611	8849		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	5963	5783	6766	7167	成长能力				
其他	2172	1519	1845	1682	营业收入	12.26%	0.43%	21.82%	23.98%
负债合计	52934	68587	79442	90113	营业利润	-23.55%	1.56%	27.08%	26.12%
少数股东权益	1567	2020	2607	3341	归属母公司净利润	-4.53%	-2.30%	29.71%	25.02%
归属母公司股东权益	42364	47080	55286	66429	获利能力				
负债和股东权益	96865	117687	137335	159883	毛利率	28.00%	27.74%	29.56%	29.67%
					净利率	15.57%	15.14%	16.12%	16.26%
					ROE	24.36%	21.28%	24.00%	25.14%
					ROIC	15.89%	12.21%	13.89%	14.77%
					偿债能力				
					资产负债率	54.65%	58.28%	57.85%	56.36%
					净负债比率	55.39%	70.34%	67.54%	66.67%
					流动比率	52.42%	46.11%	40.81%	43.32%
					速动比率	33.25%	31.20%	25.90%	27.02%
					营运能力				
					总资产周转率	78.32%	63.71%	65.29%	69.46%
					应收帐款周转率	19.51	16.89	19.36	19.17
					应付帐款周转率	8.37	6.89	7.89	7.85
					每股指标(元)				
					每股收益	3.23	3.15	4.09	5.11
					每股经营现金	8.26	2.30	7.51	6.89
					每股净资产	13.49	14.99	17.61	21.16
					估值比率				
					P/E	30.50	31.22	24.07	19.25
					P/B	7.29	6.56	5.59	4.65
					EV/EBITDA	11.36	20.91	16.64	13.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>