

市场价格 (人民币): 98.42 元

## 终端需求复苏, 业绩大幅回升超预期

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	31.40
已上市流通 A 股(亿股)	14.24
总市值(亿元)	3,090.14
年内股价最高最低(元)	98.42/37.36
沪深 300 指数	5418
上证指数	3551



## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,621	68,051	70,880	97,384	109,352
营业收入增长率	14.11%	12.26%	4.16%	37.39%	12.29%
归母净利润(百万元)	10,610	10,130	9,835	14,233	16,812
归母净利润增长率	-4.71%	-4.53%	-2.91%	44.71%	18.12%
摊薄每股收益(元)	3.881	3.226	3.133	4.533	5.355
每股经营性现金流净额	7.04	8.25	4.62	6.65	8.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.41%	23.91%	21.42%	26.42%	26.10%
P/E	7.21	17.41	31.42	21.71	18.38
P/B	2.27	4.16	6.73	5.74	4.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件:

- 2021年1月7日, 公司发布业绩预告, 预计2020年归属于上市公司股东净利润为96亿元到101亿元, 同比减少5%到基本持平。

## 分析

- 疫情缓解, 终端需求逐步修复, 带动公司四季度公司业绩快速提升。**根据公司业绩预告, 公司四季度实现归母净利润约为42.5-47.5亿元, 同比增长91%-113%。四季度全球疫情虽有反复, 但整体对经济的边际影响相对较小, 美、欧等地区生产经营活动持续恢复, 终端需求逐步回升, 带动整体MDI的产品需求提升。海外汽车、家电以及房地产的销售情况良好, 对于MDI需求形成有效支撑。同时MDI行业格局良好, 寡头垄断的状态下, 终端需求回升带动MDI价格持续提升, 四季度纯MDI均价约为27177元/吨, 同比增长60%, 环比提升80%, 而聚合MDI均价约为20249元/吨, 同比增长57%, 环比增长40%。公司一方面享受价格大幅提升带来价差增长, 另一方面在需求支撑下, 产品销量也将有进一步增长。公司烟台拥有50万吨备用产能, 产能储备充足, 在疫情回暖的过程中, 公司将充分享受量价双重利好。
- 乙烯一期项目投产, 二期项目获得环评批复, 石化业务将持续推进, 强化公司竞争优势。**公司11月9日公告乙烯一期项目100万吨乙烯装置建成投产, 而近期公司乙烯二期项目也通过环评批复, 预计将投资约200亿元, 建设120万吨乙烯裂解、70万吨裂解汽油加氢、42万吨芳烃抽提等装置。公司在石化项目领域持续推进, 一方面强化公司自身的产业链结构, 形成原料自给, 降低生产成本, 同时依托石化平台建设, 延伸多领域产品布局, 通过后端材料升级, 提升公司长期的发展空间和产业链附加值。

## 投资建议

- 公司聚氨酯业务伴随终端需求回暖, 将享受量价的双重提升, 而石化业务持续扩展, 将不断完善公司的平台建设, 为公司长期布局精细化学品提供产业链基础, 并赢得发展时间。上调公司2020年盈利预测18%, 预期公司2020-2022年, 归母净利润为98.35亿元、142.33亿元、168.12亿元, 当前股价对应的PE分别为31.42、21.71、18.38倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 产品价格下行风险; 新项目不达预期; 原料价格波动风险。

## 相关报告

- 《聚氨酯产品量价齐升, 公司盈利持续回升-【国金基化】万华化学点...》, 2020.10.22
- 《疫情影响逐步减弱, 高研发投入布局长期发展-【国金化工】万华化...》, 2020.8.20
- 《聚氨酯装置检修不断, 释放控量保价积极信号-【国金化工】万华化...》, 2020.7.30
- 《疫情短期影响需求, 石化布局减少波动风险-【国金化工】万华化学...》, 2020.4.26
- 《聚氨酯领域持续扩展, 石化业务稳步推进-【国金化工】万华化学公...》, 2020.4.1

陈屹

联系人  
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002  
yangyirong@gjzq.com.cn

wangmh@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>53,123</b>	<b>60,621</b>	<b>68,051</b>	<b>70,880</b>	<b>97,384</b>	<b>109,352</b>	货币资金	3,063	5,096	4,566	6,001	5,950	7,426
增长率	14.1%	12.3%	4.2%	37.4%	12.3%		应收款项	14,387	12,215	8,955	11,719	14,367	15,983
<b>主营业务成本</b>	<b>-32,033</b>	<b>-40,114</b>	<b>-48,998</b>	<b>-52,337</b>	<b>-70,884</b>	<b>-78,539</b>	存货	7,000	7,810	8,587	10,754	13,594	15,062
%销售收入	60.3%	66.2%	72.0%	73.8%	72.8%	71.8%	其他流动资产	750	4,623	1,376	1,665	1,989	2,153
<b>毛利</b>	<b>21,090</b>	<b>20,507</b>	<b>19,053</b>	<b>18,543</b>	<b>26,500</b>	<b>30,813</b>	流动资产	25,200	29,745	23,484	30,139	35,900	40,625
%销售收入	39.7%	33.8%	28.0%	26.2%	27.2%	28.2%	%总资产	38.3%	38.7%	24.2%	29.0%	30.0%	32.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-475</b>	<b>-546</b>	<b>-576</b>	<b>-602</b>	<b>-828</b>	<b>-929</b>	长期投资	864	1,123	1,509	1,709	1,709	1,764
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	34,916	39,371	61,545	61,103	70,914	73,573
<b>销售费用</b>	<b>-1,417</b>	<b>-1,721</b>	<b>-2,783</b>	<b>-2,899</b>	<b>-3,983</b>	<b>-4,473</b>	%总资产	53.0%	51.2%	63.5%	58.8%	59.3%	57.9%
%销售收入	2.7%	2.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	无形资产	2,814	3,461	6,743	6,897	7,054	7,227
<b>管理费用</b>	<b>-2,035</b>	<b>-1,002</b>	<b>-1,434</b>	<b>-1,496</b>	<b>-2,055</b>	<b>-2,307</b>	非流动资产	40,628	47,168	73,382	73,755	83,617	86,484
%销售收入	3.8%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	%总资产	61.7%	61.3%	75.8%	71.0%	70.0%	68.0%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-1,610</b>	<b>-1,705</b>	<b>-1,843</b>	<b>-2,581</b>	<b>-2,953</b>	<b>资产总计</b>	<b>65,828</b>	<b>76,913</b>	<b>96,865</b>	<b>103,894</b>	<b>119,517</b>	<b>127,109</b>
%销售收入	0.0%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	短期借款	15,385	19,346	23,358	25,371	29,710	24,341
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>17,163</b>	<b>15,628</b>	<b>12,556</b>	<b>11,703</b>	<b>17,053</b>	<b>20,151</b>	应付款项	9,460	11,261	20,105	22,210	24,042	25,239
%销售收入	32.3%	25.8%	18.5%	16.5%	17.5%	18.4%	其他流动负债	2,976	2,373	1,337	1,876	2,614	3,003
<b>财务费用</b>	<b>-929</b>	<b>-795</b>	<b>-1,080</b>	<b>-773</b>	<b>-876</b>	<b>-856</b>	流动负债	27,820	32,980	44,800	49,457	56,366	52,583
%销售收入	1.7%	1.3%	1.6%	1.1%	0.9%	0.8%	长期贷款	6,322	3,818	5,963	5,963	5,963	5,963
<b>资产减值损失</b>	<b>-303</b>	<b>36</b>	<b>-284</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	932	865	2,172	410	432	396
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>35,074</b>	<b>37,662</b>	<b>52,934</b>	<b>55,830</b>	<b>62,761</b>	<b>58,941</b>
<b>投资收益</b>	<b>126</b>	<b>93</b>	<b>159</b>	<b>170</b>	<b>190</b>	<b>220</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>27,280</b>	<b>33,779</b>	<b>42,364</b>	<b>45,920</b>	<b>53,874</b>	<b>64,406</b>
%税前利润	0.7%	0.6%	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	其中：股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140
<b>营业利润</b>	<b>16,959</b>	<b>16,085</b>	<b>12,297</b>	<b>12,061</b>	<b>17,329</b>	<b>20,476</b>	未分配利润	19,320	25,829	34,321	37,877	45,831	56,363
%营业收入	31.9%	26.5%	18.1%	17.0%	17.8%	18.7%	少数股东权益	3,475	5,472	1,567	2,144	2,882	3,762
<b>营业外收支</b>	<b>-210</b>	<b>-107</b>	<b>-37</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>65,828</b>	<b>76,913</b>	<b>96,865</b>	<b>103,894</b>	<b>119,517</b>	<b>127,109</b>
<b>税前利润</b>	<b>16,750</b>	<b>15,978</b>	<b>12,260</b>	<b>12,051</b>	<b>17,329</b>	<b>20,476</b>							
利润率	31.5%	26.4%	18.0%	17.0%	17.8%	18.7%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-3,440</b>	<b>-3,148</b>	<b>-1,667</b>	<b>-1,639</b>	<b>-2,357</b>	<b>-2,785</b>		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税率	20.5%	19.7%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>13,309</b>	<b>12,830</b>	<b>10,593</b>	<b>10,412</b>	<b>14,972</b>	<b>17,691</b>	每股收益	4.073	3.881	3.226	3.133	4.533	5.355
少数股东损益	2,175	2,219	463	577	739	879	每股净资产	9.978	12.355	13.493	14.625	17.159	20.513
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>11,135</b>	<b>10,610</b>	<b>10,130</b>	<b>9,835</b>	<b>14,233</b>	<b>16,812</b>	每股经营现金净流	3.735	7.044	8.252	4.624	6.652	8.363
净利率	21.0%	17.5%	14.9%	13.9%	14.6%	15.4%	每股股利	0.530	1.500	2.300	2.000	2.000	2.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	40.82%	31.41%	23.91%	21.42%	26.42%	26.10%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	16.92%	13.80%	10.46%	9.47%	11.91%	13.23%
<b>净利润</b>	<b>13,309</b>	<b>12,830</b>	<b>10,593</b>	<b>10,412</b>	<b>14,972</b>	<b>17,691</b>	投入资本收益率	25.99%	20.10%	14.73%	12.67%	15.87%	17.61%
少数股东损益	2,175	2,219	463	577	739	879	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>3,489</b>	<b>3,149</b>	<b>4,885</b>	<b>6,266</b>	<b>8,317</b>	<b>9,473</b>	主营业务收入增长率	76.49%	14.11%	12.26%	4.16%	37.39%	12.29%
<b>非经营收益</b>	<b>347</b>	<b>1,112</b>	<b>1,482</b>	<b>683</b>	<b>834</b>	<b>765</b>	EBIT增长率	161.55%	-8.94%	-19.66%	-6.79%	45.72%	18.16%
<b>营运资金变动</b>	<b>-6,933</b>	<b>2,167</b>	<b>8,951</b>	<b>-2,842</b>	<b>-3,239</b>	<b>-1,670</b>	净利润增长率	202.62%	-4.71%	-4.53%	-2.91%	44.71%	18.12%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>10,212</b>	<b>19,257</b>	<b>25,911</b>	<b>14,519</b>	<b>20,885</b>	<b>26,259</b>	总资产增长率	29.67%	16.84%	25.94%	7.26%	15.04%	6.35%
<b>资本开支</b>	<b>-5,917</b>	<b>-10,243</b>	<b>-17,797</b>	<b>-6,408</b>	<b>-18,185</b>	<b>-12,305</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-66	-146	-711	-100	-20	-65	应收账款周转天数	15.6	16.2	18.7	26.0	19.5	19.0
其他	523	71	142	70	210	230	存货周转天数	64.6	67.4	61.1	75.0	70.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,460</b>	<b>-10,318</b>	<b>-18,367</b>	<b>-6,438</b>	<b>-17,995</b>	<b>-12,140</b>	应付账款周转天数	44.8	36.7	43.6	60.0	45.0	40.0
<b>股权募资</b>	<b>2,487</b>	<b>0</b>	<b>63</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	189.7	175.3	201.0	269.5	206.7	176.3
<b>债权募资</b>	<b>1,164</b>	<b>-2,607</b>	<b>-909</b>	<b>515</b>	<b>4,338</b>	<b>-5,368</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-4,310</b>	<b>-5,288</b>	<b>-8,393</b>	<b>-7,162</b>	<b>-7,279</b>	<b>-7,274</b>	净负债/股东权益	60.62%	46.03%	56.15%	52.52%	52.21%	33.43%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-658</b>	<b>-7,894</b>	<b>-9,240</b>	<b>-6,647</b>	<b>-2,940</b>	<b>-12,642</b>	EBIT利息保障倍数	18.5	19.7	11.6	15.1	19.5	23.5
<b>现金净流量</b>	<b>4,094</b>	<b>1,045</b>	<b>-1,696</b>	<b>1,434</b>	<b>-51</b>	<b>1,477</b>	资产负债率	53.28%	48.97%	54.65%	53.74%	52.51%	46.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	8	26	65	124
增持	0	1	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.07	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-30	买入	54.40	64.00~64.00
2	2020-03-04	买入	49.32	N/A
3	2020-04-01	买入	41.25	N/A
4	2020-04-26	买入	42.75	N/A
5	2020-07-30	买入	65.65	N/A
6	2020-08-20	买入	67.66	N/A
7	2020-10-23	买入	78.41	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402