

四季度业绩超预期, 看好公司长期成长

投资要点

- **事件:** 公司公告, 预计2020年年度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; 第四季度归母净利润预计为42.5-47.5亿元, 同比增长91%-113%
- **主营产品价格回暖提振前三季度业绩, 四季度MDI、石化产品价格加速回升:** 公司2020年前三季度实现营业收入492.3亿元, 同比增长1.4%, 主营产品MDI涨价初现; 四季度以来, 国内外不可抗力及检修引起全球聚合MDI市场供应紧张, 美国陶氏、科思创及亨斯迈的装置均出现不可抗力, 同时日本东曹7万吨装置也处于停车状态, 而10月下旬至11月份亚太地区的韩国锦湖三井40万吨装置、上海亨斯迈24万吨装置、上海科思创60万吨装置和韩国巴斯夫25万吨装置也开始了密集检修工作, 四季度华北市场聚合MDI(PM200)均价为20393元/吨, 环比+38.4%, 最高值达到24100元/吨, 华北市场纯MDI均价为27460元/吨, 环比+81.0%, 最高达到34500元/吨。除了供应端的影响外, MDI主要下游产品产量同比大幅上升, 家用冰箱10月、11月当月产量同比+25.8%、+22.5%; 在油价回升的大背景下, 石化板块主要产品四季度价格环比均有拉升, 根据卓创资讯统计, 山东地区丙烯均价7380元/吨, 环比+5.5%; PO17388.9元/吨, 环比+33.7%; 丙烯酸7613.9元/吨, 环比+12.6%; 丁醇7998.0元/吨, 环比+37.5%; 丙烯酸丁酯10250.8元/吨, 环比+30.3%; MTBE3783.7元/吨, 环比+1.2%
- **MDI暴涨后价格转淡, 仍看好长期行业景气周期:** 受北方外墙/保温传统淡季与前期停产企业正常开工的影响, 近期MDI价格略有回落, 2021年1月份开始, 万华化学中国地区聚合MDI分销市场挂牌价20500元/吨(比2020年12月份价格下调4500元/吨), 直销市场挂牌价20500元/吨(比2020年12月份价格下调4500元/吨); 纯MDI挂牌价24000元/吨(比2020年12月份价格下调4000元/吨)。但由于MDI技术壁垒高, 新建项目投资高昂且受环保政策限制, 将长期作为垄断行业存在, 未来产能会进一步向头部企业集中。万华化学作为全球龙头企业, 将持续受益于MDI景气上行的大周期。
- **乙烯一期项目投产, 充分完善万华烟台工业园聚氨酯产业链一体化:** 2020年11月, 公司一期100万吨乙烯项目正式投产, 同时山东烟台市生态环境局发布了乙烯二期项目环境影响评价第一次公示。随着一期100万吨乙烯项目的投产, 公司将开始建设二期乙烯项目, 进一步延伸上游产业链, 并实现下游产品的丰富多元化。乙烯项目的建设有利于完善万华烟台工业园聚氨酯产业链一体化, 有利于解决工业用聚醚多元醇生产过程中需要的原料环氧乙烷、环氧丙烷, 并可以消耗异氰酸酯产业链的副产品盐酸, 推动产业的平衡发展。此外, 该项目还采用国际最先进工艺和万华自主研发的环保法PO/SM环氧丙烷生产技术, 将打造国内最高水平的乙烯产业链, 填补国内领域的空白, 打破国外技术垄断。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2020-2022年EPS为3.07元、3.48元和3.88元, 对应PE分别为32X、28X和25X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** MDI价格大幅下滑的风险; 福建康乃尔项目建设进度或不及预期的风险; 乙烯项目投产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	68050.67	73966.73	83886.89	94865.17
增长率	12.26%	8.69%	13.41%	13.09%
归属母公司净利润(百万元)	10129.99	9624.65	10916.78	12177.24
增长率	-4.53%	-4.99%	13.43%	11.55%
每股收益EPS(元)	3.23	3.07	3.48	3.88
净资产收益率ROE	24.11%	19.32%	18.54%	17.66%
PE	31	32	28	25
PB	7.29	6.17	5.23	4.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通A股(亿股)	14.24
52周内股价区间(元)	38.45-98.42
总市值(亿元)	3,090.14
总资产(亿元)	1,259.87
每股净资产(元)	14.00

相关研究

1. 万华化学(600309): 乙烯一期项目迎来投产, 开启石化板块发展新篇章 (2020-11-10)
2. 万华化学(600309): MDI、PO价格步入上行通道, 公司三季度业绩回暖 (2020-10-22)
3. 万华化学(600309): 上半年业绩符合预期, 异氰酸酯价格步入上行通道 (2020-08-19)
4. 万华化学(600309): 短期业绩承压, 不改长期成长 (2020-04-25)
5. 万华化学(600309): 业绩保持稳健, 看好未来发展 (2020-03-31)
6. 万华化学(600309): 设立万华福建合资公司, 建设MDI、扩产TDI项目 (2020-03-04)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	68050.67	73966.73	83886.89	94865.17	净利润	10593.32	10057.11	11407.29	12724.39
营业成本	48997.61	56045.56	63816.61	72459.17	折旧与摊销	4600.77	4823.64	5753.28	6324.06
营业税金及附加	576.01	628.72	713.04	806.35	财务费用	1079.75	1109.50	1174.42	1233.25
销售费用	2782.91	3032.64	3355.48	3794.61	资产减值损失	-284.17	100.00	100.00	100.00
管理费用	1433.85	1553.30	1677.74	1897.30	经营营运资本变动	13554.59	3035.79	1149.46	1144.25
财务费用	1079.75	1109.50	1174.42	1233.25	其他	-3611.32	-214.23	-223.03	-193.90
资产减值损失	-284.17	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	25932.94	18911.81	19361.41	21332.04
投资收益	158.92	100.00	100.00	100.00	资本支出	-22859.41	-5000.00	-5000.00	-2000.00
公允价值变动损益	7.79	3.90	4.54	4.87	其他	4492.55	103.90	104.54	104.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-18366.86	-4896.10	-4895.46	-1895.13
营业利润	12296.96	11600.92	13154.15	14679.36	短期借款	2622.32	-4807.06	-10374.59	-4852.39
其他非经营损益	-36.60	25.80	33.47	30.91	长期借款	2145.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	12260.36	11626.72	13187.62	14710.27	股权融资	174.44	0.00	0.00	0.00
所得税	1667.04	1569.61	1780.33	1985.89	支付股利	-4101.02	-2026.00	-1924.93	-2183.36
净利润	10593.32	10057.11	11407.29	12724.39	其他	-10073.87	-4352.30	-1174.42	-1233.25
少数股东损益	463.33	432.46	490.51	547.15	筹资活动现金流净额	-9233.04	-11185.36	-13473.94	-8268.99
归属母公司股东净利润	10129.99	9624.65	10916.78	12177.24	现金流量净额	-1673.93	2830.35	992.02	11167.92
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4566.33	7396.67	8388.69	19556.61	成长能力	12.26%	8.69%	13.41%	13.09%
应收和预付款项	5390.17	5018.72	5788.79	6683.82	销售收入增长率	-23.55%	-5.66%	13.39%	11.59%
存货	8586.88	9836.82	11222.08	12731.17	营业利润增长率	-17.43%	-5.06%	13.43%	11.55%
其他流动资产	4940.20	1013.40	1145.24	1291.14	净利润增长率	-10.40%	-2.47%	14.53%	10.73%
长期股权投资	717.59	717.59	717.59	717.59	EBITDA 增长率				
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力	28.00%	24.23%	23.93%	23.62%
固定资产和在建工程	60040.17	60476.09	59982.38	55917.88	毛利率	7.78%	7.70%	7.40%	7.30%
无形资产和开发支出	6694.39	6439.69	6184.99	5930.29	三费率	15.57%	13.60%	13.60%	13.41%
其他非流动资产	5929.60	5924.74	5919.88	5915.01	净利率	24.11%	19.32%	18.54%	17.66%
资产总计	96865.32	96823.72	99349.63	108743.51	ROE	10.94%	10.39%	11.48%	11.70%
短期借款	20034.04	15226.98	4852.39	0.00	ROA	18.12%	16.23%	18.73%	21.66%
应付和预收款项	20041.78	19863.68	23066.22	26531.70	ROIC	26.42%	23.71%	23.94%	23.44%
长期借款	5962.60	5962.60	5962.60	5962.60	EBITDA/销售收入				
其他负债	6895.65	3726.77	3942.36	4182.13	营运能力	0.78	0.76	0.86	0.91
负债合计	52934.06	44780.02	37823.57	36676.43	总资产周转率	2.04	1.70	1.58	1.68
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	固定资产周转率	19.51	17.34	18.99	18.61
资本公积	2161.53	2161.53	2161.53	2161.53	应收账款周转率	5.96	6.07	6.05	6.05
留存收益	37144.14	44742.80	53734.64	63728.53	存货周转率	131.34%	—	—	96.74%
归属母公司股东权益	42364.09	50044.08	59035.92	69029.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	1567.16	1999.62	2490.13	3037.28	资本结构	54.65%	46.25%	38.07%	33.73%
股东权益合计	43931.26	52043.70	61526.06	72067.09	资产负债率	49.11%	47.32%	28.59%	16.26%
负债和股东权益合计	96865.32	96823.72	99349.63	108743.51	带息债务/总负债	0.52	0.63	0.89	1.41
					流动比率	0.33	0.37	0.52	0.96
					速动比率	40.48%	21.05%	17.63%	17.93%
					股利支付率				
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	17977.48	17534.06	20081.84	22236.67	每股收益	3.23	3.07	3.48	3.88
PE	30.50	32.11	28.31	25.38	每股净资产	13.49	15.94	18.80	21.99
PB	7.29	6.17	5.23	4.48	每股经营现金	8.26	6.02	6.17	6.79
PS	4.54	4.18	3.68	3.26	每股股利	1.31	0.65	0.61	0.70
EV/EBITDA	18.24	18.07	15.21	13.02					
股息率	1.33%	0.66%	0.62%	0.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn