

2021年01月07日

全年业绩超预期，国内化工巨无霸雏形初现

万华化学(600309)

事件概述

2021年1月7日，公司发布2020年度业绩预告：预计2020年实现归母净利润为96亿元到101亿元，同比减少5%到基本持平。

分析判断：

► 四季度业绩大增，力挽全年业绩平稳

公司2020年前三季度实现归母净利润53.49亿元，同比下降32.28%。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，公司主要产品量价齐升，公司预计第四季度归母净利润达到42.61-47.52亿元，同比增长91%到113%。以此计算，公司预计2020全年实现归母净利润为96亿元到101亿元，同比减少5%到基本持平，公司四季度业绩超预期主要归因于MDI产品价格的大涨。

► “全球供给侧改革”助推2020年MDI价格年末翘尾

2020年前三季度受国内外疫情影响，MDI需求出现不同程度的下滑，导致价格低迷，纯MDI受需求下降及储存条件等因素限制，价格一路下行，直到7月下旬出现反转，聚合MDI价格上半年相对平稳，同样在7月底价格开始上涨。供给端，下半年国内例行检修叠加海外不可抗力导致的停车，致使市场供货紧张。需求端，冰箱冷柜的产量进入6-7月后产量分别出现不同程度的上涨，冰箱6月产量环比提升14.2%，冷柜7月产量环比提升13.0%，并且在下半年产量保持稳定，2020年1-11月冰箱冷柜的产量合计已经超过2019年全年且同比提升31.7%。供给减少叠加需求增长，致使MDI下半年价格持续走高。

► 国内四大基地同步建设，逐步完善化工全产业链布局

公司同步建设位于烟台、宁波、眉山、福建的四大生产基地，烟台基地乙烯一期项目于2020年11月投产，随后启动乙烯二期项目的筹备工作，同时烟台及宁波MDI装置的升级扩能工作也已启动，万华福建的第三MDI生产基地也处于全面建设阶段，眉山基地的新材料项目也陆续规划和建设中。

投资建议

万华化学正坚定朝国际化工巨头的方向迈进，由于2020年四

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	98.42
股票代码：	600309
52周最高价/最低价：	100.23/37.6
总市值(亿)	3,090.14
自由流通市值(亿)	1,401.26
自由流通股数(百万)	1,423.76



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

研究助理：王天鹤

邮箱：wangth@hx168.com.cn

相关研究

- 【华西化工】万华化学(600309) 季报点评：MDI 价格飙升，Q3 业绩环比大幅改善
2020.10.23
- 【华西化工】万华化学(600309) 中报点评：Q2 业绩环比改善，乘风破浪中坚定成长
2020.08.20
- 新材料战略转型推进眉山项目&承建标准创新基地
2020.06.28

季度利润超预期，另外考虑未来全球 MDI 供需格局变化有助于 MDI 价格中枢提升，调整 2020-2022 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 690/898/1007 亿元（之前为 590/828/907 亿元），同比增长 1.4%/30.1%/12.1%，归母净利润分别为 101/132/161 亿元（之前为 90/128/141 亿元），同比增长-0.6%/31.1%/22.2%，对应 EPS 分别为 3.21/4.21/5.14 元，目前股价对应 PE 分别为 33/25/21 倍。维持“增持”评级。

风险提示

乙烯二期及福建 MDI 等新建项目进度不及预期的风险，全球经济疲软导致需求下滑的风险，原油价格大幅波动导致成本及营收不稳定的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	72,837	68,051	69,016	89,779	100,653
YoY (%)	37.1%	-6.6%	1.4%	30.1%	12.1%
归母净利润(百万元)	15,566	10,130	10,073	13,208	16,135
YoY (%)	39.8%	-34.9%	-0.6%	31.1%	22.2%
毛利率 (%)	35.5%	28.0%	27.1%	27.1%	28.4%
每股收益 (元)	4.96	3.23	3.21	4.21	5.14
ROE	40.9%	23.9%	14.2%	12.1%	10.3%
市盈率	21.58	33.16	33.35	25.43	20.82

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 四季度业绩大增，力挽全年业绩平稳.....	4
3. “全球供给侧改革”助推 2020 年 MDI 价格年末翘尾.....	4
4. 国内四大基地同步建设，逐步完善化工全产业链布局.....	5
5. 投资建议.....	6
6. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 聚合 MDI 价格情况.....	4
图 2 纯 MDI 价格情况.....	4
图 3 2020 年 MDI 进出口均出现回落.....	5
图 4 MDI 国内表观消费量近五年最低.....	5
图 5 2020 年冰箱冷柜需求前低后高.....	5
图 6 MDI 下游冰箱冷柜需求同比提升.....	5

1. 事件概述

2021年1月7日，公司发布2020年度业绩预告：经财务部门初步测算，预计2020年实现归母净利润为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。

2. 四季度业绩大增，力挽全年业绩平稳

公司2020年前三季度实现归母净利润53.49亿元，同比下降32.28%。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，公司预计第四季度归母净利润达到42.61-47.52亿元，同比增长91%到113%。以此计算，公司预计2020全年实现归母净利润为96亿元到101亿元，同比减少5%到基本持平，公司四季度业绩超预期主要归因于MDI产品价格的大涨。

3. “全球供给侧改革”助推2020年MDI价格年末翘尾

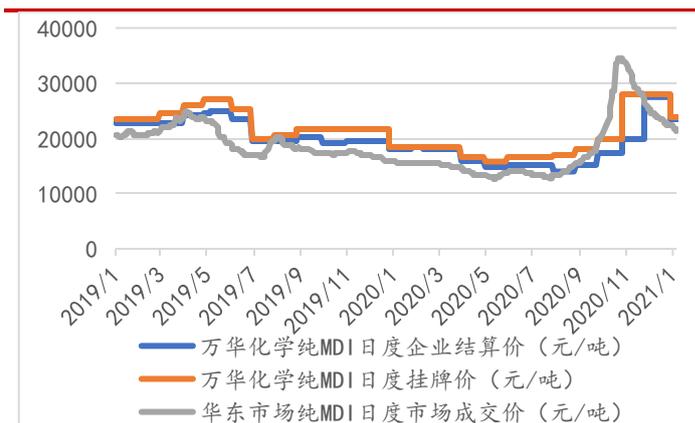
2020年前三季度受国内外疫情影响，MDI需求出现不同程度的下滑，导致价格低迷，纯MDI受需求下降及储存条件等因素限制，价格一路下行，直到7月下旬出现反转，聚合MDI价格上半年相对平稳，同样在7月底价格开始上涨。供给端，下半年国内例行检修叠加海外不可抗力导致的停车，致使市场供货紧张。需求端，冰箱冷柜的产量进入6-7月后产量分别出现不同程度的上涨，根据Wind提供的数据，冰箱6月产量环比提升14.2%，冷柜7月产量环比提升13.0%，并且在下半年产量保持稳定，2020年1-11月冰箱冷柜的产量合计已经超过2019年全年的产量且同比提升31.7%。供给减少叠加需求增长，两方面因素致使MDI下半年价格持续走高。

图1 聚合MDI价格情况



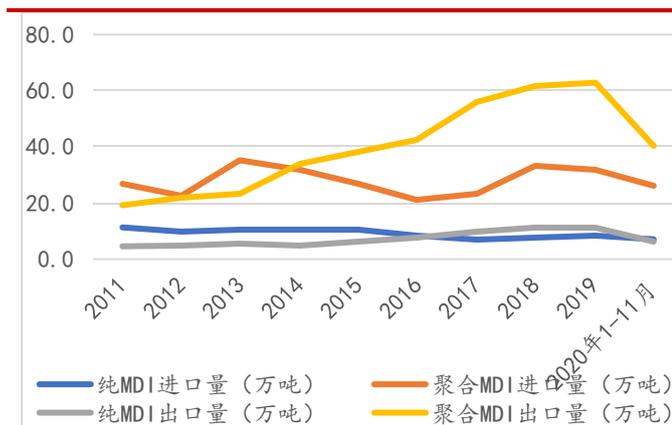
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图2 纯MDI价格情况



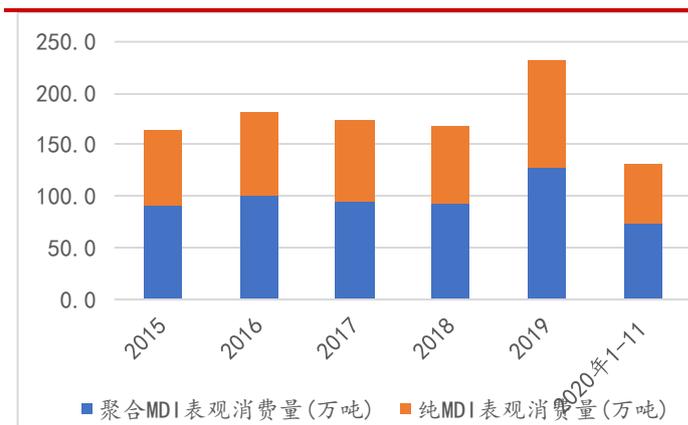
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图3 2020年MDI进出口均出现回落



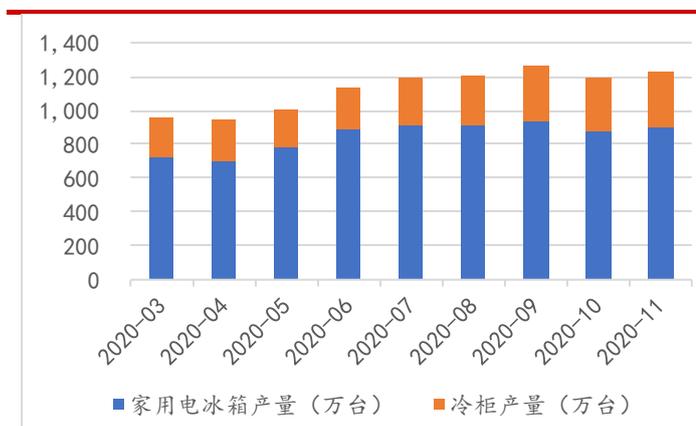
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 MDI国内表观消费量近五年最低



资料来源: 卓创资讯, 华西证券研究所

图5 2020年冰箱冷柜需求前低后高



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 MDI下游冰箱冷柜需求同比提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 国内四大基地同步建设，逐步完善化工全产业链布局

公司同步建设位于烟台、宁波、眉山、福建的四大生产基地，烟台基地乙烯一期项目于2020年11月投产，随后启动乙烯二期项目的筹备工作，同时烟台及宁波MDI装置的升级扩能工作也已启动，万华福建的第三MDI生产基地也处于全面建设阶段，眉山基地的新材料项目也陆续规划和建设中。

万华烟台生产基地

2020年11月11日，公司发布“烟台工业园乙烯项目建成投产公告”，此项目为聚氨酯产业链一体化——**乙烯一期**项目，新增产能包括100万吨/年乙烯、40万吨/年聚氯乙烯、15万吨/年环氧乙烷、45万吨/年LLDPE、30/65万吨/年环氧丙烷/苯乙烯、5万吨/年丁二烯等下游产品。

公司利用自身的技术研发水平、项目的区位优势和市场成长的优势，拟在万华烟台工业园内规划建设**乙烯二期**、苯酚丙酮产业链、尼龙12项目、柠檬醛以及其他精细化学品项目。2020年11月24日，万华化学集团公司官网对聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目环境影响报告书进行了报批前公示，乙烯二期项目以石脑油、混合丁烷为原料，经120万吨/年乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品，主要包括乙烯裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚

烯烃塑性体/弹性体、聚丙烯等装置以及配套的公用工程和辅助生产设施。乙烯二期产品方案包含 19 万吨/年丁二烯、35 万吨/年高密度聚乙烯 (HDPE)、25 万吨/年低密度聚乙烯 (LDPE)、20 万吨/年聚烯烃弹性体 (POE) 和 50 万吨/年聚丙烯 (PP)。

万华宁波生产基地

万华宁波生产基地现有 MDI 生产装置一期 40 万吨/年，二期 80 万吨/年，共计 120 万吨/年的生产能力，根据公司 2020 年 8 月公开的万华化学 (宁波) 有限公司 MDI/HDI 技改扩能一体化项目环评资料，公司将通过对现有设备改造扩能，最终形成 MDI 一期 50 万吨/年、二期 100 万吨/年，同时新建一套 5 万吨/年 HDI 装置。

万华福建生产基地

2020 年 3 月，公司公告与福建石油化工集团有限公司合资成立万华化学 (福建) 有限公司，福建生产基地将建设 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目；此外合资公司收购福建省东南电化股份有限公司的 TDI 装置，将 TDI 产能由原来的 10 万吨/年扩建至 25 万吨/年，同时建设 40 万吨/年 PVC 项目及大型煤气化项目。此外，万华化学持股 49% 东南电化，由万华福建主导东南电化的烧碱产能由现有的 12 万吨/年提升至 60 万吨/年。打造万华国内的第三个 MDI 生产基地。

万华眉山生产基地

万华化学从 2018 年开始在眉山高新技术产业园区投资建设万华眉山基地，眉山基地共分两期进行建设，目前，一期项目正在建设过程中，包括年产 25 万吨高性能改性树脂，包括改性聚丙烯树脂 10 万吨/年、水性树脂 10 万吨/年 (受市场因素影响已停止建设)、改性 PC 树脂 5 万吨/年；二期项目布设乙炔产业链项目，分两阶段建设，其中一阶段主要产品为 BDO、PBAT 及三元正极材料等，二阶段主要产品为维生素 E、芳樟醇等。眉山基地主要建设万华化学在新材料方向布局的项目。

5. 投资建议

万华化学正坚定朝国际化工巨头的方向迈进，由于 2020 年四季度利润超预期，另外考虑未来全球 MDI 供需格局变化有助于 MDI 价格中枢提升，调整 2020-2022 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 690/898/1007 亿元 (之前为 590/828/907 亿元)，同比增长 1.4%/30.1%/12.1%，归母净利润分别为 101/132/161 亿元 (之前为 90/128/141 亿元)，同比增长-0.6%/31.1%/22.2%，对应 EPS 分别为 3.21/4.21/5.14 元，目前股价对应 PE 分别为 33/25/21 倍。维持“增持”评级。

6. 风险提示

乙烯二期及福建 MDI 等新建项目进度不及预期的风险，全球经济疲软导致需求下滑的风险，原油价格大幅波动导致成本及营收不稳定的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68,051	69,016	89,779	100,653	净利润	10,593	10,534	13,812	16,873
YoY (%)	-6.6%	1.4%	30.1%	12.1%	折旧和摊销	4,601	5,048	5,647	6,344
营业成本	48,998	50,314	65,435	72,080	营运资金变动	8,951	-10,848	4,178	386
营业税金及附加	576	660	878	933	经营活动现金流	25,933	6,005	24,982	24,702
销售费用	2,783	2,332	3,246	3,718	资本开支	-17,797	-17,766	-17,806	-17,846
管理费用	1,434	1,377	1,842	2,037	投资	-711	-160	-160	-160
财务费用	1,080	1,379	1,525	1,298	投资活动现金流	-18,367	-17,789	-17,772	-17,797
资产减值损失	-284	-2	-2	-2	股权募资	63	0	0	0
投资收益	159	137	194	209	债务募资	50,325	11,633	-5,148	-5,069
营业利润	12,297	12,468	16,151	19,840	筹资活动现金流	-9,233	10,217	-6,706	-6,405
营业外收支	-37	10	20	30	现金净流量	-1,674	-1,566	505	500
利润总额	12,260	12,478	16,171	19,870	主要财务指标				
所得税	1,667	1,944	2,359	2,997	成长能力 (%)				
净利润	10,593	10,534	13,812	16,873	营业收入增长率	-6.6%	1.4%	30.1%	12.1%
归属于母公司净利润	10,130	10,073	13,208	16,135	净利润增长率	-34.9%	-0.6%	31.1%	22.2%
YoY (%)	-34.9%	-0.6%	31.1%	22.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.23	3.21	4.21	5.14	毛利率	28.0%	27.1%	27.1%	28.4%
资产负债表 (百万元)					净利率	15.6%	15.3%	15.4%	16.8%
货币资金	4,566	2,995	3,500	4,000	总资产收益率 ROA	10.5%	7.5%	7.5%	7.3%
预付款项	438	557	638	715	净资产收益率 ROE	23.9%	14.2%	12.1%	10.3%
存货	8,587	9,796	12,221	13,376	偿债能力 (%)				
其他流动资产	9,893	17,151	18,055	18,238	流动比率	0.52	0.56	0.61	0.68
流动资产合计	23,484	30,500	34,414	36,330	速动比率	0.32	0.37	0.38	0.42
长期股权投资	718	728	738	748	现金比率	0.10	0.06	0.06	0.07
固定资产	37,478	55,825	79,935	109,711	资产负债率	54.6%	46.1%	36.8%	27.8%
无形资产	5,337	5,387	5,487	5,637	经营效率 (%)				
非流动资产合计	73,382	104,664	141,760	184,571	总资产周转率	0.70	0.51	0.51	0.46
资产合计	96,865	135,163	176,174	220,901	每股指标 (元)				
短期借款	20,034	31,667	26,520	21,450	每股收益	3.23	3.21	4.21	5.14
应付账款及票据	16,411	13,144	19,505	20,158	每股净资产	13.49	22.56	34.65	49.70
其他流动负债	8,355	9,361	10,587	11,736	每股经营现金流	8.26	1.91	7.96	7.87
流动负债合计	44,800	54,173	56,612	53,344	每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00
长期借款	5,963	5,963	5,963	5,963	估值分析				
其他长期负债	2,172	2,172	2,172	2,172	PE	33.16	33.35	25.43	20.82
非流动负债合计	8,134	8,134	8,134	8,134	PB	4.16	4.04	2.63	1.83
负债合计	52,934	62,307	64,747	61,479					
股本	3,140	3,140	3,140	3,140					
少数股东权益	1,567	2,028	2,632	3,370					
股东权益合计	43,931	72,856	111,428	159,423					
负债和股东权益合计	96,865	135,163	176,174	220,901					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：助理分析师，中国人民大学理学学士，中科院化学所理学硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。