万华化学（600309）

2020 年年报点评：Q4 季度 MDI 量价齐升，业绩符合预期

买入（维持）

2021 年 03 月 15 日

证券分析师　柴沁虎
执业证号：S0600517110006
021-60199793
chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,433	99,254	112,114	132,202
同比（%）	7.9%	35.2%	13.0%	17.9%
归母净利润（百万元）	10,041	18,673	20,766	23,387
同比（%）	-0.9%	86.0%	11.2%	12.6%
每股收益（元/股）	3.20	5.95	6.61	7.45
P/E（倍）	35	19	17	15

事件

公司发布年报，报告期内实现营收 734.3 亿元，同比增长 7.91%，实现归母净利润 100.4 亿元，同比下降 0.87%，经营活动现金净流量 168.5 亿元。其中 Q4 单季度实现归母净利润 46.9 亿元，同比增加 110.4%，环比增加 86.7%。公司同时披露利润分配预案，拟每 10 股派发 13 元现金红利。

投资要点

- **Q4 季度 MDI 量价齐升，单季度业绩创历史新高：**疫情影响减缓，2020Q4 季度 MDI 需求得到较好的恢复，叠加美国部分 MDI 厂商因不可抗力导致工厂出现停工，助推 MDI 价格大幅提高，据隆众化工的数据，纯 MDI（华东）和聚合 MDI（江浙）2020Q4 主流均价分别为 2.72/1.96 万元/吨，同比分别提高 60%/59%，环比分别提高 80%/40%。公司聚氨酯板块 2020Q4 销量为 88 万吨，同比提高 35%，环比提高 16%，MDI 量价齐升带动四季度业绩大幅增长。

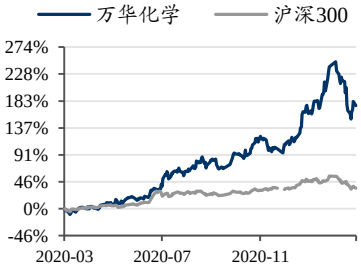
- **北美经济复苏支撑 MDI 需求，低成本产能扩张强化成本优势。**北美是 MDI 的重要消费国，北美国家当前随着疫苗的接种和经济复苏预案的推进，我们认为其经济有望进入加速复苏通道，在此过程中基建投资带动 MDI 需求的刚性提升。此外，今年 2 月 25 日公司公告完成了烟台 MDI 装置 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能工作，项目累计投资 2.84 亿元，单位投资成本进一步降低，当前具备 MDI 产能 260 万吨/年，稳居全球第一，成本优势稳固。

- **石化及新材料板块持续资本开支，赋予公司成长性。**公司石化板块于 2020 年 11 月投产大乙烯项目，业绩增量将在 2021 年体现；新材料业务板块动作不断，眉山一期 25 万吨/年高性能改性树脂项目即将建成，二期项目进入环评阶段，今年 1 月公示柠檬醛及衍生物一体化项目环评，尼龙 6、TPU、可降解材料、锂电材料等新材料产业群逐步完备，为公司提供长期成长性。

- **盈利预测与投资评级：**鉴于 MDI 行情持续向好，我们上调 2021~2022 年盈利预测，归母净利润分别由 150.61 亿元和 181.22 亿元上调至 186.73 亿元和 207.66 亿元，预计 2023 年归母净利润 233.87 亿元，EPS 分别为 5.95 元、6.61 元和 7.45 元，当前股价对应 PE 分别为 19X、17X 和 15X。考虑到 MDI 价格的持续上行和公司不断巩固的龙头地位，我们维持对公司的“买入”评级。

- **风险提示：**在建项目投产进度不及预期；海外经济复苏进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	113.28
一年最低/最高价	36.54/150.18
市净率(倍)	7.29
流通 A 股市值(百万元)	161283.13

基础数据

每股净资产(元)	15.54
资产负债率(%)	61.38
总股本(百万股)	3139.75
流通 A 股(百万股)	1423.76

相关研究

1、《万华化学（600309）：业绩预告超预期，综合竞争力再次凸显》2021-01-07
2、《万华化学（600309）：MDI 顺周期涨价，Q3 业绩环比大增》2020-10-23
3、《万华化学（600309）：业绩符合预期，耐心等待成长性兑现》2020-03-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

万华化学三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**40,526**	**40,613**	**52,356**	**66,818**
现金	17,574	10,691	22,445	28,348
应收账款	6,309	8,527	9,632	11,358
存货	8,704	12,933	11,557	17,983
其他流动资产	7,940	8,462	8,723	9,129
非流动资产	**93,226**	**118,226**	**125,510**	**133,666**
长期股权投资	1,314	2,015	2,716	3,419
固定资产	56,371	77,095	85,067	93,060
在建工程	23,257	27,186	26,155	25,971
无形资产	6,905	6,549	6,193	5,837
其他非流动资产	5,380	5,381	5,379	5,378
资产总计	**133,753**	**158,839**	**177,867**	**200,484**
流动负债	**68,134**	**77,506**	**81,030**	**86,454**
短期借款	38,245	38,245	38,245	38,245
应付账款	17,493	23,928	27,028	31,871
其他流动负债	12,395	15,333	15,757	16,338
非流动负债	**13,968**	**14,396**	**11,971**	**9,421**
长期借款	11,822	12,250	9,825	7,275
其他非流动负债	2,146	2,146	2,146	2,146
负债合计	**82,102**	**91,902**	**93,002**	**95,875**
少数股东权益	2,870	3,565	4,337	5,207
归属母公司股东权益	48,780	63,372	80,527	99,401
负债和股东权益	**133,753**	**158,839**	**177,867**	**200,484**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16,850	27,779	35,196	32,264
投资活动现金流	-23,855	-31,942	-16,354	-18,922
筹资活动现金流	19,813	-2,720	-7,088	-7,440
现金净增加额	12,785	-6,883	11,754	5,903
折旧和摊销	5,236	7,096	9,223	10,923
资本开支	23,236	24,299	6,584	7,452
营运资本变动	-411	-5	3,376	-3,303

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**73,433**	**99,254**	**112,114**	**132,202**
减:营业成本	53,766	67,280	76,152	91,858
营业税金及附加	676	913	1,032	1,216
营业费用	2,939	3,972	4,487	5,291
管理费用	3,463	4,681	5,287	6,235
研发费用	2,043	2,761	3,119	3,678
财务费用	1,076	1,473	1,212	544
资产减值损失	-488	-295	345	360
加:投资净收益	179	152	152	155
其他收益	742	742	742	742
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	**11,825**	**22,125**	**24,495**	**27,597**
加:营业外净收支	-93	-112	-87	-82
利润总额	**11,732**	**22,013**	**24,408**	**27,515**
减:所得税费用	1,317	2,645	2,869	3,258
少数股东损益	373	695	772	870
归属母公司净利润	**10,041**	**18,673**	**20,766**	**23,387**
EBIT	14,303	24,304	26,592	29,353
EBITDA	19,539	31,400	35,815	40,276

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	3.20	5.95	6.61	7.45
每股净资产(元)	15.54	20.18	25.65	31.66
发行在外股份(百万股)	3140	3140	3140	3140
ROIC(%)	16.0%	20.7%	22.2%	22.4%
ROE(%)	20.2%	28.9%	25.4%	23.2%
毛利率(%)	26.8%	32.2%	32.1%	30.5%
销售净利率(%)	13.7%	18.8%	18.5%	17.7%
资产负债率(%)	61.4%	57.9%	52.3%	47.8%
收入增长率(%)	7.9%	35.2%	13.0%	17.9%
净利润增长率(%)	-1.7%	86.0%	11.2%	12.6%
P/E	35.42	19.05	17.13	15.21
P/B	7.29	5.61	4.42	3.58
EV/EBITDA	20.12	12.85	10.90	9.50

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn