

万华化学(600309)

报告日期: 2021年3月15日

# 四季度业绩靓丽, MDI 较好景气度有望延续

——万华化学公告点评报告

✍️ : 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 MDI 量价双升。MDI 供给依旧偏紧, 加上出口持续向好, 国内需求逐步改善, MDI 较好景气度有望维系。随着新建项目有序推进, 公司成长性也将逐步释放。

## 投资要点

### □ Q4 业绩大幅增长, 主要系 MDI 产品量价双升

2020 年公司实现营业收入 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%。其中 Q4 单季度实现归母净利润 46.92 亿元, 同比增长 86.65%。公司业绩超出预期, 主要系 Q4 下游需求快速恢复, 公司 MDI 产品量价双升。国内纯 MDI、聚合 MDI 的 Q4 均价分别为 26512 元/吨、20098 元/吨, 环比分别上涨 78.73%、38.96%, 年初以来价格分别继续上涨 22.95%、28.38%。

### □ 供给偏紧+需求改善, MDI 有望延续较好景气度

供给端来看, 海外疫情及极端天气限制海外 MDI 开工率, 新增产能主要集中在万华, 加上部分厂家的定期检修计划, MDI 供给依旧偏紧。需求端来看, 海外经济逐渐复苏, 海外地产恢复拉动出口需求持续增长, 12 月聚合 MDI 出口量同比增长 75.06%; 当前国内需求“淡季不淡”, 年后厂家的补库需求向好, 叠加家电及冷柜等需求回暖, MDI 下游需求将逐步改善, 并有望延续较好景气度。

### □ 万华成长性良好, MDI、TDI、PVC 项目有序推进

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, 烟台技改项目新增 50 万吨 MDI 产能, 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。预计 2021-2023 年净利润为 133.6、165.0、194.7 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 26、22、18 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)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	73433	83258	103221	128131
(+/-)	7.91%	13.38%	23.98%	24.13%
净利润	10041	13357	16502	19472
(+/-)	-0.87%	33.02%	23.55%	18.00%
每股收益(元)	3.20	4.25	5.26	6.20
P/E	35.42	26.63	21.55	18.27

## 评级

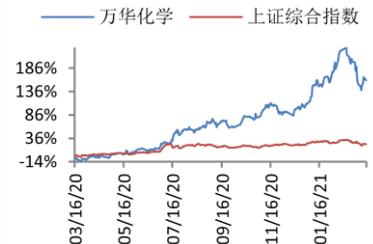
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥113.28

## 单季度业绩

## 元/股

4Q/2020	1.53
3Q/2020	0.83
2Q/2020	0.49
1Q/2020	0.48



## 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、聚酯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

- 《Q4 业绩大超预期, MDI 高景气有望维系》2021.01.06
- 《百万吨乙烯投产, 八角园区一体化优势增强》2020.11.11
- 《业绩环比大增, MDI 价格将继续向上》2020.10.22
- 《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

证券研究报告

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	40526	36094	54509	71684	<b>营业收入</b>	73433	83258	103221	128131
现金	17574	12973	26904	39366	营业成本	53766	58649	72594	91594
交易性金融资产	0	15	8	11	营业税金及附加	676	735	931	1144
应收账款	6309	6134	7655	8890	营业费用	2939	3368	4153	5170
其它应收款	665	695	898	1092	管理费用	1420	1682	2041	2561
预付账款	781	688	953	1138	研发费用	2043	2201	2800	3432
存货	8704	9886	11994	15286	财务费用	1076	1665	1696	1794
其他	6494	5702	6098	5900	资产减值损失	604	155	520	442
<b>非流动资产</b>	93226	104844	118036	128816	公允价值变动损益	(6)	1	(3)	(1)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	179	169	174	172
长期投资	1314	1016	1165	1090	其他经营收益	743	852	798	825
固定资产	56371	70021	84176	95112	<b>营业利润</b>	11825	15824	19454	22989
无形资产	6905	8478	9894	11389	营业外收支	(93)	(65)	(79)	(72)
在建工程	21534	16405	12302	9020	<b>利润总额</b>	11732	15759	19375	22917
其他	7102	8924	10499	12205	所得税	1317	1905	2259	2721
<b>资产总计</b>	133753	140938	172545	200500	<b>净利润</b>	10415	13854	17116	20196
<b>流动负债</b>	68134	59491	70078	74897	少数股东损益	373	497	614	724
短期借款	38245	29139	33692	31416	<b>归属母公司净利润</b>	10041	13357	16502	19472
应付款项	17493	19363	23793	30130	<b>EBITDA</b>	18826	21999	26777	31485
预收账款	0	1428	885	1649	<b>EPS (最新摊薄)</b>	3.20	4.25	5.26	6.20
其他	12395	9560	11708	11703	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	13968	17983	22907	27377		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	11822	15824	20755	25221	<b>成长能力</b>				
其他	2146	2159	2153	2156	营业收入	7.91%	13.38%	23.98%	24.13%
<b>负债合计</b>	82102	77474	92986	102274	营业利润	-8.41%	33.82%	22.94%	18.17%
少数股东权益	2870	3367	3981	4705	归属母公司净利润	-0.87%	33.02%	23.55%	18.00%
归属母公司股东权益	48780	60097	75579	93520	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	133753	140938	172545	200500	毛利率	26.78%	29.56%	29.67%	28.51%
					净利率	14.18%	16.64%	16.58%	15.76%
					ROE	21.01%	23.21%	23.08%	21.91%
					ROIC	12.07%	14.39%	14.26%	14.41%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	61.38%	54.97%	53.89%	51.01%
					净负债比率	61.78%	60.61%	59.98%	57.00%
					流动比率	59.48%	60.67%	77.78%	95.71%
					速动比率	46.71%	44.05%	60.67%	75.30%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	63.68%	60.62%	65.85%	68.69%
					应收帐款周转率	13.67	13.22	14.12	13.97
					应付帐款周转率	6.26	6.19	6.59	6.63
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	3.20	4.25	5.26	6.20
					每股经营现金	5.37	5.89	8.42	9.68
					每股净资产	15.54	19.14	24.07	29.79
					<b>估值比率</b>				
					P/E	35.42	26.63	21.55	18.27
					P/B	7.29	5.92	4.71	3.80
					EV/EBITDA	17.12	17.89	14.53	12.06

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“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>