

2020年圆满收官，全球化工巨头稳步扩张

——万华化学2020年年报点评

公司点评

● 事件:

公司公告2020年年报，全年公司全年实现营业收入734.33亿，同比增长7.91%，归母净利润100.41亿，同比下滑1.68%，拟10派13。2020年第四季度公司实现营业收入242.01亿，同比增长24.04%，归母净利润46.92亿，同比增长110.35%，环比增长86.63%。

● 产品价格回归理性，公司盈利能力逐季提升

2020年全球经济受疫情冲击，国际油价大跌，公司聚氨酯、石化产品价格均出现大幅下跌，随着全球经济恢复，公司主要产品价格下半年均恢复性上涨，全年来看：聚合MDI均价约14784元/吨，同增7.17%；纯MDI均价约17490元/吨，同降10.7%，其余产品均价涨跌不一。在极端宏观经济环境下，得益于优异的经营管理及成本控制能力，公司依然实现百亿利润，周期性明显减弱。

分季度来看，公司主要产品价格呈上升趋势，以聚合MDI为例，一至四季度均价分别为12800、11953、14463、20092元/吨，主要受益于MDI价格提升，2020年一至四季度公司分别实现利润13.77、14.58、25.14、46.92亿，第四季度利润还创历史新高。

● MDI景气延续，公司新项目陆续投产

进入2021年，海外巨头MDI装置陆续检修，MDI供给始终偏紧，聚合MDI价格已震荡上行至约23000元/吨，受益于全球经济复苏，同时MDI寡头格局下供给有限，将长期保持高盈利。2020年公司百万吨乙烯项目、13万吨PC项目等项目顺利投产，2021年MDI通过技改扩产50万吨，同时公司第二套PO/SM装置计划于2021年下半年投产；在福建续建40万吨MDI装置，将TDI产能扩产至25万吨；推进PBAT生物降解聚酯以及尼龙6等新材料项目，长期发展可期。

● 成长中的全球综合性化工巨头，维持“强烈推荐”评级

公司是全球MDI寡头之一，稳固的行业格局下MDI将保持较高的盈利水平，石化业务为新材料提供原料保障，持续高研发及完善的激励机制将推动公司在精细化工领域不断发展，未来将成为全球综合性化工巨头。考虑到MDI行业回暖，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为164.90、207.49、246.86亿元，当前股价对应PE分别为22、17、15倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：产品价格大幅下跌，新项目投产不及预期，安全生产事故

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	96,623	122,199	142,325
增长率(%)	12.3	7.9	31.6	26.5	16.5
净利润(百万元)	10,130	10,041	16,490	20,749	24,686
增长率(%)	-4.5	-0.9	64.2	25.8	19.0
毛利率(%)	28.0	26.8	29.6	29.1	29.5
净利率(%)	14.9	13.7	17.1	17.0	17.3
ROE(%)	24.1	20.2	26.4	26.2	26.3
EPS(摊薄/元)	3.23	3.20	5.25	6.61	7.86
P/E(倍)	35.1	35.4	21.6	17.1	14.4
P/B(倍)	8.4	7.3	5.8	4.6	3.9

数据来源：新时代证券研究所

强烈推荐（维持评级）

程磊（分析师）

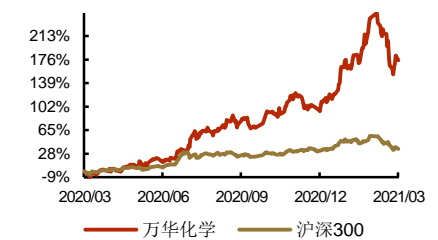
021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080001

市场数据	时间 2021.03.15
收盘价(元):	113.28
一年最低/最高(元):	37.6/150.18
总股本(亿股):	31.4
总市值(亿元):	3,556.7
流通股本(亿股):	14.24
流通市值(亿元):	1,612.83
近3月换手率:	103.76%

股价一年走势



相关报告

《全年业绩略超预期，MDI巨头迈向新发展阶段》2021-01-06

《第三季度利润重回增长，高研发稳现金流保障长期成长》2020-10-23

《第二季度业绩环比改善，成长中的全球化工巨头》2020-08-19

《万华化学：行业景气低迷拖累短期业绩，不改公司长期发展》2020-04-26

《全年业绩符合预期，全球MDI龙头稳步发展》2020-03-31

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23484	40526	43331	43427	43866	营业收入	68051	73433	96623	122199	142325
现金	4566	17574	19342	16785	17401	营业成本	48998	53766	67984	86651	100354
应收票据及应收账款合计	4433	6309	7018	8257	8488	营业税金及附加	576	676	889	1124	1310
其他应收款	575	704	1228	1216	1631	营业费用	2783	2939	3672	4521	5124
预付账款	438	781	823	1205	1157	管理费用	1434	1420	1739	2077	2277
存货	8587	8704	9426	9830	8416	研发费用	1705	2043	2222	2566	2989
其他流动资产	4885	6455	5494	6134	6774	财务费用	1080	1076	1007	1127	1249
非流动资产	73382	93226	108436	126541	147230	资产减值损失	-284	-488	-50	-269	-160
长期投资	718	1314	1424	1544	1660	公允价值变动收益	8	-6	0	0	0
固定资产	37478	56371	73007	91954	112941	其他收益	961	742	852	797	825
无形资产	5337	6905	7431	8019	8767	投资净收益	159	179	110	121	115
其他非流动资产	29849	28636	26573	25024	23861	营业利润	12297	11825	20121	25319	30123
资产总计	96865	133753	151767	169968	191095	营业外收入	79	23	0	0	0
流动负债	44800	68134	70804	70414	76332	营业外支出	115	116	0	0	0
短期借款	20034	38245	29139	33692	31416	利润总额	12260	11732	20121	25319	30123
应付票据及应付账款合计	16411	17493	31067	26701	30644	所得税	1667	1317	3018	3798	4518
其他流动负债	8355	12395	10598	10021	14273	净利润	10593	10415	17103	21521	25605
非流动负债	8134	13968	16291	17442	17422	少数股东损益	463	373	613	772	918
长期借款	5963	11822	14145	15296	15276	归属母公司净利润	10130	10041	16490	20749	24686
其他非流动负债	2172	2146	2146	2146	2146	EBITDA	18123	19317	28244	35628	43152
负债合计	52934	82102	87095	87856	93754	EPS(元)	3.23	3.20	5.25	6.61	7.86
少数股东权益	1567	2870	3484	4256	5174						
股本	3140	3140	3140	3140	3140						
资本公积	2162	2161	2161	2161	2161						
留存收益	37144	43104	51655	62416	75218						
归属母公司股东权益	42364	48780	61188	77856	92168						
负债和股东权益	96865	133753	151767	169968	191095						

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	7.9	31.6	26.5	16.5
营业利润(%)	-23.6	-3.8	70.2	25.8	19.0
归属于母公司净利润(%)	-4.5	-0.9	64.2	25.8	19.0
获利能力					
毛利率(%)	28.0	26.8	29.6	29.1	29.5
净利率(%)	14.9	13.7	17.1	17.0	17.3
ROE(%)	24.1	20.2	26.4	26.2	26.3
ROIC(%)	18.1	15.7	21.6	20.5	21.8
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	61.4	57.4	51.7	49.1
净负债比率(%)	59.8	66.9	44.6	46.6	37.6
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	8.2	13.7	13.7	13.7	13.7
应付账款周转率	4.0	3.2	2.8	3.0	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.23	3.20	5.25	6.61	7.86
每股经营现金流(最新摊薄)	9.66	6.42	10.26	7.11	14.38
每股净资产(最新摊薄)	13.49	15.54	19.49	24.80	29.36
估值比率					
P/E	35.1	35.4	21.6	17.1	14.4
P/B	8.4	7.3	5.8	4.6	3.9
EV/EBITDA	21.2	20.3	13.7	11.2	9.2

单位:百万

现金流量表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	25933	16850	32201	22331	45149
净利润	10593	10415	17103	21521	25605
折旧摊销	4601	5236	6342	8571	11211
财务费用	1080	1076	1007	1127	1249
投资损失	-159	-179	-110	-121	-115
营运资金变动	8951	-411	7858	-8767	7200
其他经营现金流	867	712	0	0	0
投资活动现金流	-18367	-23855	-21442	-26555	-31785
资本支出	17815	23236	15100	17984	20574
长期投资	-21	-498	-110	-118	-115
其他投资现金流	-573	-1117	-6452	-8689	-11326
筹资活动现金流	-9233	19813	-8990	1667	-12748
短期借款	2622	18211	-9105	4553	-2276
长期借款	2145	5859	2323	1151	-21
普通股增加	406	0	0	0	0
资本公积增加	-231	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-14175	-4257	-2208	-4037	-10451
现金净增加额	-1674	12785	1769	-2557	616

资料来源:公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，14年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	梁爽 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	阎喜蒙 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	丁培培 销售经理 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>