

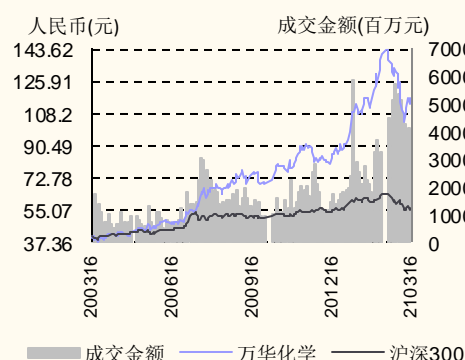
# 万华化学 (600309.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 117.19 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	31.40
已上市流通 A 股(亿股)	14.24
总市值(亿元)	3,679.47
年内股价最高最低(元)	143.98/37.36
沪深 300 指数	5079
上证指数	3447



## 相关报告

- 1.《终端需求复苏,业绩大幅回升超预期-【国金化工】万华化学公司点...》, 2021.1.7
- 2.《聚氨酯产品量价齐升,公司盈利持续回升-【国金基化】万华化学点...》, 2020.10.23
- 3.《疫情影响逐步减弱,高研发投入布局长期发展-【国金化工】万华化...》, 2020.8.20
- 4.《聚氨酯装置检修不断,释放控量保价积极信号-【国金化工】万华化...》, 2020.7.30
- 5.《疫情短期影响需求,石化布局减少波动风险-【国金化工】万华化学...》, 2020.4.26

陈屹 联系人  
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人  
wangmh@gjzq.com.cn

yangyiying@gjzq.com.cn

## 聚氨酯产品量价齐升,看好公司长期成长

### 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	3.226	3.198	6.156	6.825	7.332
每股净资产(元)	13.49	15.54	20.69	24.74	29.23
每股经营性现金流(元)	8.25	5.02	6.14	8.77	9.56
市盈率(倍)	17.41	28.47	19.15	17.27	16.08
净利润增长率(%)	-4.53%	-0.87%	92.48%	10.87%	7.43%
净资产收益率(%)	23.91%	20.58%	26.35%	24.43%	22.21%
总股本(百万股)	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩

- 公司发布 2020 年年报, 2020 年实现营收 734 亿元, 同比上升 7.9%, 归母净利润 100 亿元, 同比下降 0.9%, 四季度公司营收 242 亿元, 同比增长 24.1%, 归母净利润 47 亿元, 同比增长 110.7%。

### 分析

- 国内及海外需求恢复, 三大业务板块持续改善。伴随着国内外经济的复苏, 公司产品的需求持续恢复, 其中聚氨酯板块实现收入 344.2 亿元, 同比增长 8%, 销量 288.4 万吨, 同比增长 10.1%; 石化业务实现收入 230.8 亿元, 同比增长 14.8%, 销量 188.5 万吨, 同比下降 4.7%; 精细化工以及新材料板块实现收入 79.5 亿元, 同比增长 12.1%, 销量 57.3 万吨, 同比增长 33.8%。同时公司严格管控费用, 研发方面持续投入, 2020 年公司销售费用 29.4 亿元, 同比上升 5.6%; 管理费用 14.2 亿元, 同比下降 1%; 在研发领域, 公司研发费用 20.43 亿元, 同比增长 19.8%, 公司维持持续高水平投入, 为公司长远布局构建良好的技术基础。
- 行业需求强劲, MDI 量价齐升。从需求端来看, MDI 当前需求仍然强劲, 我们预测聚合 MDI 每年约有 5-7% 的增长, 其中聚合 MDI 新增需求主要来自冰箱、无醛板、猪舍等领域的拉动; 纯 MDI 方面, 2020 年氨纶、TPU 需求拉动纯 MDI 需求上行, 2021 年鞋底原液对纯 MDI 需求将逐步改善, 我们对 2021 年聚合 MDI 和纯 MDI 的需求保持乐观态度。从供给端来看, 海外极端天气导致 MDI 供应不足, MDI 产品价格在多因素利好下价格持续震荡上行, 我们预计 MDI 的盈利中枢将持续向上。
- 多个项目有序推进, 支撑未来长期成长。公司在聚氨酯、石化以及精细化工三大业务的基础上, 加速布局下游精细化学品及新材料相关领域, 打造新材料协同创新综合技术解决平台。从在建工程来看, 公司推进烟台工业园百万吨乙烯项目、眉山项目、以及福建聚氨酯项目, 支持公司未来长期成长。

### 投资建议

- 2020 年 3 季度至今, 公司各个业务经营边际向上, 尤其是聚氨酯业务量价齐升, 带动公司整体盈利水平逐步回升; 我们修正公司 2021-2022 年归母净利润为 193.3、214.3 亿元 (前值分别为 142.3 和 168.1 亿元), 当前市值对应 2021-2022 年 PE 分别为 18.4X 和 16.6X, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 产品价格下行风险; 新项目不达预期; 原料价格波动风险

12

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	60,621	68,051	73,433	109,508	115,219	120,388
增长率		12.3%	7.9%	49.1%	5.2%	4.5%
主营业务成本	-40,114	-48,998	-53,766	-75,735	-78,605	-81,524
%销售收入	66.2%	72.0%	73.2%	69.2%	68.2%	67.7%
毛利	20,507	19,053	19,667	33,773	36,614	38,864
%销售收入	33.8%	28.0%	26.8%	30.8%	31.8%	32.3%
营业税金及附加	-546	-576	-676	-931	-979	-1,023
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,721	-2,783	-2,939	-4,479	-4,712	-4,924
%销售收入	2.8%	4.1%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用	-1,002	-1,434	-1,420	-2,311	-2,431	-2,540
%销售收入	1.7%	2.1%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-1,610	-1,705	-2,043	-3,066	-3,284	-3,491
%销售收入	2.7%	2.5%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	15,628	12,556	12,590	22,986	25,207	26,885
%销售收入	25.8%	18.5%	17.1%	21.0%	21.9%	22.3%
财务费用	-795	-1,080	-1,076	-1,069	-702	-404
%销售收入	1.3%	1.6%	1.5%	1.0%	0.6%	0.3%
资产减值损失	36	-284	488	0	0	0
公允价值变动收益	0	8	-6	0	0	0
投资收益	93	159	179	170	190	220
%税前利润	0.6%	1.3%	1.5%	0.7%	0.7%	0.8%
营业利润	16,085	12,297	11,825	23,048	25,656	27,662
营业利润率	26.5%	18.1%	16.1%	21.0%	22.3%	23.0%
营业外收支	-107	-37	-93	-10	0	0
税前利润	15,978	12,260	11,732	23,038	25,656	27,662
利润率	26.4%	18.0%	16.0%	21.0%	22.3%	23.0%
所得税	-3,148	-1,667	-1,317	-3,133	-3,489	-3,762
所得税率	19.7%	13.6%	11.2%	13.6%	13.6%	13.6%
净利润	12,830	10,593	10,415	19,905	22,167	23,900
少数股东损益	2,219	463	373	577	739	879
归属于母公司的净利润	10,610	10,130	10,041	19,328	21,428	23,021
净利率	17.5%	14.9%	13.7%	17.7%	18.6%	19.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	12,830	10,593	10,415	19,905	22,167	23,900
少数股东损益	2,219	463	373	577	739	879
非现金支出	3,149	4,885	4,748	6,717	7,995	9,273
非经营收益	1,112	1,482	1,005	1,381	991	759
营运资金变动	2,167	8,951	-411	-6,226	-73	-31
经营活动现金净流	19,257	25,911	15,758	21,777	31,080	33,901
资本开支	-10,243	-17,797	-23,119	-13,337	-10,405	-15,005
投资	-146	-711	-721	-100	-20	-65
其他	71	142	-16	70	210	230
投资活动现金净流	-10,318	-18,367	-23,855	-13,367	-10,215	-14,840
股权募资	0	63	720	12,346	0	0
债权募资	-2,607	-909	25,447	-9,039	-10,266	-630
其他	-5,288	-8,393	-6,377	-8,557	-8,246	-8,080
筹资活动现金净流	-7,894	-9,240	19,790	-5,249	-18,513	-8,711
现金净流量	1,045	-1,696	11,693	3,161	2,352	10,350

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,096	4,566	17,574	20,734	23,087	33,437
应收款项	12,215	8,955	11,954	14,926	15,705	16,409
存货	7,810	8,587	8,704	9,337	9,691	10,051
其他流动资产	4,623	1,376	2,296	1,895	2,047	2,159
流动资产	29,745	23,484	40,526	46,893	50,529	62,055
%总资产	38.7%	24.2%	30.3%	32.0%	33.1%	36.5%
长期投资	1,123	1,509	2,264	2,464	2,464	2,519
固定资产	39,371	61,545	79,628	84,179	85,870	90,801
%总资产	51.2%	63.5%	59.5%	57.4%	56.2%	53.4%
无形资产	3,461	6,743	8,350	9,180	9,999	10,800
非流动资产	47,168	73,382	93,226	99,868	102,273	108,040
%总资产	61.3%	75.8%	69.7%	68.0%	66.9%	63.5%
资产总计	76,913	96,865	133,753	146,761	152,802	170,095
短期借款	19,346	23,358	38,900	29,745	19,383	18,622
应付款项	11,261	20,105	19,003	19,600	20,347	21,104
其他流动负债	2,373	1,337	10,230	6,500	6,950	7,338
流动负债	32,980	44,800	68,134	55,845	46,679	47,064
长期贷款	3,818	5,963	11,822	11,826	11,842	11,863
其他长期负债	865	2,172	2,146	2,278	2,393	2,472
负债	37,662	52,934	82,102	69,949	60,914	61,399
普通股股东权益	33,779	42,364	48,780	73,364	87,702	103,631
其中：股本	2,734	3,140	3,140	3,545	3,545	3,545
未分配利润	25,829	34,321	40,281	52,518	66,856	82,785
少数股东权益	5,472	1,567	2,870	3,447	4,186	5,065
负债股东权益合计	76,913	96,865	133,753	146,761	152,802	170,095

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	3.881	3.226	3.198	6.156	6.825	7.332
每股净资产	12.355	13.493	15.536	20.692	24.736	29.229
每股经营现金净流	7.044	8.252	5.019	6.142	8.766	9.562
每股股利	0.530	1.500	2.300	2.000	2.000	2.000
回报率						
净资产收益率	31.41%	23.91%	20.58%	26.35%	24.43%	22.21%
总资产收益率	13.80%	10.46%	7.51%	13.17%	14.02%	13.53%
投入资本收益率	20.10%	14.73%	10.86%	16.72%	17.63%	16.64%
增长率						
主营业务收入增长率	14.11%	12.26%	7.91%	49.13%	5.22%	4.49%
EBIT 增长率	-8.94%	-19.66%	0.27%	82.58%	9.66%	6.66%
净利润增长率	-4.71%	-4.53%	-0.87%	92.48%	10.87%	7.43%
总资产增长率	16.84%	25.94%	38.08%	9.73%	4.12%	11.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.2	18.7	26.7	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	67.4	61.1	58.7	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	36.7	43.6	58.3	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	175.3	201.0	280.2	206.1	209.1	209.0
偿债能力						
净负债/股东权益	46.03%	56.15%	64.06%	27.05%	8.79%	-2.77%
EBIT 利息保障倍数	19.7	11.6	11.7	21.5	35.9	66.5
资产负债率	48.97%	54.65%	61.38%	47.66%	39.86%	36.10%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	19	49	77	115	207
增持	1	4	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.05	1.08	1.05	1.06	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

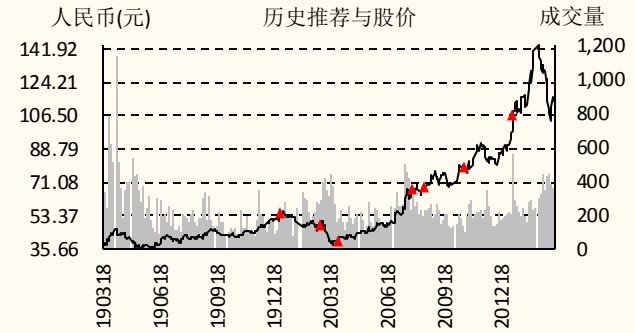
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-30	买入	54.40	64.00~64.00
2	2020-03-04	买入	49.32	N/A
3	2020-04-01	买入	41.25	N/A
4	2020-04-26	买入	42.75	N/A
5	2020-07-30	买入	65.65	N/A
6	2020-08-20	买入	67.66	N/A
7	2020-10-23	买入	78.41	N/A
8	2021-01-07	买入	98.42	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402