

## 基础化工

## 万华化学 (600309.SH)

## 维持评级

报告原因：年报点评

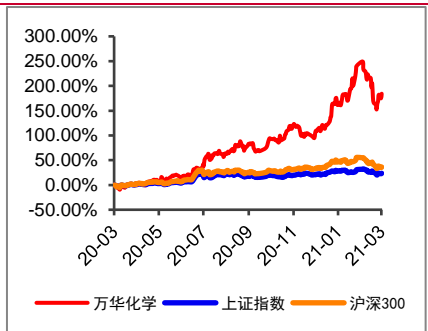
MDI 需求恢复超出预期，公司业绩大幅增长

买入

2021 年 3 月 16 日

公司研究/点评报告

### 公司近一年市场表现



### 市场数据：2021 年 3 月 16 日

收盘价(元)：117.19

年内最高/最低(元)：150.18/86.35

流通 A 股/总股本(亿)：14.24/31.4

流通 A 股市值(亿)：1669

总市值(亿)：3679

### 基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益：3.2

每股净资产(元)：15.54

净资产收益率：20.59%

分析师：程俊杰

执业证书编码：S0760519110005

E-mail：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

### 事件描述

- 公司 2021 年 3 月 15 日发布 2020 年度报告，2020 年公司实现营业收入 734.33 亿元，同比增长 7.91%；归属母公司股东的净利润 100.41 亿元，同比小幅下降 0.87%；扣非后归属母公司股东的净利润 95.44 亿元，同比增长 4.23%；经营活动产生的现金流量净额 168.5 亿元，同比下降 35.02%。其中 2020 Q4 实现营业收入 242.01 亿元，环比增长 32.07%，同比增长 24.04%；实现归母净利润 46.92 亿元，环比增长 86.63%，同比增长 110.35%。
- MDI 量价齐升，公司业绩实现大幅增长。**2020 年下半年随着疫情得到有效控制，国内市场需求和下游海外出口快速恢复，聚氨酯销量、营业收入实现显著增长。Q4 聚氨酯系列产品销量为 88.11 万吨，同比增长 34.56%，环比增长 15.78%。根据公司公布的经营数据，Q4 聚氨酯产品实现营业收入 125.96 亿元，测算出聚氨酯产品均价为 14295 元/吨，同比增长 19.96%，环比增长 29.47%。四季度 MDI 量价齐升带动公司业绩大幅增长。
- MDI 装置扩能技改完成，聚氨酯产品价格有望长期保持较高水平。**2021 年公司发布烟台工业园 MDI 装置扩能技改完成公告，公司通过技术改造，完成了从原有 60 万吨/年至 110 万吨/年 MDI 装置的技改扩能。该项目于 2019 年 6 月获得项目备案证明，至 2021 年 2 月累计投资 2.84 亿元。随着聚氨酯的需求持续增长，MDI 产能扩张，进一步确保了 MDI 的供应能力。同时，公司公告称自 3 月起，聚合 MDI 分销市场挂牌价 28000 元/吨(比 2 月份价格上调 7500 元/吨)，直销市场挂牌价 28000 元/吨(比 2 月份价格上调 7500 元/吨)；纯 MDI 挂牌价 28000 元/吨(比 2 月份价格上调 4000 元/吨，2021 年聚氨酯产品价格有望长期保持较高水平，进而提升公司盈利水平。
- 石化业务拓展更多的烯烃下游高附加值衍生产品，大力培育精细化学品及新材料产业集群。**2020 年石化产品销量 628.3 万吨，同比增长 41.52%；实现营业收入 230.85 亿元，同比增长 14.84%，主要系 LPG 贸易量增加，公司将继续推进与全球主流 LPG 供应商的战略合作，从原料端降低风险，保证了供应的稳定性。公司百万吨乙烯产业链项目于 2020 年 11 月建成投产，目前运行良好，有望贡献业绩增量。此外，

公司向下游发展具有独特优势的改性 PP、高吸水树脂 SAP、新戊二醇 NPG、聚醚多元醇、MIBK、异佛尔酮等更为精细、附加值更高的产品。新材料业务方面，公司是国际先进的 TPU 供应商，产品广泛应用于汽车、电子等应用领域；PC 二期装置建成投产，已具备 21 万吨/年的 PC 供应能力，未来将进一步技改扩大产能，推动行业影响力不断提升；公司在四川眉山规划建设 6 万吨/年 PBAT 生物降解聚酯项目，随着项目投产，能够满足国内对生物降解材料的需求，为万华的发展拓展了空间。

### 投资建议

- 公司现已发展成为极具竞争优势的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料供应商，全球领先的 MDI 供应和服务商。公司大力培育精细化学品及新材料产业集群，通过技术创新，构建上下游一体化竞争优势，形成产业链高度整合，真正成为全球最具竞争优势的聚氨酯制造基地。看好 2021 年 MDI 行业维持景气以及公司项目投产带来的业绩高增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 131.99 亿、175.9 亿、226.91 亿，EPS 分别为 4.20 元、5.60 元、7.23 元，对应公司 3 月 16 日收盘价 117.19 元，PE 分别为 27.88 倍、20.92 倍、16.22 倍。维持“买入”评级。

### 存在风险

- 原材料和产品价格大幅波动风险、下游需求不及预期、产能消化的风险、汇率变动的风险

#### 主要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	73433	86797	107002	137383
收入同比(%)	8%	18%	23%	28%
归属母公司净利润	10041	13199	17590	22691
净利润同比(%)	-1%	31%	33%	29%
毛利率(%)	26.8%	28.3%	29.8%	29.5%
ROE(%)	20.2%	23.3%	26.1%	28.1%
每股收益(元)	3.20	4.20	5.60	7.23
P/E	36.64	27.88	20.92	16.22
P/B	7.54	6.64	5.59	4.67
EV/EBITDA	16	19	15	12

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	40,526	42,318	48,500	58,653	<b>营业收入</b>	73,433	86,797	107,002	137,383
现金	17,574	20,210	24,252	30,315	营业成本	53,766	62,256	75,125	96,816
应收账款	6,974	4,114	5,217	6,700	营业税金及附加	676	772	947	1,234
其他应收款	665	547	820	1,054	销售费用	2,939	3,474	4,282	5,498
预付账款	781	888	1,105	1,460	管理费用	1,420	1,647	2,118	2,661
存货	8,704	10,078	10,291	11,936	财务费用	1,076	2,629	3,152	3,572
其他流动资产	5,829	6,482	6,815	7,189	资产减值损失	(488)	0	0	0
<b>非流动资产</b>	93,226	111,775	131,149	149,488	公允价值变动收益	(6)	0	0	0
长期投资	1,314	1,314	1,314	1,314	投资净收益	179	179	179	179
固定资产	56,371	80,338	103,511	125,100	<b>营业利润</b>	11,825	16,199	21,557	27,781
无形资产	6,905	6,444	6,015	5,614	营业外收入	23	23	23	23
其他非流动资产	28,636	23,678	20,309	17,461	营业外支出	116	116	116	116
<b>资产总计</b>	133,753	154,092	179,649	208,141	<b>利润总额</b>	11,732	16,106	21,464	27,689
<b>流动负债</b>	68,134	80,719	94,631	108,959	所得税	1,317	2,416	3,220	4,153
短期借款	38,245	48,681	58,752	66,137	<b>净利润</b>	10,415	13,690	18,245	23,535
应付账款	9,156	10,602	12,793	16,487	少数股东损益	373	491	654	844
其他流动负债	20,733	21,437	23,086	26,335	<b>归属母公司净利润</b>	10,041	13,199	17,590	22,691
<b>非流动负债</b>	13,968	14,624	15,174	15,514	<b>EBITDA</b>	20,524	21,973	28,687	36,143
长期借款	11,822	12,822	13,822	14,822	<b>EPS (元)</b>	3.20	4.20	5.60	7.23
其他非流动负债	2,146	1,802	1,352	692					
<b>负债合计</b>	82,102	95,343	109,805	124,473					
少数股东权益	2,870	3,361	4,016	4,860					
股本	3,140	3,140	3,140	3,140					
资本公积	2,161	2,161	2,161	2,161					
留存收益	43,104	50,087	60,527	73,507					
归属母公司股东	48,780	55,388	65,828	78,808					
<b>负债和股东权益</b>	133,753	154,092	179,649	208,141					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	16,850	21,863	26,337	33,746	<b>成长能力</b>				
净利润	10,415	13,199	17,590	22,691	营业收入	7.91%	18.20%	23.28%	28.39%
折旧摊销	5,236	3,145	3,978	4,789	营业利润	-3.84%	36.99%	33.08%	28.87%
财务费用	1,229	2,629	3,152	3,572	归属于母公司净利润	-0.87%	31.45%	33.27%	29.00%
投资损失	(179)	(179)	(179)	(179)	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	6,587	2,578	1,142	2,029	毛利率(%)	26.78%	28.27%	29.79%	29.53%
其他经营现金流	(6,438)	491	654	844	净利率(%)	4.04%	13.67%	15.21%	16.44%
<b>投资活动现金流</b>	(23,855)	(21,821)	(22,821)	(22,821)	ROE(%)	20.16%	23.30%	26.12%	28.13%
资本支出	23,236	22,000	23,000	23,000	ROIC(%)	17.72%	19.51%	21.47%	23.01%
长期投资	(596)	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	(46,495)	(43,821)	(45,821)	(45,821)	资产负债率(%)	61.38%	61.87%	61.12%	59.80%
<b>筹资活动现金流</b>	19,813	2,591	769	(4,898)	净负债比率(%)	11.69%	19.01%	12.79%	7.48%
短期借款	18,211	10,436	10,071	7,385	流动比率	0.59	0.52	0.51	0.54
长期借款	5,859	1,000	1,000	1,000	速动比率	0.47	0.40	0.40	0.43
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	(0)	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.60	0.64	0.71
其他筹资现金流	(4,257)	(8,845)	(10,302)	(13,284)	应收账款周转率	13.67	17.58	26.87	27.36
<b>现金净增加额</b>	12,807	2,632	4,285	6,027	应付账款周转率	8.55	8.79	9.15	9.38

每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	3.20	4.20	5.60	7.23
每股经营现金流(最新摊薄)	5.37	6.96	8.39	10.75
每股净资产(最新摊薄)	15.54	17.64	20.97	25.10

估值比率				
P/E	36.6	27.9	20.9	16.2
P/B	7.5	6.6	5.6	4.7
EV/EBITDA	15.53	18.66	14.56	11.64

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

