

## 万华化学 (600309)

### 行业景气度大幅回升，未来三年增长动力充足

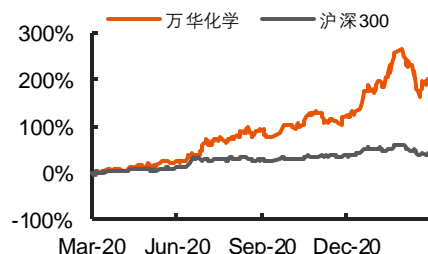
**推荐 (维持)**

**现价: 115.24 元**

#### 主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.whchem.com
大股东	烟台国丰投资控股集团有限公司
	/21.59%
实际控制人	烟台市人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	3,140
流通 A 股(百万股)	1,424
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	3618.24
流通 A 股市值(亿元)	1640.74
每股净资产(元)	15.54
资产负债率(%)	61.4

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《万华化学\*600309\*万华化学百万吨乙烯项目盈利预测及敏感性分析》 2020-09-29
- 《万华化学\*600309\*疫情影响上半年业绩，仍看好公司长期投资价值》 2020-08-20
- 《万华化学\*600309\*业绩短期下行不改长期成长性，夯实基础等待冬去春来》 2020-04-03

#### 证券分析师

刘永来 投资咨询资格编号  
S1060520070002  
liuyonglai647@pingan.com.cn



#### 投资要点

**事项:** 万华化学披露年报: 2020 年实现收入 734.3 亿元, 同比增长 7.9%; 归母净利润 100.4 亿元, 同比增长-0.9%; 每股收益 3.20 元, 每股净资产 15.54 元。拟每 10 股派发现金股利 13.00 元 (含税)。

#### 平安观点:

- **行业景气度大幅回升,下半年业绩抵消上半年疫情影响:** 受疫情影响,2020 年上半年聚氨酯和石化行业的景气度回落,下半年随着疫情的好转,行业景气度快速恢复,纯 MDI 价格从上半年均价 14551 元/吨上涨到四季度均价 27031 元/吨,聚合 MDI 从上半年均价 12004 元/吨上涨到四季度均价 19673 元/吨,同期 MDI 的价差增长约 9000 元/吨。石化业务、精细化学品和新材料业务的景气度也大幅回升。下半年景气度的恢复抵消了上半年疫情的影响,公司全年业绩基本持平。
- **未来三年增长动力依然充足:** 1) 目前行业景气度已经恢复,产品价格保持较高水平,预计在经济复苏的背景下,价格回撤的幅度有限; 2) 公司新项目不断投产,新技术不断突破,在建项目和在研技术储备十分充足,保证了公司长期的成长性。2020 年乙烯项目、PC 项目、烟台 MDI 技改项目、眉山改性塑料项目投产,将成为公司新的业绩增长点。目前福建项目、眉山二期和一批新材料和精细化工品项目顺利推进,未来成长性可期。
- **盈利预测和投资建议:** 结合市场环境和公司经营计划,我们调整 2021-2022 年并新增 2023 年的归母净利润预测分别是 172 亿元 (原值 112 亿元)、185 亿元 (原值 141 亿元) 和 197 亿元, EPS 分别为 5.48、5.88 和 6.27 元, PE 分别为 21.0、19.6 和 18.4 倍。MDI 是技术壁垒很高的行业,公司作为 MDI 和石化行业龙头,技术创新能力突出,在建项目较多,长期成长可期。维持公司“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 下游行业增速下滑; 2) 竞争加剧影响盈利; 3) 疫情继续恶化影响公司业务; 4) 中东原料供应如不稳定,将影响企业运行; 5) 项目进展不及预期; 6) 新技术的开发进展缓慢将会影响公司的发展。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	103,212	110,864	117,592
YoY (%)	-6.6	7.9	40.6	7.4	6.1
净利润(百万元)	10,130	10,041	17,201	18,465	19,678
YoY (%)	-34.9	-0.9	71.3	7.4	6.6
毛利率 (%)	28.0	26.8	30.4	29.8	29.5
净利率 (%)	14.9	13.7	16.7	16.7	16.7
ROE (%)	24.1	20.2	28.0	23.6	21.1
EPS(摊薄/元)	3.23	3.20	5.48	5.88	6.27
P/E(倍)	35.7	36.0	21.0	19.6	18.4
P/B(倍)	8.5	7.4	5.8	4.7	3.9

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	40526	49898	52322	79829
现金	17574	18233	26070	45312
应收票据及应收账款	6309	8789	7428	9773
其他应收款	704	1094	838	1211
预付账款	781	932	908	1044
存货	8704	14395	10623	16034
其他流动资产	6455	6455	6455	6455
<b>非流动资产</b>	93226	114928	115302	114383
长期投资	1314	2027	2746	3462
固定资产	56371	75847	78055	78335
无形资产	6905	7418	7990	8722
其他非流动资产	28636	29635	26512	23863
<b>资产总计</b>	133753	164826	167624	194211
<b>流动负债</b>	68134	84702	74806	88409
短期借款	38245	38245	38245	38245
应付票据及应付账款	17493	27799	21258	31013
其他流动负债	12395	18658	15303	19151
<b>非流动负债</b>	13968	14087	11059	7879
长期借款	11822	11941	8913	5733
其他非流动负债	2146	2146	2146	2146
<b>负债合计</b>	82102	98789	85864	96288
少数股东权益	2870	4138	5006	6005
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2161	2161	2161	2161
留存收益	43104	54087	65577	77868
<b>归属母公司股东权益</b>	48780	61899	76753	91919
<b>负债和股东权益</b>	133753	164826	167624	194211

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	16850	31704	23900	35272
净利润	10415	18468	19334	20677
折旧摊销	5236	6510	8124	9011
财务费用	1076	1372	1099	419
投资损失	-179	-172	-175	-174
营运资金变动	-411	5526	-4483	5339
其他经营现金流	712	0	1	-0
<b>投资活动现金流</b>	-23855	-28040	-8325	-7917
资本支出	23236	20988	-344	-1637
长期投资	-498	-713	-717	-717
其他投资现金流	-1117	-7765	-9386	-10271
<b>筹资活动现金流</b>	19813	-3004	-7739	-8113
短期借款	18211	0	0	0
长期借款	5859	119	-3029	-3180
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-4257	-3124	-4710	-4933
<b>现金净增加额</b>	12785	660	7836	19242

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	73433	103212	110864	117592
营业成本	53766	71826	77795	82892
营业税金及附加	676	978	1065	1080
营业费用	2939	3648	4158	4520
管理费用	1420	1916	2157	2305
研发费用	2043	2543	2768	3013
财务费用	1076	1372	1099	419
资产减值损失	-488	0	0	0
其他收益	742	0	0	0
公允价值变动收益	-6	-0	-1	0
投资净收益	179	172	175	174
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	11825	21102	21996	23536
营业外收入	23	33	37	43
营业外支出	116	145	124	125
<b>利润总额</b>	11732	20990	21909	23454
所得税	1317	2523	2575	2777
<b>净利润</b>	10415	18468	19334	20677
少数股东损益	373	1267	869	998
<b>归属母公司净利润</b>	10041	17201	18465	19678
EBITDA	19539	29673	32030	33954
EPS (元)	3.20	5.48	5.88	6.27

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	7.9	40.6	7.4	6.1
营业利润(%)	-3.8	78.5	4.2	7.0
归属于母公司净利润(%)	-0.9	71.3	7.4	6.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	26.8	30.4	29.8	29.5
净利率(%)	13.7	16.7	16.7	16.7
ROE(%)	20.2	28.0	23.6	21.1
ROIC(%)	12.6	17.5	16.4	15.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	61.4	59.9	51.2	49.6
净负债比率(%)	66.8	55.0	31.1	3.1
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.4	0.3	0.5	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	13.7	13.7	13.7	13.7
应付账款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	3.20	5.48	5.88	6.27
每股经营现金流(最新摊薄)	6.42	10.10	7.61	11.23
每股净资产(最新摊薄)	15.54	19.71	24.45	29.28
<b>估值比率</b>				
P/E	36.0	21.0	19.6	18.4
P/B	7.4	5.8	4.7	3.9
EV/EBITDA	20.4	13.6	12.2	10.9

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033