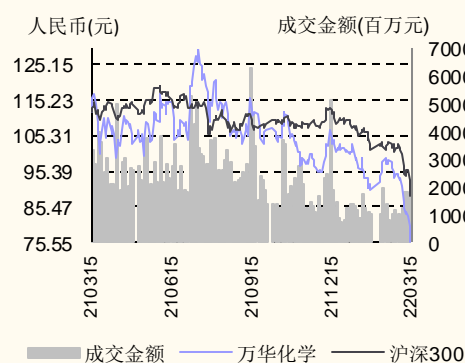


市场价格 (人民币): 75.55 元

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)	2,372.08
年内股价最高最低(元)	129.45/75.55
沪深 300 指数	3984
上证指数	3064



相关报告

- 1.《业绩符合预期,未来成长可期-【国金化工】万华化学点评》,2022.1.20
- 2.《精细化工领域加速布局,开辟新成长空间-【国金化工】万华化学公...》,2021.12.30
- 3.《旺季销售量价齐增,弥补上游带动的成本压力-【国金化工】万华化...》,2021.10.21
- 4.《中报业绩高增长,各业务板块共振向上-【国金化工】万华化学点评》,2021.7.30
- 5.《中报业绩超预期,项目落地支撑长期成长-【国金化工】万华化学点...》,2021.7.11

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉

分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

主营业务维持高景气度,未来成长可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	151,745	152,653	157,044
营业收入增长率	7.91%	98.19%	4.27%	0.60%	2.88%
归母净利润(百万元)	10,041	24,649	24,779	26,004	28,023
归母净利润增长率	-0.87%	145.47%	0.53%	4.95%	7.76%
摊薄每股收益(元)	3.198	7.851	7.892	8.282	8.925
每股经营性现金流净额	4.98	8.09	8.46	12.26	13.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.58%	35.98%	27.78%	23.40%	20.75%
P/E	28.47	12.87	9.57	9.12	8.46
P/B	5.86	4.63	2.66	2.13	1.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 3月14日,公司公告,2021年公司实现营业收入1455.38亿元,同比增长98.19%;归母净利润246.49亿元,同比增长145.47%。业绩符合预期。

分析

- **MDI 价格基本稳定,公司扩产后,优势进一步突出。**2021年聚氨酯板块营收605亿元,同比+72%,销量389万吨,同比+33%。根据百川盈孚,2021年聚合MDI/纯MDI均价19870元/吨,同比+37.45%;纯MDI价格22342元/吨,同比+25.27%。MDI成本端,根据Wind数据,2021年动力煤均价为950元/吨,同比+77.9%,原盐均价330元/吨,同比+44.10%。
- **石化价格上涨,推动公司石化业务盈利创新高。**2021年公司石化系列产量400万吨,同比+79.49%;销量为390万吨,同比+74.81%,主要系百万吨乙烯装置投产,增大石化产品销量,同时原油价格上涨叠加全球阶段性供需失衡推动石化产品价格上升。
- **新兴材料领域前瞻性布局,项目储备丰富。**2021年公司研发费用31.68亿元,同比+55.07%,研发投入持续加大,在研项目主要围绕高端化工新材料及解决方案、新兴材料等新业务板块技术孵化投入,例如碳中和相关技术、聚氨酯泡沫降解回收利用、可降解材料及关键单体、高性能材料(尼龙12、特种PC、POE、光学级PMMA等)、新能源储能及电池材料、分离与纯化等项目。

投资建议

- 聚氨酯业务方面,烟台基地和BC完成MDI技改扩建,福建项目持续推进;石化领域也将推进福建基地的布局,同时预计精细化工项目将有望在未来1-2年内逐步放量。考虑到上游原材料价格高位,而部分石化类产品有所回落,我们预测公司2022-2024年归母净利润分别为247.7(-6.79%)亿元、260(-11.83%)亿元和280亿元(新引入),EPS分别为7.89、8.28和8.93元,当前市值对应PE分别为9.57X、9.12X和8.46X,维持“买入”评级。

风险提示

- 产品价格下行风险,原材料价格大幅波动风险;新项目进度不达预期;新材料研发不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	68,051	73,433	145,538	151,745	152,653	157,044	货币资金	4,566	17,574	34,216	34,849	36,694	39,541
增长率		7.9%	98.2%	4.3%	0.6%	2.9%	应收款项	8,955	11,954	16,670	17,711	18,026	18,544
主营业务成本	-48,998	-53,766	-107,317	-113,029	-112,597	-115,008	存货	8,587	8,704	18,282	18,270	18,509	19,220
%销售收入	72.0%	73.2%	73.7%	74.5%	73.8%	73.2%	其他流动资产	1,376	2,296	3,123	3,506	3,756	3,748
毛利	19,053	19,667	38,221	38,717	40,055	42,036	流动资产	23,484	40,526	72,291	74,335	76,984	81,054
%销售收入	28.0%	26.8%	26.3%	25.5%	26.2%	26.8%	%总资产	24.2%	30.3%	38.0%	37.3%	36.8%	36.4%
营业税金及附加	-576	-676	-880	-941	-992	-1,021	长期投资	1,509	2,264	5,270	5,570	5,947	6,200
%销售收入	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	固定资产	61,545	79,628	94,585	106,260	112,546	121,074
销售费用	-2,783	-2,939	-1,052	-1,093	-1,099	-1,131	%总资产	63.5%	59.5%	49.7%	53.3%	53.8%	54.4%
%销售收入	4.1%	4.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	6,743	8,350	9,275	9,880	10,474	11,058
管理费用	-1,434	-1,420	-1,892	-1,973	-1,984	-2,042	非流动资产	73,382	93,226	118,018	125,158	132,242	141,444
%销售收入	2.1%	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	75.8%	69.7%	62.0%	62.7%	63.2%	63.6%
研发费用	-1,705	-2,043	-3,168	-3,338	-3,358	-3,455	资产总计	96,865	133,753	190,310	199,494	209,226	222,498
%销售收入	2.5%	2.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	短期借款	23,358	38,900	58,095	58,721	44,646	33,507
息税前利润 (EBIT)	12,556	12,590	31,230	31,372	32,621	34,388	应付款项	17,770	19,003	21,656	21,672	21,590	22,053
%销售收入	18.5%	17.1%	21.5%	20.7%	21.4%	21.9%	其他流动负债	3,671	10,230	18,251	7,834	7,874	8,099
财务费用	-1,080	-1,076	-1,479	-2,863	-2,642	-2,013	流动负债	44,800	68,134	98,002	88,227	74,110	63,660
%销售收入	1.6%	1.5%	1.0%	1.9%	1.7%	1.3%	长期贷款	5,963	11,822	15,644	15,144	16,489	15,640
资产减值损失	307	604	1,260	0	0	0	其他长期负债	2,172	2,146	4,968	3,191	3,193	3,201
公允价值变动收益	8	-6	7	0	0	0	负债	52,934	82,102	118,614	106,561	93,791	82,501
投资收益	159	179	492	500	500	500	普通股股东权益	42,364	48,780	68,499	89,195	111,118	135,059
%税前利润	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	其中：股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
营业利润	12,297	11,825	29,425	29,462	30,932	33,328	未分配利润	34,321	40,281	60,848	81,545	103,467	127,409
营业利润率	18.1%	16.1%	20.2%	19.4%	20.3%	21.2%	少数股东权益	1,567	2,870	3,197	3,737	4,317	4,937
营业外收支	-37	-93	-274	16	19	21	负债股东权益合计	96,865	133,753	190,310	199,494	209,226	222,498
税前利润	12,260	11,732	29,151	29,478	30,951	33,349	比率分析						
利润率	18.0%	16.0%	20.0%	19.4%	20.3%	21.2%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-1,667	-1,317	-4,112	-4,159	-4,367	-4,706	每股指标						
所得税率	13.6%	11.2%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	每股收益	3.226	3.198	7.851	7.892	8.282	8.925
净利润	10,593	10,415	25,039	25,319	26,584	28,643	每股净资产	13.493	15.536	21.817	28.408	35.391	43.016
少数股东损益	463	373	391	540	580	620	每股经营现金净流	8.064	4.982	8.091	8.462	12.263	13.257
归属于母公司的净利润	10,130	10,041	24,649	24,779	26,004	28,023	每股股利	2.000	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
净利率	14.9%	13.7%	16.9%	16.3%	17.0%	17.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.91%	20.58%	35.98%	27.78%	23.40%	20.75%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	10.46%	7.51%	12.95%	12.42%	12.43%	12.59%
净利润	10,593	10,415	25,039	25,319	26,584	28,643	投入资本收益率	14.73%	10.86%	18.40%	16.15%	15.87%	15.62%
少数股东损益	463	373	391	540	580	620	增长率						
非现金支出	4,294	4,632	6,901	8,551	9,903	11,228	主营业务收入增长率	12.26%	7.91%	98.19%	4.27%	0.60%	2.88%
非经营收益	1,482	1,005	785	4,491	2,860	2,278	EBIT增长率	-19.66%	0.27%	148.07%	0.45%	3.98%	5.42%
营运资金变动	8,951	-411	-7,323	-11,791	-844	-525	净利润增长率	-4.53%	-0.87%	145.47%	0.53%	4.95%	7.76%
经营活动现金净流	25,320	15,642	25,403	26,569	38,504	41,625	总资产增长率	25.94%	38.08%	42.28%	4.83%	4.88%	6.34%
资本开支	-17,797	-23,119	-26,845	-17,181	-16,588	-20,153	资产管理能力						
投资	-711	-721	-1,996	-200	-256	-100	应收账款周转天数	18.7	26.7	18.8	25.0	26.0	26.0
其他	142	-16	83	400	379	347	存货周转天数	61.1	58.7	45.9	59.0	60.0	61.0
投资活动现金净流	-18,367	-23,855	-28,758	-16,981	-16,465	-19,906	应付账款周转天数	43.6	58.3	35.0	35.0	35.0	35.0
股权募资	63	720	305	0	0	0	固定资产周转天数	201.0	280.2	163.6	170.8	170.7	172.0
债权募资	-909	25,447	24,925	-1,296	-12,730	-11,988	偿债能力						
其他	-8,393	-6,377	-7,683	-7,660	-7,464	-6,884	净负债/股东权益	56.15%	64.06%	54.16%	41.24%	20.57%	6.37%
筹资活动现金净流	-9,240	19,790	17,546	-8,955	-20,194	-18,871	EBIT利息保障倍数	11.6	11.7	21.1	11.0	12.3	17.1
现金净流量	-2,287	11,577	14,191	633	1,845	2,847	资产负债率	54.65%	61.38%	62.33%	53.42%	44.83%	37.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	18	23	57	70	135
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.03	1.00

来源：聚源数据

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。

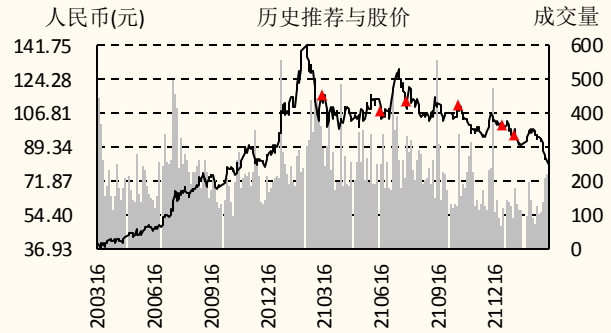
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-03-17	买入	117.19	N/A
2	2021-04-11	买入	106.90	N/A
3	2021-06-17	买入	110.01	142.50 ~ 142.50
4	2021-07-11	买入	124.65	N/A
5	2021-07-30	买入	114.52	N/A
6	2021-10-21	买入	108.09	N/A
7	2021-12-30	买入	101.89	N/A
8	2022-01-20	买入	96.47	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，不作为或被视为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