开源证券

万华化学（600309.SH）

2021 年 01 月 07 日

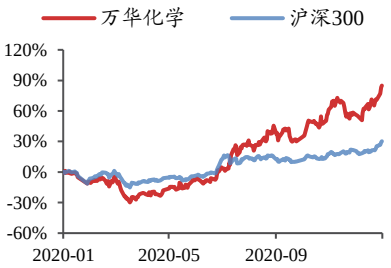
Q4 业绩超预期，长期看好公司成为全球化工巨头

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/1/6
当前股价(元)	98.42
一年最高最低(元)	100.23/37.60
总市值(亿元)	3,090.14
流通市值(亿元)	1,401.26
总股本(亿股)	31.40
流通股本(亿股)	14.24
近 3 个月换手率(%)	76.83

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 业绩环比改善显著，坚定看好公司中长期成长》-2020.10.22

《公司信息更新报告-Q2 迎环比改善，多元发展助力公司开启腾飞新篇章》-2020.8.20

《公司首次覆盖报告-聚氨酯、石化和新材料板块合力打造全球化工巨头》-2020.6.3

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

龚道琳（联系人）
gongdaolin@kysec.cn
证书编号：S0790120010015

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

● **公司预计 2020 年归母净利润同比减少 5%到基本持平，Q4 业绩超预期**

1 月 6 日，公司发布 2020 年度业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 96-101 亿元，同比减少 5%到基本持平。预计 2020Q4 归母净利润为 42.5-47.5 亿元，较 2019Q4 的 22.31 亿元显著提升 91%-113%。结合公司业绩预告，我们上调盈利预测，调整前预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 81.07、121.86、148.19 亿元，调整后预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 100.40、144.52、181.34 亿元，对应 EPS 分别为 3.20、4.60、5.78 元/股，当前股价对应 PE 分别为 30.8、21.4、17.0 倍。我们继续看好 MDI 行业在 2021 年将维持景气，公司作为 MDI 行业龙头预计将充分受益，公司多元发展向综合性全球化工巨头迈进，维持“买入”评级。

● **受益于 MDI 下游需求回暖，公司 Q4 业绩同比和环比均实现大幅度提升**

据百川盈孚和 Wind 数据，2020Q4 聚合 MDI 华东市场价格为 20098 元/吨，较 Q3 约提升 39%，使得 Q4 的平均价差较 Q3 扩大 32%。MDI 价格景气上行直接带动公司业绩实现环比增长 69%-89%，同比增长 91%-113%。MDI 主要下游需求冰箱冷柜产销数据表现亮眼，为 MDI 价格保持景气提供强有力支撑。据产业在线数据，2020 年 11 月单月，冰箱总销量同比+14.2%，冰箱出口量同比+63.1%；冰柜总销量同比+83.5%，冰柜出口量同比+119.6%，均创下近五年以来的历史新高。同时，受益于美国房地产保持高景气，美国新屋和成屋销量（折年季调）增速均维持 20%以上同比增速，同步带动 MDI 下游建筑保温材料需求增长。

● **看好 2021 年 MDI 行业将维持景气，三大板块助力公司向全球化工巨头迈进**

受益于海外需求复苏，我们继续看好 2021 年 MDI 行业或将维持景气，公司业绩较 2020 年预计实现明显修复。公司一期乙烯项目已于 2020 年 11 月投产，预计将于 2021 年释放业绩。福建产业园、眉山基地和烟台新材料等项目持续推进中。我们认为公司已进入新一轮资本开支期，公司多元化发展布局对于拓展长期成长空间具有重要意义，三大业务板块将助力公司向综合性全球化工巨头迈进。

● **风险提示：**产能投放不及预期、下游需求放缓、产品价格大幅下滑等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,621	68,051	66,945	89,008	102,061
YOY(%)	14.1	12.3	-1.6	33.0	14.7
归母净利润(百万元)	10,610	10,130	10,040	14,452	18,134
YOY(%)	-4.7	-4.5	-0.9	43.9	25.5
毛利率(%)	33.8	28.0	28.9	28.7	30.2
净利率(%)	17.5	14.9	15.0	16.2	17.8
ROE(%)	32.7	24.1	20.9	23.9	23.8
EPS(摊薄/元)	3.38	3.23	3.20	4.60	5.78
P/E(倍)	29.1	30.5	30.8	21.4	17.0
P/B(倍)	9.1	7.3	6.4	5.1	4.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	29745	23484	40903	41010	41234
现金	5096	4566	20076	19603	19820
应收票据及应收账款	12082	4433	6724	6969	6639
其他应收款	133	575	653	706	674
预付账款	409	438	592	698	730
存货	7810	8587	9715	8944	9332
其他流动资产	4214	4885	3143	4091	4039
非流动资产	47168	73382	83854	97296	108544
长期投资	643	718	1129	1203	1287
固定资产	29120	37478	41043	55119	63825
无形资产	3129	5337	5793	6234	6717
其他非流动资产	14276	29849	35889	34740	36715
资产总计	76913	96865	124757	138306	149777
流动负债	32980	44800	64375	64341	61187
短期借款	17412	20034	36068	34688	32679
应付票据及应付账款	7835	16411	10780	10724	13034
其他流动负债	7733	8355	17527	18929	15473
非流动负债	4683	8134	10004	11076	9876
长期借款	3818	5963	7937	8937	7748
其他非流动负债	865	2172	2067	2139	2128
负债合计	37662	52934	74379	75417	71063
少数股东权益	5472	1567	2055	2625	3206
股本	2734	3140	3140	3140	3140
资本公积	2393	2162	2162	2162	2162
留存收益	28653	37144	44450	53341	65087
归属母公司股东权益	33779	42364	48323	60263	75509
负债和股东权益	76913	96865	124757	138306	149777

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19257	25933	17415	22044	24795
净利润	12830	10593	10528	15023	18714
折旧摊销	3185	4601	3752	4870	6313
财务费用	795	1080	1352	1569	1429
投资损失	-93	-159	-61	-74	-84
营运资金变动	2167	8951	1977	767	-1600
其他经营现金流	374	867	-132	-111	23
投资活动现金流	-10318	-18367	-14027	-18164	-17528
资本支出	10279	17815	10446	13029	11350
长期投资	-146	-21	-411	-80	-84
其他投资现金流	-185	-573	-3992	-5215	-6262
筹资活动现金流	-7937	-9233	12121	-4353	-7051
短期借款	4697	2622	16034	-1380	-2009
长期借款	-2504	2145	1974	1000	-1189
普通股增加	0	406	0	0	0
资本公积增加	0	-231	0	0	0
其他筹资现金流	-10130	-14175	-5887	-3973	-3853
现金净增加额	1045	-1674	15509	-472	216

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	60621	68051	66945	89008	102061
营业成本	40114	48998	47584	63438	71277
营业税金及附加	546	576	663	739	786
营业费用	1721	2783	2946	3471	4082
管理费用	1002	1434	1406	1664	1909
研发费用	1610	1705	2049	2047	2245
财务费用	795	1080	1352	1569	1429
资产减值损失	-36	-284	-159	-292	-289
其他收益	1104	961	1033	997	1015
公允价值变动收益	0	8	1	2	2
投资净收益	93	159	61	74	84
资产处置收益	19	-0	0	0	0
营业利润	16085	12297	12201	17444	21723
营业外收入	10	79	100	59	53
营业外支出	117	115	116	116	116
利润总额	15978	12260	12185	17388	21660
所得税	3148	1667	1657	2365	2946
净利润	12830	10593	10528	15023	18714
少数股东损益	2219	463	487	571	580
归母净利润	10610	10130	10040	14452	18134
EBITDA	20317	18332	17496	24085	29698
EPS(元)	3.38	3.23	3.20	4.60	5.78

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	12.3	-1.6	33.0	14.7
营业利润(%)	-5.2	-23.6	-0.8	43.0	24.5
归属于母公司净利润(%)	-4.7	-4.5	-0.9	43.9	25.5
获利能力					
毛利率(%)	33.8	28.0	28.9	28.7	30.2
净利率(%)	17.5	14.9	15.0	16.2	17.8
ROE(%)	32.7	24.1	20.9	23.9	23.8
ROIC(%)	23.8	16.2	12.3	15.3	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	54.6	59.6	54.5	47.4
净负债比率(%)	48.2	59.8	56.5	45.4	32.6
流动比率	0.9	0.5	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.6	8.2	12.0	13.0	15.0
应付账款周转率	5.7	4.0	3.5	5.9	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.38	3.23	3.20	4.60	5.78
每股经营现金流(最新摊薄)	6.13	8.26	5.55	7.02	7.90
每股净资产(最新摊薄)	10.76	13.49	15.39	19.19	24.05
估值比率					
P/E	29.1	30.5	30.8	21.4	17.0
P/B	9.1	7.3	6.4	5.1	4.1
EV/EBITDA	16.4	18.4	19.4	14.1	11.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn