万华化学（600309）

MDI 顺周期涨价，Q3 业绩环比大增

增持（维持）

2020 年 10 月 22 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	68,051	74,982	89,299	98,229
同比（%）	-6.6%	10.2%	19.1%	10.0%
归母净利润（百万元）	10,130	8,308	12,314	14,069
同比（%）	-34.9%	-18.0%	48.2%	14.3%
每股收益（元/股）	3.23	2.65	3.92	4.48
P/E（倍）	24.30	29.63	19.99	17.50

事件

公司发布三季报，报告期内公司实现收入 492.32 亿元，同比增长 1.43%，实现归母净利润 53.49 亿元，同比下滑 32.28%。单三季度实现归母净利润 25.14 亿元，同比增长 10.35%，环比大幅增长 72.39%。

投资要点

- **Q3 季度 MDI 量价齐升，业绩环比大涨：**公司前三季度纯/聚合 MDI 挂牌均价分别为 1.74/1.46 万元/吨，同比分别下滑 26%和 6%；第三季度纯/聚合 MDI 挂牌均价分别为 1.72/1.57 万元/吨，同比变动分别为-17%和+3%，环比分别增长 5%和 11%。前三季度 MDI 价格下行导致前三季度业绩同比下滑，但受益于 Q3 季度 MDI 价格的环比改善，且聚氨酯系列产品销量同比增加 19%，环比增加 18%，公司单三季度业绩环比取得大涨。展望未来，随着疫情防控常态化，消费需求逐步复苏，MDI 价格有望顺周期继续上行。

- **大乙烯项目投产在即，石化产业链布局完善。**公司在建 100 万吨/年乙烯项目有望年底建成，项目配套建设年产 45 万吨 LLDPE 装置、年产 40 万吨 PVC 装置、年产 15 万吨 EO 装置、年产 30 及 65 万吨 PO/SM 装置、年产 5 万吨丁二烯装置以及相关配套辅助工程。公司现有石化产业链涵盖 LPG-丙烯-丙烯酸及酯、SAP 树脂、环丙及聚醚多元醇、叔丁醇及 MTBE 等，待本次乙烯项目建成，公司将汇集碳二、碳三及碳四产业链，大石化产业链基本齐备。

- **新材料板块不断发力，眉山基地进展顺利。**公司积极发挥技术创新优势，积极向新材料领域进行拓展。眉山基地是公司布局新材料板块的新基地，一期 25 万吨/年高性能改性树脂项目(主要包括 10 万吨改性 PP、10 万吨水性树脂、5 万吨改性 PC)已在四川省眉山市金象化工产业园顺利开工，眉山基地二期项目中的年产 1 万吨的锂电池三元材料项目和年产 6 万吨的生物降解聚酯项目也进入环评阶段。随着眉山基地新增项目不断落地，万华新材料版图逐步清晰。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 83.08 亿元、123.14 亿元和 140.69 亿元，EPS 分别为 2.65 元、3.92 元和 4.48 元，当前股价对应 PE 分别为 30X、20X 和 18X。维持“增持”评级。

- **风险提示：**海外疫情防控不利对 MDI 出口造成压力；新建项目进度不及预期

证券分析师 陈元君
执业证号：S0600520020001
021-60199793
chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎
执业证号：S0600517110006
021-60199793
chaiqh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	78.41
一年最低/最高价	36.54/81.80
市净率(倍)	5.60
流通 A 股市值(百万元)	111636.74

基础数据

每股净资产(元)	14.00
资产负债率(%)	63.48
总股本(百万股)	3139.75
流通 A 股(百万股)	1423.76

相关研究

1、《万华化学（600309）：业绩符合预期，耐心等待成长性兑现》2020-03-31

2、《万华化学（600309）：业绩符合预期，多元化发展提升竞争力》2019-10-25

3、《万华化学（600309）：中报符合预期，化工巨头未来成长可期》2019-08-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

万华化学三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**23,484**	**44,656**	**43,208**	**53,640**
现金	4,566	14,996	17,860	19,646
应收账款	4,433	3,253	5,901	4,168
存货	8,587	10,407	11,256	12,396
其他流动资产	5,897	15,999	8,192	17,430
非流动资产	**73,382**	**77,033**	**86,226**	**88,538**
长期股权投资	718	882	1,046	1,211
固定资产	37,478	43,558	52,631	56,104
在建工程	24,066	21,022	20,536	18,730
无形资产	5,337	5,793	6,234	6,717
其他非流动资产	5,783	5,778	5,779	5,777
资产总计	**96,865**	**121,689**	**129,434**	**142,178**
流动负债	**44,800**	**65,264**	**63,282**	**67,115**
短期借款	20,034	46,988	35,240	44,780
应付账款	8,024	5,544	9,931	6,964
其他流动负债	16,741	12,732	18,110	15,371
非流动负债	**8,134**	**7,478**	**7,277**	**5,903**
长期借款	5,963	5,306	5,105	3,731
其他非流动负债	2,172	2,172	2,172	2,172
负债合计	**52,934**	**72,741**	**70,559**	**73,017**
少数股东权益	1,567	2,357	3,319	4,497
归属母公司股东权益	42,364	46,590	55,556	64,664
负债和股东权益	**96,865**	**121,689**	**129,434**	**142,178**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25,933	-1,436	33,150	7,893
投资活动现金流	-18,367	-6,864	-13,619	-7,929
筹资活动现金流	-9,233	18,729	-16,667	1,822
现金净增加额	-1,674	10,430	2,864	1,786
折旧和摊销	4,601	4,358	5,563	6,758
资本开支	17,815	3,487	9,029	2,147
营运资本变动	8,951	-15,234	13,795	-14,410

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**68,051**	**74,982**	**89,299**	**98,229**
减:营业成本	48,998	56,758	64,733	70,675
营业税金及附加	576	648	767	845
营业费用	2,783	3,134	3,715	4,106
管理费用	3,139	3,348	4,056	4,424
财务费用	1,080	1,488	1,654	1,439
资产减值损失	-284	-103	-152	-158
加:投资净收益	159	137	144	142
其他收益	962	1,009	993	999
营业利润	**12,297**	**10,855**	**15,664**	**18,038**
加:营业外净收支	-37	-72	-54	-63
利润总额	**12,260**	**10,783**	**15,610**	**17,975**
减:所得税费用	1,667	1,686	2,334	2,729
少数股东损益	463	790	962	1,178
归属母公司净利润	**10,130**	**8,308**	**12,314**	**14,069**
EBIT	13,731	12,707	17,780	19,983
EBITDA	18,332	17,065	23,343	26,741

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	3.23	2.65	3.92	4.48
每股净资产(元)	13.49	14.84	17.69	20.60
发行在外股份(百万股)	3140	3140	3140	3140
ROIC(%)	16.2%	10.5%	15.3%	14.6%
ROE(%)	24.1%	18.6%	22.5%	22.0%
毛利率(%)	28.0%	24.3%	27.5%	28.1%
销售净利率(%)	14.9%	11.1%	13.8%	14.3%
资产负债率(%)	54.6%	59.8%	54.5%	51.4%
收入增长率(%)	-6.6%	10.2%	19.1%	10.0%
净利润增长率(%)	-34.9%	-18.0%	48.2%	14.3%
P/E	24.30	29.63	19.99	17.50
P/B	5.81	5.28	4.43	3.81
EV/EBITDA	14.95	16.91	11.78	10.57

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn