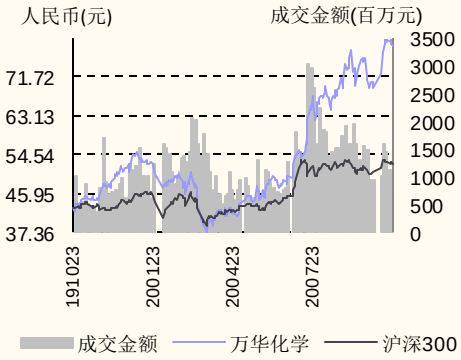
万华化学 (600309.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：78.41 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)	2,461.88
年内股价最高最低(元)	80.15/69.03
沪深 300 指数	4778
上证指数	3313



相关报告

1.《疫情影响逐步减弱，高研发投入布局长期发展-【国金化工】万华化...》，2020.8.20

2.《聚氨酯装置检修不断，释放控量保价积极信号-【国金化工】万华化...》，2020.7.30

3.《疫情短期影响需求，石化布局减少波动风险-【国金化工】万华化学...》，2020.4.26

4.《聚氨酯领域持续扩展，石化业务稳步推进-【国金化工】万华化学公...》，2020.4.1

5.《福建基地布局推进，延续聚氨酯产业链优势-【国金基化】万华化学...》，2020.3.4

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

)2
yangyiying@gjzq.com.cn

聚氨酯产品量价齐升，公司盈利持续回升

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	3.881	3.226	2.657	3.591	3.826
每股净资产(元)	12.36	13.49	14.15	15.74	17.57
每股经营性现金流(元)	7.04	8.25	4.13	5.83	6.97
市盈率(倍)	7.21	17.41	29.41	21.76	20.42
净利润增长率(%)	-4.71%	-4.53%	-17.66%	35.16%	6.57%
净资产收益率(%)	31.41%	23.91%	18.78%	22.81%	21.78%
总股本(百万股)	2,734.01	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩

- 公司发布 2020 年三季报，2020 年前三季度实现营收 492.31 亿元，同比上升 1.43%，归母净利润 53.49 亿元，同比下降 32.28%，三季度公司营收 183.25 亿元，同比上升 7.8%，归母净利润 25.13 亿元，同比上升 7.8%。

分析

- **国内及海外需求恢复，三季度销量环比改善。**伴随着国内外经济的复苏，公司产品的需求持续恢复，其中聚氨酯板块 3 季度销量环比回升 18.7%，精细化工板块 3 季度销量环比回升 20%，石化业务产品 3 季度销量环比回升 3.7%。同时公司严格管控费用，研发方面持续投入，2020 年前三季度公司销售费用 21.01 亿元，同比上升 3.6%；管理费用 8.79 亿元，同比下降 15%；在研发领域，公司研发费用 14.27 亿元，同比增长 11.8%，公司维持持续高水平投入，占营收 2.9%，为公司长远布局构建良好的技术基础。
- **MDI 行业伴随着需求回暖，价格持续上扬。**从需求端来看，三季度以来 MDI 下游冰箱、汽车、冷链等逐步复苏回暖，国内步入金九银十的传统需求旺季；海外疫情在三季度以来逐步得到有效控制，需求逐步恢复。供给方面，三季度以来各大企业陆续将逐步开启检修计划，明显缓解上半年 MDI 的供给压力，同时行业供需关系有望逐步好转，公司通过月度挂牌价的调整，持续向市场释放积极信号。MDI 产品价格在多因素利好下价格持续震荡上行，盈利中枢持续回升。
- **多个项目有序推进，不断完善产业链布局。**公司以 MDI 发展起家，经过不断的扩充延伸，形成了聚氨酯、石化以及精细化工三大业务格局，公司将推进烟台工业园百万吨乙烯项目、眉山项目、以及福建聚氨酯项目，未来公司将加速布局下游精细化学品及新材料相关领域，打造新材料协同创新综合技术解决平台。

投资建议

- 三季度以来，公司聚氨酯产品量价齐升，带动公司整体盈利水平逐步回升；我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 83.41 亿元、112.73 亿元、120.14 亿元，当前市值对应 PE 为 29.4、21.8、20.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 产品价格下行风险；新项目不达预期；原料价格波动风险

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**53,123**	**60,621**	**68,051**	**62,974**	**86,752**	**93,691**
增长率		14.1%	12.3%	-7.5%	37.8%	8.0%
主营业务成本	-32,033	-40,114	-48,998	-46,903	-64,628	-69,770
%销售收入	60.3%	66.2%	72.0%	74.5%	74.5%	74.5%
毛利	21,090	20,507	19,053	16,070	22,123	23,920
%销售收入	39.7%	33.8%	28.0%	25.5%	25.5%	25.5%
营业税金及附加	-475	-546	-576	-535	-737	-796
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,417	-1,721	-2,783	-2,576	-3,548	-3,832
%销售收入	2.7%	2.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用	-2,035	-1,002	-1,434	-1,329	-1,830	-1,977
%销售收入	3.8%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	0	-1,610	-1,705	-1,637	-2,299	-2,530
%销售收入	0.0%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%
息税前利润（EBIT）	17,163	15,628	12,556	9,993	13,708	14,786
%销售收入	32.3%	25.8%	18.5%	15.9%	15.8%	15.8%
财务费用	-929	-795	-1,080	-793	-957	-1,044
%销售收入	1.7%	1.3%	1.6%	1.3%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-303	36	-284	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	8	0	0	0
投资收益	126	93	159	170	190	220
%税前利润	0.7%	0.6%	1.3%	1.6%	1.4%	1.5%
营业利润	16,959	16,085	12,297	10,331	13,903	14,923
营业利润率	31.9%	26.5%	18.1%	16.4%	16.0%	15.9%
营业外收支	-210	-107	-37	-10	0	0
税前利润	16,750	15,978	12,260	10,321	13,903	14,923
利润率	31.5%	26.4%	18.0%	16.4%	16.0%	15.9%
所得税	-3,440	-3,148	-1,667	-1,404	-1,891	-2,030
所得税率	20.5%	19.7%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
净利润	13,309	12,830	10,593	8,918	12,012	12,893
少数股东损益	2,175	2,219	463	577	739	879
归属于母公司的净利润	**11,135**	**10,610**	**10,130**	**8,341**	**11,273**	**12,014**
净利率	21.0%	17.5%	14.9%	13.2%	13.0%	12.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	13,309	12,830	10,593	8,918	12,012	12,893
少数股东损益	2,175	2,219	463	577	739	879
非现金支出	3,489	3,149	4,885	6,266	8,317	9,473
非经营收益	347	1,112	1,482	696	902	935
营运资金变动	-6,933	2,167	8,951	-2,921	-2,929	-1,422
经营活动现金净流	**10,212**	**19,257**	**25,911**	**12,958**	**18,302**	**21,879**
资本开支	-5,917	-10,243	-17,797	-6,408	-18,185	-12,305
投资	-66	-146	-711	-100	-20	-65
其他	523	71	142	70	210	230
投资活动现金净流	**-5,460**	**-10,318**	**-18,367**	**-6,438**	**-17,995**	**-12,140**
股权募资	2,487	0	63	0	0	0
债权募资	1,164	-2,607	-909	1,381	7,075	-1,192
其他	-4,310	-5,288	-8,393	-7,175	-7,346	-7,445
筹资活动现金净流	**-658**	**-7,894**	**-9,240**	**-5,793**	**-271**	**-8,637**
现金净流量	**4,094**	**1,045**	**-1,696**	**727**	**36**	**1,102**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,063	5,096	4,566	5,293	5,329	6,432
应收款项	14,387	12,215	8,955	10,412	12,799	13,694
存货	7,000	7,810	8,587	9,638	12,394	13,381
其他流动资产	750	4,623	1,376	1,605	1,920	2,057
流动资产	25,200	29,745	23,484	26,948	32,443	35,563
%总资产	38.3%	38.7%	24.2%	26.8%	28.0%	29.1%
长期投资	864	1,123	1,509	1,709	1,709	1,764
固定资产	34,916	39,371	61,545	61,103	70,914	73,573
%总资产	53.0%	51.2%	63.5%	60.7%	61.1%	60.3%
无形资产	2,814	3,461	6,743	6,897	7,054	7,227
非流动资产	40,628	47,168	73,382	73,755	83,617	86,484
%总资产	61.7%	61.3%	75.8%	73.2%	72.0%	70.9%
资产总计	**65,828**	**76,913**	**96,865**	**100,702**	**116,060**	**122,047**
短期借款	15,385	19,346	23,358	26,237	33,313	32,120
应付款项	9,460	11,261	20,105	19,878	21,826	22,260
其他流动负债	2,976	2,373	1,337	1,645	2,225	2,392
流动负债	27,820	32,980	44,800	47,760	57,363	56,772
长期贷款	6,322	3,818	5,963	5,963	5,963	5,963
其他长期负债	932	865	2,172	410	432	396
负债	**35,074**	**37,662**	**52,934**	**54,133**	**63,758**	**63,131**
普通股股东权益	**27,280**	**33,779**	**42,364**	**44,426**	**49,420**	**55,154**
其中：股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140
未分配利润	19,320	25,829	34,321	36,382	41,376	47,111
少数股东权益	3,475	5,472	1,567	2,144	2,882	3,762
负债股东权益合计	**65,828**	**76,913**	**96,865**	**100,702**	**116,060**	**122,047**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	4.073	3.881	3.226	2.657	3.591	3.826
每股净资产	9.978	12.355	13.493	14.149	15.740	17.566
每股经营现金净流	3.735	7.044	8.252	4.127	5.829	6.969
每股股利	0.530	1.500	2.300	2.000	2.000	2.000
回报率						
净资产收益率	40.82%	31.41%	23.91%	18.78%	22.81%	21.78%
总资产收益率	16.92%	13.80%	10.46%	8.28%	9.71%	9.84%
投入资本收益率	25.99%	20.10%	14.73%	10.91%	12.87%	13.12%
增长率						
主营业务收入增长率	76.49%	14.11%	12.26%	-7.46%	37.76%	8.00%
EBIT增长率	161.55%	-8.94%	-19.66%	-20.41%	37.18%	7.86%
净利润增长率	202.62%	-4.71%	-4.53%	-17.66%	35.16%	6.57%
总资产增长率	29.67%	16.84%	25.94%	3.96%	15.25%	5.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.6	16.2	18.7	26.0	19.5	19.0
存货周转天数	64.6	67.4	61.1	75.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	44.8	36.7	43.6	60.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	189.7	175.3	201.0	303.4	232.0	205.7
偿债能力						
净负债/股东权益	60.62%	46.03%	56.15%	57.59%	64.73%	53.57%
EBIT利息保障倍数	18.5	19.7	11.6	12.6	14.3	14.2
资产负债率	53.28%	48.97%	54.65%	53.76%	54.94%	51.73%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-30	买入	54.40	64.00～64.00
2	2020-03-04	买入	49.32	N/A
3	2020-04-01	买入	41.25	N/A
4	2020-04-26	买入	42.75	N/A
5	2020-07-30	买入	65.65	N/A
6	2020-08-20	买入	67.66	N/A

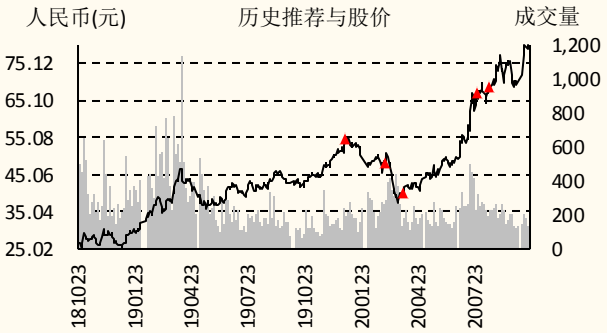
来源：国金证券研究所

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



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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH