

## 万华化学 (600309.SH) Q4 业绩符合预期, 公司多基地布局成长性依旧可期

2022 年 01 月 17 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

龚道琳 (分析师)

张晓锋 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

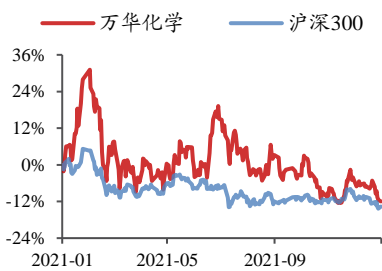
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790522010001

证书编号: S0790120080059

日期	2022/1/17
当前股价(元)	95.53
一年最高最低(元)	150.18/93.40
总市值(亿元)	2,999.40
流通市值(亿元)	1,360.11
总股本(亿股)	31.40
流通股本(亿股)	14.24
近 3 个月换手率(%)	67.98

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 业绩基本符合预期, 战略布局落地成长性仍可期》-2021.10.19

《公司信息更新报告-中报业绩创历史新高, 积极部署新能源彰显巨头本色》-2021.7.30

《公司信息更新报告-中报业绩大超预期, 彰显综合型全球化工巨头本色》-2021.7.9

● **公司预计 2021 年实现归母净利润 240 亿元到 252 亿元, 维持“买入”评级**  
2022 年 1 月 17 日, 公司发布 2021 年年度业绩预增公告, 预计 2021 年实现归母净利润 240 亿元到 252 亿元, 同比增长 139%到 151%。我们看好 MDI 行业稳中向好, 石化和新材料板块将持续增厚公司利润空间, 结合公司公告我们下调 2021 年, 维持 2022-2023 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 249.61 (-7.43)、264.37、290.95 亿元, 对应 EPS 分别为 7.95 (-0.24)、8.42、9.27 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 12.0、11.3、10.3 倍。维持“买入”评级。

● **2021 年 9 月“能耗双控”使得原料和能源等成本压力再度加大, Q4 环比下滑**  
Q4 预计公司实现归母净利润 44.6-56.6 亿元, 较 Q3 环比下滑 6%-26%, 基本符合预期。据 Wind 数据, Q4 纯 MDI 均价为 22,227 元/吨, 环比-1.1%, 聚合 MDI 均价为 20,334 元/吨, 环比+2.3%; 纯 MDI 均价差为 17,545 元/吨, 环比+1.1%, 聚合 MDI 均价差为 15,652 元/吨, 环比+6.1%, 综合 MDI 均价差为 16,220 元/吨, 环比+4.4%。MDI 价格和价差均略有扩大, 但石化产品环丙、正丁醇、丙烯酸丁酯等价格较 Q3 出现下滑。此外, 2021 年 9 月“能耗双控”开启, 对成本端和下游需求端的影响也从 Q4 开始体现。成本端, 公司主要原材料煤炭、丙烷等价格涨幅依旧显著, 据百川盈孚, Q4 动力煤均价为 1,181 元/吨, 环比再度上涨 29%, 山东丙烷均价为 6,007 元/吨, 环比上涨 20%。原材料和成本上升对公司盈利水平带来一定压力, 或是造成 Q4 公司业绩环比下滑的主因。

● **“双碳”战略布局日益清晰, 福建、四川基地建设推进中, 成长性依旧可期**  
2021 上半年, 公司参股华能(海阳)和华能(莱州)布局渔光互补光伏发电和风力发电项目, 未来将引入绿电, 有望早日实现“双碳”目标。2021 年 8 月 21 日, 福建基地举行 MDI 一体化项目大型设备安装开工仪式, 目前项目建设稳步推进。2022 年 1 月 14 日, 公司眉山基地年产 5 万吨磷酸铁锂电正极材料项目开工仪式正式举行, 标志着该项目正式开工建设, 公司未来成长性依旧可期。

● **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。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	149,069	155,032	165,574
YOY(%)	12.3	7.9	103.0	4.0	6.8
归母净利润(百万元)	10,130	10,041	24,961	26,437	29,095
YOY(%)	-4.5	-0.9	148.6	5.9	10.1
毛利率(%)	28.0	26.8	30.1	30.4	30.0
净利率(%)	14.9	13.7	16.7	17.1	17.6
ROE(%)	24.1	20.2	35.5	28.0	24.1
EPS(摊薄/元)	3.23	3.20	7.95	8.42	9.27
P/E(倍)	29.6	29.9	12.0	11.3	10.3
P/B(倍)	7.1	6.1	4.3	3.2	2.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	23484	40526	52228	43760	79853
现金	4566	17574	7207	23504	39169
应收票据及应收账款	4433	6309	15497	7181	14895
其他应收款	575	704	1589	796	1488
预付账款	438	781	1693	880	1328
存货	8587	8704	21068	5904	17265
其他流动资产	4885	6455	5174	5495	5708
<b>非流动资产</b>	73382	93226	147826	167975	191150
长期投资	718	1314	1998	2696	3393
固定资产	37478	56371	102229	107007	116392
无形资产	5337	6905	8339	9525	10698
其他非流动资产	29849	28636	35260	48746	60667
<b>资产总计</b>	96865	133753	200054	211735	271003
<b>流动负债</b>	44800	68134	105210	92175	120195
短期借款	20034	38245	37898	37045	36999
应付票据及应付账款	16411	17493	42049	29876	52872
其他流动负债	8355	12395	25263	25254	30324
<b>非流动负债</b>	8134	13968	21103	21539	26292
长期借款	5963	11822	18872	19273	24010
其他非流动负债	2172	2146	2231	2267	2282
<b>负债合计</b>	52934	82102	126313	113715	146487
少数股东权益	1567	2870	4082	5126	6057
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2161	2161	2161	2161
留存收益	37144	43104	57719	73740	91104
<b>归属母公司股东权益</b>	42364	48780	69659	92894	118459
负债和股东权益	96865	133753	200054	211735	271003

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	25933	16850	45264	52758	48796
净利润	10593	10415	26172	27481	30025
折旧摊销	4601	5236	7731	10807	12491
财务费用	1080	1076	1972	1974	1537
投资损失	-159	-179	-88	-101	-100
营运资金变动	8951	-411	9585	12584	4847
其他经营现金流	867	712	-108	12	-4
<b>投资活动现金流</b>	-18367	-23855	-62225	-30903	-35590
资本支出	17815	23236	53502	19779	22409
长期投资	-21	-498	-684	-698	-697
其他投资现金流	-573	-1117	-9407	-11822	-13877
<b>筹资活动现金流</b>	-9233	19813	6594	-5558	2458
短期借款	2622	18211	-347	-853	-46
长期借款	2145	5859	7050	401	4737
普通股增加	406	0	0	0	0
资本公积增加	-231	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-14175	-4257	-110	-5105	-2233
<b>现金净增加额</b>	-1674	12785	-10367	16298	15665

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	68051	73433	149069	155032	165574
营业成本	48998	53766	104199	107887	115847
营业税金及附加	576	676	1342	1395	1490
营业费用	2783	2939	5963	6201	6457
管理费用	1434	1420	2877	3023	2815
研发费用	1705	2043	4099	4496	4470
财务费用	1080	1076	1972	1974	1537
资产减值损失	-284	-488	-807	-935	-947
其他收益	961	742	852	797	825
公允价值变动收益	8	-6	0	0	0
投资净收益	159	179	88	101	100
资产处置收益	-0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	12297	11825	30364	31888	34829
营业外收入	79	23	44	35	38
营业外支出	115	116	116	116	116
<b>利润总额</b>	12260	11732	30292	31807	34752
所得税	1667	1317	4120	4326	4726
<b>净利润</b>	10593	10415	26172	27481	30025
少数股东损益	463	373	1212	1044	931
<b>归母净利润</b>	10130	10041	24961	26437	29095
EBITDA	18332	19539	40464	45054	49260
EPS(元)	3.23	3.20	7.95	8.42	9.27

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.3	7.9	103.0	4.0	6.8
营业利润(%)	-23.6	-3.8	156.8	5.0	9.2
归属于母公司净利润(%)	-4.5	-0.9	148.6	5.9	10.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.0	26.8	30.1	30.4	30.0
净利率(%)	14.9	13.7	16.7	17.1	17.6
ROE(%)	24.1	20.2	35.5	28.0	24.1
ROIC(%)	16.2	12.6	21.0	18.8	16.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.6	61.4	63.1	53.7	54.1
净负债比率(%)	59.8	66.8	78.0	41.7	26.3
流动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.7
速动比率	0.2	0.4	0.2	0.3	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.9	0.8	0.7
应收账款周转率	8.2	13.7	13.7	13.7	15.0
应付账款周转率	4.0	3.2	3.5	3.0	2.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.23	3.20	7.95	8.42	9.27
每股经营现金流(最新摊薄)	8.26	5.37	14.42	16.80	15.54
每股净资产(最新摊薄)	13.49	15.54	22.19	29.59	37.73
<b>估值比率</b>					
P/E	29.6	29.9	12.0	11.3	10.3
P/B	7.1	6.1	4.3	3.2	2.5
EV/EBITDA	17.9	17.3	8.9	7.7	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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