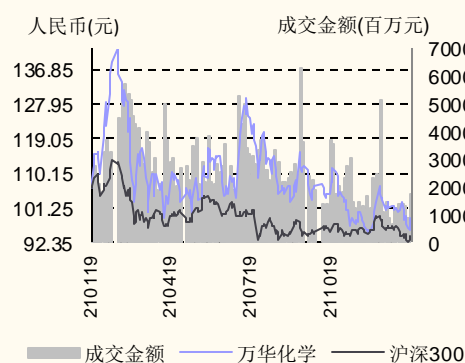


市场价格 (人民币): 98.80 元

业绩符合预期, 未来成长可期

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)	3,102.07
年内股价最高最低(元)	142.30/95.00
沪深 300 指数	4813
上证指数	3570



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	141,562	151,414	163,460
营业收入增长率	12.26%	7.91%	92.78%	6.96%	7.96%
归母净利润(百万元)	10,130	10,041	24,453	26,578	29,495
归母净利润增长率	-4.53%	-0.87%	143.52%	8.69%	10.98%
摊薄每股收益(元)	3.226	3.198	7.788	8.465	9.394
每股经营性现金流净额	8.06	4.98	12.04	12.13	12.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.91%	20.58%	35.36%	29.00%	25.20%
P/E	17.41	28.47	12.27	11.29	10.17
P/B	4.16	5.86	4.34	3.27	2.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 1月17日, 公司公告, 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%。其中, 四季度单季公司实现归母净利润44.6-56.6亿元, 较三季度环比下滑6%-26%, 基本符合预期。

分析

- MDI 价格基本稳定, 石化产品价格有所下滑, 原材料端有所承压。根据百川盈孚, 2021年四季度, 纯MDI均价为22236元/吨, 环比-1.1%, 聚合MDI均价为20322元/吨, 环比+2.3%。MDI成本端, 根据wind数据, 2021年四季度动力煤均价为940元/吨, 环比+5%, 原盐价格505元/吨, 环比+64%。石化业务方面, 环氧丙烷、丙烯酸丁酯、聚乙烯、苯乙烯等价格环比三季度均有不同程度下滑, 而原材料丙烷、煤炭等价格有不同程度上涨, 在一定程度上压缩了石化业务的盈利。
- 万华的精细化工业务成长性可期。根据公司官网, 公司在原有聚氨酯事业部、石化公司、新材料事业部外, 进一步延伸了新兴技术事业部、功能化学品事业部、高性能聚合物事业部、材料解决方案事业部, 产品逐步由传统的聚氨酯类产品、石化及基础的延伸材料向催化助剂、香料、工程塑料、可降解塑料、全生物降解材料、正极电池材料等领域进行延伸。目前在现有体量的阶段, 公司具有十分强大的产业基础和资金实力, 可以进行较多领域的同时布局和产品研发, 加之公司具有自身较强的成本管控和工程化能力, 精细化工业务带给公司未来成长性可期。

投资建议

- 烟台基地完成MDI技改扩建, BC新增产能, 福建项目仍在持续推进, 聚氨酯业务仍有持续增量; 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年内逐步进入发展快车道, 我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为244.53、265.78、294.95亿元, EPS分别为7.79、8.47和9.39元, 当前市值对应PE分别为12.27X、11.29X和10.17X, 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。

相关报告

- 《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
- 《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
- 《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
- 《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
- 《万华化学报告(二): 解析MDI行业运行规律 - 【国金化工】万华...》, 2021.6.17

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

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	60,621	68,051	73,433	141,562	151,414	163,460	货币资金	5,096	4,566	17,574	35,583	37,912	40,995
增长率		12.3%	7.9%	92.8%	7.0%	8.0%	应收款项	12,215	8,955	11,954	17,230	18,222	19,671
主营业务成本	-40,114	-48,998	-53,766	-101,360	-108,331	-116,798	存货	7,810	8,587	8,704	16,384	17,511	18,880
%销售收入	66.2%	72.0%	73.2%	71.6%	71.5%	71.5%	其他流动资产	4,623	1,376	2,296	2,745	3,077	3,136
毛利	20,507	19,053	19,667	40,202	43,083	46,663	流动资产	29,745	23,484	40,526	71,942	76,721	82,681
%销售收入	33.8%	28.0%	26.8%	28.4%	28.5%	28.5%	%总资产	38.7%	24.2%	30.3%	39.6%	40.2%	40.5%
营业税金及附加	-546	-576	-676	-878	-984	-1,062	长期投资	1,123	1,509	2,264	3,864	4,241	4,494
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	固定资产	39,371	61,545	79,628	92,178	94,946	101,376
销售费用	-1,721	-2,783	-2,939	-4,176	-4,542	-4,904	%总资产	51.2%	63.5%	59.5%	50.7%	49.8%	49.7%
%销售收入	2.8%	4.1%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	3,461	6,743	8,350	8,685	9,311	9,819
管理费用	-1,002	-1,434	-1,420	-1,741	-1,862	-2,011	非流动资产	47,168	73,382	93,226	109,770	113,966	121,278
%销售收入	1.7%	2.1%	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%	%总资产	61.3%	75.8%	69.7%	60.4%	59.8%	59.5%
研发费用	-1,610	-1,705	-2,043	-2,831	-3,331	-3,596	资产总计	76,913	96,865	133,753	181,712	190,687	203,959
%销售收入	2.7%	2.5%	2.8%	2.0%	2.2%	2.2%	短期借款	19,346	23,358	38,900	50,407	31,970	16,832
息税前利润 (EBIT)	15,628	12,556	12,590	30,576	32,363	35,090	应付款项	8,436	17,770	19,003	26,443	28,271	30,480
%销售收入	25.8%	18.5%	17.1%	21.6%	21.4%	21.5%	其他流动负债	5,197	3,671	10,230	19,895	20,974	21,933
财务费用	-795	-1,080	-1,076	-2,025	-1,597	-758	流动负债	32,980	44,800	68,134	96,746	81,214	69,245
%销售收入	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.1%	0.5%	长期贷款	3,818	5,963	11,822	11,322	12,667	11,818
资产减值损失	36	307	604	0	0	0	其他长期负债	865	2,172	2,146	1,083	1,168	1,224
公允价值变动收益	0	8	-6	-220	0	0	负债	37,662	52,934	82,102	109,150	95,049	82,287
投资收益	93	159	179	500	600	500	普通股股东权益	33,779	42,364	48,780	69,152	91,648	117,061
%税前利润	0.6%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	1.4%	其中：股本	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
营业利润	16,085	12,297	11,825	29,284	31,819	35,284	未分配利润	25,829	34,321	40,281	60,652	83,148	108,562
营业利润率	26.5%	18.1%	16.1%	20.7%	21.0%	21.6%	少数股东权益	5,472	1,567	2,870	3,410	3,990	4,610
营业外收支	-107	-37	-93	16	19	21	负债股东权益合计	76,913	96,865	133,753	181,712	190,687	203,959
税前利润	15,978	12,260	11,732	29,300	31,838	35,305	比率分析						
利润率	26.4%	18.0%	16.0%	20.7%	21.0%	21.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-3,148	-1,667	-1,317	-4,307	-4,680	-5,190	每股指标						
所得税率	19.7%	13.6%	11.2%	14.7%	14.7%	14.7%	每股收益	3.881	3.226	3.198	7.788	8.465	9.394
净利润	12,830	10,593	10,415	24,993	27,158	30,115	每股净资产	12.355	13.493	15.536	22.025	29.190	37.284
少数股东损益	2,219	463	373	540	580	620	每股经营现金净流	7.044	8.064	4.982	12.042	12.127	12.992
归属于母公司的净利润	10,610	10,130	10,041	24,453	26,578	29,495	每股股利	2.000	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
净利率	17.5%	14.9%	13.7%	17.3%	17.6%	18.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.41%	23.91%	20.58%	35.36%	29.00%	25.20%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	13.80%	10.46%	7.51%	13.46%	13.94%	14.46%
净利润	12,830	10,593	10,415	24,993	27,158	30,115	投入资本收益率	20.10%	14.73%	10.86%	19.35%	19.61%	19.85%
少数股东损益	2,219	463	373	540	580	620	增长率						
非现金支出	3,149	4,294	4,632	7,465	8,847	9,335	主营业务收入增长率	14.11%	12.26%	7.91%	92.78%	6.96%	7.96%
非经营收益	1,112	1,482	1,005	1,643	1,596	1,026	EBIT增长率	-8.94%	-19.66%	0.27%	142.87%	5.85%	8.43%
营运资金变动	2,167	8,951	-411	3,707	475	316	净利润增长率	-4.71%	-4.53%	-0.87%	143.52%	8.69%	10.98%
经营活动现金净流	19,257	25,320	15,642	37,808	38,076	40,792	总资产增长率	16.84%	25.94%	38.08%	35.86%	4.94%	6.96%
资本开支	-10,243	-17,797	-23,119	-21,749	-12,504	-16,345	资产管理能力						
投资	-146	-711	-721	-1,720	-256	-100	应收账款周转天数	16.2	18.7	26.7	25.0	25.0	25.0
其他	71	142	-16	400	479	347	存货周转天数	67.4	61.1	58.7	59.0	59.0	59.0
投资活动现金净流	-10,318	-18,367	-23,855	-23,069	-12,281	-16,098	应付账款周转天数	36.7	43.6	58.3	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	63	720	0	0	0	固定资产周转天数	175.3	201.0	280.2	162.5	154.9	153.1
债权募资	-2,607	-909	25,447	9,927	-17,027	-15,954	偿债能力						
其他	-5,288	-8,393	-6,377	-6,657	-6,439	-5,657	净负债/股东权益	46.03%	56.15%	64.06%	35.95%	6.97%	-10.20%
筹资活动现金净流	-7,894	-9,240	19,790	3,271	-23,466	-21,611	EBIT利息保障倍数	19.7	11.6	11.7	15.1	20.3	46.3
现金净流量	1,045	-2,287	11,577	18,010	2,328	3,083	资产负债率	48.97%	54.65%	61.38%	60.07%	49.85%	40.34%

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	12	18	36	80	138
增持	2	2	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.10	1.10	1.09	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。

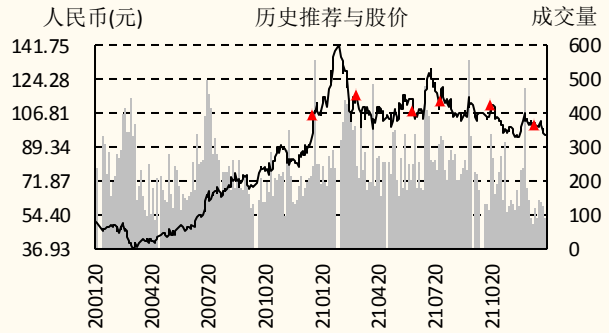
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-01-07	买入	98.42	N/A
2	2021-03-17	买入	117.19	N/A
3	2021-04-11	买入	106.90	N/A
4	2021-06-17	买入	110.01	142.50 ~ 142.50
5	2021-07-11	买入	124.65	N/A
6	2021-07-30	买入	114.52	N/A
7	2021-10-21	买入	108.09	N/A
8	2021-12-30	买入	101.89	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