

万华化学 (600309)

化工

发布时间: 2021-03-17

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

四季度业绩超市场预期，高成长助力未来发展

万华化学发布 2020 年报，公司 2020 年度实现营业收入 734.33 亿元，同比增长 7.91%；归属于上市公司股东的净利润 100.41 亿元，同比下降 0.87%。

聚氨酯系列下半年内需及出口快速恢复，新增产能不断落地。聚氨酯系列产销量同比增长 7.06%/10.11%，主要为 2020 年收购福建 TDI 项目新增产能 10 万吨/年；聚醚项目新增产能 19.5 万吨/年。聚氨酯系列毛利率 43.51%，产能利用率 90.00%，我们分析下半年开工负荷较高，四季度量价齐升是业绩超市场预期的重要原因。2020 年下半年尤其是四季度受益于冰箱出口大增及美国房地产市场火爆等下游推动，叠加四季度疫情及气候等原因导致海外巨头不可抗力及检修频发，供需错配使 MDI 产品高景气淡季不淡。聚醚目前产能 60.5 万吨，PO/SM 装置计划于 2021 年下半年建成投产，POCHP 中试装置中交，万华 PO 产业集群初步形成，进一步支持聚醚产业。福建 MDI 装置如期打桩，TDI 装置快速引入万华检修标准及优质承包商并计划扩能至 25 万吨/年。

乙烯项目投产，精细化学品及新材料快速发展。石化系列营业收入同比增长 14.84%，产销量同比减少 5.57%/4.72%，毛利率 4.26%比上年减少 6.89 个百分点。乙烯项目建成投产补齐了万华聚氨酯产业链最关键的原料和副产物利用的链条，向下游发展精细化学品及新材料。精细化学品及新材料产销量同比增长 34.22%/33.83%，主要系 PC 二期 13 万吨投产及 IPDI 产业链复产；毛利率同比基本不变，营收及成本同比增长 12.13%/12.45%主要系产品价格有所下降。四川眉山基地一期改性塑料项目在 2020 年年底顺利投产，二期 PBAT 生物降解聚酯项目以及电池材料项目前期设计报批工作顺利推进。中期来看将有尼龙 12、POE、柠檬醛、PLA 等产品投产，中长期看布局电子化学品，在大硅片、研磨液研磨垫等领域探索尝试，为未来 10 年大方向做布局。

新增 2023 年盈利预测，维持“买入”评级。预计 2021-2023 年净利润 198.98/222.48/250.66 亿元，对应 PE 分别为 18X/17X/15X，维持 6 个月目标价 150.83 元及“买入”评级。

风险提示：MDI 价格大幅下跌；新建项目进度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	68,051	73,433	103,808	117,727	134,678
(+/-)%	-6.57%	7.91%	41.36%	13.41%	14.40%
归属母公司净利润	10,130	10,041	19,898	22,248	25,066
(+/-)%	-34.92%	-0.87%	98.16%	11.81%	12.67%
每股收益 (元)	3.23	3.20	6.34	7.09	7.98
市盈率	17.41	28.47	18.49	16.54	14.68
市净率	4.16	5.86	5.65	4.47	3.63
净资产收益率 (%)	23.91%	20.58%	30.58%	27.02%	24.72%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.98%	1.36%	1.63%
总股本 (百万股)	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140

股票数据 2021/03/16

6 个月目标价 (元)	150.83
收盘价 (元)	117.19
12 个月股价区间 (元)	38.45~143.98
总市值 (百万元)	367,946.91
总股本 (百万股)	3,140
A 股 (百万股)	3,140
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	21

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-17%	36%	184%
相对收益	-3%	34%	149%

相关报告

《万华化学 (600309): 烟台低成本扩能 50 万吨, MDI 产品景气持续》

--20210226

《万华化学 (600309): 业绩超市场预期, 高成长助力未来发展》

--20210107

《气凝胶行业深度: 气凝胶国内发展正当时, 关注泛亚微透》

--20201124

证券分析师: 陈俊杰

执业证书编号: S0550518100001
0755-33975865 chenjunjie@nesc.cn

研究助理: 李博

执业证书编号: S0550119060023
010-58034578 libo1@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,574	29,770	42,427	57,410
交易性金融资产	0	18	38	68
应收款项	6,309	8,200	9,571	10,846
存货	8,704	11,425	12,956	14,890
其他流动资产	7,940	8,343	9,186	9,891
流动资产合计	40,526	57,756	74,178	93,104
可供出售金融资产				
长期投资净额	1,314	1,514	1,614	1,714
固定资产	56,371	62,471	69,561	76,441
无形资产	6,905	8,405	10,805	13,205
商誉	1,386	1,396	1,416	1,436
非流动资产合计	93,226	106,914	121,406	135,126
资产总计	133,753	164,670	195,584	228,230
短期借款	38,245	39,245	41,245	42,745
应付款项	17,493	21,239	24,990	28,500
预收款项	0	1,862	1,729	1,794
一年内到期的非流动负债	655	775	867	983
流动负债合计	68,134	76,956	84,754	92,347
长期借款	11,822	16,822	21,822	26,822
其他长期负债	2,146	2,146	2,146	2,146
长期负债合计	13,968	18,968	23,968	28,968
负债合计	82,102	95,924	108,722	121,315
归属于母公司股东权益合计	48,780	65,078	82,326	101,392
少数股东权益	2,870	3,667	4,536	5,524
负债和股东权益总计	133,753	164,670	195,584	228,230

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73,433	103,808	117,727	134,678
营业成本	53,766	69,504	78,814	90,584
营业税金及附加	676	966	1,075	1,239
资产减值损失	-488	-100	-110	-120
销售费用	2,939	4,077	4,685	5,341
管理费用	1,420	2,066	2,355	3,098
财务费用	1,076	1,880	1,975	2,064
公允价值变动净收益	-6	7	6	-5
投资净收益	179	236	275	314
营业利润	11,825	23,731	26,512	29,681
营业外收支净额	-93	-80	-92	-75
利润总额	11,732	23,651	26,420	29,606
所得税	1,317	2,956	3,302	3,553
净利润	10,415	20,694	23,117	26,053
归属于母公司净利润	10,041	19,898	22,248	25,066
少数股东损益	373	796	869	988

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	10,415	20,694	23,117	26,053
资产减值准备	604	100	110	120
折旧及摊销	5,236	5,300	5,400	5,600
公允价值变动损失	6	-7	-6	5
财务费用	1,229	2,260	2,549	2,849
投资损失	-179	-236	-275	-314
运营资本变动	-411	2,687	1,961	2,063
其他	-51	75	89	71
经营活动净现金流量	16,850	30,874	32,945	36,448
投资活动净现金流量	-23,855	-18,938	-19,831	-19,232
融资活动净现金流量	19,813	260	-457	-2,233
企业自由现金流	-6,686	6,462	7,865	11,290

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	3.20	6.34	7.09	7.98
每股净资产 (元)	15.54	20.73	26.22	32.29
每股经营性现金流量	5.37	9.83	10.49	11.61
成长性指标				
营业收入增长率	7.9%	41.4%	13.4%	14.4%
净利润增长率	-0.9%	98.2%	11.8%	12.7%
盈利能力指标				
毛利率	26.8%	33.0%	33.1%	32.7%
净利润率	13.7%	19.2%	18.9%	18.6%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	31.36	28.83	29.67	29.39
存货周转率 (次)	59.09	60.00	60.00	60.00
偿债能力指标				
资产负债率	61.4%	58.3%	55.6%	53.2%
流动比率	0.59	0.75	0.88	1.01
速动比率	0.46	0.59	0.71	0.83
费用率指标				
销售费用率	4.0%	3.9%	4.0%	4.0%
管理费用率	1.9%	2.0%	2.0%	2.3%
财务费用率	1.5%	1.8%	1.7%	1.5%
分红指标				
分红比例	0.0%	18.1%	22.5%	23.9%
股息收益率	0.0%	1.0%	1.4%	1.6%
估值指标				
P/E (倍)	28.47	18.49	16.54	14.68
P/B (倍)	5.86	5.65	4.47	3.63
P/S (倍)	5.01	3.54	3.13	2.73
净资产收益率	20.6%	30.6%	27.0%	24.7%

资料来源：东北证券

分析师简介:

陈俊杰：清华大学有机化学硕士，华南理工大学应用化学本科，现任东北证券化工行业首席分析师。曾任申银万国证券研究所材料业部高级分析师。2015年以来具有4年证券研究从业经历，2015年、2016年新财富入围，2019年水晶球入围。在农化、玻纤、新材料等领域具有独到深刻见解，曾挖掘扬农化工、利尔化学、中国巨石、金发科技等标的，基本面研究扎实获市场认可。

李博：山东大学高分子化学与物理硕士，郑州大学材料科学与工程本科，现任东北证券基础化工组研究助理。曾任万华化学（北京）有限公司技术研发部研发工程师，2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn