

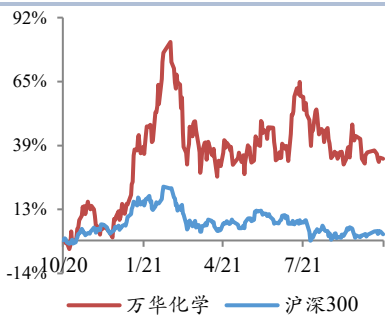
Q3 高景气延续，碳中和投资保障新项目

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-19

收盘价（元）	104.74
近12个月最高/最低（元）	142.30/75.61
总股本（百万股）	3,140
流通股本（百万股）	1,424
流通股比例（%）	45.35
总市值（亿元）	3,289
流通市值（亿元）	1,491

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

1. 加速绿电和新能源布局，有望提前碳中和 2021-09-05
2. 福建 MDI 项目开始设备安装，未来规划 160 万吨产能 2021-08-22
3. 不只高销量和价格，还有高投资和创新 2021-07-30

主要观点：

● 事件描述：

10月19日，万华化学发布2021年三季报。据公告，公司2021年前三季度实现营业收入1073.18亿元，同比增长118.0%；归母净利润195.42亿元，同比增长265.3%；加权平均ROE为34.8%，同比提高22.5个百分点。

● 公司2021Q3单季度实现归母净利润60.1亿元，受到原料价格上涨影响

2021年前三季度，公司实现毛利润316.91亿元，毛利率29.5%。2021年前三季度，公司销售费用31.68亿元，同比增加50.8%；管理费用13.20亿元，同比增长50.1%；财务费用10.28亿元，同比增加75.9%；研发费用21.50亿元，同比增长50.6%，研发费用占比达到2.0%，主要是因为公司在新材料等领域研发投入增加。公司经营活动净现金流174.83亿元，同比上升119.3%；净现比为0.88，同比减少0.54，主要是因为应收账款的增加；公司存货周转天数为45.6天，同比减少14.9天，经营效率略有提升。

单季度看，2021Q3公司营收396.61亿元，同比增加116.4%，环比增加116.4%；毛利润106.67亿元，毛利率26.9%，同比基本持平，环比下降3.3个百分点；归母净利润60.11亿元，同比增加139.1%，环比减少13.0%。公司毛利率及归母净利润环比均出现下降主要是因为原材料及能源价格上涨导致生产成本的提高，以及石化板块销售数据下滑，但聚氨酯和新材料销售数据依旧实现增长。

● (1) 聚氨酯板块：销量稳定增长，出口需求依旧旺盛

单季度看，2021Q3聚氨酯板块实现营收156.8亿元，同比增长86.6%，环比增长6.9%，营收占比39.5%。2021Q3，公司聚氨酯板块产量为96.2万吨，同比增长30.0%，环比减少8.9%；销量为101.1万吨，同比增长32.9%，环比增长4.2%。2021Q3，公司聚氨酯板块营收、销量依然实现同比、环比双增长，主要是因为全球聚氨酯市场供给偏紧的局面仍在持续，而下游需求依旧旺盛。

国内市场方面：国内MDI价格在2021Q3略有回升，华东聚合MDI价格从Q2的17909元/吨上涨到Q3的23703元/吨，华东纯MDI价格从Q2的20532元/吨上涨到Q3的22481元/吨。原料方面，纯苯、煤炭等原材料价格均出现上涨，2021Q3纯苯市场均价8068元/吨，同比上涨142%；5000大卡动力煤均价1055元/吨，同比上涨104%。下半年以来，受煤炭等原材料和能源价格不断上涨的影响，在现有的价格水平下，预计四季度公司MDI单吨盈利空间不及上半年的水平，但仍会好于历史中位数。

国际市场方面：由于海外MDI市场供不应求，MDI出口价格今年以来屡

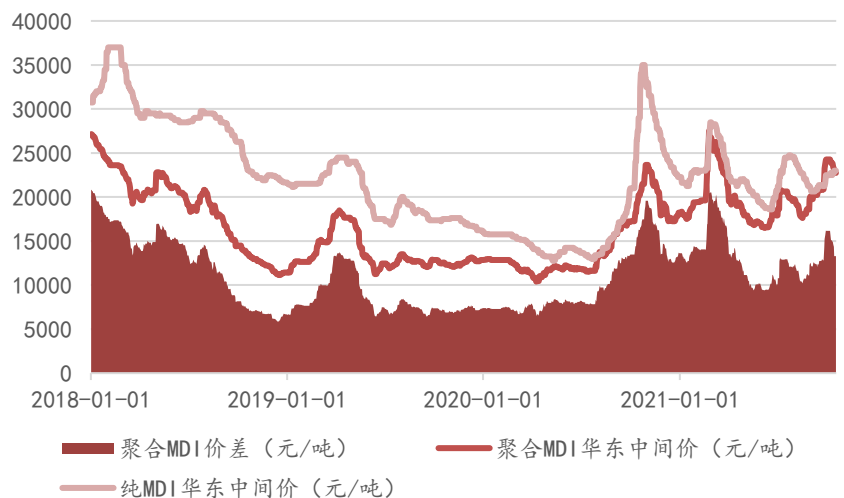
创新高，8月聚合MDI和纯MDI出口平均单价分别为2269、2541美元/吨，均为18年以来的高点。国内MDI出口量3-8月均维持在历史高位，其中7、8月聚合MDI出口量分别为7.6、8.5万吨，出口增量主要源于扩能后的万华，将为万华在内的国内MDI企业带来超额盈利。

图表1 万华化学聚氨酯板块经营数据季度变化

聚氨酯板块				
	营收	产量	销量	均价
	亿元	万吨	万吨	元/吨
17Q1	60.8	34.9	40.1	15168
17Q2	79.0	52.4	46.8	16895
17Q3	84.5	50.0	51.4	16444
17Q4	74.1	44.7	45.4	16309
18Q1	81.5	42.1	44.2	18433
18Q2	86.6	51.0	50.6	17112
18Q3	75.1	46.6	47.7	15723
18Q4	66.3	47.7	49.6	13389
19Q1	82.4	64.5	65.8	12526
19Q2	82.4	70.4	66.2	12455
19Q3	75.7	63.6	64.5	11737
19Q4	78.0	69.8	65.5	11916
20Q1	63.7	61.2	60.1	10599
20Q2	70.5	61.6	64.1	10992
20Q3	84.0	74.1	76.1	11041
20Q4	126.0	90.4	88.1	14295
21Q1	137.6	95.8	92.4	14883
21Q2	146.6	105.7	97.1	15107
21Q3	156.8	96.2	101.1	15504

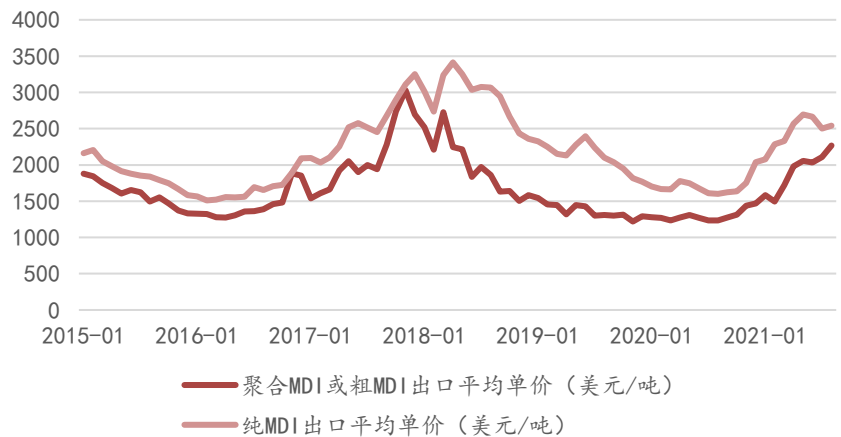
资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 国内MDI价格及价差变化



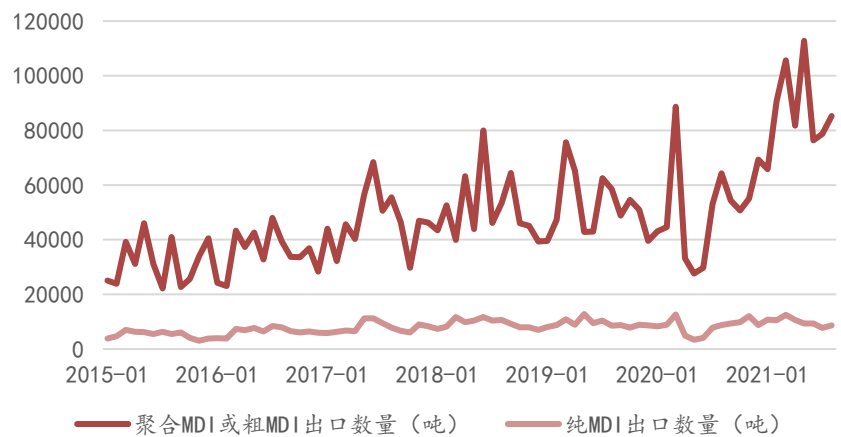
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 MDI 出口价格月度变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 MDI 出口量月度变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

全球 MDI 装置逐步进入检修期, 多套海外装置低负荷运行, 供给端依旧偏紧。9-11 月份是 MDI 装置的密集检修期, 包括宁波万华在内的全球约有 405 万吨产能将进入约 1 个月的检修期。此外, 仍有多套海外及国内装置在低负荷运行。

图表 5 近期全球 MDI 装置动态

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	装置运行正常, 后期预计扩产至 180 万吨, 11 月中旬左右年检, 预计 50 天左右
烟台万华	110	装置正常运行
比利时巴斯夫	65	9 月底装置有检修计划, 预计 1 个月
上海科思创	60	装置正常运行
美国亨斯迈	50	装置正常运行
欧洲亨斯迈	47	装置正常运行

德国科思创	42	低负荷运行, 具体恢复时间不确定
韩国锦湖	41	装置正常运行, 10月底存降负荷预期
上海亨斯迈	40	低负荷运行, 24万吨/年精馏装置于10月1日开始停车检修, 预计25天左右; 另一套装置暂无停车计划
美国巴斯夫	40	装置于9月11日重启, 不可抗力仍未解除
沙特陶氏	40	装置正常运行, 10月份存检修计划, 大约2-3周
日本东曹	40	20万吨/年装置于9月2日开始检修, 预计10月下旬装置存复产计划; 13万吨/年和7万吨/年装置正常运行
重庆巴斯夫	40	装置正常运行
上海联恒	35	9月23日联恒35万吨/年母液装置计划检修, 预计10月20日结束
美国陶氏	34	低负荷运行
美国科思创	33	装置正常运行
匈牙利BC	30	8月17日开始陆续停车检修, 检修50天左右, 技改完成后, 产能将达到35万吨/年
韩国巴斯夫	25	装置正常运行, 11月份有检修计划
德国陶氏	20	9月初进入检修, 预计1个月时间
上海巴斯夫	19	装置负荷有所下滑
葡萄牙陶氏	19	10月份存检修计划, 大约1-2周
浙江瑞安	7	8月1号停车检修, 于9月1日恢复重启, 但因东曹装置检修影响, 母液供应减少, 国内精馏装置负荷不高
日本科思创	7	10月份有检修计划, 预计1个月时间

资料来源: 百川盈孚, 天天化工网, 华安证券研究所

● (2) 石化板块: 营收趋于稳定, 销量略有下滑

单季度看, 2021Q3石化板块实现营收156.3亿元, 同比增长184.0%, 环比增长4.2%, 营收占比39.4%。2021Q3, 公司石化板块产量为88.9万吨, 同比增长77.3%, 环比减少13.1%; 销量为261.2万吨, 同比增长64.9%, 环比减少4.6%。根据2021Q3产销量数据, 我们推测公司LPG贸易量约为170万吨, 贸易额约78亿元(以4600元/吨的均价计算)。产品价格方面, 2021Q3, 山东丙烯价格7785元/吨, 同比上涨11.4%; 山东PO价格16336元/吨, 同比上涨26.4%; 山东正丁醇价格14636元/吨, 同比上涨152%; 山东丙烯酸价格13751元/吨, 同比上涨103.3%; 山东丙烯酸丁酯价格18301元/吨, 同比上涨133.0%; NPG华东加氢价格19933元/吨, 同比上涨151.1%; 山东MTBE价格5788元/吨, 同比上涨54.5%; 华东PP拉丝价格8585元/吨, 同比上涨7.4%; 华东LLDPE膜级价格8427元/吨, 同比上涨13.4%; 华东乙烯法PVC价格9932元/吨, 同比上涨43.2%。

原料价格方面, 2021Q3, 丙烷CP均价648美元/吨, 同比上涨78%; 丁烷CP均价647美元/吨, 同比上涨87%。

图表 6 万华化学石化板块经营数据季度变化

石化板块				
	营收	产量	销量	均价
	亿元	万吨	万吨	元/吨
17Q1	33.2	37.7	67.1	4945
17Q2	36.0	49.2	84.6	4255
17Q3	38.4	47.9	101.5	3785
17Q4	45.5	24.9	78.4	5800
18Q1	34.8	38.4	72.0	4828
18Q2	48.4	37.0	110.2	4395
18Q3	54.5	32.9	107.7	5062
18Q4	51.4	42.6	96.9	5306
19Q1	40.2	44.7	79.9	5037
19Q2	34.9	46.3	66.6	5238
19Q3	51.3	54.0	118.9	4312
19Q4	74.6	54.1	178.6	4179
20Q1	54.6	44.9	128.0	4267
20Q2	49.5	39.7	152.8	3242
20Q3	55.0	50.2	158.4	3475
20Q4	71.7	53.2	189.1	3789
21Q1	120.6	86.3	235.0	5132
21Q2	150.0	102.3	273.8	5478
21Q3	156.3	88.9	261.2	5984

资料来源: wind, 华安证券研究所

● (3) 新材料板块: 产品市场推广加速, 销量单季环比继续保持增长

单季度看, 2021Q3 新材料板块实现营收 42.1 亿元, 同比增长 89.4%, 环比增长 17.8%, 营收占比 10.6%。2021Q3, 公司新材料板块销量为 20.2 万吨, 同比增长 28.2%, 环比增长 21.3%。2021Q3 公司新材料板块营收和销量同比、环比继续增长, 部分产品盈利能力持续改善, 产品市场推广在加速。**价格价差方面:** 2021Q3, PC 由于原料双酚 A 价格继续下降, 产品价差扩大, 盈利能力提升。而 HDI 价格继续保持在历史较高的 77600 元/吨的水平, 持续的高价差带来盈利能力的提升。

图表 7 万华化学新材料板块经营数据季度变化

新材料系列				
	营收	产量	销量	均价
	亿元	万吨	万吨	元/吨
17Q1	8.1	5.5	4.3	18836
17Q2	9.6	5.7	5.3	18032
17Q3	12.5	6.9	7.7	16359
17Q4	11.8	7.4	6.7	17594
18Q1	10.8	8.3	5.6	19191
18Q2	16.1	8.6	8.4	19034
18Q3	15.1	6.5	8.0	18747
18Q4	15.1	9.6	10.1	15005

19Q1	15.3	10.5	8.1	19003
19Q2	17.1	9.5	9.5	17947
19Q3	18.0	10.7	10.8	16731
19Q4	20.5	12.0	13.1	15599
20Q1	14.1	12.2	9.3	15044
20Q2	17.9	12.8	13.1	13650
20Q3	22.2	14.4	15.7	14128
20Q4	25.3	18.0	17.3	14618
21Q1	30.2	17.5	16.5	18340
21Q2	35.7	18.3	16.6	21478
21Q3	42.1	19.5	20.2	20874

资料来源：wind，华安证券研究所

● 万华与海康威视战略合作，联合高瓴投资上海乐橘

万华与海康威视达成战略合作，主要涵盖化工新型高端材料研发和化工安全生产管控两个方面。材料研发方面，得益于万华优秀的研发体系和人才储备，可以依托不断创新的核心技术、产业化装置及高效的运营模式，推动化工新型高端材料研发和大规模生产，助力海康威视产品在结构材料上的升级。生产管控方面，海康威视作为全栈光谱物联能力的构建者、企业数字化转型的合作伙伴，能帮助万华实现场景物联和智能感知，降低企业事故隐患风险，提高企业日常安防、生产安全预警能力。

万华与高瓴联合投资上海乐橘科技有限公司B轮，涉足供应链基础设施领域。乐橘是一家成立于2018年的智能包装及智能物流的供应链基础设施服务公司，其包装产品均按国家标准循环使用，旨在推进塑料制品的循环再生利用，最大限度地保护自然环境、节约资源。万华此次投资体现了公司在产品包装领域对智能化、再生原材料、减碳三方面的重视。

● 投资建议

预计公司2021-2023年归母净利润分别为243.28、254.46、278.49亿元，同比增速为142.3%、4.6%、9.4%。对应PE分别为13.52、12.92、11.81倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

因公司人力规模扩大带来的内部管理难度增大的风险；公司核心产品因技术突破或合资经营等方式大规模扩散的风险；项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73433	131928	135623	146622
收入同比 (%)	7.9%	79.7%	2.8%	8.1%
归属母公司净利润	10041	24328	25446	27849
净利润同比 (%)	-0.9%	142.3%	4.6%	9.4%
毛利率 (%)	26.8%	32.7%	33.0%	32.9%
ROE (%)	20.6%	33.3%	25.8%	22.0%
每股收益 (元)	3.20	7.75	8.10	8.87
P/E	28.47	13.52	12.92	11.81
P/B	5.86	4.50	3.34	2.60
EV/EBITDA	17.89	8.84	8.63	8.27

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	40526	43348	40633	44097	营业收入	73433	131928	135623	146622
现金	17574	4566	4566	4566	营业成本	53766	88840	90850	98316
应收账款	6309	8969	9903	11090	营业税金及附加	676	1227	1238	1349
其他应收款	704	1009	1161	1261	销售费用	2939	5181	5397	5815
预付账款	781	969	1041	1209	管理费用	1420	2606	2720	2890
存货	8704	15620	15534	16671	财务费用	1076	2281	2142	1832
其他流动资产	6455	12214	8429	9300	资产减值损失	-488	-59	-22	-28
非流动资产	93226	122070	146000	170141	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	1314	1314	1314	1314	投资净收益	179	0	0	0
固定资产	56371	75162	90509	108186	营业利润	11825	28424	29731	32538
无形资产	6905	9206	11232	13197	营业外收入	23	0	0	0
其他非流动资产	28636	36389	42945	47445	营业外支出	116	0	0	0
资产总计	133753	165418	186633	214238	利润总额	11732	28424	29731	32538
流动负债	68134	72804	67625	66346	所得税	1317	3191	3338	3653
短期借款	38245	30705	22431	18273	净利润	10415	25233	26393	28884
应付账款	9156	12832	14491	15542	少数股东损益	373	905	946	1036
其他流动负债	20733	29266	30703	32532	归属母公司净利润	10041	24328	25446	27849
非流动负债	13968	15731	15731	15731	EBITDA	17826	41750	41808	43121
长期借款	11822	13585	13585	13585	EPS (元)	3.20	7.75	8.10	8.87
其他非流动负债	2146	2146	2146	2146					
负债合计	82102	88534	83356	82077					
少数股东权益	2870	3775	4722	5758	主要财务比率				
股本	3140	3140	3140	3140	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2161	2162	2162	2162	成长能力				
留存收益	43479	67807	93254	121102	营业收入	7.9%	79.7%	2.8%	8.1%
归属母公司股东权	48780	73109	98555	126404	营业利润	-3.8%	140.4%	4.6%	9.4%
负债和股东权益	133753	165418	186633	214238	归属于母公司净利	-0.9%	142.3%	4.6%	9.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.8%	32.7%	33.0%	32.9%
					净利率 (%)	13.7%	18.4%	18.8%	19.0%
					ROE (%)	20.6%	33.3%	25.8%	22.0%
					ROIC (%)	10.9%	22.4%	20.2%	18.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	61.4%	53.5%	44.7%	38.3%
					净负债比率 (%)	159.0%	115.2%	80.7%	62.1%
					流动比率	0.59	0.60	0.60	0.66
					速动比率	0.46	0.37	0.36	0.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.80	0.73	0.68
					应收账款周转率	11.64	14.71	13.70	13.22
					应付账款周转率	5.87	6.92	6.27	6.33
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.20	7.75	8.10	8.87
					每股经营现金流	5.37	11.23	14.15	12.43
					每股净资产	15.54	23.28	31.39	40.26
					估值比率				
					P/E	28.47	13.52	12.92	11.81
					P/B	5.86	4.50	3.34	2.60
					EV/EBITDA	17.89	8.84	8.63	8.27

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表10篇国际论文，引用数超600次，申请5项国家发明专利；天津大学化工学士；2年央企战略规划经验，5年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；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）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。