

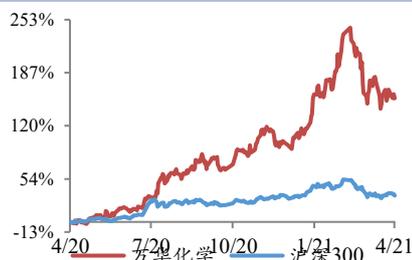
受益行业景气，再创最佳一季

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-09

收盘价（元）	106.90
近12个月最高/最低（元）	143.98/40.86
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）	3,356
流通市值（亿元）	1,522

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

- 回首过去 20 载砥砺前行，展望未来 20 年大江大河 2021-03-16
- 与美国最大分销商之一 Terra Firma 合作，加速全球化布局 2021-03-11
- 全球首套 110 万吨 MDI 单套装置产能投产 2021-02-25

主要观点：

● 事件描述：

4月9日，公司公告2021年一季报。据公告，2021年一季度公司实现营业收入313.12亿元，同比增加104.08%；归母净利润66.21亿元，同比增长380.82%；扣非后归母净利润63.70亿元，同比上升499.72%；加权平均ROE为12.77%，同比增加9.57个百分点；经营活动现金流净额为30.19亿元，同比增加5.19%。

● 业绩创历史最好一季，归母净利润超66亿元

2021年一季度，公司实现毛利润100.61亿元，同比增加了69.78亿元。一季度，公司财务费用2.91亿元，同比增加了13.54%；管理费用4.18亿元，同比增加34.12%；销售费用9.21亿元，同比增加30.13%。公司经营活动净现金流30.19亿元，同比增加5.19%；筹资活动净现金流为48.55亿元，同比下降23.91%。公司净现比为0.45，同比减少1.47；存货周转天数为45.12天，同比减少25.24天，经营效率提升。公司应收票据及账款由去年同期的51.39亿元增加到84.45亿元，应付票据及账款由去年同期的196.38亿元小幅增加到196.67亿元。公司一季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为61.65亿元，同比增加17.51%，在建工程223.10亿元，同比减少17.73%，主要为本期烟台工业园工程项目扩能技改完成所致。

下游需求方面，21年开始MDI下游行业同比增长明显，带动MDI需求量提升。2021年2月，房屋新开工面积1.7亿平方米，同比增长64.3%；乘用车产量116.2万辆，同比增长480.58%。此外，我们预计无醛板、猪舍保温板的替代需求也将带来巨大的MDI需求增量，潜在需求增量超过240万吨。

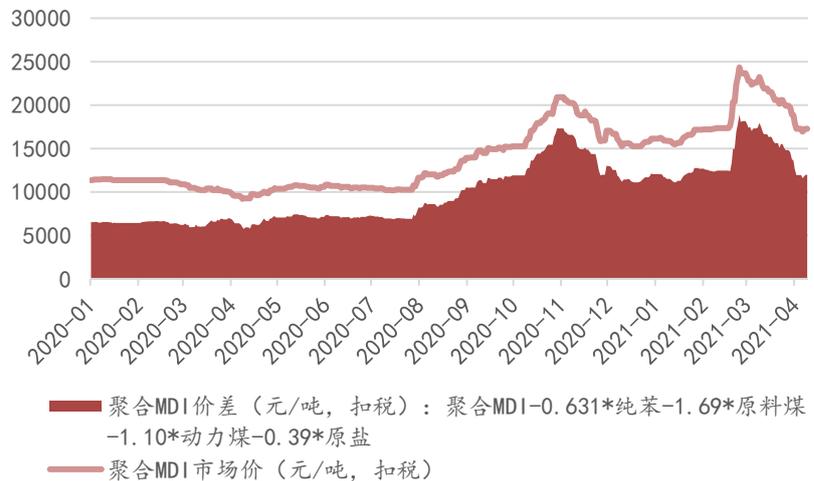
● 聚氨酯板块：价格处于历史较高水平，盈利水平出色

2021年一季度，聚氨酯板块实现营业收入137.58亿元，同比增加115.97%。与去年同期相比，公司一季度的聚氨酯板块业务大幅增长，主要因为量价齐升。2021年一季度公司聚氨酯板块销量为92.44万吨，同比增加53.80%。一季度聚氨酯板块产量为95.80万吨，同比上升56.63%。聚氨酯板块单季度销量同比环比都出现上升，反映了聚氨酯行业景气度开始进入上行区间，是周期反转的重要信号。

价格方面，MDI价格在一季度依旧维持在较高水平。21Q1华东聚合MDI均价（扣税）为18903元/吨，同比上升71.9%，环比上升8.82%，纯MDI均价（扣税）为21381元/吨，同比上升55.9%，环比下降10.5%；21Q1华东TDI均价（扣税）为13376元/吨，同比上升35.2%，环比上升7.6%。2021年以来，全球疫情影响逐渐消退，海内外主要生产装置不可抗力频发，带动MDI和TDI产品价格继续维持20Q4以来的较高水平，远超过

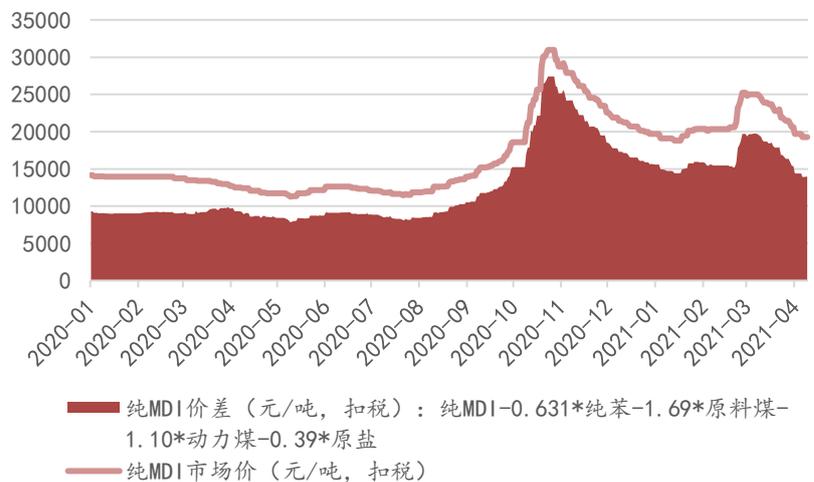
去年同期水平。4月9日，华东聚合MDI、纯MDI扣税价格分别为17389、19248元/吨，华东TDI的扣税价格达到13717元/吨。产品价格大幅提升，公司聚氨酯盈利能力得到恢复和增长，聚氨酯板块将持续为公司带来巨大收益。

图表1 聚合MDI 价格与价差



资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 纯MDI 价格与价差



资料来源：wind，华安证券研究所

● **石化板块：石化产品价格上涨，乙烯项目贡献业绩**

2021年一季度石化板块实现营收120.60亿元，同比增长120.84%，营收占比38.52%（同比增加2.93个百分点）；与去年同期相比，公司一季度的石化板块盈利能力增强，主要得益于乙烯项目开始贡献业绩，销量大幅增长，2021年一季度公司石化板块销量为235万吨，同比增长83.60%，一季度产量为86.32万吨，同比增加92.32%。21年以来，华东

环氧丙烷、正丁醇、丙烯酸丁酯、MTBE 季度均价都有所回升，21Q1 的均价分别为 18641 元/吨、11420 元/吨、14614 元/吨、4969 元/吨，环比分别上升 4.91%、38.3%、43.3%、31.6%，其中环氧丙烷的价格已实现同比上升 104.3%。随着一期项目进入满产状态，公司石化板块业务盈利能力将持续提高，同时乙烯二期顺利进行，未来石化板块也将成为万华业务的重要增长极。

● 新材料板块：销量持续提高，未来可期

2021 年一季度新材料板块实现营收 30.17 亿元，同比增长 114.65%，营收占比 9.63%（同比上升 0.47 个百分点）。与去年同期相比，公司 21 年一季度的新材料系列业务稳步增长，主要得益于销量的持续提升。2021 年一季度公司新材料板块销量为 16.45 万吨，同比上升 76.06%，一季度的产量则为 17.47 万吨，同比增加 43.57%。随着 PC、尼龙 12、电池材料等产品产能不断投放，公司新材料业务将继续维持快速发展通道。

● MDI 产能逐步进入检修密集期，MDI 经历淡季后将继续高景气

MDI 供给受限预计将持续。美国 MDI 主要产能均处于低负荷状态，包括陶氏（34 万吨）、科思创（33 万吨）、巴斯夫（40 万吨）。检修计划方面，重庆巴斯夫的 40 万吨 MDI 生产装置计划于 2021 年 2 月 25 日开始停车检修，预计 3 月 23 日重启；欧洲亨斯迈位于荷兰罗镇堡的 47 万吨 MDI 生产装置计划于 2021 年 3 月份开始检修，预计 4 月份检修完成；沙特陶氏 40 万吨 MDI 生产装置预计于 2021 年 5 月进行检修，重启时间未定；日本东曹 20 万吨 MDI 生产装置预计于 2021 年 5 月进行检修，预计检修时间为 45 天。除此之外，在万华扩产的情况下，3 月至今的 MDI 价格回调的速度仍将远低于往年水准，主要因为出口需求旺盛，聚合 MDI 的供、需、贸保持弱紧平衡关系。随着 4 月份新一轮订单到来和部分产能进入检修期，MDI 价格有望在经历淡季之后继续高景气，并随着传统旺季的到来持续到 10 月份。MDI 行业高景气持续也将为万华今年业绩增长打下基础。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 208.16、227.72、255.90 亿元，同比增速为 107.3%、9.4%、12.4%。对应 PE 分别为 16.12、14.74、13.12 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；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；疫苗开发进展不及预期的风险。

● 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	104473	115388	127143
收入同比 (%)	7.9%	42.3%	10.4%	10.2%
归属母公司净利润	10041	20816	22772	25590
净利润同比 (%)	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
毛利率 (%)	26.8%	33.3%	33.5%	33.5%
ROE (%)	20.6%	29.9%	24.7%	21.7%
每股收益 (元)	3.20	6.63	7.25	8.15
P/E	28.47	16.12	14.74	13.12
P/B	5.86	4.82	3.63	2.85
EV/EBITDA	17.89	10.25	9.90	9.39

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	36497	36123	39582	营业收入	73433	104473	115388	127143
现金	17574	4566	4566	4566	营业成本	53766	69689	76790	84591
应收账款	6309	7103	8425	9617	营业税金及附加	676	1008	1051	1185
其他应收款	704	799	988	1093	销售费用	2939	3448	4381	4704
预付账款	781	760	880	1040	管理费用	1420	1985	2285	2464
存货	8704	12253	13130	14343	财务费用	1076	2324	2314	2142
其他流动资产	6455	11016	8134	8922	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	25142	27143	30431
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	158567	182122	209723	利润总额	11732	25142	27143	30431
流动负债	68134	76596	76532	77591	所得税	1317	3552	3524	3889
短期借款	38245	42231	37373	35356	净利润	10415	21590	23619	26542
应付账款	9156	10066	12248	13372	少数股东损益	373	774	847	952
其他流动负债	20733	24299	26911	28863	归属母公司净利润	10041	20816	22772	25590
非流动负债	13968	8730	8730	8730	EBITDA	17826	37135	37953	39810
长期借款	11822	6584	6584	6584	EPS (元)	3.20	6.63	7.25	8.15
其他非流动负债	2146	2146	2146	2146					
负债合计	82102	85326	85262	86321					
少数股东权益	2870	3645	4492	5444	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	64295	87067	112657	营业收入	7.9%	42.3%	10.4%	10.2%
归属母公司股东权	48780	69597	92368	117959	营业利润	-3.8%	112.6%	8.0%	12.1%
负债和股东权益	133753	158567	182122	209723	归属于母公司净利	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.8%	33.3%	33.5%	33.5%
					净利率 (%)	13.7%	19.9%	19.7%	20.1%
					ROE (%)	20.6%	29.9%	24.7%	21.7%
					ROIC (%)	10.9%	18.3%	17.2%	16.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	61.4%	53.8%	46.8%	41.2%
					净负债比率 (%)	159.0%	116.5%	88.0%	70.0%
					流动比率	0.59	0.48	0.47	0.51
					速动比率	0.46	0.31	0.29	0.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.66	0.63	0.61
					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	6.63	7.25	8.15
					每股经营现金流	5.37	9.81	13.11	11.84
					每股净资产	15.54	22.17	29.42	37.57
					估值比率				
					P/E	28.47	16.12	14.74	13.12
					P/B	5.86	4.82	3.63	2.85
					EV/EBITDA	17.89	10.25	9.90	9.39

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，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4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达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；
- 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。