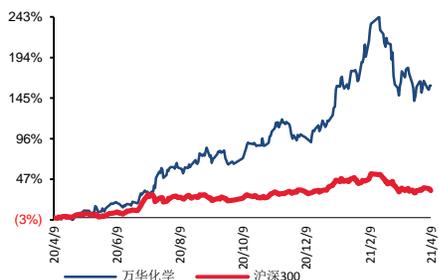


材料 材料II

单季度业绩再创历史新高，维持“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,140/1,424
总市值/流通(百万元)	342,609/155,360
12个月最高/最低(元)	143.98/42.05

相关研究报告:

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学:连续四年超百亿利润规模,中长期持续向好》--2021/03/15

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学:20Q4业绩创历史新高,继续看好龙头中长期成长》--2021/01/08

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学:乙烯一期投产二期紧随,石化板块引领二次成长》--2020/11/10

证券分析师:柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师:翟绪丽

电话: 010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

事件: 公司发布 2021 年一季报, 报告期内实现营业收入 313.12 亿元, 同比+104.08%; 实现归母净利润 66.21 亿元, 同比+380.82%。

主要观点:

1. 周期成长, 三大板块齐头并进

2020 年 Q1-2021 年 Q1, 公司单季度分别实现扣非归母净利润 10.62 亿元、14.27 亿元、24.77 亿元、45.77 亿元、63.70 亿元, 其中 2021 年 Q1 创历史新高, 主要受益于公司主营三大板块共振向好, 乙烯项目一期投产, 整体营收及毛利率提升。2021 年 Q1, 公司营收同比+104.08%, 环比+29.38%, 毛利率同比提升 12.14 pcts 至 32.13%, 净利率同比提升 11.81 pcts 至 21.55%。

聚氨酯板块盈利良好: 2021Q1, 聚氨酯基本维持行业景气度。量方面, 公司聚氨酯板块产销量分别为 95.8 万吨/92.4 万吨, 同比+56.6%/+53.8%, 环比+6.0%/+4.9%, 实现营收 137.58 亿元, 同比+115.97%, 环比+9.23%, 营收占比 43.94%。价格方面, 华北地区纯 MDI/华北地区聚合 MDI/华东地区 TDI 均价分别为 24163/21370/14579 元/吨, 同比+55.92%/+71.88%/+32.07%, 环比-10.15%/+8.74%/+4.76%。

2021Q1, 公司在聚氨酯领域龙头地位进一步稳固。 1 月, 公司入股华陆公司(之前是中国化学全资子公司), 现金收购中国化学持有的 30% 股权, 成为第二大股东, 双方在 MDI、TDI、PC、乙烯等多个项目设计建设中均有深入合作, 此次入股将有助于未来工程加速落地, 同时与收购瑞典国际化工类似, 有助于保护知识产权, 防止技术扩散。2 月, 烟台 MDI 装置扩能技改完成, 由 60 万吨扩至 110 万吨, 公司 MDI 总产能达到 260 万吨/年, 占全球产能比例达到 26%, 进一步夯实龙头地位。另外, 该项目累计投资仅为 2.84 亿元, 单位投资额仅为 568 元/吨, 远低于同行业的 1-2 万元/吨投资额, 竞争优势突出。中长期来看, 宁波基地技改扩能 30 万吨/年, 福建 40 万吨/年 MDI 产能也将根据市场需求适时投放, 届时总产能将达到 330 万吨/年, 全球占比达到 32%。3 月, 公司 ADI 事业部选择 Terra Firma (TF 是美国重要化学品分销商) 作为其分销网络的新成员, 代理万华化学在美国东南地区的脂肪族异氰酸酯技术产品线, 借此加速布局美国市场。尽管 4 月聚氨酯报价回调, 中长期看, 我们认为 MDI 行业属于典型寡头垄断格局, 各家利益相关性大, 竞争相对有序, 能获得较好盈利。特别是公司作

执业资格证书编码：S1190520060001

为全球龙头，低成本扩张能力强，未来贡献大部分新增产能，地位将愈加稳固。

2. 乙烯一期已投产二期紧随，石化板块引领二次成长

2020年11月9日，公司一期100万吨乙烯项目顺利投产，相关产品产销量大幅增长。2021年Q1，公司石化板块产销量分别为82.36万吨/235.0万吨（超额部分主要为LPG贸易），同比+92.32%/+83.6%，环比+62.23%/+24.24%；石化板块营收120.6亿元，环比+68.27%，乙烯项目一期将为2021年贡献重要业绩增量。2019年7月26日，我们发布《万华化学专题：百万吨乙烯项目盈利几何？》，全面分析了公司一期100万吨乙烯项目情况。以过去5年历史价格回归，我们测算该项目净利润中枢在30亿元左右。

2020年12月22日，公司乙烯二期项目环评获得审批通过。该项目以石脑油、混合丁烷为原料，经120万吨/年乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品。该项目总投资约200亿元（符合我们2020年6月22日报告《万华化学：自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长》中预测），项目产品合计332.99万吨/年。其中外售产品高密度线性聚乙烯35万吨/年、低密度线性聚乙烯25万吨/年、聚烯烃弹性体（POE）20万吨/年、聚丙烯50万吨/年、丁二烯11.4万吨/年、混合二甲苯2.31万吨/年、苯乙烯1.82万吨/年及其他化工品等共计228.40万吨/年，另有乙烯30.99万吨/年、丙烯18.71万吨/年、丁二烯7.6万吨/年、粗异丁烷43.82万吨/年、氢气13.32万吨/年、苯16.64万吨/年、甲苯7.26万吨/年等共计104.59万吨/年供万华工业园其他装置，副产甲烷氢47.14万吨作燃料气使用。副产裂解碳五、裂解碳九、芳烃抽余油、聚乙烯蜡等。公司产品多元化增强，有利于降低对聚氨酯板块的依赖程度，引领公司二次成长。

3. 精细化学品与新材料板块成为公司成长又一强劲引擎

2021年Q1，公司精细化学品与新材料板块产销量分别为17.47/万16.45吨，同比+43.57%/+76.06%，环比-2.84%/-4.86%；营收30.17亿元，环比+19.37%。

2020年，PC装置二期13万吨/年产能投产，总供应能力达到21万吨/年。2021年1月，柠檬醛及其衍生物一体化项目公示，将建设12.4万吨/年异戊烯醇装置、3.0万吨/年异戊烯醛装置（7.0万吨/年异戊烯醇、3.0万吨/年异戊烯醛、0.54万吨/年异戊醇）、4.8万吨/年柠檬醛装置和柠檬醛衍生物装置（包括：1.0万吨/年香叶醇，1.5万吨/年香茅醇），预计2023-2024年建成。四川眉山基地经过近两年时间的建设，一期改性塑料项目在2020年年底顺利投产并产出合格产品，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。另外，锂离子三元电池材料项目、14万吨/年PC项目、

MMA 一体化项目等均在不断推进中，未来更多的新材料将走向产业化，成为公司中长期发展的另一强劲引擎。

4. 自我造血+自驱型管理层，继续看好公司中长期成长

2020 年 6 月 21 日，我们发布推荐报告《万华化学：自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长》，统计整理了公司历年资本开支及规划项目情况。维持前期观点：公司项目布局可圈可点，自我造血，迈入新一轮强资本开支期。公司现金流无忧，历史投资回报良好，建议投资者长期持有，伴随公司成长。

5. 盈利预测及评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 202.22 亿元、222.40 亿元、245.42 亿元，对应 EPS 6.44 元、7.08 元、7.82 元，PE 17、15、14 倍。考虑公司自驱型管理层，虽身处周期行业，但自我造血，表现出良好成长性，三大板块齐发展，进入新一轮强资本开支期，推动公司中长期成长，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，产品价格大幅波动，在建项目投产进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73433	106478	127773	150773
(+/-%)	7.9	44.8	20.1	18.0
净利润(百万元)	10041	20222	22240	24542
(+/-%)	-0.87	101.4	10.1	10.4
摊薄每股收益(元)	3.2	6.44	7.08	7.82
市盈率(PE)	33	17	15	14

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。