

万华化学 (600309.SH)

一季度业绩超预期，看好公司中长期成长

事件:公司发布 2021 年一季度报告，报告期内实现营收 313.12 亿元，同比+104.08%，环比+29.38%，归母净利润 66.21 亿元，同比+380.82%，环比+41.11%，折合 EPS 2.11 元/股，同比+379.55%，加权平均 ROE12.77%，同比增加 9.57 个百分点；每股净资产 17.48 元，同比+25.57%；资产负债率 61.65%，同比增加 3.76 个百分点。**公司一季度业绩超市场预期。**

主营产品量价齐升，单季度盈利继续创历史新高，公司一季度业绩超预期

。公司 2021Q1 销售毛利率 32.13%，同比增加 12.04 pct，净利率 21.55%，同比增加 11.81 pct，我们预计是聚氨酯、石化等主营产品价格上涨所致；期间费用率 5.21%，同比减少 3.12 个百分点，研发费用 5.80 亿元，同比增加 38.31%。经营现金流净额 30.19 亿元，同比增长 5.19%，与本年度净利润差额 36.02 亿元，我们预计一季度销售额增幅较大，存在现金回流时间差所致，预计二季度会有所改善；在建工程 223.10 亿元，同比-17.73%，我们预计是部分在建工程转固所致。公司聚氨酯、石化、新材料三个板块业务量价齐升，单季度营收和净利润继续创历史新高。

继续做强聚氨酯业务，强化全球领先者地位。公司以 MDI、TDI 为核心，重点提升聚醚、改性 MDI 两个支撑平台能力。烟台 MDI 装置已实现从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能，技改完成后万华 MDI 将达到 260 万吨，占全球产能的 27%。收购福建东南电化后 TDI 新增产能 10 万吨/年，总产能达到 65 万吨，仅次于全球巨头巴斯夫和科思创；聚醚业务也扩产至 60.5 万吨，2021Q1 公司聚氨酯业务产量 95.80 万吨，同比+56.64%，销量 92.44 万吨，同比+53.81%，新产能投产后，公司聚氨酯产销量继续创历史新高。

石化业务百万吨乙烯投产，继续打造福建基地聚氨酯+PDH 一体化进程

。2020 年公司 100 万吨乙烯项目顺利投产，乙烯二期也在积极规划中，第二套环氧丙烷装置-PO/SM 装置预计也将于 2021 年下半年建成投产，产业链协同效益进一步增强。福建基地万华拟投资 24 亿元，在江阴港城经济区东区规划石化产业链，初步规划 PDH 及丙烯下游产业链，利用东区的石化资源可形成西区 MDI、TDI 项目的原料来源，实现东区和西区的互联互通，共享基础配套设施，促进提高园区效益最大化。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 190.65/210.38/238.96 亿元，对应分别为 18/16/14 倍 PE，维持“买入”投资评级。

风险提示: 新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	68,051	73,433	98,986	107,495	114,636
增长率 yoy (%)	12.3	7.9	34.8	8.6	6.6
归母净利润 (百万元)	10,130	10,041	19,065	21,038	23,896
增长率 yoy (%)	-4.5	-0.9	89.9	10.4	13.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.23	3.20	6.07	6.70	7.61
净资产收益率 (%)	24.1	20.2	29.2	24.7	22.1
P/E (倍)	33.1	33.4	17.6	16.0	14.0
P/B (倍)	7.9	6.9	4.9	3.9	3.1

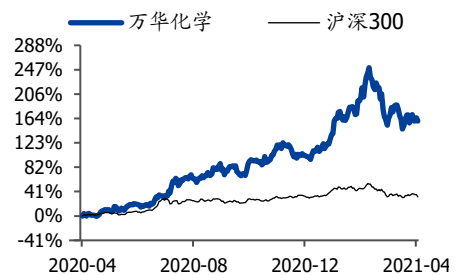
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 09 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
04 月 09 日收盘价	106.90
总市值(百万元)	335,638.91
总股本(百万股)	3,139.75
其中自由流通股(%)	45.35
30 日日均成交量(百万股)	16.82

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 杜鹏

执业证书编号: S0680520090001

邮箱: dupeng@gszq.com

相关研究

- 1、《万华化学 (600309.SH): 全年业绩符合预期, 技术创新、卓越运营驱动公司长期发展》2021-03-16
- 2、《万华化学 (600309.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 3、《万华化学 (600309.SH): 聚氨酯景气上行, 业绩王者回归》2020-10-23

图表目录

图表 1: 公司一季度各主营业务经营情况.....	4
图表 2: 公司毛利率及净利率情况.....	4
图表 3: 公司聚氨酯业务单季度销量及单价.....	4
图表 4: 聚合 MDI 价格及吨净利.....	5
图表 5: 纯 MDI 价格及吨净利.....	5

事件: 公司发布 2021 年一季度报告, 报告期内实现营收 313.12 亿元, 同比+104.08%, 环比+29.38%, 归母净利润 66.21 亿元, 同比+380.82%, 环比+41.11%, 折合 EPS 2.11 元/股, 同比+379.55%, 加权平均 ROE12.77%, 同比增加 9.57 个百分点; 每股净资产 17.48 元, 同比+ 25.57%; 资产负债率 61.65%, 同比增加 3.76 个百分点。公司一季度业绩超市场预期。

主营产品量价齐升, 单季度盈利继续创历史新高, 公司一季度业绩超预期。 公司 2021Q1 销售毛利率 32.13%, 同比增加 12.04 pct, 净利率 21.55%, 同比增加 11.81 pct, 我们预计是聚氨酯、石化等主营产品价格上涨所致; 期间费用率 5.21%, 同比减少 3.12 个百分点, 研发费用 5.80 亿元, 同比增加 38.31%。经营现金流净额 30.19 亿元, 同比增长 5.19%, 与本年度净利润差额 36.02 亿元, 我们预计一季度销售额增幅较大, 存在现金回流时间差所致, 预计二季度会有所改善; 在建工程 223.10 亿元, 同比-17.73%, 我们预计是部分在建工程转固所致。公司聚氨酯、石化、新材料三个板块业务量价齐升, 单季度营收和净利润继续创历史新高。

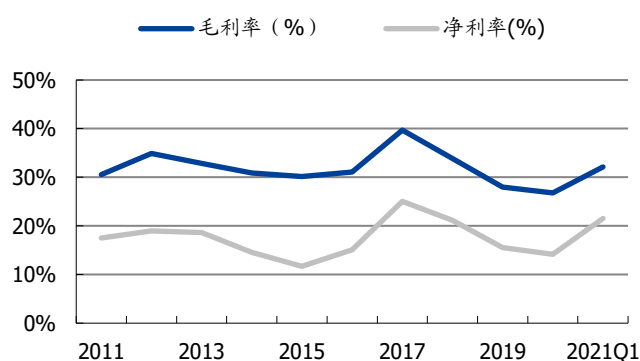
图表 1: 公司一季度各主营业务经营情况

主要产品	产量 (万吨)	2021Q1 同比	销量 (万吨)	2021Q1 同比	营业收入 (亿元)	2021Q1 同比	价格 (万元/吨)	2021Q1 同比
聚氨酯系列	95.80	56.64%	92.44	53.81%	137.58	115.98%	1.49	40.42%
石化系列	86.32	92.34%	235.00	83.67%	120.60	120.84%	0.51	20.24%
精细化学品及新材料系列	17.47	43.55%	16.45	76.12%	30.17	114.73%	1.83	21.92%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

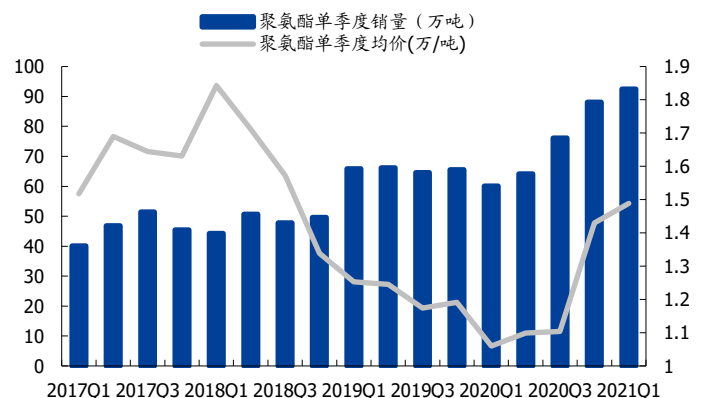
继续做强聚氨酯业务, 强化全球领先者地位: 公司以 MDI、TDI 为核心, 重点提升聚醚、改性 MDI 两个支撑平台能力。烟台工业园 MDI 装置已实现从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能, 技改完成后万华 MDI 将达到 260 万吨, 占全球产能的 27%。收购福建东南电化后 TDI 项目新增产能 10 万吨/年, 总产能达到 65 万吨, 仅次于全球巨头巴斯夫和科思创; 聚醚业务也扩产至 60.5 万吨, 2021Q1 公司聚氨酯业务产量 95.80 万吨, 同比+56.64%, 销量 92.44 万吨, 同比+53.81%, 新产能投产后, 公司聚氨酯产销量继续创历史新高。

图表 2: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司聚氨酯业务单季度销量及单价



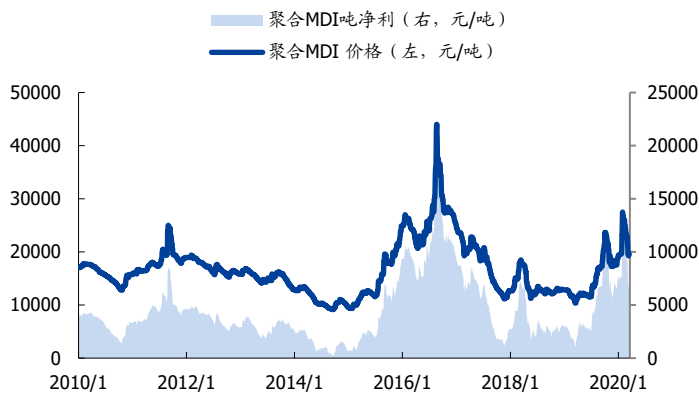
资料来源: wind, 国盛证券研究所

MDI 供应端压力不大, 聚合 MDI 需求端依然强劲, 纯 MDI 需求仍在持续复苏。 根据百川资讯统计的全球 MDI 装置动态看, 目前上海亨斯迈二期装置 5 月份存检修计划, 浙

江瑞安工厂开工维持低位，北方工厂负荷有所下滑，而韩国因原料纯苯紧张，韩国巴斯夫停车检修，韩国锦湖负荷下滑 30%，日本东曹南阳 13+7 万吨 MDI 装置 4-5 月份存检修计划，欧洲亨斯迈装置 3-4 月份检修，陶氏美国装置因原料紧张停车，初步统计涉及停产或检修的产能占比约 15-20%，MDI 供给端压力较小。

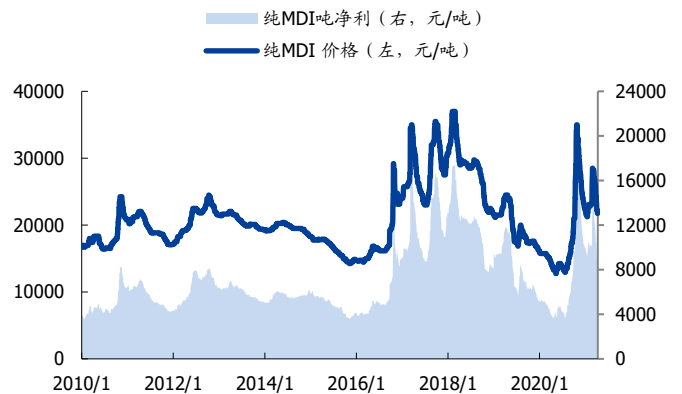
聚合 MDI 下游冰箱冰柜产销及出口依然高增长，截止 2021 年 2 月国内冰箱销量 1336 万台，同比 2020 年增长 65.04%，同比 2019 年增长 29.71%，建筑及管道保温需求也在陆续恢复中。纯 MDI 下游氨纶企业开工维持 8-9 成左右，TPU 开工 6-7 成左右，鞋底原液及浆料开工 6-7 成左右，受终端需求仍在缓慢复苏之中。目前聚合 MDI 价格 19650 元/吨，吨净利约 6770 元/吨，纯 MDI 价格 21750 元/吨，吨净利约 8350 元/吨。

图表 4: 聚合 MDI 价格及吨净利



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 5: 纯 MDI 价格及吨净利



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

石化业务百万吨乙烯投产，继续打造福建基地聚氨酯+PDH 一体化进程。2020 年公司 100 万吨乙烯项目顺利投产，乙烯二期也在积极规划中，第二套环氧丙烷装置-PO/SM 装置预计也将于 2021 年下半年建成投产，产业链形成协同效益进一步增强。此外，在福建基地万华拟投资 24 亿元，在福建江阴港城经济区东区规划石化产业链，初步规划 PDH（丙烷脱氢制丙烯）及丙烯下游产业链，利用东区的石化资源可形成西区 MDI、TDI 项目的原料来源，实现东区和西区的互联互通，共享基础配套设施，促进提高园区效益最大化。

持续发力研发创新，新材料业务快速增长，成长性逐步得到体现。公司以研发创新为核心驱动其内在成长，2020 年，公司研发费用 20.43 亿元，同比增加 19.84%，研发人员数量 2771，同比增加 18.02%，2020Q1 研发费用 5.80，同比增长 38.42%，万华磁山全球研发总部于 2019 年正式启用，为公司技术创新提供了新的发展平台，2020 年万华大学在磁山也正式揭牌启用。2020 年，万华四川一期改性塑料项目正式投产，二期工程也正式开工建设；公司在精细化工与新材料业务项目储备丰富，未来柠檬醛及衍生物一体化项目、合成香料、水性涂料、ADI、尼龙 12、锂电三元材料、生物降解聚酯项目、大规模集成电路平坦化关键材料、POE 高端聚烯烃等项目将持续为其成长性提供保障，公司成长性逐渐得到体现。

盈利预测与投资建议:我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 190.65/210.38/238.96 亿元，对应分别为 18/16/14 倍 PE，维持"买入"投资评级。

风险提示:新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com