

## 单季度利润创历史新高,福建工业园产业链将进一步完善

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年一季度报告,实现营业收入313.1亿元,同比+104.1%,环比+29.4%,实现归母净利润66.2亿元,同比+380.8%,环比+41.1%,实现扣非利润63.7亿元,同比+500.0%,环比+39.2%。
- **美国装置不可抗力提振MDI、TDI价格,乙烯项目持续助力石化板块业绩提升:** 2021年2月中旬,受到极端天气影响,美国陶氏、科思创、巴斯夫的装置均出现不可抗力,停车产能共计107万吨,后随着海内外装置检修期的到来,MDI供给一度紧张,根据卓创资讯统计,华北地区聚合MDI(PM200)市场价一度涨至27750元/吨,其一季度均价为21774.6元/吨,同比+71.8%,环比+6.8%;国内外各TDI装置的停车也使得华北市场TDI一季度均价环比提升7.7%至14664.8元/吨;烟台工业园MDI装置技改完成使得公司聚氨酯系列产量及销量环比上涨6.0%、4.9%;量价齐升下公司聚氨酯板块收入为137.6亿元,同环比分别+116.0%、9.2%。2020年11月投产的乙烯一期项目持续放量带动一季度石化板块产品产销量环同比均有显著提升,一季度石化产品价格持续回暖,山东地区丙烯7697元/吨,同比+19.8%,PO18258元/吨,同比+107.5%,丙烯酸价格9032元/吨,同比+40.2%;丁醇价格11122元/吨,同比+106.2%,丙烯酸丁酯价格14441元/吨,同比+88.8%。报告期内石化板块营业收入为120.6亿元,同环比分别+120.8%、68.3%。
- **拟建PDH项目,构筑福建工业园一体化产业链:** 3月24日公司发布公告称,将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,东区的石化资源可形成西区项目的原料来源,实现东区和西区的互联互通。万华化学福建工业园西区目前拥有万华化学(福建)有限公司,主要负责TDI、PVC、合成气及配套空分、液氨、苯胺等装置及码头建设;以及万华化学(福建)异氰酸酯有限公司,主要负责MDI主装置建设及部分配套公用工程。PDH项目将助力福建工业园进一步完善产业链,同时扩大公司在华南地区的影响力。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2021-2023年EPS为6.02元、6.56元和7.30元,对应PE分别为18X、16X和15X,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进度不及预期、主营产品价格大规模下滑等风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73432.97	106467.38	122738.09	142819.77
增长率	7.91%	44.99%	15.28%	16.36%
归属母公司净利润(百万元)	10041.43	18911.95	20608.15	22912.63
增长率	-0.87%	88.34%	8.97%	11.18%
每股收益EPS(元)	3.20	6.02	6.56	7.30
净资产收益率ROE	20.16%	28.63%	24.81%	22.46%
PE	33	18	16	15
PB	6.88	5.14	4.09	3.33

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通A股(亿股)	14.24
52周内股价区间(元)	42.05-143.98
总市值(亿元)	3,356.39
总资产(亿元)	1,509.51
每股净资产(元)	17.48

### 相关研究

1. 万华化学(600309): 逆境中再创百亿业绩,全球化工龙头扬帆起航 (2021-03-16)
2. 万华化学(600309): MDI装置扩能完成,龙头地位不可撼动 (2021-02-25)
3. 万华化学(600309): 四季度业绩超预期,看好公司长期成长 (2021-01-07)
4. 万华化学(600309): 乙烯一期项目迎来投产,开启石化板块发展新篇章 (2020-11-10)
5. 万华化学(600309): MDI、PO价格步入上行通道,公司三季度业绩回暖 (2020-10-22)
6. 万华化学(600309): 上半年业绩符合预期,异氰酸酯价格步入上行通道 (2020-08-19)

**关键假设：**

假设 1：假设 2021-2023 年公司烟台、宁波、匈牙利基地 MDI 开工率分别为 85%、85%、90%，价格同比涨幅分别为 15%、2%、0%；

假设 2：假设石化板块 2021-2023 年主营产品价格同比增长 5%、5%、0%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
聚氨酯系列	收入	34416.87	55031	57783	60672
	增速	10.0%	59.9%	5.0%	5.0%
	成本	19441.72	30,817	32,358	33,976
	毛利率	43.5%	44.0%	44.0%	44%
石化系列	收入	23084.99	32319	42015	54619
	增速	14.8%	40.0%	30.0%	30.0%
	成本	22103	29,087	37,813	49,157
	毛利率	4.3%	10.0%	10.0%	10.0%
精细化学品 及新材料	收入	7947.86	9,537	11,445	13,734
	增速	12.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	5927.58	7,153	8,584	9,614
	毛利率	25.4%	25.0%	25.0%	30%
其他	收入	7,983	9,580	11,496	13,795
	增速	-11.5%	20.0%	20.0%	20%
	成本	6293.98	7,472	8,967	10,760
	毛利率	21.2%	22.0%	22.0%	22%
合计	收入	73,433	106,467	122,738	142,819
	增速	7.9%	45.0%	15.3%	16.4%
	成本	53,766	74,530	87,722	103,507
	毛利率	26.8%	30.0%	28.5%	27.5%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73432.97	106467.38	122738.09	142819.77	净利润	10414.92	19761.70	21534.12	23942.14
营业成本	53765.91	74529.86	87721.93	103507.21	折旧与摊销	5236.48	6388.01	7287.70	7845.47
营业税金及附加	675.67	904.97	1043.27	1213.97	财务费用	1076.41	1597.01	1718.33	1856.66
销售费用	2938.80	4365.16	4909.52	5712.79	资产减值损失	-488.19	100.00	100.00	100.00
管理费用	1420.04	2235.81	2454.76	2856.40	经营营运资本变动	3747.02	5296.53	2503.34	2504.39
财务费用	1076.41	1597.01	1718.33	1856.66	其他	-3136.93	-187.46	-208.87	-195.22
资产减值损失	-488.19	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	16849.71	32955.79	32934.63	36053.44
投资收益	179.17	100.00	100.00	100.00	资本支出	-20752.36	-5000.00	-5000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-6.34	-0.57	-1.10	-1.80	其他	-3102.66	99.43	98.90	98.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-23855.02	-4900.57	-4901.10	-1901.80
<b>营业利润</b>	<b>11824.93</b>	<b>22833.98</b>	<b>24889.16</b>	<b>27670.96</b>	短期借款	18210.90	-30346.25	-7898.69	0.00
其他非经营损益	-92.74	11.92	5.77	7.82	长期借款	5859.33	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>11732.19</b>	<b>22845.90</b>	<b>24894.93</b>	<b>27678.78</b>	股权融资	-0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	1317.27	3084.20	3360.82	3736.64	支付股利	-4101.02	-2008.29	-3782.39	-4121.63
净利润	10414.92	19761.70	21534.12	23942.14	其他	-156.41	-2627.60	-1718.33	-1856.66
少数股东损益	373.49	849.75	925.97	1029.51	筹资活动现金流净额	19812.75	-34982.14	-13399.41	-5978.29
归属母公司股东净利润	10041.43	18911.95	20608.15	22912.63	现金流量净额	12784.69	-6926.92	14634.12	28173.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17573.66	10646.74	25280.85	53454.21	成长能力				
应收和预付款项	7755.00	9365.33	11393.77	13330.86	销售收入增长率	7.91%	44.99%	15.28%	16.36%
存货	8703.51	12052.76	14198.23	16750.53	营业利润增长率	-3.84%	93.10%	9.00%	11.18%
其他流动资产	6494.26	2163.48	2494.11	2902.19	净利润增长率	-1.68%	89.74%	8.97%	11.18%
长期股权投资	1313.98	1313.98	1313.98	1313.98	EBITDA 增长率	0.89%	69.92%	9.98%	10.26%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	77905.48	76848.35	74891.54	69376.95	毛利率	26.78%	30.00%	28.53%	27.53%
无形资产和开发支出	8290.97	7965.96	7640.96	7315.95	三费率	7.40%	7.70%	7.40%	7.30%
其他非流动资产	5715.82	5709.94	5704.07	5698.19	净利率	14.18%	18.56%	17.54%	16.76%
<b>资产总计</b>	<b>133752.67</b>	<b>126066.56</b>	<b>142917.51</b>	<b>170142.85</b>	ROE	20.16%	28.63%	24.81%	22.46%
短期借款	38244.94	7898.69	0.00	0.00	ROA	7.79%	15.68%	15.07%	14.07%
应付和预收款项	19456.77	25641.91	30953.15	36339.76	ROIC	14.87%	25.32%	28.69%	33.84%
长期借款	11821.93	11821.93	11821.93	11821.93	EBITDA/销售收入	24.70%	28.95%	27.62%	26.17%
其他负债	12578.27	11675.06	13361.72	15379.94	营运能力				
<b>负债合计</b>	<b>82101.90</b>	<b>57037.58</b>	<b>56136.80</b>	<b>63541.63</b>	总资产周转率	0.64	0.82	0.91	0.91
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	固定资产周转率	1.56	1.74	1.78	2.02
资本公积	2161.48	2161.48	2161.48	2161.48	应收账款周转率	13.67	15.28	14.55	14.22
留存收益	43103.90	60007.56	76833.32	95624.33	存货周转率	6.21	7.18	6.68	6.69
归属母公司股东权益	48780.35	65308.80	82134.55	100925.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.72%	—	—	64.26%
少数股东权益	2870.43	3720.18	4646.15	5675.66	资本结构				
股东权益合计	51650.77	69028.98	86780.70	106601.22	资产负债率	61.38%	45.24%	39.28%	37.35%
负债和股东权益合计	133752.67	126066.56	142917.51	170142.85	带息债务/总负债	60.98%	34.57%	21.06%	18.61%
					流动比率	0.59	0.79	1.27	1.74
					速动比率	0.47	0.51	0.93	1.41
					股利支付率	40.84%	10.62%	18.35%	17.99%
					每股指标				
					每股收益	3.20	6.02	6.56	7.30
					每股净资产	15.54	20.80	26.16	32.14
					每股经营现金	5.37	10.50	10.49	11.48
					每股股利	1.31	0.64	1.20	1.31
业绩和估值指标									
EBITDA	18137.82	30819.00	33895.19	37373.08					
PE	33.43	17.75	16.29	14.65					
PB	6.88	5.14	4.09	3.33					
PS	4.57	3.15	2.73	2.35					
EV/EBITDA	20.02	11.00	9.34	7.72					
股息率	1.22%	0.60%	1.13%	1.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn