

## 公司研究

## 主营产品价格上涨，一季度业绩大幅增长

## ——万华化学（600309.SH）2021年一季度报点评

## 要点

**事件：**公司发布2021年一季度报，报告期内实现营收313亿元，同比增加104.1%，环比增加29.4%；实现归母净利润66.2亿元，同比增长379.6%，环比增长41.6%，折EPS 2.11元/股。

## 点评：

公司一季度业绩同比增幅明显，主要受益于海外装置频繁不可抗力，主营产品MDI及石化产品价格走高，以及全球经济复苏、政策刺激下游需求回升叠加公司产能扩张，使得公司产销量大幅增长。

**主营产品价格上涨，21年Q1业绩同比大幅增长：**2021年一季度MDI产品、石化产品价格出现明显上涨。MDI价格从1月初的22700元/吨上涨至3月末的24500元/吨，涨幅8%。上涨原因主要是，一方面，供给端美国寒潮对北美MDI生产影响仍在延续；日本东曹MDI装置（40万吨）降负荷运行，后续上海亨斯曼（24万吨）、欧洲亨斯曼（47万吨）、日本东曹（40万吨）将进行检修，MDI供给或将趋于紧张；另一方面，需求端，当前MDI下游白电依旧乐观，冰箱需求延续前期景气，我国2月冰箱总产量为460万台，同比增长121.8%；总销量为541.1万台，同比增长98.4%，且随着疫苗接种逐步推进，下游需求有望持续复苏，预计冰箱冷柜二季度需求有望继续带动MDI需求向好，盈利迎来走高。

**持续扩充石化产业链，打造全产业链优势：**公司将加大石化项目领域投资力度。公司拟出资24亿元设立万华化学（福建）新材料有限公司，初步规划PDH丙烷脱氢制丙烯及丙烯下游产业链。公司在PDH项目上有成熟的建设和运营经验，烟台基地拥有公司首座PDH生产装置，年产能75万吨，此项目为其第二个PDH项目。同时，公司当下已打通C2/C3/C4三大石化原材料，石化业务是公司的支柱，不仅产业链协同性强，而且产品结构互补，也为新材料的发展提供了必要原料。

**盈利预测、估值与评级：**维持公司21-23年盈利预测，预计2021-2023年净利润分别为176.81亿元/204.20亿元/234.58亿元，折合EPS 5.63/6.50/7.47元，维持“买入”评级。

**风险提示：**新项目投产不及预期；全球经济复苏进程不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	68,051	73,433	100,903	114,716	127,796
营业收入增长率	12.26%	7.91%	37.41%	13.69%	11.40%
净利润（百万元）	10,130	10,041	17,681	20,420	23,458
净利润增长率	-4.53%	-0.87%	76.08%	15.49%	14.88%
EPS（元）	3.23	3.20	5.63	6.50	7.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.91%	20.58%	28.34%	26.91%	25.68%
P/E	32	33	19	16	14
P/B	7.7	6.7	5.3	4.3	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-13

## 买入（维持）

当前价：104.43元

## 作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

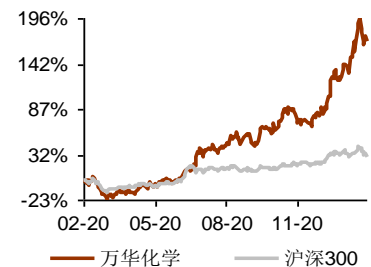
010-57378026

zhaond@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	31.40
总市值(亿元)	3278.84
一年最低/最高(元)	40.13/150.18
近3月换手率	49.71%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.91	6.68	112.74
绝对	-7.81	-4.76	144.35

资料来源：Wind

## 相关研报

Q4业绩大幅增长，产业链整合打开成长空间——万华化学（600309.SH）2020年年报点评（2021-03-23）

Q4业绩大幅增长，乙烯项目投产增进多元化成长空间——万华化学（600309.SH）2020年业绩预告点评（2021-01-07）

乙烯项目进入全面投产阶段：一体化和多元化将更进一步——万华化学（600309.SH）跟踪点评（2020-11-09）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	68,051	73,433	100,903	114,716	127,796
营业成本	48,998	53,766	70,759	80,795	89,752
折旧和摊销	4,595	5,231	7,611	8,718	9,935
税金及附加	576	676	928	1,056	1,176
销售费用	2,783	2,939	4,038	4,591	5,114
管理费用	1,434	1,420	1,951	2,218	2,471
研发费用	1,705	2,043	2,807	3,192	3,556
财务费用	1,080	1,076	858	246	-351
投资收益	159	179	169	174	172
营业利润	12,297	11,825	20,735	23,951	27,540
利润总额	12,260	11,732	20,671	23,887	27,475
所得税	1,667	1,317	2,480	2,866	3,297
净利润	10,593	10,415	18,190	21,020	24,178
少数股东损益	463	373	509	600	720
归属母公司净利润	10,130	10,041	17,681	20,420	23,458
EPS(按最新股本计)	3.23	3.20	5.63	6.50	7.47

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	25,933	16,850	42,180	39,916	42,898
净利润	10,130	10,041	17,681	20,420	23,458
折旧摊销	4,595	5,231	7,611	8,718	9,935
净营运资金增加	-11,771	-2,384	-9,332	-6,922	-6,291
其他	22,978	3,961	26,219	17,700	15,795
投资活动产生现金流	-18,367	-23,855	-20,888	-21,726	-21,051
净资本支出	-17,797	-23,119	-20,545	-21,900	-21,223
长期投资变化	718	1,314	0	0	0
其他资产变化	-1,287	-2,050	-342	174	172
融资活动现金流	-9,233	19,813	-13,640	-14,737	-18,576
股本变化	406	0	0	0	0
债务净变化	6,157	21,401	-9,064	-7,762	-11,113
无息负债变化	9,114	7,766	30,300	17,741	16,440
净现金流	-1,674	12,785	7,652	3,453	3,270

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.0%	26.8%	29.9%	29.6%	29.8%
EBITDA 率	27.0%	26.0%	28.8%	28.5%	28.9%
EBIT 率	20.3%	18.8%	21.3%	20.9%	21.1%
税前净利润率	18.0%	16.0%	20.5%	20.8%	21.5%
归母净利润率	14.9%	13.7%	17.5%	17.8%	18.4%
ROA	10.9%	7.8%	10.8%	10.9%	11.3%
ROE (摊薄)	23.9%	20.6%	28.3%	26.9%	25.7%
经营性 ROIC	14.1%	12.1%	17.8%	18.8%	20.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	55%	61%	61%	59%	55%
流动比率	0.52	0.59	0.71	0.76	0.84
速动比率	0.33	0.47	0.58	0.63	0.69
归母权益/有息债务	1.44	0.96	1.50	2.24	4.01
有形资产/有息债务	3.05	2.46	3.84	5.44	9.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	96,865	133,753	169,097	193,184	214,701
货币资金	4,566	17,574	25,226	28,679	31,949
交易性金融资产	30	0	0	0	0
应收帐款	4,433	6,309	8,669	9,856	10,980
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	575	704	933	1,058	1,177
存货	8,587	8,704	11,449	13,074	14,524
其他流动资产	4,795	6,393	14,548	18,649	22,531
流动资产合计	23,484	40,526	61,853	72,489	82,465
其他权益工具	175	228	228	228	228
长期股权投资	718	1,314	1,314	1,314	1,314
固定资产	37,478	56,371	61,979	68,333	74,403
在建工程	22,562	21,534	26,926	31,682	34,893
无形资产	5,337	6,905	6,786	6,670	6,557
商誉	1,358	1,386	1,386	1,386	1,386
其他非流动资产	2,980	2,172	2,721	2,721	2,721
非流动资产合计	73,382	93,226	107,244	120,695	132,236
总负债	52,934	82,102	103,337	113,317	118,644
短期借款	20,034	38,245	27,181	17,419	4,307
应付账款	8,024	9,156	12,050	13,759	15,284
应付票据	8,386	8,338	10,973	12,529	13,918
预收账款	2,335	0	0	0	0
其他流动负债	-264	5,090	32,415	46,155	59,165
流动负债合计	44,800	68,134	87,005	94,802	97,955
长期借款	5,963	11,822	13,822	15,822	17,822
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,182	1,253	1,617	1,800	1,974
非流动负债合计	8,134	13,968	16,332	18,515	20,688
股东权益	43,931	51,651	65,759	79,867	96,058
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
公积金	4,985	4,985	4,985	4,985	4,985
未分配利润	34,321	40,281	53,880	67,388	82,859
归属母公司权益	42,364	48,780	62,380	75,888	91,358
少数股东权益	1,567	2,870	3,379	3,979	4,699

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.09%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	2.11%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
财务费用率	1.59%	1.47%	0.85%	0.21%	-0.27%
研发费用率	2.51%	2.78%	2.78%	2.78%	2.78%
所得税率	14%	11%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.30	1.30	2.20	2.54	2.93
每股经营现金流	8.26	5.37	13.43	12.71	13.66
每股净资产	13.49	15.54	19.87	24.17	29.10
每股销售收入	21.67	23.39	32.14	36.54	40.70

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	32	33	19	16	14
PB	7.7	6.7	5.3	4.3	3.6
EV/EBITDA	20.2	20.1	12.9	11.3	9.7
股息率	1.2%	1.2%	2.1%	2.4%	2.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE