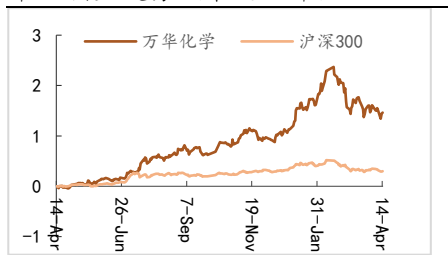


评级： 买入

于庭泽
 首席分析师
 SAC 执证编号：S0110520090003
 yutingze@sczq.com.cn
 电话：

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	105.31
一年内最高/最低价(元)	150.18/40.00
市盈率(当前)	21.63
市净率(当前)	6.02
总股本(亿股)	31.40
总市值(亿元)	3,306.47

资料来源：聚源数据

相关研究

- MDI 景气复苏，公司聚氨酯产业链持续完善
- 技改扩产完成，进一步巩固 MDI 全球龙头地位

核心观点

- ◇ **事件：**近日公司发布 2021 年一季度报告：2021 年 Q1 公司实现营业收入 313.12 亿，同比大涨 104.08%；归属于上市公司股东的净利润 66.21 亿元，同比大增 380.82%。
- ◇ **点评：**
 - **顺周期下主要产品量价齐升，助力公司业绩大涨。**2021 年 Q1 公司主要产品聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列营收分别为 137.58 亿元、120.6 亿元、30.17 亿元，分别同比上涨 116.0%、120.8%、114.6%；其中产品销量分别为 92.4 万吨、235 万吨、16.4 万吨，同比增长 53.8%、83.6%、76.1%。1-3 月纯 MDI 挂牌价同比分别上涨 5300、5300、9300 元。聚合 MDI 分销价格同比上涨 7000、7000、14500 元。另外石化产品里丙烯、PO、丙烯酸、丙烯酸丁酯、PP 拉丝、乙烯法 PVC 分别同比上涨 19.8%、107.5%、40.2%、88.8%、22.9%、28.1%。此外公司 MDI 扩产已经完成，乙烯项目建成投产助力公司产量提升，Q1 量价齐升，助推公司业绩大幅增长。
 - **二季度 MDI 价格有望维持高位震荡。**我们认为公司 Q1 产品价格大涨原因是多方面的：一方面美国墨西哥湾受到严寒风暴影响，多套化工装置停工或者低负荷运行，这对 MDI 产品供给及原材料供应均有较大影响，目前美国仍有 157 万吨 MDI 产能处于低负荷甚至停车状态。另一方面，随着海外新增疫情人数下降，经济持续复苏，美国房地产开工率大幅上升，带动 MDI 需求持续走高。考虑到美国装置恢复正常状态仍需时间，同时欧洲、中东等地装置开工不稳定，预计全球 MDI 产品供需仍将保持紧张状态，价格有望维持高位震荡。
 - **投资建议：**万华化学通过发展上游石化乙烯板块和下游精细化学品，已经形成以 MDI 为核心的完整聚氨酯产业链。未来公司将通过技术创新，提升客户多元化、差异化产品供应和服务能力，成为比肩巴斯夫的世界一流综合性化工平台。预计公司 21-23 年实现归母净利润 195.3 亿/217.9 亿/233 亿，EPS 6.22/6.94/7.42，对应 PE 16.8/15.0/14.1 倍，维持“买入”评级。
 - **风险提示：**原材料价格波动，新项目投产不及预期，需求不达预期

盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(亿元)	734.3	1093.4	1168.9	1285.7
营收增速(%)	7.9%	48.9%	6.9%	10.0%
净利润(亿元)	100.4	195.3	217.9	233.0
净利润增速(%)	-0.9%	94.5%	11.6%	6.9%
EPS(元/股)	3.20	6.22	6.94	7.42
PE	32.7	16.8	15.0	14.1

资料来源：Wind，首创证券

表 1 全球 MDI 装置动态

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	装置运行正常
烟台万华	110	听闻负荷略有下滑
上海亨斯迈	40	二期 24 万吨装置 5 月份存检修计划, 预计一个月时间
上海巴斯夫	19	装置运行正常
上海科思创	60	装置运行正常
重庆巴斯夫	40	装置于 2.25 日停母液, 27 日停分离, 于 3.25 日投料重启
瑞安 NPU	7	装置低负荷运行
美国陶氏	34	因原料紧缺, 装置处于停车状态
美国科思创	33	低负荷运行
美国巴斯夫	40	低负荷运行
美国亨斯迈	50	低负荷运行
欧洲亨斯迈	47	装置 3 月份开始检修, 预计检修完成在 4 月份
沙特陶氏	40	装置低负荷运行, 运行不稳定
韩国锦湖	41	装置负荷下滑 30%
日本东曹	40	13+7 万吨装置计划 4-5 月份检修, 大约 45 天
韩国巴斯夫	25	装置停车检修
总计	746	

资料来源: 百川盈孚, 首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	40526.4	33808.7	58124.4	84324.0	经营活动现金流	16849.7	28539.9	30015.9	31095.9
现金	17573.7	690.1	22580.7	45050.7	净利润	10041.4	19530.3	21790.3	23300.9
应收账款	6309.0	9364.6	10010.8	11011.9	折旧摊销	5236.5	6753.9	6378.1	5884.4
其它应收款	704.3	1048.7	1121.0	1233.1	财务费用	1229.0	1803.3	616.2	438.8
预付账款	780.8	1081.4	1167.9	1299.6	投资损失	(179.2)	0.0	0.0	0.0
存货	8703.5	12042.5	13005.8	14472.7	营运资金变动	288.2	(285.9)	419.0	601.7
其他	6393.2	9519.5	10176.4	11194.0	其它	(139.7)	11.9	1.7	3.4
非流动资产	93226.2	89623.2	84896.3	80663.0	投资活动现金流	(23855.0)	(3150.0)	(1650.0)	(1650.0)
长期投资	1314.0	1314.0	1314.0	1314.0	资本支出	(23235.7)	(3150.0)	(1650.0)	(1650.0)
固定资产	56371.3	53459.1	49352.7	45677.0	长期投资	4310.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	8291.0	7611.9	7000.7	6450.6	其他	(4929.7)	0.0	0.0	0.0
其他	4616.1	4616.1	4616.1	4616.1	筹资活动现金流	19812.8	(42273.5)	(6475.3)	(6975.9)
资产总计	133752.7	123432.0	143020.7	164986.9	短期借款	38244.9	0.0	0.0	0.0
流动负债	68133.9	39126.3	41973.4	46309.1	长期借款	3190.6	(655.4)	0.0	0.0
短期借款	38244.9	0.0	0.0	0.0	其他	(1689.7)	(1569.9)	(5859.1)	(6537.1)
应付账款	9155.9	12680.3	13694.5	15239.2	现金净增加额	12807.4	(16883.6)	21890.6	22470.0
其他	5328.4	7379.4	7969.6	8868.5					
非流动负债	13968.0	13968.0	13968.0	13968.0	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	11821.9	11821.9	11821.9	11821.9	成长能力				
其他	978.6	978.6	978.6	978.6	营业收入	7.9%	48.9%	6.9%	10.0%
负债合计	82101.9	53094.3	55941.4	60277.1	营业利润	-3.8%	95.1%	11.6%	6.9%
少数股东权益	2870.4	3596.9	4407.4	5274.0	归属母公司净利润	-0.9%	94.5%	11.6%	6.9%
归属母公司股东权益	48780.3	66740.8	82672.0	99435.9	获利能力				
负债和股东权益	133752.7	123432.0	143020.7	164986.9	毛利率	26.8%	31.9%	31.2%	30.4%
					净利率	13.7%	17.9%	18.6%	18.1%
					ROE	20.6%	29.3%	26.4%	23.4%
					ROIC	11.1%	26.6%	23.4%	21.1%
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
营业收入	73433.0	109341.7	116886.3	128574.9	资产负债率	61.4%	43.0%	39.1%	36.5%
营业成本	53765.9	74461.7	80417.8	89488.1	净负债比率	37.9%	9.6%	8.3%	7.2%
营业税金及附加	675.7	1006.1	1075.5	1183.0	流动比率				
营业费用	2938.8	3827.0	3506.6	3857.2	速动比率	0.59	0.86	1.38	1.82
研发费用	2043.0	3061.6	3272.8	3600.1	营运能力				
管理费用	1420.0	2114.4	2260.3	2486.4	总资产周转率				
财务费用	1076.4	1803.3	616.2	438.8	应收账款周转率	0.55	0.89	0.82	0.78
资产减值损失	(604.00)	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	13.67	13.95	12.07	12.23
公允价值变动收益	-6.3	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
投资净收益	922.2	0.0	0.0	0.0	每股收益	3.17	3.57	3.19	3.24
营业利润	11824.9	23067.7	25737.1	27521.2	每股经营现金	5.37	9.09	9.56	9.90
营业外收入	23.5	0.0	0.0	0.0	每股净资产	15.54	21.26	26.33	31.67
营业外支出	116.2	0.0	0.0	0.0	估值比率				
利润总额	11732.2	23067.7	25737.1	27521.2	P/E	32.7	16.8	15.0	14.1
所得税	1317.3	2810.9	3136.2	3353.6	P/B	6.72	4.91	3.97	3.30
净利润	10414.9	20256.8	22600.8	24167.6					
少数股东损益	373.5	726.4	810.5	866.7					
归属母公司净利润	10041.4	19530.3	21790.3	23300.9					
EBITDA	17823.8	31624.8	32731.4	33844.4					
EPS (元)	3.20	6.22	6.94	7.42					

分析师简介

于庭泽，研究发展部化工行业首席分析师。

清华工科本硕，历任招商证券化工高级分析师，联讯（粤开）证券化工首席分析师，2020年9月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现