

受益经济复苏，一季度利润达历史新高



核心观点

- **一季度利润创历史新高:** 公司 21 年一季度实现营业收入 313.1 亿元同比增长 104.1%; 归母净利 66.2 亿元, 同比增长 380.8%, 单季度利润创出新高。收入与利润大幅增长, 一方面是 20 年同期公司受疫情影响, 销量与售价均低于正常水平; 二是今年一季度全球经济逐渐复苏, 且美国 2 月发生寒潮, 多数化工品供给收缩, 导致产品价格进一步上涨, 同时公司在聚氨酯领域获得了更多市场份额。
- **销量大幅增长:** 21 年一季度公司聚氨酯系列销量达到 92.4 万吨, 同比增长 54%, 环比增长 5%。石化系列单季度销量达到 23.5 万吨, 同比几乎翻倍, 环比增长约 24%。我们认为公司聚氨酯销量增长主要由于全球需求复苏拉动, 石化系列则主要由于乙烯一体化产能投放。同时, MDI、PO、PVC、PP、PE 等多项产品价格均出现明显上涨, 量价齐升效应促使公司 21 年一季度业绩大幅提升。
- **21 年景气度展望较好:** 结合前期深度报告, 我们认为 MDI 由于供给端海外企业暂停资本开支, 需求端国内多点开花, 景气度将维持较长时间。目前多数化工大宗品海外价格仍大幅高于国内价格, 且海外基建地产等仍将维持高投资, 这将使国内多数基础化工品价格继续维持高位, 因此我们预计万华 21 年后续业绩仍将维持较高水平。

财务预测与投资建议

- 我们结合近期市场情况, 调整了产品价格, 上调 21-22 年 EPS 为 6.71、7.26 元 (原预测 5.70、6.49 元), 并添加 23 年预测 7.98 元。选取化工行业龙头企业作为可比公司, 由于万华在其中的长期 ROE 和历史成长性更为突出, 给予 15% 估值溢价, 按照 21 年 19 倍 PE 调整目标价到 127.42 元, 维持买入评级。

风险提示

- 疫情变化不及预期; 宏观经济风险; 原油价格波动风险; 新项目进展风险。

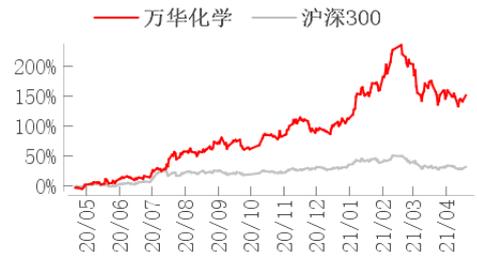
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	95,344	100,969	106,616
同比增长(%)	-6.6%	7.9%	29.8%	5.9%	5.6%
营业利润(百万元)	12,297	11,825	25,396	27,505	30,192
同比增长(%)	-37.3%	-3.8%	114.8%	8.3%	9.8%
归属母公司净利润(百万元)	10,130	10,041	21,055	22,808	25,051
同比增长(%)	-34.9%	-0.9%	109.7%	8.3%	9.8%
每股收益(元)	3.23	3.20	6.71	7.26	7.98
毛利率(%)	28.0%	26.8%	35.5%	35.9%	36.7%
净利率(%)	14.9%	13.7%	22.1%	22.6%	23.5%
净资产收益率(%)	25.2%	22.0%	36.9%	29.7%	24.9%
市盈率	32.2	32.5	15.5	14.3	13.0
市净率	7.7	6.7	5.0	3.7	2.9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月19日)	107.94 元
目标价格	127.42 元
52周最高价/最低价	150.18/40.13 元
总股本/流通A股(万股)	313,975/142,376
A股市值(百万元)	338,904
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年04月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.36	-6.33	-1.83	151.48
相对表现	1.22	-6.73	1.03	131.85
沪深300	2.14	.4	-2.86	19.63



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉
021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517120003

相关报告

- 万华化学系列之六: 从万华投资 BDO 看 PBAT 行业角力 2021-02-25
- 万华化学系列之五: 从近期 MDI 行业变化看未来景气度 2020-09-11
- 万华化学系列之四: 低油价如何影响 α 2020-04-23

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值（截止 2021 年 4 月 19 日，调整后平均考虑估值溢价）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华鲁恒升	1.11	2.38	2.64	3.05	32.56	15.13	13.64	11.80
荣盛石化	1.08	1.67	2.26	2.59	25.41	16.47	12.17	10.62
恒力石化	1.91	2.30	2.60	2.96	15.26	12.69	11.23	9.86
扬农化工	3.90	4.97	5.97	6.96	30.31	23.81	19.82	17.00
龙蟒佰利	1.02	1.74	2.09	2.48	28.20	16.56	13.79	11.62
新和成	1.66	2.05	2.35	2.65	21.96	17.77	15.50	13.74
调整后平均						19.00	16.00	14.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,566	17,574	26,025	43,928	66,376	营业收入	68,051	73,433	95,344	100,969	106,616
应收票据、账款及款项融资	8,380	11,249	12,870	13,629	14,392	营业成本	48,998	53,766	61,522	64,708	67,492
预付账款	438	781	732	775	819	营业税金及附加	576	676	877	929	981
存货	8,587	8,704	10,817	11,377	11,867	营业费用	2,783	2,939	3,489	3,649	3,742
其他	1,513	2,219	2,131	2,171	2,210	管理费用及研发费用	3,139	3,463	3,642	3,831	4,031
流动资产合计	23,484	40,526	52,576	71,881	95,663	财务费用	1,080	1,076	1,180	1,109	942
长期股权投资	718	1,314	1,314	1,314	1,314	资产、信用减值损失	307	604	153	153	153
固定资产	37,478	56,371	79,146	82,771	86,026	公允价值变动收益	8	(6)	(6)	(6)	(6)
在建工程	22,562	21,534	9,336	12,241	12,063	投资净收益	159	179	179	179	179
无形资产	5,337	6,905	6,559	6,214	5,869	其他	961	743	743	743	743
其他	7,287	7,102	3,248	3,242	3,237	营业利润	12,297	11,825	25,396	27,505	30,192
非流动资产合计	73,382	93,226	99,603	105,782	108,509	营业外收入	79	23	23	23	23
资产总计	96,865	133,753	152,179	177,663	204,171	营业外支出	115	116	116	116	116
短期借款	20,034	38,245	38,245	38,245	38,245	利润总额	12,260	11,732	25,303	27,413	30,099
应付票据及应付账款	16,411	17,493	17,387	18,287	19,074	所得税	1,667	1,317	3,796	4,112	4,515
其他	8,355	12,395	15,623	16,906	17,044	净利润	10,593	10,415	21,508	23,301	25,584
流动负债合计	44,800	68,134	71,255	73,438	74,363	少数股东损益	463	373	453	493	533
长期借款	5,963	11,822	11,822	11,822	11,822	归属于母公司净利润	10,130	10,041	21,055	22,808	25,051
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.23	3.20	6.71	7.26	7.98
其他	2,172	2,146	400	400	400						
非流动负债合计	8,134	13,968	12,222	12,222	12,222	主要财务比率					
负债合计	52,934	82,102	83,477	85,660	86,585		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,567	2,870	3,323	3,816	4,349	成长能力					
实收资本(或股本)	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	营业收入	-6.6%	7.9%	29.8%	5.9%	5.6%
资本公积	2,162	2,161	2,161	2,161	2,161	营业利润	-37.3%	-3.8%	114.8%	8.3%	9.8%
留存收益	37,144	43,104	60,078	82,885	107,936	归属于母公司净利润	-34.9%	-0.9%	109.7%	8.3%	9.8%
其他	(81)	375	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	43,931	51,651	68,702	92,003	117,586	毛利率	28.0%	26.8%	35.5%	35.9%	36.7%
负债和股东权益总计	96,865	133,753	152,179	177,663	204,171	净利率	14.9%	13.7%	22.1%	22.6%	23.5%
						ROE	25.2%	22.0%	36.9%	29.7%	24.9%
						ROIC	16.2%	13.0%	20.3%	18.4%	16.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	54.6%	61.4%	54.9%	48.2%	42.4%
净利润	10,593	10,415	21,508	23,301	25,584	净负债率	56.3%	64.2%	37.3%	9.6%	0.0%
折旧摊销	13,156	5,304	10,803	14,442	17,139	流动比率	0.52	0.59	0.74	0.98	1.29
财务费用	1,080	1,076	1,180	1,109	942	速动比率	0.33	0.47	0.59	0.82	1.13
投资损失	(159)	(179)	(179)	(179)	(179)	营运能力					
营运资金变动	10,540	3,716	(1,440)	(365)	(411)	应收账款周转率	16.4	13.7	14.9	15.1	15.1
其它	(9,277)	(3,482)	1,972	159	159	存货周转率	5.6	6.2	6.3	5.8	5.8
经营活动现金流	25,933	16,850	33,844	38,467	43,234	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
资本支出	(36,242)	(24,826)	(21,180)	(20,773)	(20,018)	每股指标(元)					
长期投资	10	(596)	(86)	0	0	每股收益	3.23	3.20	6.71	7.26	7.98
其他	17,865	1,568	200	173	173	每股经营现金流	8.26	5.37	10.78	12.25	13.77
投资活动现金流	(18,367)	(23,855)	(21,066)	(20,600)	(19,845)	每股净资产	13.49	15.54	20.82	28.09	36.07
债权融资	(1,635)	2,963	935	1,145	0	估值比率					
股权融资	174	(0)	0	0	0	市盈率	32.2	32.5	15.5	14.3	13.0
其他	(7,773)	16,850	(5,261)	(1,109)	(942)	市净率	7.7	6.7	5.0	3.7	2.9
筹资活动现金流	(9,233)	19,813	(4,326)	36	(942)	EV/EBITDA	13.5	19.7	9.6	8.3	7.4
汇率变动影响	(7)	(23)	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.9	27.9	13.5	12.6	11.5
现金净增加额	(1,674)	12,785	8,451	17,903	22,448						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn