

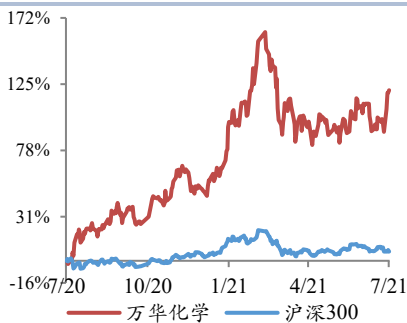
如何理解万华 Q2 业绩超预期?

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-07-08

收盘价 (元)	119.90
近 12 个月最高/最低 (元)	142.30/53.16
总股本 (百万股)	3,140
流通股本 (百万股)	1,424
流通股比例 (%)	45.35
总市值 (亿元)	3,765
流通市值 (亿元)	1,707

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 刘万鹏

执业证书号: S0010520060004

电话: 18811591551

邮箱: liuwp@hazq.com

联系人: 曾祥钊

执业证书号: S0010120080034

电话: 13261762913

邮箱: zengxz@hazq.com

相关报告

1. 万华正成为产业链赋能者 2021-07-08
2. 科思创德国 MDI 装置不可抗力, MDI 价差或继续反弹 2021-07-04
3. MDI 价差有望反弹, 建筑建材或是未来爆发点 2021-06-20

主要观点:

● 事件描述:

7月9日, 万华化学发布 2021 年半年度业绩预增公告。公司预计 2021 年上半年实现归母净利润 134-136 亿元, 同比增加 373%-380%, 每股收益 4.27-4.33 元。

● 公司二季度实现归母净利润 68-70 亿元, 超预期

2021Q2, 公司预计实现归母净利润 68-70 亿元, 同比增长 366-380%。在 MDI 价格略有下降和 2021Q1 归母净利润 66.21 亿元高基数的情况下, 公司依旧实现环比增长。我们认为公司聚氨酯、石化、新材料三大业务板块均有贡献。

● (1) 聚氨酯板块: MDI 出口量价均创新高和烟台扩能, 弥补国内价格下跌的影响

价格方面: 国内 MDI 价格在 2021Q2 略有下降, 华东聚合 MDI 价格从 Q1 的 21360 元/吨下降到 17909 元/吨, 华东纯 MDI 价格从 Q1 的 24160 元/吨下降到 20532 元/吨, 同时纯苯等原料价格有所上涨, 国内 MDI 产品单吨盈利能力略有下降。同时, 由于海外 MDI 市场供不应求, MDI 出口价格今年以来屡创新高, 5 月聚合 MDI 和纯 MDI 出口平均单价分别为 2057、2696 美元/吨, 均为 18 年以来的新高。

销量方面: 万华烟台 MDI 装置于 2 月完成 60 万吨/年到 110 万吨/年的技改扩能, 随着装置达产, 公司 MDI 产销量进一步提升。同时, 部分海外地区化工装置受极端天气等因素影响, MDI 等产品供给受限, 加上海外需求持续好转, 导致国内 MDI 出口量 3-5 月均维持在历史高位, 其中 5 月聚合 MDI 出口量达到历史最高的 11.28 万吨, 其中增加的出口量可能主要源于扩能后的万华。由于 6 月份出口数据还未公布, 从 4、5 月的 MDI 出口金额来看, 聚合 MDI 两个月分别实现了 1.62、2.32 亿美元, 将为万华在内的国内 MDI 企业带来超额盈利。

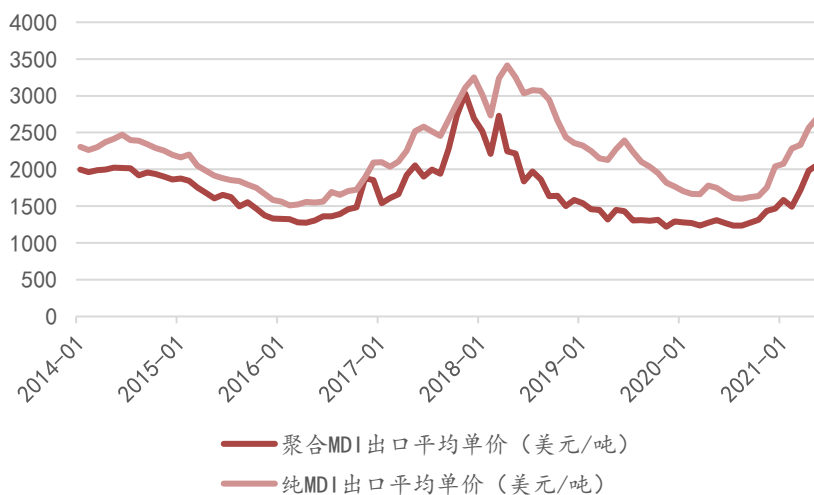
● (2) 石化板块: 乙烯项目达产和库存收益贡献增量业绩

二季度公司石化板块业绩预计保持增长, 一方面来源于百万吨乙烯等新装置逐步达产, 主要石化产品产销量同比增加; 另一方面来源于公司的 LPG 地下洞库带来的库存收益。LPG 国内价格在 2021Q2 依然维持较高水平。

● (3) 新材料板块：部分产品价差扩大，盈利水平改善

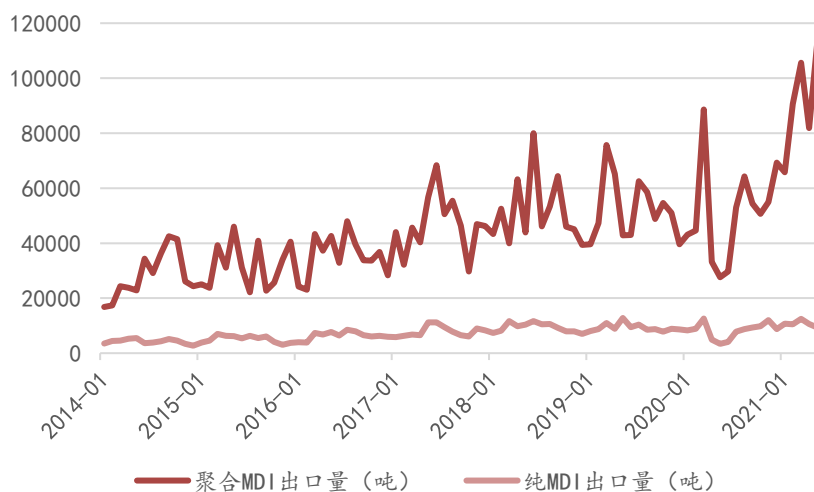
二季度公司新材料板块部分产品盈利能力改善。PC 产品由于原料双酚 A 在 2021Q2 期间出现下降，导致产品价差扩大，盈利能力提升。HDI 产品价格经历 Q1 期间从 42000 元/吨到 77000 元/吨的上涨后，2021Q2 继续保持在历史较高的价格水平，持续的高价差带来盈利能力的提升。

图表 1 MDI 出口价格月度变化



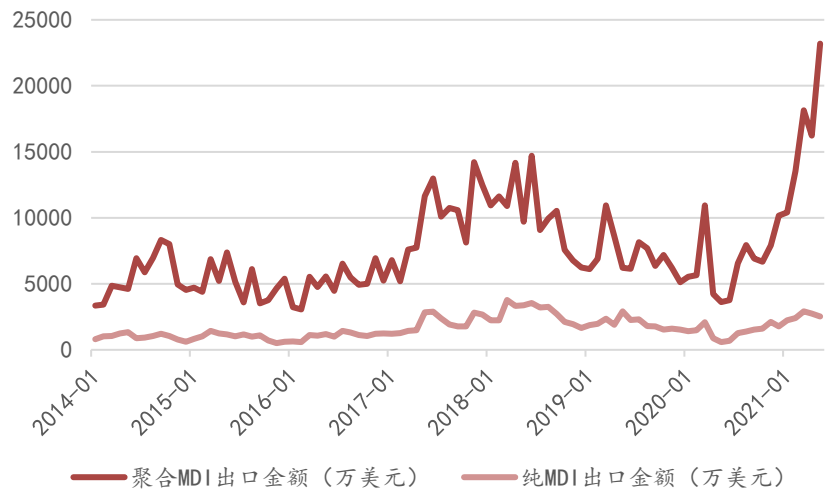
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 MDI 出口量月度变化



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 MDI 出口金额月度变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 244.19、250.63、275.76 亿元，同比增速为 143.2%、2.6%、10.0%。对应 PE 分别为 15.42、15.02、13.65 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

因公司人力规模扩大带来的内部管理难度增大的风险；公司核心产品因技术突破或合资经营等方式大规模扩散的风险；项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73433	115601	125060	135990
收入同比 (%)	7.9%	57.4%	8.2%	8.7%
归属母公司净利润	10041	24419	25063	27576
净利润同比 (%)	-0.9%	143.2%	2.6%	10.0%
毛利率 (%)	26.8%	34.4%	33.4%	33.3%
ROE (%)	20.6%	33.4%	25.5%	21.9%
每股收益 (元)	3.20	7.78	7.98	8.78
P/E	28.47	15.42	15.02	13.65
P/B	5.86	5.14	3.83	2.99
EV/EBITDA	17.89	10.12	10.17	9.73

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	40526	38963	38228	41623	营业收入	73433	115601	125060	135990
现金	17574	4566	4566	4566	营业成本	53766	75787	83231	90773
应收账款	6309	7859	9131	10286	营业税金及附加	676	1116	1139	1267
其他应收款	704	884	1071	1170	销售费用	2939	3815	4749	5031
预付账款	781	826	953	1116	管理费用	1420	2196	2477	2636
存货	8704	13325	14231	15392	财务费用	1076	2228	2049	1753
其他流动资产	6455	11502	8275	9094	资产减值损失	-488	-59	-22	-28
非流动资产	93226	122070	146000	170141	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	1314	1314	1314	1314	投资净收益	179	0	0	0
固定资产	56371	75162	90509	108186	营业利润	11825	29494	29875	32793
无形资产	6905	9206	11232	13197	营业外收入	23	0	0	0
其他非流动资产	28636	36389	42945	47445	营业外支出	116	0	0	0
资产总计	133753	161033	184227	211764	利润总额	11732	29494	29875	32793
流动负债	68134	75325	72523	71459	所得税	1317	4167	3879	4191
短期借款	38245	38403	30587	26592	净利润	10415	25327	25996	28602
应付账款	9156	10947	13276	14349	少数股东损益	373	908	932	1026
其他流动负债	20733	25975	28661	30518	归属母公司净利润	10041	24419	25063	27576
非流动负债	13968	8730	8730	8730	EBITDA	17826	41244	40298	41677
长期借款	11822	6584	6584	6584	EPS (元)	3.20	7.78	7.98	8.78
其他非流动负债	2146	2146	2146	2146					
负债合计	82102	84055	81253	80189					
少数股东权益	2870	3779	4711	5737					
股本	3140	3140	3140	3140					
资本公积	2161	2162	2162	2162					
留存收益	43479	67898	92961	120538					
归属母公司股东权益	48780	73199	98263	125839					
负债和股东权益	133753	161033	184227	211764					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16850	34521	43866	38779
净利润	10041	24419	25063	27576
折旧摊销	5236	10985	9913	8723
财务费用	1229	2560	2186	1890
投资损失	-179	0	0	0
营运资金变动	-411	-4411	5750	-465
其他经营现金流	11385	29798	20267	29095
投资活动现金流	-23855	-39889	-33863	-32893
资本支出	-23119	-39889	-33863	-32893
长期投资	-721	0	0	0
其他投资现金流	-16	0	0	0
筹资活动现金流	19813	-7640	-10002	-5885
短期借款	18211	158	-7817	-3995
长期借款	5859	-5238	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4257	-2560	-2186	-1890
现金净增加额	12785	-13008	0	0

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	7.9%	57.4%	8.2%	8.7%
营业利润	-3.8%	149.4%	1.3%	9.8%
归属于母公司净利润	-0.9%	143.2%	2.6%	10.0%
获利能力				
毛利率 (%)	26.8%	34.4%	33.4%	33.3%
净利率 (%)	13.7%	21.1%	20.0%	20.3%
ROE (%)	20.6%	33.4%	25.5%	21.9%
ROIC (%)	10.9%	21.2%	18.8%	17.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	61.4%	52.2%	44.1%	37.9%
净负债比率 (%)	159.0%	109.2%	78.9%	60.9%
流动比率	0.59	0.52	0.53	0.58
速动比率	0.46	0.33	0.32	0.35
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.72	0.68	0.64
应收账款周转率	11.64	14.71	13.70	13.22
应付账款周转率	5.87	6.92	6.27	6.33
每股指标 (元)				
每股收益	3.20	7.78	7.98	8.78
每股经营现金流	5.37	10.99	13.97	12.35
每股净资产	15.54	23.31	31.30	40.08
估值比率				
P/E	28.47	15.42	15.02	13.65
P/B	5.86	5.14	3.83	2.99
EV/EBITDA	17.89	10.12	10.17	9.73

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，主要从事生物半导体、生物机械领域研究，共发表10篇国际论文，引用数超600次，申请5项国家发明专利；天津大学化工学士；2年央企战略规划经验，5年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。