

公司研究

业绩大幅增长，产业链下游延伸提升长期成长空间

——万华化学（600309.SH）2021年半年度业绩预增公告点评

要点

事件：公司发布2021年半年度业绩预增公告，预计报告期内实现归母净利润134-136亿元，同比增长373%-380%；其中Q2单季实现归母净利润68-70亿元，同比增加365%-379%，环比增加2.4%-5.4%。

点评

MDI持续景气，公司装置技改完成扩充产能：2021年上半年，随着全球新冠疫情缓解，下游市场需求好转：截至2021年5月，国内家用冰箱累计生产3712万台，同比增长30%；冷柜累计生产1349万台，同比增长44%。供给端，美国部分地区MDI装置受极端天气影响造成产量下降，且上海亨斯曼（24万吨）、欧洲亨斯曼（47万吨）、日本东曹（40万吨）检修导致开工率下降，使得2021H1全球MDI供给较为紧张，MDI价格快速上涨：2021H1公司纯MDI均价2.41万元/吨，同比上涨39%，聚合MDI均价2.29万元/吨，同比上涨68%；其中Q2单季公司纯MDI均价2.40万元/吨，同比上涨47%，环比小幅下降0.65%，聚合MDI均价2.22万元/吨，同比上涨63%，环比下降5.7%。随着新冠疫苗持续推进带来的需求增量，预计未来冰箱冷柜需求提升有望继续带动MDI需求向好，持续景气。2021H1，公司烟台MDI装置技改扩能完成，产能从60万吨/年提升至110万吨/年。产能的扩张将进一步提升公司MDI的盈利能力和市场竞争力。

百万吨乙烯投产，下游继续延伸打造全产业链优势：公司聚氨酯产业链一体化—乙烯项目于2020年底投产，2021年正式进入业绩释放期，石化产业链盈利能力大幅增强。此外，公司继续加大石化项目领域投资力度：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，年产能为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，石化业务是公司的发展支柱，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：由于MDI供需格局持续偏紧，行业景气度也将持续下去，且公司进一步扩充石化产业布局，项目投产后盈利能力将进一步增强，故我们上调了对公司未来3年的盈利预测，预计公司21-23年净利润分别为218亿（+23%）、269亿（+32%）、316亿（+35%）。公司是全球最大的MDI生产企业，产业链纵向整合叠加横向延伸将持续提升公司竞争力。故维持“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	117,027	142,753	165,147
营业收入增长率	12.26%	7.91%	59.37%	21.98%	15.69%
净利润（百万元）	10,130	10,041	21,821	26,886	31,597
净利润增长率	-4.53%	-0.87%	117.31%	23.21%	17.52%
EPS（元）	3.23	3.20	6.95	8.56	10.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.91%	20.58%	32.80%	31.66%	29.79%
P/E	39	39	18	15	12
P/B	9.2	8.0	5.9	4.6	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-09

买入（维持）

当前价：124.65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

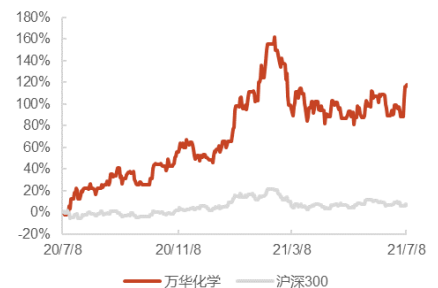
010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.40
总市值(亿元)	3914
一年最低/最高(元)	53.79/143.98
近3月换手率	93.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.71	10.35	111.26
绝对	7.96	9.88	117.84

资料来源：Wind

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	117,027	142,753	165,147
营业成本	48,998	53,766	81,033	99,724	115,346
折旧和摊销	4,595	5,231	7,611	8,718	9,935
税金及附加	576	676	1,077	1,313	1,520
销售费用	2,783	2,939	4,683	5,713	6,609
管理费用	1,434	1,420	2,263	2,761	3,194
研发费用	1,705	2,043	3,256	3,972	4,595
财务费用	1,080	1,076	612	-414	-1,066
投资收益	159	179	169	174	172
营业利润	12,297	11,825	25,440	31,299	36,789
利润总额	12,260	11,732	25,375	31,235	36,724
所得税	1,667	1,317	3,045	3,748	4,407
净利润	10,593	10,415	22,330	27,486	32,317
少数股东损益	463	373	509	600	720
归属母公司净利润	10,130	10,041	21,821	26,886	31,597
EPS(元)	3.23	3.20	6.95	8.56	10.06

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	25,933	16,850	57,422	54,281	56,996
净利润	10,130	10,041	21,821	26,886	31,597
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	-16,962	-12,733	-10,818
其他	22,978	3,961	44,951	31,410	26,281
投资活动产生现金流	-18,367	-23,855	-21,210	-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	-665	174	172
融资活动现金流	-9,233	19,813	-24,528	-21,563	-7,082
股本变化	406	0	0	0	0
债务净变化	6,157	21,401	-20,412	-13,832	2,000
无息负债变化	9,114	7,766	50,304	32,882	28,243
净现金流	-1,674	12,785	11,683	10,991	28,862

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.0%	26.8%	30.8%	30.1%	30.2%
EBITDA 率	27.0%	26.0%	28.6%	27.6%	27.5%
EBIT 率	20.3%	18.8%	22.1%	21.5%	21.5%
税前净利润率	18.0%	16.0%	21.7%	21.9%	22.2%
归母净利润率	14.9%	13.7%	18.6%	18.8%	19.1%
ROA	10.9%	7.8%	12.3%	12.5%	11.9%
ROE (摊薄)	23.9%	20.6%	32.8%	31.7%	29.8%
经营性 ROIC	14.1%	12.1%	23.1%	27.2%	31.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	55%	61%	62%	60%	59%
流动比率	0.52	0.59	0.78	0.88	0.99
速动比率	0.33	0.47	0.64	0.73	0.86
归母权益/有息债务	1.44	0.96	2.19	5.15	5.74
有形资产/有息债务	3.05	2.46	5.70	12.81	14.25

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	181,892	219,943	272,058
货币资金	4,566	17,574	29,257	40,248	69,111
交易性金融资产	30	0	0	0	0
应收帐款	4,433	6,309	10,054	12,265	14,189
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	575	704	1,078	1,310	1,512
存货	8,587	8,704	13,112	16,138	18,667
其他流动资产	4,795	6,393	19,335	26,972	33,619
流动资产合计	23,484	40,526	74,013	98,381	138,773
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	3,043	3,043	3,043
非流动资产合计	73,382	93,226	107,880	121,562	133,285
总负债	52,934	82,102	111,993	131,042	161,285
短期借款	20,034	38,245	15,832	0	0
应付账款	8,024	9,156	13,799	16,982	19,643
应付票据	8,386	8,338	12,566	15,464	17,887
预收账款	2,335	0	0	0	0
其他流动负债	(264)	5,090	48,453	74,043	96,319
流动负债合计	44,800	68,134	95,448	112,156	140,102
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	1,831	2,172	2,468
非流动负债合计	8,134	13,968	16,545	18,886	21,183
股东权益	43,931	51,651	69,899	88,900	110,773
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	58,020	76,421	97,574
归属母公司权益	42,364	48,780	66,520	84,921	106,073
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%	0.52%	-0.29%	-0.65%
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	2.70	3.33	3.91
每股经营现金流	8.26	5.37	18.29	17.29	18.15
每股净资产	13.49	15.54	21.19	27.05	33.78
每股销售收入	21.67	23.39	37.27	45.47	52.60

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	39	39	18	15	12
PB	9.2	8.0	5.9	4.6	3.7
EV/EBITDA	24	23	13	10	9
股息率	1%	1%	2%	3%	3%

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的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