

二季度业绩超预期, MDI 将迎持续回暖

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年半年度业绩预告, 预计上半年实现归母净利润 134-136 亿元, 同比+372.7%-379.7%; 预计二季度实现归母净利润 67.8-69.8 亿元, 同比+365.0%-378.7%, 环比+2.4%-5.4%。
- **上半年国内 MDI 略显疲软, 业绩增量主要来自装置技改与海外需求:** 2021 年上半年国内 MDI 市场价格呈现倒 V 走势, 一季度因春节前库存低位及美国装置不可抗力, MDI 价格在 2 月快速上涨, 在 3 月初达到高点后因贸易商获利了结及需求偏弱, 价格进入下行通道后于 6 月中旬触底。根据卓创资讯统计, 聚合 MDI (华北 PM200)、纯 MDI (华东) H1 均价分别为 20030、22343 元/吨, 同比+61.7%、+53.3%, Q2 均价分别为 18265、20470 元/吨, 同比+51.2%、+49.1%, 环比-16.2%、-15.5%。国内价格虽显疲软, 但海外装置不可抗力频发与需求旺盛拉动上半年出口量价屡创新高, 1-5 月累计出口金额与数量同比+172.1%、+92.6%。万华烟台装置于 2 月份技改完成, 产能由 60 万吨扩至 110 万吨, 而我国出口额自三月份开始大幅增长, 我们估计其增量主要来自万华。展望后市, 目前海外科思创装置不可抗力, 万华烟台 110 万吨装置开启检修, 在贸易商惜售与厂家供货收紧的双重压力下, MDI 市场开始反弹; 需求端, 下半年需求进入旺季, 建筑保温相关政策的出台预计将带来聚氨酯保温板增量市场, 看好下半年 MDI 景气上行对公司带来的业绩支撑。
- **石化板块产品价格上行, 百万乙烯装置持续放量:** 石化板块量价齐升也是公司业绩超预期的因素之一, 2020 年 11 月, 公司 100 万吨乙烯项目正式投产, 2021 年随着石油价格持续走强, 各类大宗产品价格持续上涨。公司石化板块相关产品丙烯、PO、丙烯酸、丁醇、丙烯酸丁酯上半年均价分别为 7901、17398、9402、12449、15699 元/吨, 同比+23.8%、+98.5%、+38.7%、+133.1%、+100.0%; 二季度均价分别为 8102、16536、9569、13780、16889 元/吨, 同比+27.0%、+89.0%、+38.8%、+160.1%、+115.5%, 环比+5.2%、-9.4%、+3.6%、+23.9%、+13.5%。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 6.98 元、7.40 元和 7.79 元, 对应 PE 分别为 18X、17X 和 16X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进度不及预期、MDI、石化产品等主营产品价格大规模下滑、下游需求不及预期等风险。

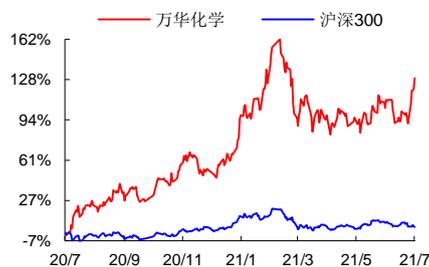
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73432.97	110365.46	128604.49	145245.24
增长率	7.91%	50.29%	16.53%	12.94%
归属母公司净利润(百万元)	10041.43	21909.86	23221.37	24473.50
增长率	-0.87%	118.19%	5.99%	5.39%
每股收益 EPS(元)	3.20	6.98	7.40	7.79
净资产收益率 ROE	20.16%	31.73%	26.36%	22.64%
PE	39	18	17	16
PB	8.02	5.73	4.49	3.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通 A 股(亿股)	14.24
52 周内股价区间(元)	53.79-143.98
总市值(亿元)	3,913.69
总资产(亿元)	1,509.51
每股净资产(元)	17.48

相关研究

1. 万华化学(600309): 单季度利润创历史新高, 福建工业园产业链将进一步完善 (2021-04-11)
2. 万华化学(600309): 逆境中再创百亿业绩, 全球化工龙头扬帆起航 (2021-03-16)
3. 万华化学(600309): MDI 装置扩能完成, 龙头地位不可撼动 (2021-02-25)
4. 万华化学(600309): 四季度业绩超预期, 看好公司长期成长 (2021-01-07)
5. 万华化学(600309): 乙烯一期项目迎来投产, 开启石化板块发展新篇章 (2020-11-10)
6. 万华化学(600309): MDI、PO 价格步入上行通道, 公司三季度业绩回暖 (2020-10-22)

关键假设：

假设 1：假设 2021-2023 年公司烟台、宁波、匈牙利基地 MDI 开工率分别为 85%、85%、90%，价格同比涨幅分别为 25%、5%、0%。

假设 2：假设石化板块 2021-2023 年主营产品价格同比增长 10%、5%、0%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
聚氨酯系列	收入	34,417	55,031	60,534	63,561
	增速	10.0%	60.0%	10.0%	5.0%
	成本	19,442	30,817	33,899	35,594
	毛利率	43.5%	44.0%	44.0%	44%
石化系列	收入	23,085	34,627	41,553	49,864
	增速	14.8%	50.0%	20.0%	20.0%
	成本	22,103	28,395	36,567	44,877
	毛利率	4.3%	18.0%	12.0%	10.0%
精细化学品及新材料	收入	7,948	11,127	15,021	18,026
	增速	12.1%	40.0%	35.0%	20.0%
	成本	5,928	7,789	10,515	12,618
	毛利率	25.4%	30.0%	30.0%	30%
其他	收入	7,983	9,580	11,496	13,795
	增速	-11.5%	20.0%	20.0%	20%
	成本	6,294	7,472	8,967	10,760
	毛利率	21.2%	22.0%	22.0%	22%
合计	收入	73,433	110,365	128,604	145,245
	增速	7.9%	50.3%	16.5%	12.9%
	成本	53,766	74,473	89,947	103,849
	毛利率	26.8%	32.5%	30.1%	28.5%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73432.97	110365.46	128604.49	145245.24	净利润	10414.92	22894.32	24264.76	25573.14
营业成本	53765.91	74473.14	89947.55	103849.45	折旧与摊销	5236.48	6388.01	7287.70	7845.47
营业税金及附加	675.67	938.11	1093.14	1234.58	财务费用	1076.41	1655.48	1800.46	1888.19
销售费用	2938.80	4524.98	5144.18	5809.81	资产减值损失	-488.19	100.00	100.00	100.00
管理费用	1420.04	2317.67	2572.09	2904.90	经营营运资本变动	3721.98	4941.62	2951.91	2267.36
财务费用	1076.41	1655.48	1800.46	1888.19	其他	-3111.90	-199.98	-221.38	-186.87
资产减值损失	-488.19	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	16849.71	35779.44	36183.45	37487.29
投资收益	179.17	100.00	100.00	100.00	资本支出	-20752.36	-5000.00	-5000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-6.34	-0.57	-1.10	-1.80	其他	-3102.66	99.43	98.90	98.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-23855.02	-4900.57	-4901.10	-1901.80
营业利润	11824.93	26455.50	28045.97	29556.51	短期借款	18210.90	-32721.62	-5523.31	0.00
其他非经营损益	-92.74	11.92	5.77	7.82	长期借款	5859.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	11732.19	26467.42	28051.74	29564.33	股权融资	-0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	1317.27	3573.10	3786.99	3991.18	支付股利	-4101.02	-2008.29	-4381.97	-4644.27
净利润	10414.92	22894.32	24264.76	25573.14	其他	-156.41	-2686.08	-1800.46	-1888.19
少数股东损益	373.49	984.46	1043.38	1099.65	筹资活动现金流净额	19812.75	-37415.98	-11705.75	-6532.46
归属母公司股东净利润	10041.43	21909.86	23221.37	24473.50	现金流量净额	12784.69	-6537.11	19576.60	29053.03
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17573.66	11036.55	30613.15	59666.18	成长能力				
应收和预付款项	7755.00	9672.96	11912.22	13538.74	销售收入增长率	7.91%	50.29%	16.53%	12.94%
存货	8703.51	12065.74	14600.38	16845.93	营业利润增长率	-3.84%	123.73%	6.01%	5.39%
其他流动资产	6494.26	2242.69	2613.32	2951.47	净利润增长率	-1.68%	119.82%	5.99%	5.39%
长期股权投资	1313.98	1313.98	1313.98	1313.98	EBITDA 增长率	0.89%	90.20%	7.64%	5.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	77905.48	76848.35	74891.54	69376.95	毛利率	26.78%	32.52%	30.06%	28.50%
无形资产和开发支出	8290.97	7965.96	7640.96	7315.95	三费率	7.40%	7.70%	7.40%	7.30%
其他非流动资产	5715.82	5709.94	5704.07	5698.19	净利率	14.18%	20.74%	18.87%	17.61%
资产总计	133752.67	126856.18	149289.61	176707.40	ROE	20.16%	31.73%	26.36%	22.64%
短期借款	38244.94	5523.31	0.00	0.00	ROA	7.79%	18.05%	16.25%	14.47%
应付和预收款项	19456.77	25681.55	31777.03	36488.52	ROIC	14.87%	29.00%	31.93%	35.82%
长期借款	11821.93	11821.93	11821.93	11821.93	EBITDA/销售收入	24.70%	31.26%	28.87%	27.05%
其他负债	12578.27	11667.80	13646.28	15423.70	营运能力				
负债合计	82101.90	54694.59	57245.24	63734.15	总资产周转率	0.64	0.85	0.93	0.89
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	固定资产周转率	1.56	1.80	1.86	2.06
资本公积	2161.48	2161.48	2161.48	2161.48	应收账款周转率	13.67	15.52	14.62	14.03
留存收益	43103.90	63005.47	81844.88	101674.10	存货周转率	6.20	7.15	6.74	6.60
归属母公司股东权益	48780.35	68306.71	87146.11	106975.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.72%	—	—	63.18%
少数股东权益	2870.43	3854.88	4898.27	5997.91	资本结构				
股东权益合计	51650.77	72161.59	92044.38	112973.25	资产负债率	61.38%	43.12%	38.35%	36.07%
负债和股东权益合计	133752.67	126856.18	149289.61	176707.40	带息债务/总负债	60.98%	31.71%	20.65%	18.55%
					流动比率	0.59	0.86	1.38	1.87
					速动比率	0.47	0.56	1.04	1.53
					股利支付率	40.84%	9.17%	18.87%	18.98%
					每股指标				
					每股收益	3.20	6.98	7.40	7.79
					每股净资产	15.54	21.76	27.76	34.07
					每股经营现金	5.37	11.40	11.52	11.94
					每股股利	1.31	0.64	1.40	1.48
业绩和估值指标									
EBITDA	18137.82	34498.99	37134.14	39290.16					
PE	38.98	17.86	16.85	15.99					
PB	8.02	5.73	4.49	3.66					
PS	5.33	3.55	3.04	2.69					
EV/EBITDA	23.09	11.36	9.88	8.60					
股息率	1.05%	0.51%	1.12%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn