

证券研究报告—动态报告

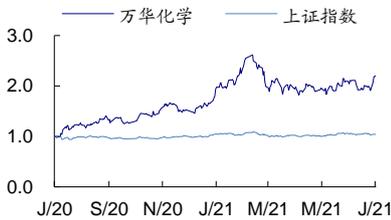
基础化工

化学原料

万华化学(600309)
买入
2021年半年度业绩预增报告点评

(维持评级)

2021年07月09日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,140/1,424
总市值/流通(百万元)	376,456/170,708
上证综指/深圳成指	3,526/14,883
12个月最高/最低(元)	150.18/53.57

相关研究报告:

《国信证券-万华化学-600309-公司深度报告:万华化学的自主创新之路》——2021-06-28
 《万华化学-600309-2021年一季报点评:单季度业绩再创新高超预期,打造全球化工巨擘》——2021-04-11
 《万华化学-600309-2020年财报点评:业绩符合预期,筑牢化工行业领军者地位》——2021-03-16
 《万华化学-600309-2020年三季度财报点评:MDI涨势迅猛,Q3盈利改善显著》——2020-10-27
 《万华化学-600309-重大事件快评:万华化学10月MDI挂牌价大幅上调》——2020-09-30

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
 E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041
 E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
单季盈利再创新高,看好三季度MDI行情
● Q2业绩将再创历史新高显著超预期,维持“买入”评级

7月8日,公司公布《2021年半年度业绩预增公告》。受益于产品量价齐升,(1)产品放量:烟台MDI装置(60-110万吨)完成技改、百万吨乙烯一期项目等产能投放;(2)价格上涨:受部分不可抗力影响,2021Q1公司主营产品价格大幅上行,公司经营业绩有望再创新高,公司预计2021年H1实现归母净利润134亿元-136亿元,同比增长373%-380%;即2021年Q2,公司单季度实现归母净利润约68-70亿元,同比增长366%-380%,环比增长3%-6%。在MDI价格回落的背景下,公司仍然实现了高效运营,2021Q2单季度业绩再创新高,同比、环比均显著超我们预期。在此基础上,我们上调公司盈利预测,预测公司2021-2023年归母净利润分别为254.34、267.69、283.19亿元;EPS分别为8.10、8.53、9.02元/股;对应PE分别为14.8、14.1、13.3倍,维持“买入”评级。

● 聚氨酯业务: MDI需求稳定增长,看好三季度MDI行情

2021年3月起,国内聚合MDI、纯MDI在前期价格涨势过快的背景下,市场价格开启了下滑趋势。进入2021年6月,随下游库存持续消耗、贸易商货源逐渐减少,部分厂商进入停车检修阶段,MDI市场价格止跌,市场供需结构恢复紧平衡。近日,科思创宣布不可抗力、万华化学公告即将进行年度检修。截至7月8日,聚合MDI万华货源报盘21000元/吨,周度、月度涨幅分别为12.64%、24.24%;纯MDI上海货源报盘集中22000-22500元/吨,周度、月度涨幅分别为11.39%、13.99%。我们预计三季度国内MDI市场仍将坚挺运行为主,依旧有上涨趋势。未来公司继续以MDI、TDI为核心,重点提升聚醚、改性MDI两个支撑平台能力。

● 坚持走专业化发展道路,打造全球化运营的化工新材料巨擘

受益于2020年11月大乙烯项目全面投产放量,石化产品均价回暖等,公司石化业务产销量增长显著。精细化学品、新材料业务为公司注入发展活力;四川基地将为公司向化工新材料行业的战略转型发挥重要作用。我们坚定看好公司作为化工行业领军企业,遵循“创新成就卓越”的信条,公司将继续围绕“石化—聚氨酯—化工新材料—精细化学品”产业布局,从以MDI为主的聚氨酯企业,转型为三大板块协同高效、融合发展的现代化企业,打造成为全球化工巨擘。

● 风险提示:

下游需求不及预期;新项目投产进度低于预期;产品价格大幅下滑等。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	109,609	117,094	126,752
(+/-%)	12.3%	7.9%	49.3%	6.8%	8.2%
净利润(百万元)	10130	10041	25434	26769	28319
(+/-%)	-4.5%	-0.9%	153.3%	5.2%	5.8%
每股收益(元)	3.23	3.20	8.10	8.53	9.02
EBIT Margin	21.0%	19.9%	29.7%	29.2%	28.2%
净资产收益率(ROE)	23.9%	20.6%	44.0%	39.7%	36.5%
市盈率(PE)	37.2	37.5	14.8	14.1	13.3
EV/EBITDA	22.8	23.1	11.9	11.0	10.4
市净率(PB)	8.89	7.72	6.51	5.59	4.86

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

量价齐升助力Q2 业绩将再创历史新高，显著超预期，维持“买入”评级

2021年7月8日晚，公司公布《2021年半年度业绩预增公告》。受益于产品量价齐升，**(1) 产品放量**：烟台MDI装置（60-110万吨）完成技改、百万吨乙烯一期项目等产能投放；**(2) 价格上涨**：受部分不可抗力影响，2021Q1公司主营产品价格大幅上行，公司经营业绩有望再创新高，公司预计2021年H1实现归母净利润134亿元-136亿元，同比增长373%-380%；即2021年Q2，公司单季度实现归母净利润约68-70亿元，同比增长366%-380%，环比增长3%-6%。在MDI价格回落的背景下，公司2021Q2单季度业绩再创新高，同比、环比均显著超过我们预期。在此基础上，我们上调公司盈利预测，预测公司2021-2023年归母净利润分别为254.34/267.69/283.19亿元（调整前分别为212.47/232.70/256.07亿元）；EPS分别为8.10/8.53/9.02元/股（调整前分别为6.77/7.41/8.16元/股）。

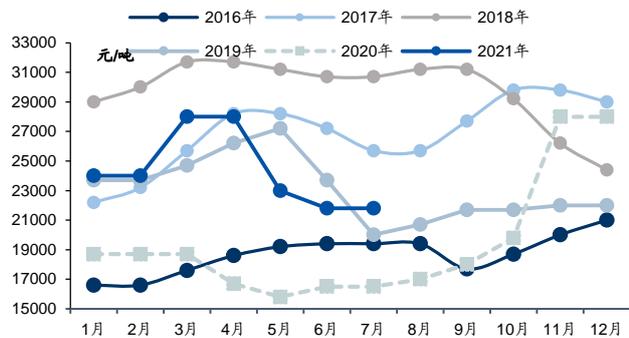
聚氨酯业务：长期MDI需求稳定增长，近期MDI价格回暖后再度起航

回顾来看：2020年上半年，受到NCP疫情冲击，公司聚氨酯系列产品内需、出口双双不振，开工负荷、产销量、价格及产品毛利率均大幅下滑。**进入2020年5月**，国内下游汽车、家电产业链逐步复苏，公司聚氨酯系列产品价格下滑趋势减缓。**自2020年Q3起**，万华化学、科思创、巴斯夫等多家公司陆续宣布装置停产检修计划、不可抗力事件频发，影响面波及欧洲、东南亚、中东和非洲等多地区，全球聚合MDI市场供应紧张，而国内外需求端缓慢恢复，聚氨酯行业基本面在企稳后迎来复苏，公司逐月上调MDI、TDI产品挂牌价。**进入2020年Q4**，国际油价上涨，原料端支撑强劲，且美国MDI厂家纷纷遭遇不可抗力停车或减产，加之部分亚洲MDI厂家例行装置检修临近，市场现货供应偏紧，而需求端建筑与汽车产业链逐步复苏、冰箱与冷柜出口量大幅增加且产销数据亮眼、聚氨酯化纤产品需求旺盛，2020年9-11月，公司MDI挂牌价逐月大幅上调，盈利能力大幅修复。**2021年1-2月**，美国多地遭受极寒和暴风雪天气，巴斯夫、科思创及陶氏工厂受极寒天气影响，装置负荷均不同程度受到影响，全球MDI供应面减量明显，而需求端随海外地产与交运产业链逐步复苏、冰箱与冷柜出口量大幅增加、聚氨酯产品需求旺盛。2021年3月，公司再次上调MDI产品挂牌价。**进入2021年3月**，受下游外墙管道保温、胶黏剂、汽车等行业整体需求低迷等影响，MDI下游以消耗前期库存为主，而海内外部分装置逐步复产，国内聚合MDI、纯MDI在前期价格涨势过快的背景下，市场价格开启了下滑趋势，下滑趋势延续至6月。**进入2021年6月**，随下游库存持续消耗、贸易商货源逐渐减少，部分厂商进入停产检修阶段，MDI市场价格止跌，市场供需结构恢复紧平衡。MDI出口方面，据中国海关总署数据，2021年1-5月国内聚合MDI出口总量为45.68万吨，同比增加92.67%，增幅明显。

2021年7月2日，科思创宣布其位于德国布伦斯比特的所有MDI产品，自当地时间2021年7月2日起不可抗力生效（产能总共42万吨，美国科思创33万吨MDI装置目前依旧不可抗力中）；7月6日，万华化学公司发布公告：按照年度检修计划，公司烟台工业园MDI装置（110万吨/年）将于2021年7月10日开始停产检修，预计检修25天左右。近期，MDI价格出现大幅上涨。据百川盈孚数据，截至7月8日，聚合MDI万华货源报盘21000元/吨，上海货源报盘20500-21000元/吨，周度涨幅为12.64%、月度涨幅为24.24%；纯MDI上海货源报盘集中22000-22500元/吨，进口货源报盘集中22000-22500元/吨（桶

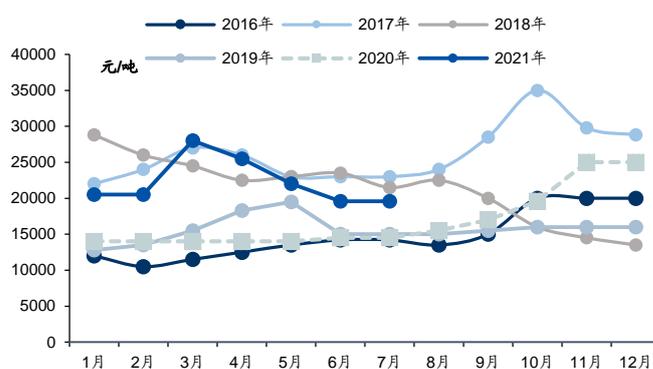
装/送到), 周度涨幅为 11.39%、月度涨幅为 13.99%。我们预计短期内国内聚合 MDI 市场仍将坚挺运行为主, 依旧有上涨趋势, 中长期来看, 冰箱冰柜出口需求的增长趋势向好, 同时美国房地产景气周期将拉动对聚合 MDI 的需求; 纯 MDI 需求方面, 短期内下游氨纶企业开工仍将维持 8-9 成左右, 以高开为主, TPU、鞋底原液及浆料整体以平稳开工为主。

图 1: 公司纯 MDI 挂牌价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

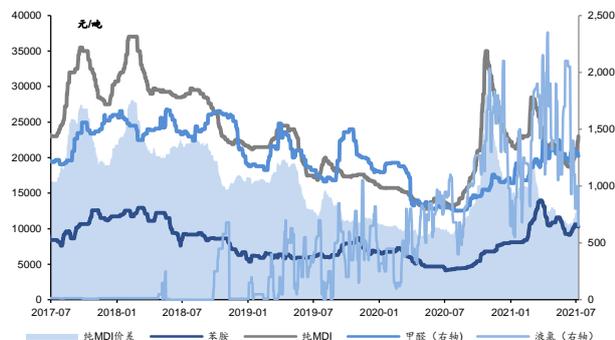
图 2: 公司聚合 MDI 挂牌价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

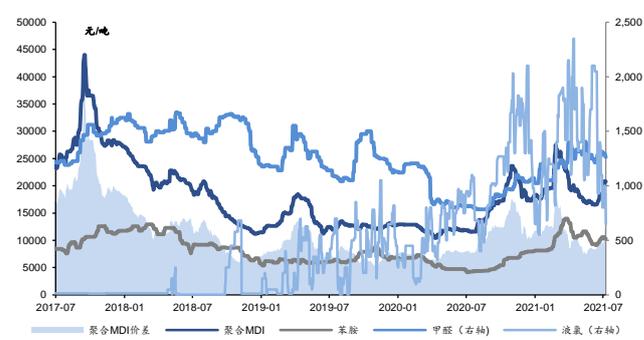
目前万华化公司 MDI 总产能达 260 万吨, 占全球总产能的约 27%。未来 1-3 年内, 公司拟于宁波、福建等基地分别扩产 30、40 万吨 MDI 产能。我们预计未来几年内, MDI 行业将保持寡头垄断格局。未来, 万华化学聚氨酯业务将继续以 MDI、TDI 为核心, 重点提升聚醚、改性 MDI 两个支撑平台能力, 持续保持单套规模大、建设成本低、一体化程度较高等核心竞争力。

图 3: 纯 MDI 价格与价差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 聚合 MDI 价格与价差



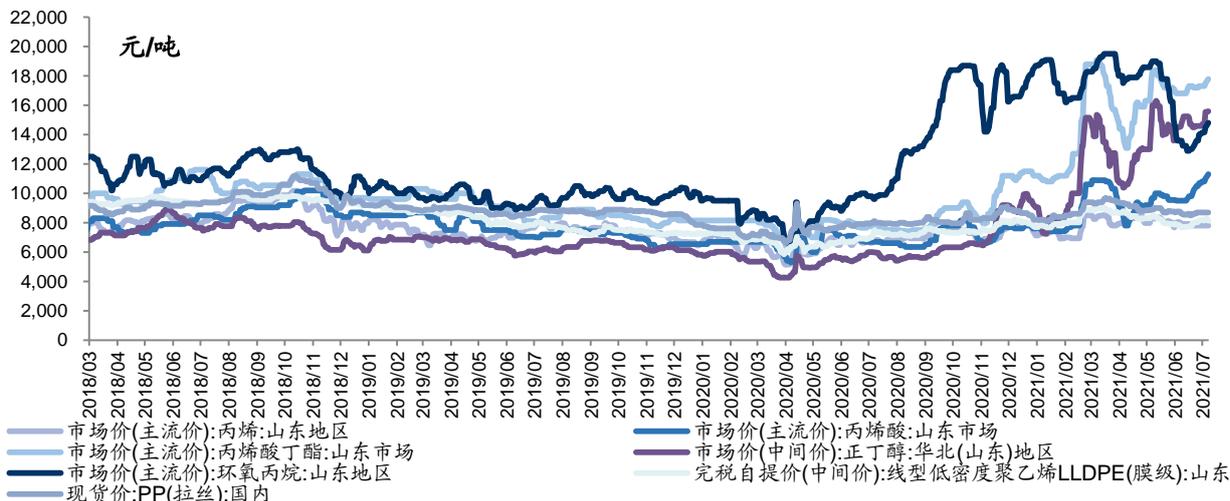
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

石化业务: 公司石化业务产销量增长显著, 继续构建石化产业链集群

回顾来看: 2020 年上半年, 公司石化产品业务受国际原油市场剧烈波动的影响, 产量和售价双双大幅下滑, 2020H1 石化产品毛利率跌至 0.04%。进入 2020 年 5 月, 随着 OPEC+ 减产协议执行推动, 国际原油价格启动了强势反弹。自 2020 年 Q3 起, 伴随国际油价的回升以及下游化工品行业格局逐步改善, 公司石化业务业绩逐步回暖。从 2020 年全年来看, 由于公司 LPG 贸易量增加、石化产品价格同比下降, 造成石化产品收入、成本较上年增加, 毛利率仍有所下降, 2020 年全年石化业务毛利率仅 4.26%。2021 年上半年部分石化产品价格大幅上涨, 目前维持相对高位。

受益于百万吨级大乙烯项目全面投产，石化产品均价回暖等，我们预计 2021 年公司石化业务产销量增长显著。公司现已拥有乙烯、丙烯产能分别 100、75 万吨，未来将继续向下发展具有独特优势的改性 PP、高吸水树脂 SAP、新戊二醇 NPG、聚醚多元醇、MIBK、异佛尔酮等更为精细、附加值更高的产品，我们看好公司将继续深耕 LPG/烯烃商业模式，逐步做大石化产业集群。

图 5：2021 年上半年，部分石化产品价格大幅上涨，目前价格维持相对高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

精细化学品、新材料业务为公司注入发展活力

万华作为国际先进的 TPU 供应商，产品广泛应用于鞋材、线缆、汽车、电子及医疗等应用领域；公司特种胺业务深耕环氧固化剂等领域，并逐步拓展到风电复合材料、美缝剂等新的应用领域；PC 二期装置建成投产，已具备 21 万吨/年的 PC 供应能力，未来将进一步技改扩大产能；IP-IPN-IPDA-IPDI 产业链已于 2020 年实现全面复产，产品组合更丰富；尼龙 12 等重点项目按节点顺利推进；2021 年 4 月，万华化学柠檬醛及其衍生物一体化项目环境影响报告书已经报批前公示。此外，公司在四川眉山规划建设的一期改性塑料项目已正式投产，二期 6 万吨 PBAT 生物降解聚酯、1 万吨锂电池三元材料等项目已批在建（同时规划预留后期建设项目），我们预计有望于 2021 年年底投产。万华四川基地将在万华向化工新材料行业战略转型的过程中发挥重要作用。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为化工行业领军企业，遵循“创新成就卓越”的信条，持续依托不断创新的核心技术、产业化装置及高效的运营模式，深化聚氨酯、石化、精细化学品及新材料产业链一体化纵深，提升产品的附加价值；不断创造具有技术领先优势的新产品，拓展多元化产品组合。未来，公司将继续围绕“石化—聚氨酯—化工新材料—精细化学品”产业布局，从以 MDI 为主的聚氨酯企业，转型为三大板块协同高效、融合发展的现代化企业；并从采购端、生产端、销售端等各个环节重新定义全球化布局，打造成为全球化工巨擘。在 2021 年上半年业绩预告超预期的基础上，我们上调公司盈利预测，预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 254.34/267.69/283.19 亿元（调整前分别为 212.47/232.70/256.07 亿元）；EPS 分别为 8.10/8.53/9.02 元/股（调整前分别为 6.77/7.41/8.16 元/股）；对应 PE 分别为 14.8/14.1/13.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	17574	19000	22000	31729	营业收入	73433	109609	117094	126752
应收款项	6974	13491	11351	13309	营业成本	53766	70090	75094	82665
存货净额	8704	12247	12504	13648	营业税金及附加	676	974	1041	1127
其他流动资产	7275	9277	10238	11456	销售费用	2939	3994	4580	4883
流动资产合计	40526	54015	56093	70142	管理费用	1420	2007	2166	2283
固定资产	79628	92641	99075	99620	财务费用	1076	1917	1977	1688
无形资产及其他	6905	6559	6214	5869	投资收益	179	200	220	240
投资性房地产	5380	5380	5380	5380	资产减值及公允价值变动	482	200	200	200
长期股权投资	1314	1414	1514	1614	其他收入	(2392)	0	0	0
资产总计	133753	160009	168276	182625	营业利润	11825	31027	32655	34547
短期借款及交易性金融负债	38900	54189	42258	36000	营业外净收支	(93)	0	0	0
应付款项	17493	19749	23005	24777	利润总额	11732	31027	32655	34547
其他流动负债	11740	10833	17862	26210	所得税费用	1317	4605	4847	5128
流动负债合计	68134	84771	83125	86987	少数股东损益	373	988	1040	1100
长期借款及应付债券	11822	12022	12022	12022	归属于母公司净利润	10041	25434	26769	28319
其他长期负债	2146	2146	2146	2146					
长期负债合计	13968	14168	14168	14168	现金流量表 (百万元)				
负债合计	82102	98939	97293	101155	净利润	10041	25434	26769	28319
少数股东权益	2870	3223	3593	3985	资产减值准备	182	262	65	21
股东权益	48780	57847	67390	77485	折旧摊销	5231	7271	9046	9979
负债和股东权益总计	133753	160009	168276	182625	公允价值变动损失	(482)	(200)	(200)	(200)
					财务费用	1076	1917	1977	1688
关键财务与估值指标					营运资本变动	4285	(10453)	11272	5821
每股收益	3.20	8.10	8.53	9.02	其它	(37)	91	306	371
每股红利	1.96	5.21	5.49	5.80	经营活动现金流	19220	22405	47258	44311
每股净资产	15.54	18.42	21.46	24.68	资本开支	(23669)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	15%	25%	24%	25%	其它投资现金流	30	0	0	0
ROE	21%	44%	40%	37%	投资活动现金流	(24236)	(20100)	(15100)	(10100)
毛利率	27%	36%	36%	35%	权益性融资	720	0	0	0
EBIT Margin	20%	30%	29%	28%	负债净变化	5859	200	0	0
EBITDA Margin	27%	36%	37%	36%	支付股利、利息	(6164)	(16367)	(17226)	(18224)
收入增长	8%	49%	7%	8%	其它融资现金流	17912	15289	(11932)	(6258)
净利润增长率	-1%	153%	5%	6%	融资活动现金流	18023	(878)	(29158)	(24482)
资产负债率	64%	64%	60%	58%	现金净变动	13007	1426	3000	9729
息率	1.6%	4.3%	4.6%	4.8%	货币资金的期初余额	4566	17574	19000	22000
P/E	37.5	14.8	14.1	13.3	货币资金的期末余额	17574	19000	22000	31729
P/B	7.7	6.5	5.6	4.9	企业自由现金流	(1164)	4532	34452	36281
EV/EBITDA	23.1	11.9	11.0	10.4	权益自由现金流	22608	18389	20838	28586

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032