

# 万华化学 (600309.SH)

## Q2 业绩再创新高，行业龙头地位彰显

### 核心观点:

- **2021 年中报预告高增，21Q2 业绩再创历史新高。**公司披露 2021 年半年度业绩预告，预计 2021 年上半年实现归母净利润 134~136 亿元，同比增长 373%~380%，对应 21Q2 归母净利润 67.79~69.79 亿元，同比增长 365%~379%，环比增长 2.38%~5.40%。继 21Q1 业绩创新高之后，21Q2 业绩环比保持增长，再创历史新高。
- **21Q2 MDI 价跌量增，全年景气仍然可期。**随 Q2 淡季来临以及海外 MDI 装置受极端天气等影响减弱，叠加上游原料价格上涨，MDI 价格价差环比回落，据 Wind 数据，21Q2 综合 MDI-纯苯价差环比-25.5%。Q1 宁波二期检修于 1 月复产，2 月烟台 MDI 装置完成 60 万吨/年至 110 万吨/年技改扩能为 Q2 贡献增量。21 年三季度万华烟台 110 万吨装置检修叠加科思创布伦斯比特 42 万吨装置、贝敦 33 万吨装置不可抗力，致使供给紧张加剧，MDI 价格迎来加速反弹，全年景气度可期。
- **石化板块放量叠加景气向上，新材料品类持续拓展。**公司大乙烯项目于 20 年 11 月投产放量，且 Q2 石化产品景气多数环比向上，据 Wind 数据，公司主要石化产品 PO/MTBE/丙烯酸/丙烯酸丁酯/NPG/丁醇/PE/PP/PVC 价格环比分别-9.0%/+19.5%/+4.7%/+15.7%/+41.1%/+7.1%/-7.5%/+9.2%/+9.6%。新材料板块，眉山基地 PBAT、三元正极材料正处建设阶段，PA12、柠檬醛、半导体 CMP 材料紧随其后，PLA、POE 正处于中试，高额研发投入下新材料产品矩阵持续扩容。
- **盈利预测及投资建议。**我们认为随 MDI 扩能、石化项目推进、多种新材料陆续投产，公司业绩增长确定性高，预计 21-23 年业绩分别为 7.38/7.48/8.92 元/股。我们认为适合给予公司 2021 年业绩 20 倍 PE 估值水平，对应合理价值为 147.59 元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**新项目投产推迟；下游需求不及预期；原油价格大幅波动。

### 盈利预测:

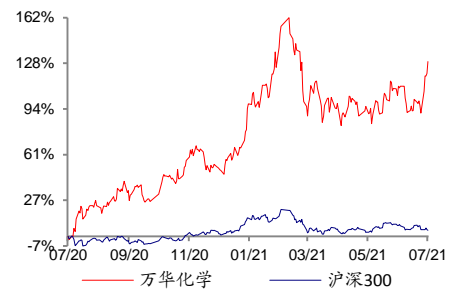
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	68,051	73,433	122,000	130,187	145,412
增长率 (%)	-6.6	7.9	66.1	6.7	11.7
EBITDA (百万元)	17,156	17,826	33,152	33,841	39,951
归母净利润 (百万元)	10,130	10,041	23,170	23,500	28,006
增长率 (%)	-34.9	-0.9	130.7	1.4	19.2
EPS (元/股)	3.23	3.20	7.38	7.48	8.92
市盈率 (P/E)	17.41	28.47	16.89	16.65	13.97
ROE (%)	23.9	20.6	30.8	23.4	21.3
EV/EBITDA	11.72	17.89	12.35	11.76	9.60

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	124.65 元
合理价值	147.59 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-11

### 相对市场表现



分析师: 何雄



SAC 执证号: S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师: 邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



dengxianhe@gf.com.cn

分析师: 吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

请注意, 何雄, 邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

万华化学 (600309.SH): 不可抗力叠加检修季, MDI 价格有望加速反弹	2021-07-06
万华化学 (600309.SH): 行业持续高景气, 21Q1 业绩创新高	2021-04-11
万华化学 (600309.SH): 拥抱景气上行周期, 研发驱动长期成长	2021-03-16

请务必阅读末页的免责声明

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>23,484</b>	<b>40,526</b>	<b>57,976</b>	<b>59,180</b>	<b>69,339</b>
货币资金	4,566	17,574	24,320	23,379	30,492
应收及预付	4,871	7,090	11,299	12,082	13,465
存货	8,587	8,704	14,866	16,157	17,692
其他流动资产	5,460	7,159	7,491	7,561	7,690
<b>非流动资产</b>	<b>73,382</b>	<b>93,226</b>	<b>109,155</b>	<b>124,686</b>	<b>142,406</b>
长期股权投资	718	1,314	1,514	1,714	1,914
固定资产	37,478	56,371	66,237	75,575	87,092
在建工程	24,066	23,257	29,257	35,257	41,257
无形资产	5,337	6,905	6,905	6,905	6,905
其他长期资产	5,783	5,380	5,243	5,236	5,239
<b>资产总计</b>	<b>96,865</b>	<b>133,753</b>	<b>167,130</b>	<b>183,866</b>	<b>211,745</b>
<b>流动负债</b>	<b>44,800</b>	<b>68,134</b>	<b>72,637</b>	<b>61,579</b>	<b>56,066</b>
短期借款	20,034	38,245	27,925	13,546	4,000
应付及预收	18,746	17,493	28,407	30,876	33,808
其他流动负债	6,020	12,395	16,304	17,157	18,258
<b>非流动负债</b>	<b>8,134</b>	<b>13,968</b>	<b>15,968</b>	<b>17,968</b>	<b>19,968</b>
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	2,172	2,146	2,146	2,146	2,146
<b>负债合计</b>	<b>52,934</b>	<b>82,102</b>	<b>88,605</b>	<b>79,547</b>	<b>76,034</b>
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,162	2,161	2,161	2,161	2,161
留存收益	37,144	43,104	69,506	94,820	125,640
归属母公司股东权益	42,364	48,780	75,182	100,496	131,316
少数股东权益	1,567	2,870	3,343	3,823	4,394
<b>负债和股东权益</b>	<b>96,865</b>	<b>133,753</b>	<b>167,130</b>	<b>183,866</b>	<b>211,745</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>68,051</b>	<b>73,433</b>	<b>122,000</b>	<b>130,187</b>	<b>145,412</b>
营业成本	48,998	53,766	84,781	92,147	100,898
营业税金及附加	576	676	976	1,302	1,454
销售费用	2,783	2,939	4,026	4,426	5,089
管理费用	1,434	1,420	1,708	1,823	2,181
研发费用	1,705	2,043	2,806	3,124	3,635
财务费用	1,080	1,076	1,154	568	-35
资产减值损失	-284	-488	-280	-150	-140
公允价值变动收益	8	-6	0	0	0
投资净收益	159	179	125	135	135
<b>营业利润</b>	<b>12,297</b>	<b>11,825</b>	<b>27,155</b>	<b>27,543</b>	<b>32,944</b>
营业外收支	-37	-93	20	20	-97
<b>利润总额</b>	<b>12,260</b>	<b>11,732</b>	<b>27,175</b>	<b>27,563</b>	<b>32,847</b>
所得税	1,667	1,317	3,533	3,583	4,270
<b>净利润</b>	<b>10,593</b>	<b>10,415</b>	<b>23,643</b>	<b>23,979</b>	<b>28,577</b>
少数股东损益	463	373	473	480	572
<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,130</b>	<b>10,041</b>	<b>23,170</b>	<b>23,500</b>	<b>28,006</b>
EBITDA	17,156	17,826	33,152	33,841	39,951
EPS (元)	3.23	3.20	7.38	7.48	8.92

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>25,933</b>	<b>16,850</b>	<b>34,735</b>	<b>32,498</b>	<b>37,832</b>
净利润	10,593	10,415	23,643	23,979	28,577
折旧摊销	4,601	5,236	5,449	6,476	7,797
营运资金变动	8,951	-411	4,119	1,177	987
其它	1,788	1,609	1,525	866	470
<b>投资活动现金流</b>	<b>-18,367</b>	<b>-23,855</b>	<b>-14,198</b>	<b>-13,188</b>	<b>-15,305</b>
资本支出	-17,797	-23,119	-13,980	-12,980	-15,097
投资变动	-711	-721	-343	-343	-343
其他	142	-16	125	135	135
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9,233</b>	<b>19,813</b>	<b>-13,791</b>	<b>-20,250</b>	<b>-15,414</b>
银行借款	50,325	91,773	-8,320	-12,379	-7,546
股权融资	63	720	0	0	0
其他	-59,621	-72,680	-5,472	-7,871	-7,868
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,674</b>	<b>12,785</b>	<b>6,746</b>	<b>-940</b>	<b>7,113</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>6,193</b>	<b>4,519</b>	<b>17,574</b>	<b>24,320</b>	<b>23,379</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>4,519</b>	<b>17,303</b>	<b>24,320</b>	<b>23,379</b>	<b>30,492</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-6.6%	7.9%	66.1%	6.7%	11.7%
营业利润增长	-37.3%	-3.8%	129.6%	1.4%	19.6%
归母净利润增长	-34.9%	-0.9%	130.7%	1.4%	19.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.0%	26.8%	30.5%	29.2%	30.6%
净利率	15.6%	14.2%	19.4%	18.4%	19.7%
ROE	23.9%	20.6%	30.8%	23.4%	21.3%
ROIC	14.8%	10.9%	19.9%	17.7%	17.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.6%	61.4%	53.0%	43.3%	35.9%
净负债比率	120.5%	159.0%	112.8%	76.3%	56.0%
流动比率	0.52	0.59	0.80	0.96	1.24
速动比率	0.32	0.46	0.58	0.68	0.89
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.70	0.55	0.73	0.71	0.69
应收账款周转率	15.35	11.64	12.17	12.17	12.17
存货周转率	7.92	8.44	8.21	8.06	8.22
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.23	3.20	7.38	7.48	8.92
每股经营现金流	8.26	5.37	11.06	10.35	12.05
每股净资产	13.49	15.54	23.95	32.01	41.82
<b>估值比率</b>					
P/E	17.41	28.47	16.89	16.65	13.97
P/B	4.16	5.86	5.21	3.89	2.98
EV/EBITDA	11.72	17.89	12.35	11.76	9.60

## 广发基础化工行业研究小组

何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。  
邓 先 河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。  
吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。  
郭 齐 坤：山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。