

## 受益产能放量景气提升，业绩大幅增长



### 核心观点

- 业绩同比大幅提升：**公司披露 21 年中报，实现营业收入 676.6 亿元，同比增长 118.91%；实现归母净利 135.3 亿元，同比大幅增长 377.21%。其中二季度单季度营业收入 363.4 亿元，同比增长 133.52%；归母净利 69.1 亿元，同比增长 373.8%，比 21Q1 环比小幅提升。公司 21Q2 收入利润实现大幅增长的主要原因是各版块产销量都明显增长，且 21 年上半年的化工品价格与景气度均处于历史较高水平，远好于 20 年疫情影响下的情景。
- 各版块实现良好增长：**21Q2 聚氨酯板块销量同比增长 51%，一是由于去年同期疫情对需求影响较大，二是由于 2 月底烟台 50 万吨 MDI 技改扩能项目投产，使 Q2 产销量环比增长近 5 万吨。石化板块受益于乙烯一期项目产能逐渐释放，单季度产量达到 100 万吨以上，且毛利率大幅提升。精细化学品与新材料板块销量同比增长 27%，环比基本持平，而产品价格大幅上涨 57%。
- 长期发展趋势向好：**21H1 资本开支 113 亿元，研发费用 12.2 亿元，申请国内外发明专利 251 件。同时在产产品品质快速提升，一批高附加值产品研发取得重要进展，公司向一流化工新材料公司发展仍保持良好趋势。

### 财务预测与投资建议

- 我们预测 21-23 年 EPS 为 6.71、7.26、7.98 元。选取化工行业龙头企业作为可比公司，由于万华在其中的长期 ROE 和历史成长性更为突出，给予 15% 估值溢价，按照 21 年 19 倍 PE 给予目标价 127.42 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 疫情变化不及预期；宏观经济风险；原油价格波动风险；新项目进展风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	95,344	100,969	106,616
同比增长(%)	-6.6%	7.9%	29.8%	5.9%	5.6%
营业利润(百万元)	12,297	11,825	25,396	27,505	30,192
同比增长(%)	-37.3%	-3.8%	114.8%	8.3%	9.8%
归属母公司净利润(百万元)	10,130	10,041	21,055	22,808	25,051
同比增长(%)	-34.9%	-0.9%	109.7%	8.3%	9.8%
每股收益(元)	3.23	3.20	6.71	7.26	7.98
毛利率(%)	28.0%	26.8%	35.5%	35.9%	36.7%
净利率(%)	14.9%	13.7%	22.1%	22.6%	23.5%
净资产收益率(%)	25.2%	22.0%	36.9%	29.7%	24.9%
市盈率	32.2	32.5	15.5	14.3	13.0
市净率	7.7	6.7	5.0	3.7	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月29日)	114.52 元
目标价格	127.42 元
52周最高价/最低价	148.42/62.68 元
总股本/流通A股(万股)	313,975/142,376
A股市值(百万元)	359,564
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年07月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.59	6.26	8.56	76.51
相对表现	-1.51	15.5	18.76	70.75
沪深300	-5.08	-9.24	-10.2	5.76



资料来源：WIND、东方证券研究所

### 证券分析师

倪吉

021-63325888\*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

### 相关报告

受益经济复苏，一季度利润达历史新高	2021-04-20
万华化学系列之六：从万华投资 BDO 看 PBAT 行业角力	2021-02-25
万华化学系列之五：从近期 MDI 行业变化看未来景气度	2020-09-11

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,566	17,574	26,025	43,928	66,376	营业收入	68,051	73,433	95,344	100,969	106,616
应收票据、账款及款项融资	8,380	11,249	12,870	13,629	14,392	营业成本	48,998	53,766	61,522	64,708	67,492
预付账款	438	781	732	775	819	营业税金及附加	576	676	877	929	981
存货	8,587	8,704	10,817	11,377	11,867	营业费用	2,783	2,939	3,489	3,649	3,742
其他	1,513	2,219	2,131	2,171	2,210	管理费用及研发费用	3,139	3,463	3,642	3,831	4,031
<b>流动资产合计</b>	<b>23,484</b>	<b>40,526</b>	<b>52,576</b>	<b>71,881</b>	<b>95,663</b>	财务费用	1,080	1,076	1,180	1,109	942
长期股权投资	718	1,314	1,314	1,314	1,314	资产、信用减值损失	307	604	153	153	153
固定资产	37,478	56,371	79,146	82,771	86,026	公允价值变动收益	8	(6)	(6)	(6)	(6)
在建工程	22,562	21,534	9,336	12,241	12,063	投资净收益	159	179	179	179	179
无形资产	5,337	6,905	6,559	6,214	5,869	其他	961	743	743	743	743
其他	7,287	7,102	3,248	3,242	3,237	<b>营业利润</b>	<b>12,297</b>	<b>11,825</b>	<b>25,396</b>	<b>27,505</b>	<b>30,192</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>73,382</b>	<b>93,226</b>	<b>99,603</b>	<b>105,782</b>	<b>108,509</b>	营业外收入	79	23	23	23	23
<b>资产总计</b>	<b>96,865</b>	<b>133,753</b>	<b>152,179</b>	<b>177,663</b>	<b>204,171</b>	营业外支出	115	116	116	116	116
短期借款	20,034	38,245	38,245	38,245	38,245	<b>利润总额</b>	<b>12,260</b>	<b>11,732</b>	<b>25,303</b>	<b>27,413</b>	<b>30,099</b>
应付票据及应付账款	16,411	17,493	17,387	18,287	19,074	所得税	1,667	1,317	3,796	4,112	4,515
其他	8,355	12,395	15,623	16,906	17,044	<b>净利润</b>	<b>10,593</b>	<b>10,415</b>	<b>21,508</b>	<b>23,301</b>	<b>25,584</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>44,800</b>	<b>68,134</b>	<b>71,255</b>	<b>73,438</b>	<b>74,363</b>	少数股东损益	463	373	453	493	533
长期借款	5,963	11,822	11,822	11,822	11,822	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,130</b>	<b>10,041</b>	<b>21,055</b>	<b>22,808</b>	<b>25,051</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.23	3.20	6.71	7.26	7.98
其他	2,172	2,146	400	400	400						
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,134</b>	<b>13,968</b>	<b>12,222</b>	<b>12,222</b>	<b>12,222</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>52,934</b>	<b>82,102</b>	<b>83,477</b>	<b>85,660</b>	<b>86,585</b>		<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	1,567	2,870	3,323	3,816	4,349	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	营业收入	-6.6%	7.9%	29.8%	5.9%	5.6%
资本公积	2,162	2,161	2,161	2,161	2,161	营业利润	-37.3%	-3.8%	114.8%	8.3%	9.8%
留存收益	37,144	43,104	60,078	82,885	107,936	归属于母公司净利润	-34.9%	-0.9%	109.7%	8.3%	9.8%
其他	(81)	375	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>43,931</b>	<b>51,651</b>	<b>68,702</b>	<b>92,003</b>	<b>117,586</b>	毛利率	28.0%	26.8%	35.5%	35.9%	36.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>96,865</b>	<b>133,753</b>	<b>152,179</b>	<b>177,663</b>	<b>204,171</b>	净利率	14.9%	13.7%	22.1%	22.6%	23.5%
						ROE	25.2%	22.0%	36.9%	29.7%	24.9%
						ROIC	16.2%	13.0%	20.3%	18.4%	16.8%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	54.6%	61.4%	54.9%	48.2%	42.4%
净利润	10,593	10,415	21,508	23,301	25,584	净负债率	56.3%	64.2%	37.3%	9.6%	0.0%
折旧摊销	13,156	5,304	10,803	14,442	17,139	流动比率	0.52	0.59	0.74	0.98	1.29
财务费用	1,080	1,076	1,180	1,109	942	速动比率	0.33	0.47	0.59	0.82	1.13
投资损失	(159)	(179)	(179)	(179)	(179)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	10,540	3,716	(1,440)	(365)	(411)	应收账款周转率	16.4	13.7	14.9	15.1	15.1
其它	(9,277)	(3,482)	1,972	159	159	存货周转率	5.6	6.2	6.3	5.8	5.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>25,933</b>	<b>16,850</b>	<b>33,844</b>	<b>38,467</b>	<b>43,234</b>	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
资本支出	(36,242)	(24,826)	(21,180)	(20,773)	(20,018)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	10	(596)	(86)	0	0	每股收益	3.23	3.20	6.71	7.26	7.98
其他	17,865	1,568	200	173	173	每股经营现金流	8.26	5.37	10.78	12.25	13.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>(18,367)</b>	<b>(23,855)</b>	<b>(21,066)</b>	<b>(20,600)</b>	<b>(19,845)</b>	每股净资产	13.49	15.54	20.82	28.09	36.07
债权融资	(1,635)	2,963	935	1,145	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	174	(0)	0	0	0	市盈率	32.2	32.5	15.5	14.3	13.0
其他	(7,773)	16,850	(5,261)	(1,109)	(942)	市净率	7.7	6.7	5.0	3.7	2.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(9,233)</b>	<b>19,813</b>	<b>(4,326)</b>	<b>36</b>	<b>(942)</b>	EV/EBITDA	13.5	19.7	9.6	8.3	7.4
汇率变动影响	(7)	(23)	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.9	27.9	13.5	12.6	11.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,674)</b>	<b>12,785</b>	<b>8,451</b>	<b>17,903</b>	<b>22,448</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)