

2021年07月30日

深度产业链一体化，全球 MDI 龙头利润高增长

万华化学(600309)

评级:	增持	股票代码:	600309
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	150.18/63.42
目标价格:		总市值(亿)	3,595.64
最新收盘价:	114.52	自由流通市值(亿)	1,630.49
		自由流通股数(百万)	1,423.76

事件概述

2021年7月30日，公司公布2021年半年度报告及主要经营数据公告。2021H1实现营收676.6亿元，同比+118.9%，归母净利润135.3亿元，同比+377.2%。2021Q1归母净利润66.2亿元，则2021Q2归母净利润69.1亿元，同比+373.8%，环比+4.3%。上半年经营性现金流量净额110.9亿元。

分析判断:

▶ 产品产销两旺，上半年业绩超预期，石化板块表现亮眼

根据公司公布的2021H1主要经营数据，公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大板块的产销量均同比上升，营收同比上涨幅度分别为+112%、+160%、+106%，其中Q2产销量及营收环比均有提升，三大板块产品的销售均价分别上涨+1%、+7%、+17%，全部产品量价齐升，成为二季度单季利润创历史新高的主要因素。根据卓创价格数据，国内聚合MDI二季度均价17816.5元/吨，环比-17.5%，在聚合MDI价格2季度均价环比下降的情况下，石化板块的产品接棒MDI，成为盈利增长主要贡献点。2020年11月，烟台工业园百万吨乙烯项目建成投产，该项目主要产品包括：聚合级乙烯、PVC树脂、环氧乙烷、PE、环氧丙烷、苯乙烯、丁二烯等基础化学品，在今年上半年大宗商品普涨情况下，上半年石化板块产品产量、销量、营收、销售均价同比分别提升123%、81%、160%、43%，其中2021Q2环比分别提升19%、17%、24%、7%，成为三大板块中表现最为突出的板块。

▶ 全球需求恢复叠加海外不可抗力，出口+内需全面拉动MDI需求

根据卓创资讯数据，1-6月，国内聚合MDI产量89.2万吨，同比增长99%；国内表观消费量48.2万吨，同比增长35%；中国聚合MDI累计出口量为53.3万吨，同比增长99.8%，出口需求成为国内MDI需求的绝对主力；累计进口量为15.5万吨，同比下降11.8%。国内外MDI需求两旺，而海外装置遭遇不可抗力，2021年2月，美国遭遇寒潮天气，科思创和陶氏北美的装置纷纷遭遇不可抗力，7月份，科思创接连宣布其位于德国和美国的MDI装置发生不可抗力，而国内MDI企业正常生产，尤其是万华化学在今年2月完成了烟台MDI装置由60万吨/年至110万吨/年的技改扩能，进一步扩大市占率。进入传统MDI需求旺季，价格企稳回升，根据卓创资讯，今年聚合MDI的商品参考价最高价27050元/吨出现在2月26日，最低16220元/吨出现在6月7日，主要由于2月份北美极端天气造成的不可抗力，MDI供给严重受限，之后供给逐渐恢复，而需求下降，价格逐渐回落，在6月份达到价格低点，之后由于下游需求恢复，价格逐渐抬升，7月初，价格已经恢复到20000元/吨以上，根据万华最新公告的8月份中国地区MDI价格，聚合MDI、纯MDI挂牌价比7月分别提升1000元/吨、2000元/吨，随着下游进入传统需求旺季，预计未来价格仍存上涨预期。

▶ 与其他行业龙头强强联合，实现互利共赢

2021年5月，万华化学与中控技术(688777.SH)签署战略合作协议，中控技术将赋能万华化学的智能工厂建设，提升工厂自动化、数字化、智能化水平。6月，安捷伦科技公司宣布，将与万华化学共同设立万华化学-安捷伦科技战略合作联合创新实验室，为业界寻求全新测试和分析方法及解决方案。7月，万华化学与东方雨虹(002271.SZ)签署战略合作协议，双方就建立长期稳定的战略合作伙伴关系达成共识。万华化学强强联合业界翘楚为公司发展注入新活力。

投资建议

由于化工品价格普涨，价格中枢上移，调高盈利预测，预计公司2021-2023年营业收入分别为1129/1211/1386亿元(原预测值1029/1011/1286亿元)，同比增长54%/7%/15%，归母净利润分别为235/249/295亿元(原预测值208/192/230亿元)，对应EPS分别为7.50/7.93/9.39元，目前股价对应PE分别为15/14/12倍。维持“增

持”评级。

风险提示

公司新建项目进度不及预期，煤、LPG、苯等原材料价格上涨。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	112,879	121,053	138,599
YoY (%)	-6.6%	7.9%	53.7%	7.2%	14.5%
归母净利润(百万元)	10,130	10,041	23,547	24,885	29,466
YoY (%)	-34.9%	-0.9%	134.5%	5.7%	18.4%
毛利率 (%)	28.0%	26.8%	34.1%	33.3%	33.5%
每股收益 (元)	3.23	3.20	7.50	7.93	9.38
ROE	23.9%	20.6%	29.6%	22.4%	20.0%
市盈率	35.49	35.81	15.27	14.45	12.20

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,433	112,879	121,053	138,599	净利润	10,415	24,423	25,810	30,562
YoY (%)	7.9%	53.7%	7.2%	14.5%	折旧和摊销	5,236	6,308	7,067	7,966
营业成本	53,766	74,335	80,769	92,140	营运资金变动	-411	-1,994	1,562	439
营业税金及附加	676	1,090	1,102	1,292	经营活动现金流	16,850	30,458	35,525	39,473
销售费用	2,939	4,316	4,808	5,450	资本开支	-23,119	-15,280	-15,290	-15,100
管理费用	1,420	2,281	2,393	2,770	投资	-721	-160	-160	-160
财务费用	1,076	1,543	970	299	投资活动现金流	-23,855	-15,170	-15,158	-14,927
资产减值损失	-488	-4	-4	-4	股权募资	720	0	0	0
投资收益	179	270	292	333	债务募资	91,773	-15,455	-13,079	-11,811
营业利润	11,825	27,964	29,360	34,875	筹资活动现金流	19,813	-21,361	-18,362	-16,547
营业外收支	-93	-80	-90	-100	现金净流量	12,785	-6,074	2,005	7,999
利润总额	11,732	27,884	29,270	34,775	主要财务指标				
所得税	1,317	3,461	3,460	4,213	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	10,415	24,423	25,810	30,562	成长能力				
归属于母公司净利润	10,041	23,547	24,885	29,466	营业收入增长率	7.9%	53.7%	7.2%	14.5%
YoY (%)	-0.9%	134.5%	5.7%	18.4%	净利润增长率	-0.9%	134.5%	5.7%	18.4%
每股收益	3.20	7.50	7.93	9.38	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	26.8%	34.1%	33.3%	33.5%
货币资金	17,574	11,495	13,500	21,499	净利率率	14.2%	21.6%	21.3%	22.1%
预付款项	781	811	925	1,133	总资产收益率 ROA	7.5%	14.8%	13.9%	14.0%
存货	8,704	13,070	13,810	15,624	净资产收益率 ROE	20.6%	29.6%	22.4%	20.0%
其他流动资产	13,468	20,220	18,792	22,020	偿债能力				
流动资产合计	40,526	45,596	47,027	60,275	流动比率	0.59	0.74	0.92	1.32
长期股权投资	1,314	1,324	1,334	1,344	速动比率	0.46	0.51	0.64	0.95
固定资产	56,371	76,755	95,887	113,666	现金比率	0.26	0.19	0.27	0.47
无形资产	6,905	7,438	8,063	8,643	资产负债率	61.4%	47.6%	35.5%	27.4%
非流动资产合计	93,226	113,503	132,620	150,139	经营效率				
资产合计	133,753	159,099	179,648	210,414	总资产周转率	0.55	0.71	0.67	0.66
短期借款	38,245	22,890	10,811	0	每股指标 (元)				
应付账款及票据	17,493	24,542	26,472	30,310	每股收益	3.20	7.50	7.93	9.38
其他流动负债	12,395	14,502	13,560	15,410	每股净资产	15.54	25.34	35.44	46.84
流动负债合计	68,134	61,934	50,843	45,720	每股经营现金流	5.37	9.70	11.31	12.57
长期借款	11,822	11,722	10,722	9,722	每股股利	1.30	1.27	1.27	1.27
其他长期负债	2,146	2,146	2,146	2,146	估值分析				
非流动负债合计	13,968	13,868	12,868	11,868	PE	35.81	15.27	14.45	12.20
负债合计	82,102	75,802	63,711	57,588	PB	5.86	4.52	3.23	2.45
股本	3,140	3,140	3,140	3,140					
少数股东权益	2,870	3,746	4,672	5,768					
股东权益合计	51,651	83,297	115,936	152,826					
负债和股东权益合计	133,753	159,099	179,648	210,414					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。