

万华化学 (600309)

公司研究/点评报告

H1 公司产品量价齐升，新项目支撑长期发展

—万华化学 (600309) 中报点评

点评报告/基础化工

2021年08月02日

一、事件概述

2021年7月29日公司发布半年度报告，上半年公司实现营业收入676.57亿元，同比增长118.91%；实现归母净利润135.30亿元，同比增长377.21%。其中，Q2实现营收363.45亿元，环比增长16.17%；实现归母净利润69.09亿元，环比增长4.34%。

二、分析与判断

三大系列产品均高速增长，产业链一体化优势凸显

2021年上半年，公司聚氨酯系列实现营收284.19亿元，同比增长111.78%，实现毛利率46.3%，主要系烟台MDI装置完成110万吨/年技改扩能；百万吨乙烯等新装置的投产也使得石化系列实现营收270.58亿元，同比增长159.83%，实现毛利率18%；精细化学品及新材料系列实现营收65.91亿元，同比增长106.22%，实现毛利率28.49%，公司主要产品产量、销量同比增加，因此上半年经营业绩同比大幅增长。

主要产品价格上涨，公司盈利能增强

2月初，部分海外装置遭遇极端天气停产，叠加亨斯曼和东曹等装置检修，使得全球MDI供给紧张，MDI价格快速上涨。公司纯MDI均价2.48万元/吨，同比上涨42%，聚合MDI均价2.27万元/吨，同比上涨64%，聚氨酯系列产品销量为189.49万吨，同比增长53%。此外，石化产品价格也均出现明显上涨，如PO价格同比上涨99.7%、正丁醇价格上涨134%、MTBE价格上涨37%等，产品销量实现508.79万吨，同比增长81%。上半年公司实现毛利率31.07%，同比增长11.02pct，盈利能力大幅提高。

下游需求持续改善，新项目促进强者愈强

在“碳中和”的大背景下，中国化工行业将迎来产业转型的重大发展机遇，同时也为聚氨酯在建筑节能领域的使用创造了良好的外部环境。公司在现有产能的基础上，规划建设年产108万吨苯胺项目、年产80万吨PVC项目、扩建25万吨/年TDI项目等，并且加速布局下游精细化学品及新材料相关领域，打造新材料协同创新综合技术解决平台，以支撑公司长期发展。

三、投资建议

公司作为中国化工行业的翘楚，拥有强劲的竞争优势，技术创新也给公司的长远发展带来驱动力。预计公司2021~2023年的每股收益分别为6.44、7.22、8.08元，对应的PE分别为18、16、14倍，考虑当前PE处于公司近十年PE的21%分位水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

产品价格波动风险；新项目进度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73,433	110,060	121,379	135,560
增长率(%)	7.9%	49.9%	10.3%	11.7%
归属母公司股东净利润(百万元)	10,041	20,213	22,671	25,374
增长率(%)	-0.9%	101.3%	12.2%	11.9%
每股收益(元)	3.20	6.44	7.22	8.08
PE(现价)	35.5	17.7	15.7	14.1
PB	7.3	5.2	3.9	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格：113.72元

交易数据 2021-7-30

近12个月最高/最低(元)	143.98/64.44
总股本(百万股)	3,140
流通股本(百万股)	1,424
流通股比例(%)	45.35
总市值(亿元)	3,571
流通市值(亿元)	1,619

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,433	110,060	121,379	135,560
营业成本	53,766	74,841	82,538	92,181
营业税金及附加	676	982	1,085	1,217
销售费用	2,939	4,223	4,775	5,305
管理费用	1,420	2,140	2,389	2,650
研发费用	2,043	2,937	3,252	3,651
EBIT	12,590	24,936	27,340	30,557
财务费用	1,076	767	725	597
资产减值损失	(488)	0	0	0
投资收益	179	158	165	165
营业利润	11,825	25,206	27,628	30,965
营业外收支	(93)	0	0	0
利润总额	11,732	25,130	27,552	30,887
所得税	1,317	3,375	3,506	3,926
净利润	10,415	21,755	24,047	26,961
归属于母公司净利润	10,041	20,213	22,671	25,374
EBITDA	17,826	32,443	36,389	41,133
资产负债表 (百万元)				
货币资金	17574	24628	45868	56895
应收账款及票据	6309	10774	10735	12359
预付款项	781	894	1015	1157
存货	8704	16284	10946	19459
其他流动资产	1453	1453	1453	1453
流动资产合计	40526	59558	75758	97081
长期股权投资	1314	1472	1637	1803
固定资产	56371	68855	82788	97065
无形资产	6905	8095	9304	10416
非流动资产合计	93226	104852	116147	125356
资产合计	133753	164410	191905	222437
短期借款	38245	38245	38245	38245
应付账款及票据	17493	22967	26224	29072
其他流动负债	5364	5364	5364	5364
流动负债合计	68134	77036	80485	84056
长期借款	11822	11822	11822	11822
其他长期负债	1735	1735	1735	1735
非流动负债合计	13968	13968	13968	13968
负债合计	82102	91004	94453	98024
股本	3140	3140	3140	3140
少数股东权益	2870	4412	5787	7374
股东权益合计	51651	73405	97452	124413
负债和股东权益合计	133753	164410	191905	222437

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	7.9%	49.9%	10.3%	11.7%
EBIT 增长率	0.3%	98.1%	9.6%	11.8%
净利润增长率	-0.9%	101.3%	12.2%	11.9%
盈利能力				
毛利率	26.8%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润率	13.7%	18.4%	18.7%	18.7%
总资产收益率 ROA	7.5%	12.3%	11.8%	11.4%
净资产收益率 ROE	20.6%	29.3%	24.7%	21.7%
偿债能力				
流动比率	0.5	0.7	0.9	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.9
现金比率	0.3	0.3	0.6	0.7
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	26.3	22.0	22.8	23.1
存货周转天数	57.9	60.1	59.4	59.4
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	3.2	6.4	7.2	8.1
每股净资产	15.5	22.0	29.2	37.3
每股经营现金流	5.3	8.5	13.5	10.1
每股股利	1.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	35.5	17.7	15.7	14.1
PB	7.3	5.2	3.9	3.1
EV/EBITDA	19.6	10.8	9.1	7.8
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	10,415	21,755	24,047	26,961
折旧和摊销	5,609	7,507	9,049	10,575
营运资金变动	(411)	(3,326)	8,488	(6,725)
经营活动现金流	16,618	26,726	42,367	31,597
资本开支	23,119	18,822	20,254	19,698
投资	(721)	0	0	0
投资活动现金流	(23,855)	(18,822)	(20,254)	(19,698)
股权募资	720	0	0	0
债务募资	25,447	24	0	0
筹资活动现金流	19,813	(849)	(873)	(873)
现金净流量	12,576	7,055	21,240	11,026

分析师简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。