

万华化学 (600309.SH)

三季度业绩符合预期，新材料业务加速布局

事件: 公司发布 2021 三季报，公司实现营业收入 1073.18 亿元，同比增长 117.99%，实现归母净利润 195.42 亿元，同比增长 265.32%，其中三季度单季度实现营业收入 396.61 亿元，同比增长 116.43%，环比增长 9.12%，实现归母净利润 60.11 亿元，同比增长 139.11%，环比下降 13.0%，加权平均 ROE 34.80%，同比增长 182.24%。公司业绩符合预期。

聚氨酯、石化和新材料营收同比环比均延续增长，公司业绩符合预期。 2021Q3 单季度公司聚氨酯业务实现营业收入 156.8 亿元，同比 86.6%、环比 6.9%，销量 101.1 万吨，同比 32.8%，环比 4.2%，2021 年公司完成烟台 MDI 装置 110 万吨/年技改扩能后，有力保障了 MDI 的市场供应；石化业务实现营收 156.3 亿元，同比 184.0%，环比 4.2%，销量 261.2 万吨，同比 64.9%，环比-4.6%，公司百万吨乙烯等新装置投产，石化产品产销量同比增加；精细化学品及新材料业务实现营收 42.1 亿元，同比 89.2%，环比 17.8%，销量 20.2 万吨，同比 28.3%，环比 21.5%，公司精细化工品凭借良好的品质和稳定供应，实现稳定增长。

石化业务百万吨乙烯投产后，继续打造福建基地聚氨酯+PDH 一体化进程。 2020 年公司 100 万吨乙烯项目顺利投产，第二套环氧丙烷装置-PO/SM 装置预计 2021 年下半年建成投产，产业链协同效益进一步增强。万华乙烯二期也在积极规划中，二期项目中包含 20 万吨 POE 弹性体，下游可用于光伏胶膜，目前 POE 主要被陶氏、三井化学等国外企业垄断，国内区南部依赖进口，未来进口替代市场广阔。

随着石化，精细化工占比提升，MDI 占比逐渐减少，周期性弱化，未来随着公司持续发力研发创新，精细化工及新材料业务快速增长，成长性逐步得到体现。公司以研发创新为核心驱动其内在成长，2020Q3 研发费用 21.49，同比增长 50.6%，万华磁山全球研发总部启用，为公司技术创新提供了新的发展平台。公司依托石化及产业链一体化平台，不断拓展精细化工及新材料业务，未来柠檬醛及衍生物一体化项目、合成香料、水性涂料、ADI、尼龙 12、锂电三元材料、磷酸铁及磷酸铁锂、生物降解聚酯项目、大规模集成电路平坦化关键材料、POE 高端聚烯烃等项目将持续为其成长性提供保障，公司成长性逐渐得到体现。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 248.38/264.37/292.93 亿元，折合 EPS 分别为 7.91、8.42、9.33 元，目前股价对应 PE 估值分别为 13.5/12.7/11.5 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示: 下游需求增速大幅放缓、新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、项目投产进度不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	136,813	149,570	157,757
增长率 yoy (%)	12.3	7.9	86.3	9.3	5.5
归母净利润(百万元)	10,130	10,041	24,838	26,437	29,293
增长率 yoy (%)	-4.5	-0.9	147.4	6.4	10.8
EPS 最新摊薄(元/股)	3.23	3.20	7.91	8.42	9.33
净资产收益率(%)	24.1	20.2	34.9	27.4	23.5
P/E(倍)	33.1	33.4	13.5	12.7	11.5
P/B(倍)	7.9	6.9	4.6	3.4	2.7

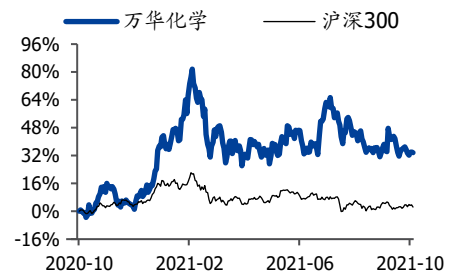
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 18 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
10月18日收盘价(元)	104.74
总市值(百万元)	328,857.06
总股本(百万股)	3,139.75
其中自由流通股(%)	45.35
30日日均成交量(百万股)	20.85

股价走势



作者

分析师	王席鑫
执业证书编号:	S0680518020002
邮箱:	wangxixin@gszq.com
分析师	孙琦祥
执业证书编号:	S0680518030008
邮箱:	sunqixiang@gszq.com
分析师	杜鹏
执业证书编号:	S0680520090001
邮箱:	dupeng@gszq.com

相关研究

- 《万华化学 (600309.SH): 中报业绩超预期, 化工巨头加速成长》2021-07-30
- 《万华化学 (600309.SH): 一季度业绩超预期, 看好公司中长期成长》2021-04-11
- 《万华化学 (600309.SH): 全年业绩符合预期, 技术创新、卓越运营驱动公司长期发展》2021-03-16

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23484	40526	77049	108810	147648
现金	4566	17574	31656	58819	88377
应收票据及应收账款	4433	6309	13236	13959	14724
其他应收款	575	704	1539	1823	2275
预付账款	438	781	1859	2264	2568
存货	8587	8704	21336	23409	29886
其他流动资产	4885	6455	7423	8537	9817
非流动资产	73382	93226	113909	121285	124076
长期投资	718	1314	2015	2716	3419
固定资产	37478	56371	62861	69637	72674
无形资产	5337	6905	7431	8019	8767
其他非流动资产	29849	28636	41602	40914	39216
资产总计	96865	133753	190959	230094	271724
流动负债	44800	68134	97700	111726	127228
短期借款	20034	38245	40567	42858	45036
应付票据及应付账款	16411	17493	34003	40571	44700
其他流动负债	8355	12395	23131	28297	37491
非流动负债	8134	13968	13887	12563	10492
长期借款	5963	11822	11352	9527	6826
其他非流动负债	2172	2146	2536	3036	3665
负债合计	52934	82102	111587	124289	137719
少数股东权益	1567	2870	5753	8340	10484
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2161	2161	2161	2161
留存收益	37144	43104	59035	76154	95072
归属母公司股东权益	42364	48780	73618	97465	123521
负债和股东权益	96865	133753	190959	230094	271724

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	25933	16850	37517	44139	43967
净利润	10593	10415	27720	29025	31437
折旧摊销	4601	5236	5877	7041	8161
财务费用	1080	1076	1348	1216	410
投资损失	-159	-179	-183	-196	-199
营运资金变动	8951	-411	2622	6884	3946
其他经营现金流	867	712	133	168	214
投资活动现金流	-18367	-23855	-26377	-14221	-10752
资本支出	17815	23236	18877	5158	185
长期投资	-21	-498	-701	-708	-703
其他投资现金流	-573	-1117	-8202	-9771	-11271
筹资活动现金流	-9233	19813	2943	-2756	-3657
短期借款	2622	18211	2322	2291	2178
长期借款	2145	5859	-470	-1825	-2701
普通股增加	406	0	0	0	0
资本公积增加	-231	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-14175	-4257	1091	-3222	-3135
现金净增加额	-1674	12785	14083	27162	29558

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	68051	73433	136813	149570	157757
营业成本	48998	53766	90118	100675	106590
营业税金及附加	576	676	1095	1296	1354
营业费用	2783	2939	5062	5534	5837
管理费用	1434	1420	2463	2692	2840
研发费用	1705	2043	3420	3739	3944
财务费用	1080	1076	1348	1216	410
资产减值损失	-284	-488	274	299	316
其他收益	961	742	0	0	0
公允价值变动收益	8	-6	0	0	1
投资净收益	159	179	183	196	199
资产处置收益	-0	1	0	0	0
营业利润	12297	11825	33217	34314	36667
营业外收入	79	23	33	36	43
营业外支出	115	116	144	123	125
利润总额	12260	11732	33106	34227	36585
所得税	1667	1317	5385	5202	5149
净利润	10593	10415	27720	29025	31437
少数股东损益	463	373	2883	2587	2143
归属母公司净利润	10130	10041	24838	26437	29293
EBITDA	18332	19539	41015	42783	45471
EPS (元)	3.23	3.20	7.91	8.42	9.33

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	7.9	86.3	9.3	5.5
营业利润(%)	-23.6	-3.8	180.9	3.3	6.9
归属于母公司净利润(%)	-4.5	-0.9	147.4	6.4	10.8
获利能力					
毛利率(%)	28.0	26.8	34.1	32.7	32.4
净利率(%)	14.9	13.7	18.2	17.7	18.6
ROE(%)	24.1	20.2	34.9	27.4	23.5
ROIC(%)	16.2	12.6	22.6	19.6	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	61.4	58.4	54.0	50.7
净负债比率(%)	59.8	66.8	31.0	-1.5	-23.4
流动比率	0.5	0.6	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.8	0.7	0.6
应收账款周转率	8.2	13.7	14.0	11.0	11.0
应付账款周转率	4.0	3.2	3.5	2.7	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.23	3.20	7.91	8.42	9.33
每股经营现金流(最新摊薄)	8.26	5.37	11.95	14.06	14.00
每股净资产(最新摊薄)	13.49	15.54	23.45	31.04	39.34
估值比率					
P/E	33.1	33.4	13.5	12.7	11.5
P/B	7.9	6.9	4.6	3.4	2.7
EV/EBITDA	19.8	19.1	8.9	8.0	6.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 18 日收盘价

图表目录

图表 1: 公司上半年各主营业务经营情况.....	4
图表 2: 公司毛利率及净利率情况.....	4
图表 3: 公司聚氨酯业务单季度销量及单价.....	4
图表 4: 公司石化业务单季度销量及单价.....	5
图表 5: 公司新材料业务单季度销量及单价.....	5
图表 6: 2010 年以来产品价格分位数.....	5
图表 7: 聚合 MDI 价格及吨净利.....	6
图表 8: 纯 MDI 价格及吨净利.....	6

事件: 公司发布 2021 三季报, 前三季度公司实现营业收入 1073.18 亿元, 同比增长 117.99%, 实现归母净利润 195.42 亿元, 同比增长 265.32%, 其中三季度单季度实现营业收入 396.61 亿元, 同比增长 116.43%, 环比增长 9.12%, 实现归母净利润 60.11 亿元, 同比增长 139.11%, 环比下降 13.0%, 加权平均 ROE 34.80%, 同比增长 182.24%。
公司业绩符合预期。

聚氨酯、石化和新材料营收同比环比均延续增长, 公司业绩符合预期。 2021Q3 单季度公司聚氨酯业务实现营业收入 156.8 亿元, 同比 86.6%、环比 6.9%, 销量 101.1 万吨, 同比 32.8%, 环比 4.2%, 2021 年公司完成烟台 MDI 装置 110 万吨/年技改扩能后, 有力保障了 MDI 的市场供应; 石化业务实现营收 156.3 亿元, 同比 184.0%, 环比 4.2%, 销量 261.2 万吨, 同比 64.9%, 环比-4.6%, 公司百万吨乙烯等新装置投产, 石化产品产销量同比增加; 精细化学品及新材料业务实现营收 42.1 亿元, 同比 89.2%, 环比 17.8%, 销量 20.2 万吨, 同比 28.3%, 环比 21.5%, 公司精细化工品凭借良好的品质和稳定供应, 实现稳定增长。

原料方面, 公司主要原料纯苯 2021 年三季度纯苯市场均价 8,068 元/吨, 同比上涨 142%, 5000 大卡动力煤均价 1,055 元/吨, 同比上涨 104%, 丙烷 CP 均价 648 美元/吨, 同比上涨 78%; 丁烷 CP 均价 647 美元/吨, 同比上涨 87%。公司产品价格在 Q3 单季度期间虽然环比 Q2 有一定程度上涨, 但煤炭等原材料价格涨幅更大, 因此在一定程度上拖累了三季度单季度毛利率水平。

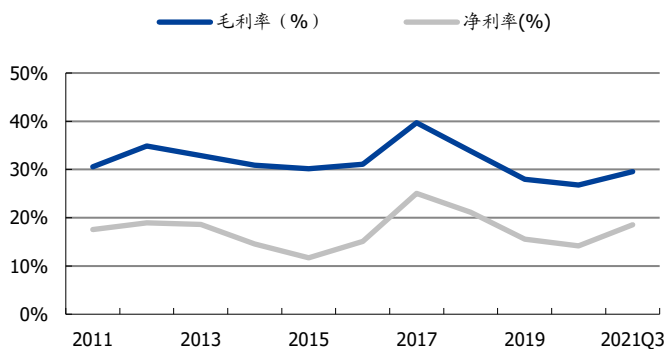
图表 1: 公司上半年各主营业务经营情况

主要产品	产量 (万吨)	2021Q3 同比	销量 (万吨)	2021Q3 同比	营收 (亿元)	2021Q3 同比	价格 (万元/吨)	2021Q3 同比
聚氨酯系列	297.7	51.2%	290.6	45.1%	441	102.1%	1.52	39.3%
石化系列	277.6	106.1%	770	75.3%	426.9	168%	0.55	53.0%
精细化学品及新材料系列	55.2	40.4%	53.3	39.5%	108	99%	2.03	42.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

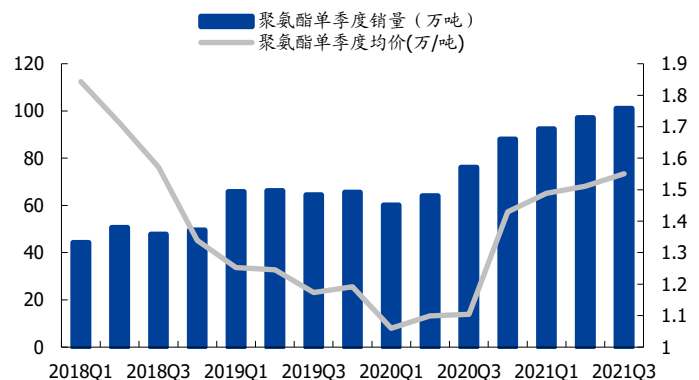
研发费用大幅增长, 毛利率、净利率 Q3 单季度有所下滑: 公司三季度毛利率 29.53%, 同比增加 6.95pct, 环比下降 1.54 个百分点, 净利率 18.53%, 同比增加 7.11pct, 环比下降 1.84pct, 我们预计主要是原料成本上涨所致; 经营现金流净额 174.83 亿元, 同比增加 95.12 亿元, 主要是销售额大幅增加所致; 资产负债率 62.94%, 同比下滑 0.54 个百分点, 研发费用 21.49 亿元, 同比+50.6%, 公司研发投入持续加大。

图表 2: 公司毛利率及净利率情况



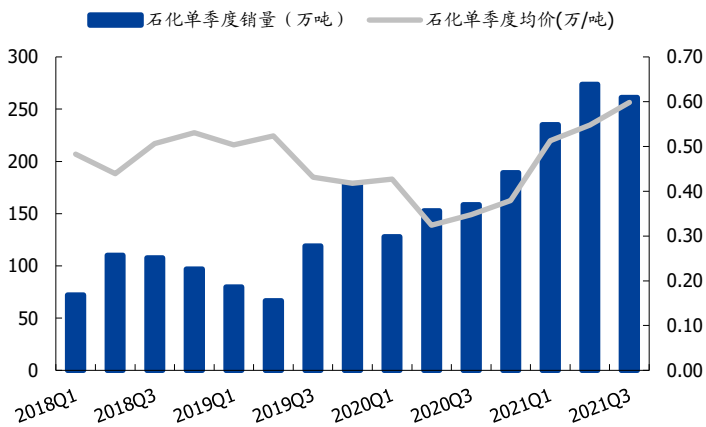
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司聚氨酯业务单季度销量及单价



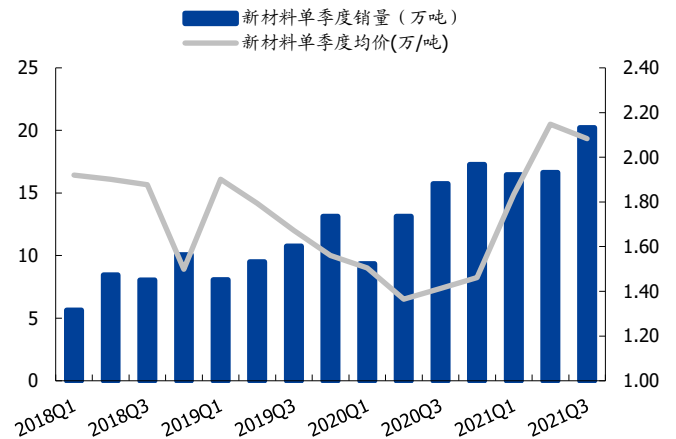
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司石化业务单季度销量及单价



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司新材料业务单季度销量及单价



资料来源: wind, 国盛证券研究所

不可抗力叠加集中检修，海外 MDI 供应仍存缺口。供应端看美国陶氏 34 万吨/年 MDI 装置仍存在不可抗力，低负荷运行；葡萄牙陶氏、沙特陶氏、韩国锦湖和日本科思创等装置 10 月份均有停产检修计划；整体供应端来看市场国内供应量维持低位，海外供应量缺口仍存。需求端聚合 MDI 下游冰箱冰柜产销及出口依然高增长，截止 2021 年 8 月国内冰箱销量 5721.9 万台，同比 2020 年增长 8.97%，同比 2019 年增长 10.02%，终端需求仍在缓慢复苏之中，供需改善之下，MDI 景气度预计将持续提升。

目前聚合 MDI 和纯 MDI 市场价分别为 22700 元/吨和 23250 元/吨，对应 2010 年以来的市场价格分位数分别为 37.8%和 37.2%，TDI 目前价格 14450 元/吨，对应 2010 年以来的市场价格分位数分别为 12.2%。

图表 6: 2010 年以来产品价格分位数

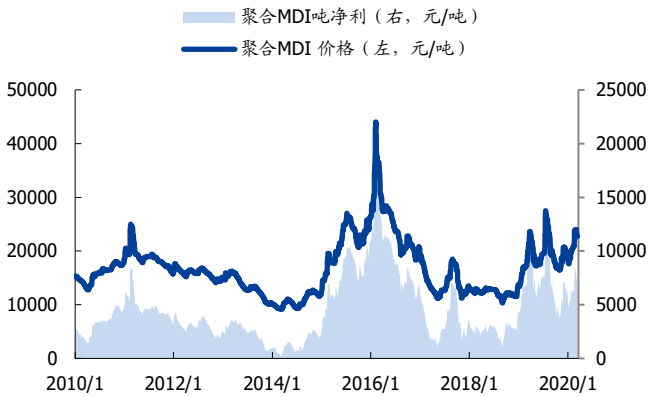
产品	历史最低价 (元/吨)	2020Q2 均价	2021Q3 均价	现价 (元/吨)	分位数 (%)
聚合 MDI	9150	17923	19926	22700	37.8%
纯 MDI	12750	20542	22469	23250	37.2%
TDI	9100	14077	13992	14450	12.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

继续做强 MDI，竞争优势不断扩大。公司在现有 MDI 规模基础之上，在宁波装置将继续做技改扩产，未来将新增产能 60 万吨，同时不断延伸高附加值产品，新建 28 万吨/年改性 MDI 生产装置，以及 5 万吨/年的 HDI 单体、6 万吨/年的加合物生产装置，据我们测算届时公司 MDI 全球市占率将提升至 35%左右，行业竞争力与话语权进一步增强。

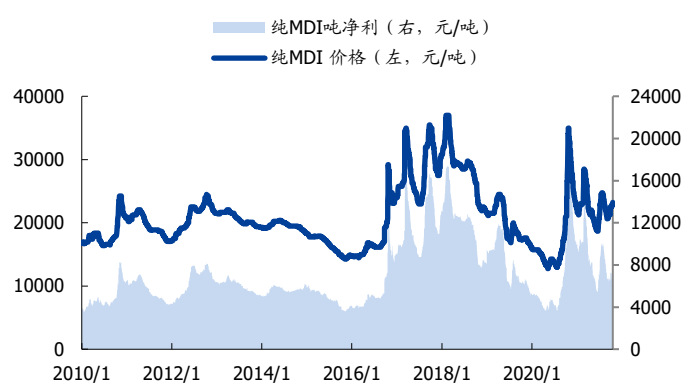
万华大幅上调 10 月份聚合 MDI 挂牌价格，聚合 MDI 分销市场挂牌价 23000 元/吨（比 9 月份价格上调 2400 元/吨），直销市场挂牌价 23000 元/吨（比 9 月份价格上调 2400 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 23800 元/吨（同 9 月份相比没有变动）。从 MDI 吨净利看，目前聚合 MDI 和纯 MDI 吨净利约 6600 元/吨和 7000 元/吨左右。

图表 7: 聚合 MDI 价格及吨净利



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 8: 纯 MDI 价格及吨净利



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

石化业务百万吨乙烯投产后, 继续打造福建基地聚氨酯+PDH 一体化进程。2020 年公司 100 万吨乙烯项目顺利投产, 第二套环氧丙烷装置-PO/SM 装置预计 2021 年下半年建成投产, 产业链协同效益进一步增强。万华乙烯二期也在积极规划中, 二期项目中包含 20 万吨 POE 弹性体, 下游可用于光伏胶膜, 目前 POE 主要被陶氏、三井化学等国外企业垄断, 国内区南部依赖进口, 未来进口替代市场广阔。

此外, 公司在福建基地万华拟投资 24 亿元, 在福建江阴港城经济区东区规划石化产业链, 初步规划 PDH (丙烷脱氢制丙烯) 及丙烯下游产业链, 利用东区的石化资源可形成西区 MDI、TDI 项目的原料来源, 实现东区和西区的互联互通, 共享基础配套设施, 促进提高园区效益最大化。

随着石化, 精细化工占比提升, MDI 占比逐渐减少, 周期性弱化, 未来随着公司持续发力研发创新, 精细化工及新材料业务快速增长, 成长性逐步得到体现。公司以研发创新为核心驱动其内在成长, 2020Q3 研发费用 21.49, 同比增长 50.6%, 万华磁山全球研发总部启用, 为公司技术创新提供了新的发展平台。公司依托石化及产业链一体化平台, 不断拓展精细化工及新材料业务, 未来柠檬醛及衍生物一体化项目、合成香料、水性涂料、ADI、尼龙 12、锂电三元材料、磷酸铁及磷酸铁锂、生物降解聚酯项目、大规模集成电路平坦化关键材料、POE 高端聚烯烃等项目将持续为其成长性提供保障, 公司成长性逐渐得到体现。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 248.38/264.37/292.93 亿元, 折合 EPS 分别为 7.91、8.42、9.33 元, 目前股价对应 PE 估值分别为 13.5/12.7/11.5 倍, 维持“买入”投资评级。

风险提示: 全球疫情对经济活动影响时间超预期、新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com