

2021 年三季报点评：成本提升及检修拖累 Q3 单季度业绩，不改中长期成长 买入（维持）

2021 年 10 月 19 日

证券分析师 柳强
执业证号：S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	73,433	119,342	123,740	130,886
同比 (%)	7.9%	62.5%	3.7%	5.8%
归母净利润 (百万元)	10,041	24,915	25,525	26,550
同比 (%)	-0.9%	148.1%	2.4%	4.0%
每股收益 (元/股)	3.20	7.94	8.13	8.46
P/E (倍)	32.75	13.20	12.88	12.39

事件：2021 年 10 月 18 日晚，公司发布 2021 年三季报，前三季度实现营业收入 1073.18 亿元，同比+117.99%；归母净利润 195.42 亿元，同比+265.32%。其中第三季度单季度营业收入 396.61 亿元，同比+116.43%，环比+9.13%；归母净利润 60.11 亿元，同比+139.13%，环比-12.99%。

投资要点

- 2021 年 Q3 单季度业绩略低于市场预期，总体靓丽：**2020Q1-2021Q3，公司单季度分别实现归母净利润 13.77 亿元、14.58 亿元、25.14 亿元、46.92 亿元、66.21 亿元、69.09 亿元、60.11 亿元。2021 年前三季度归母净利润 195.42 亿元，同比+265.32%，表现靓丽。2021 年 Q3 单季度盈利环比下滑 12.99%，略低于市场预期，我们分析主要原因如下：(1) 原料成本提升，21Q3 单季度毛利率环比下滑 3.26pcts 至 26.9%；净利率环比下滑 3.96pcts 至 15.39%。2021 年三季度原料纯苯市场均价 8,068 元/吨，同比+142%；丙烷 CP 均价 648 美元/吨，同比+78%；丁烷 CP 均价 647 美元/吨，同比+87%；5000 大卡动力煤均价 1,055 元/吨，同比+104%。(2) 公司三季度检修较多，我们预计主要影响了石化板块的利润。2021 年第三季度，公司聚氨酯系列产品、石化系列产品产量分别环比下降 8.93% 和 13.09%，销量分别环比增长 4.18% 和下滑 4.59%。具体检修装置包括：烟台工业园 MDI 装置 (110 万吨/年)、BC 公司 MDI 装置 (30 万吨/年) 和 TDI 装置 (25 万吨/年)、烟台工业园 TDI 装置 (30 万吨/年)、PO 装置 (24 万吨/年)、PDH 装置 (75 万吨/年)。
- 自我造血，三大板块奠定中长期成长：**2021 年前三季度，公司研发费用 21.49 亿元，同比+50.64%，持续高研发投入支持公司提质增效，进军更多新材料领域。2021 年前三季度，公司精细化化学品及新材料系列产品产量 (+40.5%)、销量 (+39.4%)、营业收入 (108.03 亿元，+99.3%) 保持高增长。“碳中和”背景下，公司依然自我造血，围绕聚氨酯板块、石化板块、精细化化学品和新材料板块，布局多个聚氨酯 (MDI/TDI/聚醚等)、新材料 (尼龙 12/PC/双酚 A/TPU/可降解塑料/柠檬醛/POE/电池材料等) 及石化产业链 (MMA/IB/DIBE/NPG/POCHP 等) 项目。
- 盈利预测与投资评级：**基于量价变化，我们调整公司 2021~2023 年归母净利润的预测，分别为 249.15 (前值 237.84) 亿元、255.25 (前值 250.72) 亿元和 265.50 (前值 257.05) 亿元，EPS 分别为 7.94 元、8.13 元和 8.46 元，对应 PE 分别为 13.2X、12.9X 和 12.4X。考虑公司技术实力雄厚，自驱型管理层，自我造血，三大板块齐发展，增量项目多，推动公司中长期成长，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原料及产品价格大幅波动、项目投产及盈利不及预期、宏观经济下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	104.74
一年最低/最高价	74.90/150.18
市净率(倍)	5.69
流通 A 股市值(百万元)	149124.25

基础数据

每股净资产(元)	20.38
资产负债率(%)	62.94
总股本(百万股)	3139.75
流通 A 股(百万股)	1423.76

相关研究

- 《万华化学 (600309)：2021 年三季报点评：盈利增长超预期，自我造血，中长期优质资产》2021-07-09
- 《万华化学 (600309)：2020 年年报点评：Q4 季度 MDI 量价齐升，业绩符合预期》2021-03-16
- 《万华化学 (600309)：业绩预告超预期，综合竞争力再次凸显》2021-01-07

万华化学三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	40,526	66,591	86,800	104,419	营业收入	73,433	119,342	123,740	130,886
现金	17,574	30,958	57,539	65,632	减:营业成本	53,766	78,406	81,421	87,416
应收账款	6,309	10,253	10,631	11,245	营业税金及附加	676	1,098	1,139	1,204
存货	8,704	16,511	9,673	18,439	营业费用	2,939	5,012	5,197	5,235
其他流动资产	7,940	8,869	8,958	9,102	管理费用	1,420	2,506	2,599	2,618
非流动资产	93,226	101,588	102,880	108,061	研发费用	2,043	3,342	3,712	3,534
长期股权投资	1,314	2,015	2,716	3,419	财务费用	1,076	1,184	1,302	1,329
固定资产	56,371	65,073	66,778	70,081	资产减值损失	488	793	823	870
在建工程	23,257	22,571	21,814	23,346	加:投资净收益	179	152	152	155
无形资产	6,905	6,549	6,193	5,837	其他收益	742	742	742	742
其他非流动资产	5,380	5,381	5,379	5,378	资产处置收益	1	1	1	1
资产总计	133,753	168,179	189,681	212,480	营业利润	11,825	29,483	30,088	31,318
流动负债	68,134	82,284	83,449	85,420	加:营业外收支	-93	-112	-87	-82
短期借款	38,245	38,245	38,245	38,245	利润总额	11,732	29,371	30,001	31,236
应付账款	17,493	28,771	29,831	31,553	减:所得税费用	1,317	3,530	3,526	3,699
其他流动负债	12,395	15,269	15,373	15,621	少数股东损益	373	927	949	988
非流动负债	13,968	12,484	9,957	7,762	归属母公司净利润	10,041	24,915	25,525	26,550
长期借款	11,822	10,338	7,811	5,616	EBIT	14,303	31,327	31,291	31,928
其他非流动负债	2,146	2,146	2,146	2,146	EBITDA	19,539	37,816	38,924	40,548
负债合计	82,102	94,768	93,406	93,181	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,870	3,797	4,747	5,734	每股收益(元)	3.20	7.94	8.13	8.46
归属母公司股东权益	48,780	69,614	91,528	113,565	每股净资产(元)	15.54	22.17	29.15	36.17
负债和股东权益	133,753	168,179	189,681	212,480	发行在外股份(百万股)	3140	3140	3140	3140
					ROIC(%)	16.0%	31.8%	35.0%	31.3%
					ROE(%)	20.2%	35.2%	27.5%	23.1%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	26.8%	34.3%	34.2%	33.2%
经营活动现金流	16,850	32,903	42,779	29,676	销售净利率(%)	13.7%	20.9%	20.6%	20.3%
投资活动现金流	-23,855	-14,698	-8,773	-13,646	资产负债率(%)	61.4%	56.3%	49.2%	43.9%
筹资活动现金流	19,813	-4,821	-7,426	-7,936	收入增长率(%)	7.9%	62.5%	3.7%	5.8%
现金净增加额	12,785	13,385	26,580	8,094	净利润增长率(%)	-1.7%	148.1%	2.4%	4.0%
折旧和摊销	5,236	6,490	7,633	8,621	P/E	32.75	13.20	12.88	12.39
资本开支	23,236	7,661	592	4,478	P/B	6.74	4.72	3.59	2.90
营运资本变动	-411	-459	7,522	-7,655	EV/EBITDA	18.74	9.37	8.38	7.82

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>