

公司研究

聚氨酯景气依旧石化业务持续放量，公司业绩维持同比高增

——万华化学（600309.SH）2021年第三季度报告点评

要点

事件：10月18日晚，公司发布2021年三季度报告。2021年前三季度，公司实现营收1073.18亿元，同比+118%；实现归母净利润195.41亿元，同比+265%。其中2021Q3公司实现营业收入396.61亿元，环比+9%，同比+116%；实现归母净利润60.11亿元，环比-13%，同比+139%。

聚氨酯价格小幅反弹，公司扩量增产促进业绩增长。21Q3公司聚氨酯板块单季度营收157亿元，同比+87%，环比+7%。产品价格方面，在经历了Q2聚氨酯自高位的持续下跌后，Q3聚氨酯价格小幅反弹。虽然21Q3公司纯MDI及聚合MDI单季度挂牌均价仍较2021H1有一定幅度下滑，但较20Q3仍分别增长约35%和30%。在销量方面，公司21Q3聚氨酯销量为101万吨，环比+4.2%，同比+32.9%。从供给端来看，聚氨酯产销量增长得益于烟台MDI装置110万吨/年的技改扩能；从需求端来看，则得益于海外装置检修等因素所导致的海外供给不稳定的背景下，国产企业市场占有率的提升。

石化板块持续放量，产业链协同效应较强。21Q3公司石化板块营收156.3亿元，同比+184%，环比+4.2%。自公司烟台工业园百万吨乙烯产业链项目于2020年11月投产后，公司石化板块业绩开始释放。另外，年初以来大宗商品价格的持续上涨，也是公司石化板块业绩大幅增长的主要原因之一。此外，公司继续加大石化领域的投资力度，拟投资24亿元设立万华化学（福建）新材料有限公司，初步规划PDH丙烷脱氢制丙烯及丙烯下游产业链项目。公司石化业务与原有产业链协同性强，产品结构互补，同时也为新材料业务发展提供必要的原料支持。

积极多方位布局新材料项目，拓宽公司商业版图。21Q3公司精细化学品与新材料板块营收42.1亿元，同比+89.6%，环比+17.9%。公司在新材料领域布局有多个项目，除传统的石化下游新材料产品布局外，公司1万吨锂电池三元材料项目、6万吨生物降解聚酯（PBAT）项目有望于2021年底投产。此外，9月9日公司公示将建设《年产5万吨磷酸铁锂锂电正极材料一体化项目》，将进一步受益新能源行业的高速发展，搭建平台型化工企业。

盈利预测、估值与评级：公司业绩略超预期，受益于聚氨酯的持续景气和公司石化板块的业绩放量，我们持续看好公司的长足发展。我们上调公司2021-2022年的盈利预测，并维持2023年的盈利预测。预计2021-2023年公司的归母净利润分别为252.84（上调15.9%）/276.81（上调3.0%）/315.97亿元，仍维持公司“买入”评级。

风险提示：新项目建设投产不及预期，产品价格波动，行业竞争风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	68,051	73,433	134,658	147,548	164,132
营业收入增长率	12.26%	7.91%	83.37%	9.57%	11.24%
净利润（百万元）	10,130	10,041	25,284	27,681	31,597
净利润增长率	-4.53%	-0.87%	151.80%	9.48%	14.15%
EPS（元）	3.23	3.20	8.05	8.82	10.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.91%	20.58%	36.13%	31.50%	29.06%
P/E	34	34	14	12	11
P/B	8.1	7.0	4.9	3.9	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-19

买入（维持）

当前价：108.86元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

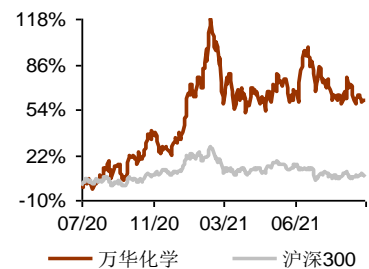
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.40
总市值(亿元)	3417.93
一年最低/最高(元)	74.02/148.42
近3月换手率	41.01%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.80	-11.24	29.57
绝对	-5.70	-15.91	33.64

资料来源：Wind

相关研报

布局多项新能源材料，立足主业拓宽商业版图——万华化学（600309.SH）动态跟踪（2021-09-12）

业绩大幅增长，产业链下游延伸提升长期成长空间——万华化学（600309.SH）2021年半年度业绩预增公告点评（2021-07-10）

主营产品价格上涨，一季度业绩大幅增长——万华化学（600309.SH）2021年一季度报点评（2021-04-13）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	68,051	73,433	134,658	147,548	164,132
营业成本	48,998	53,766	93,457	103,491	114,470
折旧和摊销	4,595	5,231	7,611	8,718	9,935
税金及附加	576	676	1,239	1,358	1,510
销售费用	2,783	2,939	5,389	5,905	6,569
管理费用	1,434	1,420	2,604	2,853	3,174
研发费用	1,705	2,043	3,746	4,105	4,566
财务费用	1,080	1,076	361	-702	-1,117
投资收益	159	179	169	174	172
营业利润	12,297	11,825	29,375	32,202	36,789
利润总额	12,260	11,732	29,310	32,137	36,724
所得税	1,667	1,317	3,517	3,856	4,407
净利润	10,593	10,415	25,793	28,281	32,317
少数股东损益	463	373	509	600	720
归属母公司净利润	10,130	10,041	25,284	27,681	31,597
EPS(元)	3.23	3.20	8.05	8.82	10.06

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	25,933	16,850	73,236	45,676	52,702
净利润	10,130	10,041	25,284	27,681	31,597
折旧摊销	4,595	5,231	7,611	8,718	9,935
净营运资金增加	-11,771	-2,384	-25,501	-6,581	-7,915
其他	22,978	3,961	65,842	15,858	19,085
投资活动产生现金流	-18,367	-23,855	-21,563	-21,726	-21,051
净资本支出	-17,797	-23,119	-20,545	-21,900	-21,223
长期投资变化	718	1,314	0	0	0
其他资产变化	-1,287	-2,050	-1,018	174	172
融资活动现金流	-9,233	19,813	-35,583	-11,222	-7,410
股本变化	406	0	0	0	0
债务净变化	6,157	21,401	-31,952	-2,293	2,000
无息负债变化	9,114	7,766	72,581	16,795	20,715
净现金流	-1,674	12,785	16,091	12,727	24,241

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.0%	26.8%	30.6%	29.9%	30.3%
EBITDA 率	27.0%	26.0%	27.6%	27.1%	27.7%
EBIT 率	20.3%	18.8%	22.0%	21.2%	21.6%
税前净利润率	18.0%	16.0%	21.8%	21.8%	22.4%
归母净利润率	14.9%	13.7%	18.8%	18.8%	19.3%
ROA	10.9%	7.8%	13.2%	12.3%	11.8%
ROE (摊薄)	23.9%	20.6%	36.1%	31.5%	29.1%
经营性 ROIC	14.1%	12.1%	28.7%	28.3%	31.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	55%	61%	63%	60%	59%
流动比率	0.52	0.59	0.83	0.91	1.01
速动比率	0.33	0.47	0.68	0.76	0.87
归母权益/有息债务	1.44	0.96	3.73	5.33	5.88
有形资产/有息债务	3.05	2.46	9.96	13.36	14.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	96,865	133,753	196,093	229,075	273,361
货币资金	4,566	17,574	33,664	46,392	70,632
交易性金融资产	30	0	0	0	0
应收帐款	4,433	6,309	11,569	12,677	14,101
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	575	704	1,236	1,353	1,503
存货	8,587	8,704	15,124	16,748	18,525
其他流动资产	4,795	6,393	24,568	28,395	33,318
流动资产合计	23,484	40,526	87,519	107,067	139,743
其他权益工具	175	228	228	228	228
长期股权投资	718	1,314	1,314	1,314	1,314
固定资产	37,478	56,371	61,979	68,333	74,403
在建工程	22,562	21,534	26,926	31,682	34,893
无形资产	5,337	6,905	6,786	6,670	6,557
商誉	1,358	1,386	1,386	1,386	1,386
其他非流动资产	2,980	2,172	3,396	3,396	3,396
非流动资产合计	73,382	93,226	108,575	122,008	133,618
总负债	52,934	82,102	122,731	137,233	159,949
短期借款	20,034	38,245	4,293	0	0
应付账款	8,024	9,156	15,915	17,624	19,493
应付票据	8,386	8,338	14,492	16,049	17,751
预收账款	2,335	0	0	0	0
其他流动负债	-264	5,090	65,991	78,813	95,309
流动负债合计	44,800	68,134	105,952	118,284	138,779
长期借款	5,963	11,822	13,822	15,822	17,822
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,182	1,253	2,064	2,235	2,455
非流动负债合计	8,134	13,968	16,779	18,950	21,169
股东权益	43,931	51,651	73,362	91,842	113,412
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
公积金	4,985	4,985	4,985	4,985	4,985
未分配利润	34,321	40,281	61,483	79,363	100,213
归属母公司权益	42,364	48,780	69,983	87,862	108,713
少数股东权益	1,567	2,870	3,379	3,979	4,699

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.09%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	2.11%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
财务费用率	1.59%	1.47%	0.27%	-0.48%	-0.68%
研发费用率	2.51%	2.78%	2.78%	2.78%	2.78%
所得税率	14%	11%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.30	1.30	3.12	3.42	3.91
每股经营现金流	8.26	5.37	23.33	14.55	16.79
每股净资产	13.49	15.54	22.29	27.98	34.62
每股销售收入	21.67	23.39	42.89	46.99	52.28

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	34	34	14	12	11
PB	8.1	7.0	4.9	3.9	3.1
EV/EBITDA	21.0	20.9	9.8	8.9	7.5
股息率	1.2%	1.2%	2.9%	3.1%	3.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE