

三大板块量价齐升, 未来成长性确定

投资要点

- **事件:** 公司发布三季度报告, 2021年前三季度实现营业收入1073.2亿元, 同比+118.0%, 实现归母净利润195.4亿元, 同比+265.3%, Q3营收396.6亿元(yoy+116.4%, qoq+9.1%), 归母净利润60.1亿元(yoy+139.1%, qoq-13.0%)。
- **前三季度聚氨酯板块量价齐升, 公司占据行业主导权下长期MDI中枢价格将上移:** 前三季度聚氨酯板块营收440.9亿元(yoy+102.1%), Q3营收156.8亿元(yoy+86.6%, qoq+6.9%), 前三季度销量290.6万吨(yoy+45.1%), Q3销量101.1万吨(yoy+32.9%, qoq+4.2%), 年初烟台110万吨装置技改完成助力力量增。根据卓创资讯数据, 2021年Q1-Q3华东纯MDI均价22355元/吨(yoy+51.6%), Q3均价22381元(yoy+53%, qoq+7.9%), Q1-Q3聚合MDI(华北PM200)均价21241元/吨(yoy+61.3%), Q3均价23663元/吨(yoy+73.9%, qoq+24.8%), Q1-Q3TDI(华北)均价14256元/吨(yoy+25.9%), Q3均价14056元/吨(yoy+9.8%), 需求端持续平淡, 8月家用电冰箱产量qoq-0.6%, 冷柜产量qoq+3.9%但yoy-26.0%, Q3冰箱出口1783万台(yoy-15.3%, qoq-6.3%)。未来MDI行业新增产能主要来自公司, 市占率与定价权将再次提升, 随着包括聚氨酯保温材料在内的新兴需求增长, MDI价格中枢价格将长期向上。
- **装置检修下石化板块销量环比略降, 新材料持续放量:** 石化板块Q1-3营收426.9亿元(yoy+168.2%), Q3营收156.3亿元(yoy+184.0%, qoq+4.2%), 前三季度销量770万吨(yoy+75.3%), Q3销量261.2万吨(yoy+64.9%, qoq-4.6%), 环比量减的主要原因是烟台PO、PDH装置自9月份开始检修; 前三季度新材料板块营收108亿元(yoy+99.3%), Q3营收42.1亿元(yoy+89.3%, qoq+17.8%)。
- **资本开支强度保持, 各园区布局持续完善:** 公司前三季度固定资产较2020年+50.2亿元, 三季度在建工程较年初+48.8亿元。继1万吨正极材料之后, 眉山基地5万吨磷酸铁(锂)环评公示, 继续加码新能源相关布局, 福建基地40万吨MDI装置设备安装进行中, 烟台装置技改将于年内完成, 三地建设稳步推进中。
- **盈利预测与投资建议。** 公司多业务并举, 未来有望持续高增长, 预计2021-2023年EPS为7.95/8.35/8.71元, 对应PE分别为14/13/12X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进度不及预期、MDI、石化产品等主营产品价格大规模下滑、下游需求不及预期等风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	73432.97	141480.81	166112.19	189633.58
增长率	7.91%	92.67%	17.41%	14.16%
归属母公司净利润(百万元)	10041.43	24965.18	26213.86	27352.10
增长率	-0.87%	148.62%	5.00%	4.34%
每股收益EPS(元)	3.20	7.95	8.35	8.71
净资产收益率ROE	20.16%	34.62%	28.02%	23.60%
PE	34	14	13	12
PB	7.01	4.79	3.69	2.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 程磊
执业证号: S1250521090001
电话: 021-58351912
邮箱: chlei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通A股(亿股)	14.24
52周内股价区间(元)	76.5-143.98
总市值(亿元)	3,417.93
总资产(亿元)	1,814.04
每股净资产(元)	20.38

相关研究

1. 万华化学(600309): 量价齐升带来业绩超预期, 多板块并举凸显长期成长 (2021-07-30)
2. 万华化学(600309): 二季度业绩超预期, MDI将迎持续回暖 (2021-07-11)
3. 万华化学(600309): 单季度利润创历史新高, 福建工业园产业链将进一步完善 (2021-04-11)
4. 万华化学(600309): 逆境中再创百亿业绩, 全球化工龙头扬帆起航 (2021-03-16)
5. 万华化学(600309): MDI装置扩能完成, 龙头地位不可撼动 (2021-02-25)
6. 万华化学(600309): 四季度业绩超预期, 看好公司长期成长 (2021-01-07)

关键假设：

假设 1：假设 2021-2023 年公司烟台、宁波、匈牙利基地 MDI 开工率分别为 85%、85%、90%，价格同比涨幅分别为 25%、5%、0%。

假设 2：假设石化板块 2021-2023 年主营产品价格同比增长 10%、5%、0%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
聚氨酯系列	收入	58,794	64,673	67,907	58,794
	增速	70.8%	10.0%	5.0%	70.8%
	成本	32,925	36,217	38,028	32,925
	毛利率	44.0%	44.0%	44%	44.0%
石化系列	收入	23,085	58,342	70,011	84,013
	增速	14.8%	152.7%	20.0%	20.0%
	成本	22,103	47,841	61,610	75,612
	毛利率	4.3%	18.0%	12.0%	10.0%
精细化学品及新材料	收入	7,948	14,764	19,932	23,918
	增速	12.1%	85.8%	35.0%	20.0%
	成本	5,928	10,999	13,952	16,743
	毛利率	25.4%	25.5%	30.0%	30%
其他	收入	7,983	9,580	11,496	13,795
	增速	-11.5%	20.0%	20.0%	20%
	成本	6,294	7,472	8,967	10,760
	毛利率	21.2%	22.0%	22.0%	22%
合计	收入	73,433	141,480	166,112	189,633
	增速	7.9%	92.7%	17.4%	14.2%
	成本	53,766	99,237	120,746	141,142
	毛利率	26.8%	29.9%	27.3%	25.6%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73432.97	141480.81	166112.19	189633.58	净利润	10414.92	26086.91	27391.71	28581.08
营业成本	53765.91	99237.26	120745.89	141142.75	折旧与摊销	5236.48	6388.01	7287.70	7845.47
营业税金及附加	675.67	1202.59	1411.95	1611.89	财务费用	1076.41	2122.21	2325.57	2465.24
销售费用	2938.80	5800.71	6644.49	7585.34	资产减值损失	-488.19	100.00	100.00	100.00
管理费用	1420.04	2971.10	3322.24	3792.67	经营营运资本变动	3721.98	9137.18	4186.24	3428.63
财务费用	1076.41	2122.21	2325.57	2465.24	其他	-3111.90	-199.98	-221.38	-186.87
资产减值损失	-488.19	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	16849.71	43634.34	41069.84	42233.55
投资收益	179.17	100.00	100.00	100.00	资本支出	-20752.36	-5000.00	-5000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-6.34	-0.57	-1.10	-1.80	其他	-3102.66	99.43	98.90	98.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-23855.02	-4900.57	-4901.10	-1901.80
营业利润	11824.93	30146.36	31660.94	33033.89	短期借款	18210.90	-36998.25	-1246.69	0.00
其他非经营损益	-92.74	11.92	5.77	7.82	长期借款	5859.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	11732.19	30158.28	31666.71	33041.72	股权融资	-0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	1317.27	4071.37	4275.01	4460.63	支付股利	-4101.02	-2008.29	-4993.04	-5242.77
净利润	10414.92	26086.91	27391.71	28581.08	其他	-156.41	-3152.81	-2325.57	-2465.24
少数股东损益	373.49	1121.74	1177.84	1228.99	筹资活动现金流净额	19812.75	-42159.34	-8565.29	-7708.01
归属母公司股东净利润	10041.43	24965.18	26213.86	27352.10	现金流量净额	12784.69	-3425.58	27603.45	32623.74
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	17573.66	14148.08	41751.53	74375.28	成长能力				
应收和预付款项	7755.00	12447.76	15447.06	17748.95	销售收入增长率	7.91%	92.67%	17.41%	14.16%
存货	8703.51	16086.03	19600.29	22900.25	营业利润增长率	-3.84%	154.94%	5.02%	4.34%
其他流动资产	6494.26	2874.98	3375.50	3853.47	净利润增长率	-1.68%	150.48%	5.00%	4.34%
长期股权投资	1313.98	1313.98	1313.98	1313.98	EBITDA 增长率	0.89%	113.13%	6.77%	5.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	77905.48	76848.35	74891.54	69376.95	毛利率	26.78%	29.86%	27.31%	25.57%
无形资产和开发支出	8290.97	7965.96	7640.96	7315.95	三费率	7.40%	7.70%	7.40%	7.30%
其他非流动资产	5715.82	5709.94	5704.07	5698.19	净利率	14.18%	18.44%	16.49%	15.07%
资产总计	133752.67	137395.09	169724.93	202583.02	ROE	20.16%	34.62%	28.02%	23.60%
短期借款	38244.94	1246.69	0.00	0.00	ROA	7.79%	18.99%	16.14%	14.11%
应付和预收款项	19456.77	34138.28	42566.15	49478.10	ROIC	14.87%	33.50%	36.99%	41.49%
长期借款	11821.93	11821.93	11821.93	11821.93	EBITDA/销售收入	24.70%	27.32%	24.85%	22.86%
其他负债	12578.27	14834.01	17583.99	20191.82	营运能力				
负债合计	82101.90	62040.90	71972.07	81491.85	总资产周转率	0.64	1.04	1.08	1.02
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	固定资产周转率	1.56	2.31	2.41	2.69
资本公积	2161.48	2161.48	2161.48	2161.48	应收账款周转率	13.67	17.20	14.67	14.10
留存收益	43103.90	66060.79	87281.62	109390.94	存货周转率	6.20	7.99	6.76	6.64
归属母公司股东权益	48780.35	71362.02	92582.85	114692.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.72%	—	—	48.39%
少数股东权益	2870.43	3992.17	5170.01	6399.00	资本结构				
股东权益合计	51650.77	75354.19	97752.86	121091.17	资产负债率	61.38%	45.16%	42.41%	40.23%
负债和股东权益合计	133752.67	137395.09	169724.93	202583.02	带息债务/总负债	60.98%	21.06%	16.43%	14.51%
					流动比率	0.59	0.95	1.38	1.76
					速动比率	0.47	0.61	1.04	1.42
					股利支付率	40.84%	8.04%	19.05%	19.17%
					每股指标				
					每股收益	3.20	7.95	8.35	8.71
					每股净资产	15.54	22.73	29.49	36.53
					每股经营现金	5.37	13.90	13.08	13.45
					每股股利	1.31	0.64	1.59	1.67
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	18137.82	38656.58	41274.21	43344.60					
PE	34.04	13.69	13.04	12.50					
PB	7.01	4.79	3.69	2.98					
PS	4.65	2.42	2.06	1.80					
EV/EBITDA	20.36	8.67	7.42	6.31					
股息率	1.20%	0.59%	1.46%	1.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn