

化工

2021 年 07 月 09 日

万华化学 (600309)

——MDI 出口量价齐升叠加新产能完全释放, Q2 业绩超预期

报告原因: 有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据: 2021 年 07 月 08 日

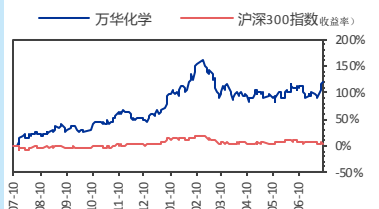
收盘价(元)	119.9
一年内最高/最低(元)	150.18/55.15
市净率	6.9
息率(分红/股价)	1.08
流通 A 股市值(百万元)	170708
上证指数/深证成指	3525.50/14882.91

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2021 年 03 月 31 日

每股净资产(元)	17.48
资产负债率%	61.65
总股本/流通 A 股(百万)	3140/1424
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《万华化学 (600309) 深度: 高研发大资本铸就强护城河, 平台型新材料公司生机勃勃》 2021/06/10

《万华化学 (600309) 点评: 挂牌价下调符合市场预期, 二季度检修旺季将至本轮 MDI 价格回调接近尾声》 2021/04/28

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 公司发布 2021 年上半年业绩预增公告: 预计 2021 上半年实现归母净利润 134 亿元到 136 亿元, 同比增长 373%-380%, 其中 Q2 实现归母净利润 67.8-69.8 亿元, 同比增长 365%-379%, 环比增长 2.4%-5.4%, Q2 及上半年业绩超预期。
- 2021 上半年烟台 MDI 装置完成 110 万吨/年技改扩能, MDI 产能进一步提升, 以及百万吨乙烯等新装置投产, 主要产品产销量提升, 贡献业绩主要增量。1) 聚氨酯板块: Q2 MDI 出口需求持续旺盛, 国内价格环比有所下滑, 出口量价齐升。国内纯 MDI、聚合 MDI Q2 市场均价分别为 20513、17909 元/吨, 同比分别增长 49.7%、54%, 环比分别下滑 15.1%、16.2%, 盈利角度看, Q2 MDI 含税加权价差 13968 元/吨, 同比增长 38%, 环比下滑 26%, 根据申万关键假设, Q2 公司 MDI 销量 60 万吨左右, 其中 Q2 出口大幅增长, 预计海外销量超过 30 万吨, 是公司业绩超预期的主要原因。尽管国内冰箱需求增速回落, 但美国地产周期上行及欧洲美国装置持续故障, 利好 MDI 出口需求持续旺盛, 使得 MDI 出口量超预期。2) 石化板块: 2021 年大乙烯项目投产放量, 同时伴随多数产品价格提升。PO、丙烯酸、丙烯酸丁酯、NPG、乙烯法 PVC Q2 市场均价分别为 16832、9633、16701、18010、9604 元/吨, 同比分别增长 89%、44%、111%、100%、62%, 环比分别变动-9%、7%、7%、16%、9%, 盈利角度看, PO 价差 10411 元/吨, 同比增长 171%, 环比下滑 16%, 丙烯酸丁酯价差 8811 元/吨, 同比增长 324%, 环比增长 24%, 贡献石化板块上半年主要业绩增量。3) 精细化工及新材料板块: 预计随着新项目爬坡, 以及产品价格提升, 该板块维持规模增长。PC、PMDA、HDI、IPDI Q2 市场均价分别为 26991、17739、77406、76000 元/吨, 同比、环比均有不同幅度提升 (详情见图 1)。
- 成本支撑叠加出口需求有望保持旺盛, 行业逐步进入旺季, MDI 价格有望恢复上行。短期看, 国内 TPU、氨纶等行业需求持续性较强, MDI 直销需求基本盘稳固, 7 月冰箱冷柜市场逐步进入淡季, 外墙管道保温、胶黏剂、汽车等行业多按需求采购为主, 外墙管道保温行业需求量或略有增加, 预计 7 月份下游整体需求量较 6 月份或小幅增量。但是短期看, 纯苯、煤炭等主要原材料价格高企, 成本支撑作用明显, 同时公司烟台工业园 MDI 装置 (110 万吨/年) 将于 7 月 10 日开始停产检修, 成本支撑叠加检修季, 随着 8-9 月下游需求旺季来临, MDI 价格有望逐步上行; 出口方面, 受益国外基建投入加大以及地产周期上行, 出口需求有望维持。从国内需求来看, 占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业需求淡季回落, 5 月份国内冰箱产量分别为 710.1 万台, 同比下滑-6.1%。但冰箱出口持续旺盛, 5 月出口 406.5 万台, 同比增长 4.8%。此外, 美国地产周期上行叠加海外装置不稳定, 带动公司 MDI 出口需求旺盛, 2021 年 5 月份聚合 MDI 出口 11.28 万吨, 同比增长 309.07%, 环比增长 37.89%, 按照省份数据, 山东+浙江聚合 MDI 5 月出口 9.09 万吨, 同比增长 300%, 环比增长 36%; 纯 MDI 在 2021 年 5 月出口 1.24 万吨, 同比增长 270%, 环比下滑 17%, 其中按照省份数据, 山东+浙江纯 MDI 5 月出口 0.61 万吨, 同比增长 171%, 环比下滑 17%。2021 年出口持续旺盛, 有望超预期。考虑到 MDI 供给格局仍然偏紧, 我们依然看好 MDI 价格中枢以上运行。长期看, 未来 2-3 年新产能投放以万华为主, 产能投放速度低于需求自然增长的速度, MDI 供给端未来会持续偏紧, 未来 MDI 价格中枢和万华的 MDI 市占率有望同步提升。
- 高研发投入+高资本开支支撑长期发展, 寻求周期成长的确定性与预期差, 长期看好万华全面发展成为全球化工行业领军者。公司未来成长目标清晰, 各大基地 5 年维度的规划陆续浮出水面, 烟台、福建基地将持续打造一体化园区, 眉山基地改性塑料、PBAT、锂电材料顺利推进, 有望依托当地天然气资源拓展下游; 公司每年 20 亿级别研发投入做强劲技术支撑, 未来 5 年大规模资本开支加速技术储备产业化, 长期看好万华全面发展成为平台型化工新材料公司, 成长为全球化工行业领军者。
- 投资建议: 维持“买入”评级, 上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 246.11、260.48、287.26 亿元 (上调前为 205.24、221.19、261.86 亿元), EPS 7.84、8.30、9.15 元 (上调前为 6.54、7.04、8.34 元), 当前市值对应 PE 为 15X、14X、13X。
- 风险提示: 新项目投产不及预期; 下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2020	2021Q1	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	73,433	31,312	119,142	128,501	134,297
同比增长率 (%)	7.9	104.1	62.2	7.9	4.5
归母净利润 (百万元)	10,041	6,621	24,611	26,048	28,726
同比增长率 (%)	-0.9	380.8	145.1	5.8	10.3
每股收益 (元/股)	3.20	2.11	7.84	8.30	9.15
毛利率 (%)	26.8	32.1	34.4	35.1	35.8
ROE (%)	20.6	12.1	36.5	32.1	29.2
市盈率	37		15	14	13

注:“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1：公司主要产品价格价差

万华化学产品市场价格变动																			
分类	产品名称	单位	最新价格	涨跌幅		季度均价 (均价差)						2021Q2均价变动		历史年度均价					
			2021/7/2	一周	一月	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	环比21Q1	同比20Q2	2020	2019	2018	2017	2016	
聚氨酯	纯MDI挂牌价	元/吨	21800	0.0%	-5.2%	23607	25556	25596	17357	16338	18612	-7.6%	44.5%	19487	23099	27795	25758	24640	
	聚合MDI挂牌价	元/吨	19600	0.0%	0.0%	21957	23361	23376	15800	13687	13500	-6.0%	60.4%	16607	15653	18064	25104	24866	
	纯MDI市场价	元/吨	21250	6.8%	11.8%	20513	24160	26984	15089	13704	15497	-15.1%	49.7%	17836	19738	28551	28436	17839	
	聚合MDI市场价	元/吨	18650	2.2%	12.3%	17909	21360	19629	14089	11630	12425	-16.2%	54.0%	14456	13487	18738	26675	13777	
	TDI	元/吨	13100	-3.3%	-1.9%	14248	14801	14225	13393	10281	11181	-3.7%	38.6%	11979	13101	24539	31788	18507	
	软泡聚醚	元/吨	15000	2.0%	3.4%	16691	18944	18257	14039	8887	9647	-11.9%	87.8%	12829	10591	12646	11451	9644	
	硬泡聚醚	元/吨	12900	1.6%	0.8%	14360	15267	14638	11531	8892	9283	-5.9%	61.5%	11158	9823	11333	10679	9048	
石化	丙烯	元/吨	7800	0.0%	-3.1%	8101	7701	7381	6993	6380	6404	5.2%	27.0%	6791	7367	8499	7498	6298	
	MTBE	元/吨	6176	-0.5%	5.4%	5953	5000	3720	3761	3533	4662	19.1%	68.5%	3918	5548	5627	4948	4576	
	环氧乙烷	元/吨	6900	0.0%	0.0%	7651	7609	7336	7117	6616	7503	0.5%	15.6%	7144	7749	9927	9498	8511	
	环氧丙烷	元/吨	14500	4.3%	2.1%	16832	18479	17811	13185	8903	9140	-8.9%	89.1%	12278	10112	11426	10705	9086	
	丙烯酸	元/吨	10900	2.8%	14.7%	9633	9020	7594	7014	6690	6542	6.8%	44.0%	6937	7519	8408	8479	6377	
	丙烯酸甲酯	元/吨	17700	0.6%	4.1%	15607	13053	10359	9620	9078	8552	19.6%	71.9%	9220	9894	11055	9897	6815	
	丙烯酸乙酯	元/吨	16400	0.0%	0.0%	16518	14919	11797	9650	9002	9128	10.7%	83.5%	9390	10342	11088	10898	8333	
	丙烯酸丁酯	元/吨	17400	0.0%	3.0%	16701	15619	12637	9287	7907	7752	6.9%	111.2%	8369	8959	10186	9946	7499	
	TBA	元/吨	7800	0.0%	0.0%	7863	7633	7088	6974	7316	7798	3.0%	7.5%	7353	7806	8218	8468	10501	
	NPG	元/吨	18300	-2.1%	-1.1%	18010	15519	14040	10614	9023	8064	16.1%	99.6%	8896	8997	12070	14073	9446	
	丁二烯	元/吨	9420	-0.3%	10.8%	8251	8043	8313	7268	6129	5621	2.6%	34.6%	6246	9372	11232	12402	9980	
	异丁烯	元/吨	6350	0.0%	0.0%	6350	6350	6322	6298	6249	6704	0.0%	1.6%	6664	9354	9241	8398	7896	
	苯乙烯	元/吨	9590	4.5%	-0.1%	9631	8905	8410	7561	6471	6074	8.2%	48.8%	6074	8248	10728	10078	8483	
	LLDPE	元/吨	8250	2.5%	4.4%	8199	8295	8130	7922	7587	7240	-1.2%	8.1%	7192	8012	9556	9550	9168	
		乙烷法PVC	元/吨	9400	0.0%	-1.1%	9604	8822	8178	6820	5914	6789	8.9%	62.4%	6928	7045	7105	7012	6316
	精细化工及新材料	PC	元/吨	24800	-0.8%	-8.5%	26991	20790	17743	14685	13653	15769	29.8%	97.7%	15467	17013	26162	22891	17571
TPU		元/吨	19000	5.6%	2.7%	20684	20268	17969	17504	18865	21411	2.1%	9.6%	18831	22746	24895	27759		
SAP		元/吨	12000	0.0%	0.0%	11962	10567	9714	9662	9781	10535	13.2%	22.3%	9919	11032	11186	10793		
MMA		元/吨	12500	0.0%	3.3%	12660	12987	12275	10443	10348	10016	-2.5%	22.3%	10770	12765	19505	19561	12504	
PMMA		元/吨	17500	-1.1%	-1.1%	17739	17193	16852	14175	13574	14206	3.2%	30.7%	14699	17076	24189	20794	14170	
HDI		元/吨	77600	0.0%	0.0%	77406	60568	40787	38213	46396	62037	27.8%	66.8%	46208	66154	53935	47236		
	IPDI	元/吨	76000	0.0%	0.0%	76000	76000	68625	70000	70000	70000	0.0%	8.6%	69654	70000	70000	70000	70000	
原材料	丙烷	元/吨	4399	3.4%	16.9%	3686	3934	3208	2549	2375	3196	-6.3%	55.2%	2832	3337	3665	3252	2288	
	烟煤	元/吨	702	0.3%	3.5%	654	622	585	557	554	580	5.2%	18.1%	569	591	605	574	491	
	动力煤	元/吨	973	-4.0%	4.9%	875	738	650	575	520	562	18.5%	68.3%	577	588	593	611	459	
	纯苯	元/吨	8700	5.1%	10.8%	7546	5562	3966	3386	3312	5196	35.7%	127.8%	3964	5077	5931	6721	5370	
主要产品价差	MDI加权价-0.63*纯苯	元/吨	13949	3.1%	12.7%	13968	18865	18651	1386	12172	10149	10061	-26.0%	37.6%	12973	12164	17946	22969	11612
	MDI加权价-0.75*苯胺	元/吨	11743	11.8%	13.4%	10687	14810	16273	10717	8503	8294	-27.8%	25.7%	11044	10418	15226	19805	10032	
	TDI-0.65*甲苯	元/吨	9343	-5.1%	-2.1%	10579	11748	11872	11119	8006	7997	-9.9%	32.1%	9502	9529	20814	28262	15278	
	丙烯-1.22*丙烷	元/吨	1671	-11.4%	-40.4%	2968	2223	2868	3430	2931	1948	33.5%	1.3%	2795	2726	3413	2973	3133	
	环氧丙烷-0.8*丙烯	元/吨	8260	7.8%	6.4%	10411	12441	12015	7538	3838	4022	-16.3%	171.3%	6951	4235	4930	4678	3963	
	丙烯酸-0.71*丙烯	元/吨	5362	5.9%	41.7%	3709	3764	2376	1770	2215	2102	-1.4%	67.5%	2121	2290	2378	3143	1940	
	丙烯酸甲酯-0.89*丙烯酸	元/吨	7999	-2.0%	-6.4%	6948	4072	3477	3236	3077	2400	70.7%	125.8%	3046	3202	3571	2351	1139	
	丙烯酸乙酯-0.82*丙烯酸	元/吨	7462	-3.2%	-13.3%	8765	5964	4075	3433	3563	3741	47.0%	146.0%	3702	4176	4194	3945	3104	
		丙烯酸丁酯-0.59*丙烯酸	元/吨	10969	-1.6%	-2.9%	8811	7137	3889	2299	2079	2468	23.5%	323.8%	4276	4522	5225	4943	3737

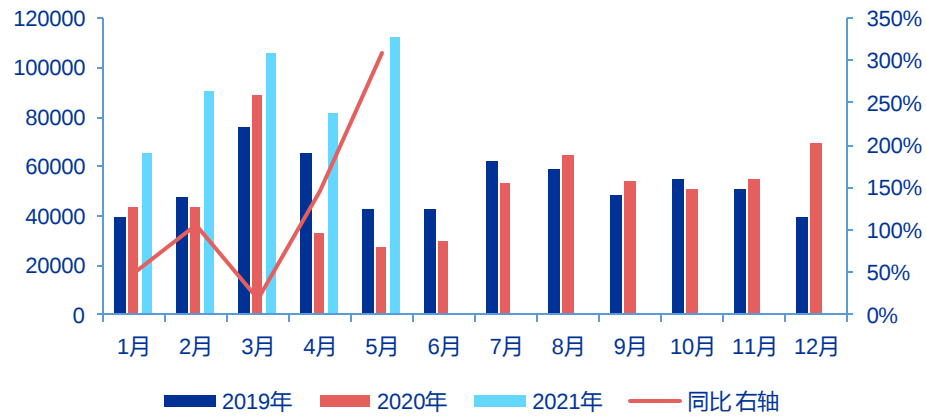
资料来源：百川盈孚，卓创资讯，申万宏源研究

图 2：公司 MDI 挂牌价变化

MDI挂牌价(元/吨)	年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
纯MDI	2021年	24,000	24,000	28,000	28000	23000	21800	21800					
	2020年	18,700	18,700	18,700	16,700	15,800	16,500	16,500	17,000	18,000	19,800	28,000	28,000
	2019年	23,700	23,700	24,700	26,200	27,200	23,700	20,000	20,700	21,700	21,700	22,000	22,000
	2018年	29,000	30,000	31,700	31,700	31,200	30,700	30,700	31,200	31,200	29,200	26,200	24,400
	2017年	22,200	23,200	25,700	28,200	28,200	27,200	25,700	25,700	27,700	29,800	29,800	29,800
	2016年	16,600	16,600	17,600	18,600	19,200	19,400	19,400	19,400	17,700	18,500	19,800	20,800
聚合MDI (直销)	2021年	20,500	20,500	28,000	25,500	22,000	19,600	19,600					
	2020年	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,500	14,500	15,500	17,000	19,600	25,000	25,000
	2019年	12,800	13,500	15,500	18,300	19,500	15,000	15,000	15,000	15,500	16,000	16,000	16,000
	2018年	28,800	26,000	24,500	22,500	23,000	23,500	21,500	22,500	20,000	16,000	14,500	13,500
	2017年	22,000	24,000	27,000	26,000	23,000	23,000	23,000	24,000	28,500	35,000	29,800	28,800
	2016年	12,000	10,500	11,500	12,500	13,500	14,200	14,200	13,500	15,000	17,300	20,000	20,000

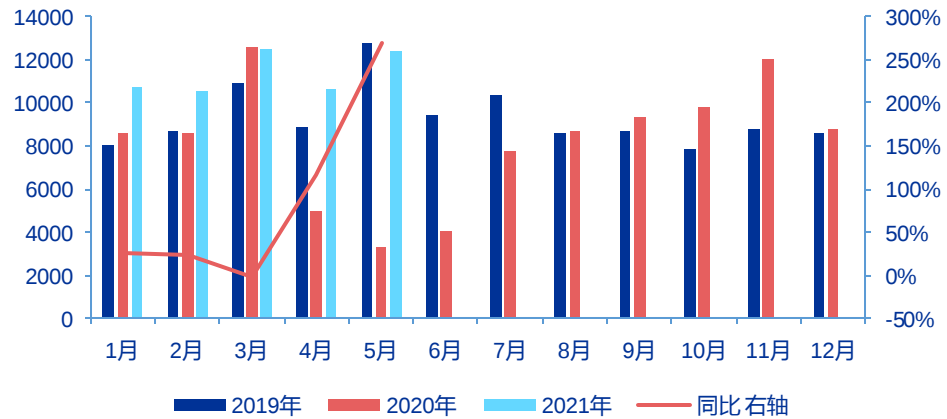
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：聚合 MDI 出口数据（吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 4：纯 MDI 出口数据（吨）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

财务摘要

百万元，百万股	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	68,051	73,433	119,142	128,501	134,297
其中：营业收入	68,051	73,433	119,142	128,501	134,297
减：营业成本	48,998	53,766	78,115	83,445	86,268
减：税金及附加	576	676	1,096	1,182	1,236
主营业务利润	18,477	18,991	39,931	43,874	46,793
减：销售费用	2,783	2,939	3,580	5,172	5,270
减：管理费用	1,434	1,420	2,264	2,570	2,686
减：研发费用	1,705	2,043	2,859	3,341	2,686
减：财务费用	1,080	1,076	1,663	1,438	1,447
经营性利润	11,476	11,513	29,565	31,353	34,704
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-22	-116	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-284	-488	0	0	0
加：投资收益及其他	1,128	916	874	889	860
营业利润	12,297	11,825	30,439	32,242	35,565
加：营业外净收入	-37	-93	0	0	0
利润总额	12,260	11,732	30,439	32,242	35,565
减：所得税	1,667	1,317	4,856	5,143	5,676
净利润	10,593	10,415	25,583	27,099	29,888
少数股东损益	463	373	972	1,050	1,162
归属于母公司所有者的净利润	10,130	10,041	24,611	26,048	28,726
全面摊薄总股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
每股收益（元）	3.23	3.20	7.84	8.30	9.15

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。