新时代证券-研究所晨报（20210319）

● 公司研究

三七互娱：多重因素致单季波动较大，利润释放有望年内逐季改善

事件：公司发布 2020 年和 20201Q1 业绩预告。2020 年公司实现营收 144 亿元，同比增长 8.87%；实现归母净利润 27.76 亿元，同比增长 31.28%。预计 2021Q1 归母净利润 0.8-1.2 亿元，同比下降 84%-89%，多重因素致下降较大。20 年研发投入同增 30%，高研发叠加新品投入致致 21 年年 Q1 净利同比下滑。公司 2020 年游戏业务，特别是海外业务增长迅猛。存量游戏流水稳定。2021 年年 Q1 利润端下滑明显，收入端保持增长，销售费用有望隔季收回。2021Q1 归母净利润下滑幅度较大，主因系收入端靠存量游戏较多及新游上线带来的营销费用大幅增加等。

盈利预测评级：我们预计公司 2021 年-2022 年的净利润为 29.36 亿元、36.20 亿元，同比增长 3.1%、23.3%，对应 2021 年-2022 年 PE 分别为 21/17 倍，但维持“强烈推荐”评级。

万华化学：2020 年圆满收官，全球化工巨头稳步扩张

事件：公司公告 2020 年年报，全年公司全年实现营业收入 734.33 亿，同比增长 7.91%，归母净利润 100.41 亿，同比下滑 1.68%，拟 10 派 13。2020 年第四季度公司实现营业收入 242.01 亿，同比增长 24.04%，归母净利润 46.92 亿，同比增长 110.35%，环比增长 86.63%。产品价格回归理性，公司盈利能力逐季提升 2020 年全球经济受疫情冲击，国际油价大跌，公司聚氨酯、石化产品价格均出现大幅下跌，随着全球经济恢复，公司主要产品价格下半年均恢复性上涨。MDI 景气延续，公司新项目陆续投产。进入 2021 年，海外巨头 MDI 装路陆续检修，MDI 供给始终偏紧，聚合 MDI 价格已震荡上行至约 23000 元/吨，受益于全球经济复苏，同时 MDI 寡头格局下供给有限，将长期保持高盈利。

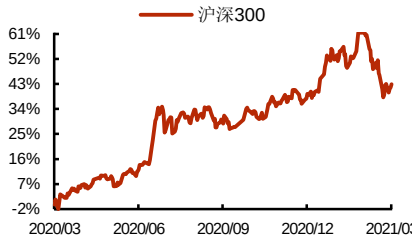
盈利预测评级：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 164.90、207.49、246.86 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22、17、15 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新游上线进度或质量不及预期，买量成本大幅上升等。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
轻工制造	2.75%	采掘	-0.61%
食品饮料	2.2%	通信	-0.6%
医药生物	1.87%	非银金融	-0.55%
化工	1.6%	电子	-0.31%
电气设备	1.42%	农林牧渔	-0.29%

相关报告

《多重因素致单季波动较大，利润释放有望年内逐季改善》2021-03-17

《2020 年圆满收官，全球化工巨头稳步扩张》2021-03-16

内容目录

1、 公司研究 3
1.1、 三七互娱：非公开发行募集 29 亿元，2021 年开局新游表现优秀 3
1.2、 万华化学：2020 年圆满收官，全球化工巨头稳步扩张 3

1、 公司研究

1.1、 三七互娱：非公开发行募集 29 亿元，2021 年开局新游表现优秀

事件:公司发布 2020 年和 20201Q1 业绩预告。2020 年公司实现营收 144 亿元，同比增长 8.87%；实现归母净利润 27.76 亿元，同比增长 31.28%。预计 2021Q1 归母净利润 0.8-1.2 亿元，同比下降 84%-89%，多重因素致下降较大。

20 年研发投入同增 30%，高研发叠加新品投入致致 21 年年 Q1 净利同比下滑。公司 2020 年游戏业务，特别是海外业务增长迅猛。存量游戏流水稳定。《精灵盛典》《斗罗大陆 H5》《大天使之剑 H5》等在海内外发行均取得良好效果。公司加码海外业务后取得重大突破的游戏为《Puzzles&Survival》，2020 年 8 月上线后海外市场表现优异，进入欧美多地区游戏畅销榜前 50，日本下载双榜第一。为了配合公司“双核+多元“发展战略，2020 年公司研发投入预计将达 11 亿元，同比增长超过 30%。因此在成本端承受较大压力，但有助于提高游戏业务护城河，完善业务模型，从单核流量到双核流量与研发共振。

2021 年年 Q1 利润端下滑明显，收入端保持增长，销售费用有望隔季收回。2021Q1 归母净利润下滑幅度较大，主因系收入端靠存量游戏较多及新游上线带来的营销费用大幅增加等。具体来说，《荣耀大天使》《一千克拉女王》的营销费用较大，且 2020Q1 因新冠肺炎疫情基数较高，导致利润水平下降较多。1 月上线《荣耀大天使》的类型决定了其投放节奏必须大幅加快，短时期内达到数亿的投放费用，但一般此类游戏的营销费用，最迟会在上线后的第二、三个季度即可获得流水回收，实现盈利。另外，公司海外市场表现优异，《我叫大掌柜》《Puzzles&Survival》等游戏表现突出榜单靠前，海外市场占比有望持续提升。公司目前储备 50 多款游戏，后续利润释放不必悲观。

盈利预测、估值与评级:预计公司 2021 年-2022 年的净利润为 29.36 亿元、36.20 亿元，同比增长 3.1%、23.3%，对应 2021 年-2022 年 PE 分别为 21/17 倍，但维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新游上线进度或质量不及预期，买量成本大幅上升等。

1.2、 万华化学：2020 年圆满收官，全球化工巨头稳步扩张

事件：公司公告 2020 年年报，全年公司全年实现营业收入 734.33 亿，同比增长 7.91%，归母净利润 100.41 亿，同比下滑 1.68%，拟 10 派 13。2020 年第四季度公司实现营业收入 242.01 亿，同比增长 24.04%，归母净利润 46.92 亿，同比增长 110.35%，环比增长 86.63%。

产品价格回归理性，公司盈利能力逐季提升。2020 年全球经济受疫情冲击，国际油价大跌，公司聚氨酯、石化产品价格均出现大幅下跌，随着全球经济恢复，公司主要产品价格下半年均恢复性上涨，全年来看:聚合 MDI 均价约 14784 元/吨，同增 7.17%；纯 MDI 均价约 17490 元/吨，同降 10.7%，其余产品均价涨跌不一。在极端宏观经济环境下，得益于优异的经营管理及成本控制能力，公司依然实现百亿利润，周期性明显减弱。分季度来看，公司主要产品价格呈上升趋势，以聚合 MDI 为例，一至四季度均价分别为 12800、11953、14463、20092 元/吨，主要受益于 MDI 价格提升，2020 年一至四季度公司分别实现利润 13.77、14.58、25.14、46.92 亿，第四季度利润还创历史新高。

MDI 景气延续，公司新项目陆续投产。进入 2021 年，海外巨头 MDI 装臵陆续检修，MDI 供给始终偏紧，聚合 MDI 价格已震荡上行至约 23000 元/吨，受益于全球经济复苏，同时 MDI 寡头格局下供给有限，将长期保持高盈利。2020 年公司百万吨乙烯项目、13 万吨 PC 项目等项目顺利投产，2021 年 MDI 通过技改扩产 50 万吨，同时公司第二套 PO/SM 装臵计划于 2021 年下半年投产；在福建续建 40 万吨 MDI 装臵，将 TDI 产能扩产至 25 万吨；推进 PBAT 生物降解聚酯以及尼龙 6 等新材料项目，长期发展可期。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 164.90、207.49、246.86 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22、17、15 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑，新项目不及预期，安全生产事故。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售经理**	
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/