太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-13

公司点评报告

买入/维持

万华化学(600309)

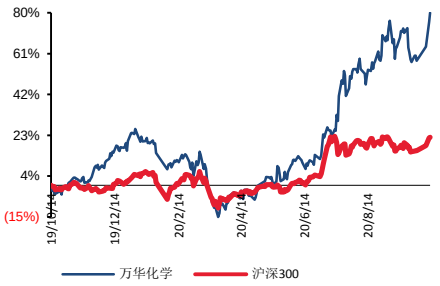
目标价：95.5

昨收盘：77.2

材料 材料II

聚氨酯产业链大幅涨价，一期乙烯项目投产在即

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,140/1,424
总市值/流通(百万元)	248,354/112,619
12 个月最高/最低(元)	79.10/38.45

相关研究报告：

万华化学（600309）《【太平洋化工】万华化学：盈利环比修复，自我造血保障长期成长》--2020/08/19

万华化学（600309）《【太平洋化工】万华化学：自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长》--2020/06/22

万华化学（600309）《【太平洋化工】万华化学一季报点评：逆风前行，内需对冲外需，中长期持续看好》--2020/04/26

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL：zhaixl@tpyzq.com

主要观点：

1. 聚氨酯产业链涨价还能持续么？

2020 年 10 月 12 日，公司主营产品纯 MDI、聚合 MDI、TDI 市场报价分别为 26500 元/吨（周涨幅 26.19%）、19150 万元/吨（周涨幅 11.01%）、16150 万元/吨（周涨幅-2.12%）。纯 MDI、聚合 MDI、TDI 价差分别为 18145 元/吨（周涨幅 28.77%）、11641 元/吨（周涨幅 8.06%）、10129 元/吨（周涨幅-2.54%）。各产品三季度均价环比二季度出现较大幅度上涨，纯 MDI（1.51 万元/吨，+10.1%）、聚合 MDI（1.41 万元/吨，+21.3%）、TDI（1.32 万元/吨，+30.3%），价差涨幅更大。我们分析主要由于：（1）二季度虽然国内疫情得到控制但复苏缓慢，需求不足，同时全球疫情蔓延导致出口下滑，叠加原油价格暴跌成本面缺乏支撑，MDI 价格降至历史低位。（2）三季度海外冰箱、冷链需求向好，出口增加。国内经济秩序进一步恢复，叠加国内“金九银十”消费旺季，需求好转。**MDI 前期库存少，一旦需求边际恢复，龙头为扭转业绩下滑趋势，挺价意愿强，提价顺畅。**（3）原油价格回升为成本端提供支撑。

展望未来，我们认为短期 MDI 价格仍有上行空间，原因如下：（1）MDI 下游需求仍在复苏途中。（2）2020 年四季度多个厂家装置检修，供应偏紧，包括上海亨斯迈（40 万吨/年）、韩国巴斯夫（25 万吨/年）、韩国锦湖（41 万吨/年）、重庆巴斯夫（40 万吨/年）等有检修计划，大多检修 30 天左右。（3）行业格局好，龙头具有较强定价能力。**中长期来看，我们认为 MDI 行业属于典型寡头垄断格局，各家利益相关性大，竞争相对有序，能够获得较好的盈利。行业周期底部时，各厂家控量控价表现明显，预计各家产能扩张计划也会随着今年需求的大幅波动相应推迟或者调整，以求供需匹配，获得合理的盈利。**

2. 一期百万吨乙烯项目投产在即，二期 120 万吨乙烯项目稳步推进

2019 年 7 月 26 日，我们发布《万华化学专题：百万吨乙烯项目盈利几何？》，全面分析了公司在建一期 100 万吨乙烯项目情况。该项目优势及意义：（1）解决 MDI、TDI 副产盐酸瓶颈问题（2）解决环氧乙烷原料问题（3）充分利用现有原料优势（4）充分利用现有公用工程（5）受益全球 LPG 成熟贸易体系及配套设施，公司“乙烯装置原料丙烷”充足、方便、易得，公司 LPG 贸易经验丰富（6）对于乙烯

执业资格证书编码：S1190520060001

裂解原料的选择，我们认为适合自己的就是最好的。

一期 100 万吨乙烯项目总投资 168 亿元，拓展至 C2 产业链，是第一个落地山东省的百万吨级乙烯项目。2020 年 9 月乙烯装置中交，预计 Q4 投产在即。**以过去 5 年历史价格回归，我们测算该项目净利润中枢在 30 亿元左右。**

二期 120 万吨乙烯项目：2019 年 12 月 23 日，万华化学乙烯二期项目进行第一次环评公示。该项目以石脑油、混合丁烷为原料，经 120 万吨/年乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品，主要包括乙烯裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚烯烃塑性体/弹性体、聚丙烯等装置以及配套的公用工程和辅助生产设施。**我们预计二期 120 万吨乙烯项目总投资约 200 亿元，净利润中枢在 40 亿元左右。**

3. 自我造血+自驱型管理层，看好公司中长期成长

2020 年 6 月 21 日，我们发布推荐报告《万华化学：自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长》，统计整理了公司历年资本开支及规划项目情况。**维持前期观点：公司项目布局可圈可点，自我造血，迈入新一轮强资本开支期。公司现金流无忧，历史投资回报良好，建议投资者长期持有，伴随公司成长。**

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 78.40 亿元、120.79 亿元、138 亿元，对应 EPS 2.50 元、3.85 元、4.4 元， PE 31.7、20.6、18 倍。**考虑公司自驱型管理层，自我造血，三大板块齐发展，进入新一轮强资本开支期，推动公司中长期成长，维持 “买入”评级。**

风险提示：宏观经济下滑，产品价格大幅波动，在建项目投产进度不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	68,051	64,665	89,122	95,270
(+/-%)	12.3%	-5.0%	37.8%	6.9%
净利润(百万元)	10,130	7,840	12,079	13,800
(+/-%)	-4.5%	-22.6%	54.1%	14.2%
摊薄每股收益(元)	3.23	2.50	3.85	4.40
市盈率(PE)	24.5	31.7	20.6	18.0

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

表：盈利预测和财务指标

资产负债表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
货币资金	4,566	6,377	10,905	17,167
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4,433	4,213	5,806	6,206
预付账款	438	428	581	618
存货	8,587	8,398	11,395	12,125
其他流动资产	1,454	1,454	1,454	1,454
流动资产合计	19,478	20,869	30,141	37,571
其他长期投资	617	617	617	617
长期股权投资	718	718	718	718
固定资产	37,478	42,412	47,651	53,257
在建工程	24,066	26,473	29,120	32,032
无形资产	5,337	5,337	5,337	5,337
其他非流动资产	4,991	4,991	4,991	4,991
非流动资产合计	73,207	80,547	88,434	96,951
资产合计	**92,685**	**101,416**	**118,575**	**134,522**
短期借款	20,034	20,635	21,254	21,892
应付票据	8,386	8,386	8,386	8,386
应付账款	8,024	7,848	10,649	11,331
预收款项	2,335	2,219	3,058	3,269
其他应付款	1,263	1,263	1,263	1,263
一年内到期的非流动负债	3,324	3,324	3,324	3,324
其他流动负债	1,393	1,393	1,393	1,393
流动负债合计	44,759	45,067	49,327	50,857
长期借款	5,963	6,141	6,326	6,515
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,161	2,161	2,161	2,161
非流动负债合计	8,124	8,303	8,487	8,677
负债合计	**52,883**	**53,370**	**57,814**	**59,534**
归属母公司所有者权益	42,364	50,204	62,283	76,084
少数股东权益	1,567	1,971	2,607	3,034
所有者权益合计	43,931	52,175	64,890	79,117
负债和股东权益	**96,814**	**105,545**	**122,704**	**138,651**

现金流量表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
经营活动现金流	33,272	15,533	19,502	22,485
现金收益	15,489	15,454	20,647	22,801
存货影响	-777	189	-2,998	-730
经营性应收影响	7,904	220	-1,751	-443
经营性应付影响	8,822	-293	3,641	893
其他影响	1,834	-37	-37	-37
投资活动现金流	-30,503	-13,159	-14,485	-15,943
资本支出	-28,982	-13,261	-14,588	-16,046
股权投资	84	95	95	95
其他长期资产变化	-1,606	8	8	8
融资活动现金流	461	-564	-489	-279
借款增加	6,157	780	803	827
财务费用	-1,080	-1,344	-1,293	-1,106
股东融资	-5,912	0	0	0
其他长期负债变化	1,296	0	0	0

利润表				单位：百万元
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
营业收入	68,051	64,665	89,122	95,270
营业成本	48,998	47,918	65,024	69,188
营业税金及附加	576	547	754	806
销售费用	2,783	2,587	3,565	3,811
管理费用	1,434	1,164	1,604	1,572
研发费用	1,705	1,620	2,228	2,382
财务费用	1,080	1,344	1,293	1,106
资产减值损失	-284	10	5	5
公允价值变动收益	8	8	8	8
投资收益	159	95	95	95
营业利润	12,297	9,578	14,752	16,503
营业外收入	79	79	79	79
营业外支出	115	115	115	115
利润总额	12,260	9,541	14,716	16,466
所得税	1,667	1,297	2,001	2,239
净利润	10,593	8,244	12,715	14,227
少数股东损益	463	404	636	427
归属母公司净利润	10,130	7,840	12,079	13,800
NOPLAT	10,848	9,357	13,779	15,130
EPS（摊薄）	3.23	2.50	3.85	4.40

主要财务比率				
会计年度	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
成长能力				
营业收入增长率	12.3%	-5.0%	37.8%	6.9%
EBIT增长率	-19.7%	-13.7%	47.3%	9.8%
归母公司净利润增长率	-4.5%	-22.6%	54.1%	14.2%
获利能力				
毛利率	28.0%	25.9%	27.0%	27.4%
净利率	15.6%	12.7%	14.3%	14.9%
ROE	23.9%	15.6%	19.4%	18.1%
ROIC	24.4%	18.3%	22.2%	20.4%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	50.6%	47.1%	42.9%
债务权益比	71.7%	61.8%	51.0%	42.8%
流动比率	43.5%	46.3%	61.1%	73.9%
速动比率	24.3%	27.7%	38.0%	50.0%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.7
应收账款周转天数	23	23	23	23
应付账款周转天数	59	59	59	59
存货周转天数	63	63	63	63
每股指标（元）				
每股收益	3.23	2.50	3.85	4.40
每股经营现金流	10.60	4.95	6.21	7.16
每股净资产	13.49	15.99	19.84	24.23
估值比率				
P/E	24.5	31.7	20.6	18.0
P/B	5.9	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	16.3	16.7	12.4	11.2

资料来源：WIND，太平洋研证券究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。