万联证券 WANLIAN SECURITIES

Q2 环比略有改善，看好公司下半年发展

——万华化学（600309）点评报告

买入（维持）

日期：2020 年 08 月 20 日

事件：2020年8月20日公司公布2020年半年报：2020上半年公司实现营收309.07亿，同比下滑2.0%;实现归母净利润28.35亿元，同比下降49.56%。

投资要点：

- **疫情影响叠加油价大幅波动，拖累公司上半年业绩：**公司2020H1实现归母净利润28.35亿，同比下滑49.56%，其中，Q2实现归母净利润14.58亿，同比下跌48.4%，环比增长5.9%，业绩符合预期。公司业绩有所下滑的原因：1.受疫情影响，公司主营产品聚氨酯量价齐跌，销量方面，上半年聚氨酯产品销量124.22万吨，同比下滑9%；价格方面，纯MDI、聚合MDI上半年均价分别为17516元/吨、14083元/吨，同比下滑29.56%、10.68%。2.受原油价格波动影响，公司石化产品价格也呈现下跌趋势，山东丙烯均价6,387元/吨，与去年同期相比下跌12.69%；华东环氧丙烷均价8,947元/吨，与去年同期相比下跌11.99%；山东MTBE均价4,037元/吨，与去年同期相比下跌24.43%；华东丁醇均价5,552元/吨，与去年同期相比下跌18.77%；华北丙烯酸均价6,736元/吨，与去年同期相比下跌15.41%。虽然石化方面公司销量同比增长92%带动石化业务营收同比增长39%，但公司整体毛利率下滑严重，仅为20.05%，同比去年下滑11.37pct。但随着国内疫情的缓解和油价的趋稳，公司主营产品价格将逐步修复，看好下半年发展。
- **项目平稳推进，助力公司成长：**公司积极推进相关项目，一方面一期100万吨乙烯项目将在2020Q4投产，随着一期投产以后，公司将开始建设二期乙烯项目，进一步延伸上游产业链，实现下游产品的多元化；另一方面，公司眉山基地“年产1万吨锂电池三元材料项目”和“年产6万吨生物降解聚酯项目”进行了环评公示，预计2020年8月将开工建设，未来将给公司带来新的业绩增长。
- **盈利预测与投资建议：**因为公司Q2有所改善，调整盈利预测，预计公司2020-2022年营收为755.46/848.71/975.36亿元，P/E分别为24.4、16.1、14.1，对应EPS分别为2.77、4.19、4.80。维持“买入”评级。
- **风险因素：**原油价格波动性较大；下游终端需求疲软。

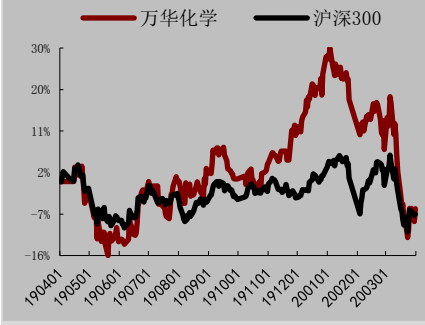
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	68,051	75,546	84,871	97,536
增长比率(%)	-6.6%	11.0%	12.3%	14.9%
净利润(百万)	10,130	8,694	13,158	15,071
增长比率(%)	-34.9%	-14.2%	51.3%	14.5%
每股收益(元)	3.23	2.77	4.19	4.80
市盈率(倍)	21.0	24.4	16.1	14.1

数据来源：万联证券研究所

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	国丰投资/21.59%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	3,139.75
流通A股（百万股）	1,423.76
收盘价（元）	67.66
总市值（亿元）	2,124.35
流通A股市值（亿元）	963.31

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 08 月 20 日

相关研究

万联证券研究所 20200730_万华化学（600309）事项点评_AAA_主营产品价格上涨，助力公司业绩腾飞
万联证券研究所 20200401_公司年报点评_AAA_年报业绩符合预期，看好长期发展
万联证券研究所 20191028_万华化学（600309）三季报点评_AAA_三季报符合预期，看好长期发展

分析师： 黄侃
执业证书编号： S0270520070001
电话： 18818400628
邮箱： huangkan@wlzq.com.cn

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23,484	29,195	46,053	66,113
货币资金	4,566	1,929	18,472	35,419
应收票据及应收账款	4,433	10,442	10,309	11,477
其他应收款	575	501	590	692
预付账款	438	583	582	679
存货	8,587	10,856	11,214	12,962
其他流动资产	4,885	4,885	4,885	4,885
非流动资产	73,382	70,451	68,331	66,774
长期股权投资	718	718	718	718
固定资产	37,478	30,321	23,001	15,150
在建工程	24,066	26,566	30,066	34,566
无形资产	5,337	7,063	8,764	10,557
其他长期资产	5,783	5,783	5,783	5,783
资产总计	96,865	99,647	114,384	132,887
流动负债	44,800	38,336	39,229	41,835
短期借款	20,034	20,034	20,034	20,034
应付票据及应付账款	16,411	7,979	8,540	10,111
预收账款	2,335	2,913	3,159	3,626
其他流动负债	6,020	7,410	7,497	8,064
非流动负债	8,134	8,134	8,134	8,134
长期借款	5,963	5,963	5,963	5,963
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,172	2,172	2,172	2,172
负债合计	52,934	46,471	47,364	49,970
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,162	2,162	2,162	2,162
留存收益	37,144	45,838	58,995	74,066
归属母公司股东权益	42,364	51,058	64,215	79,286
少数股东权益	1,567	2,118	2,805	3,631
负债和股东权益	96,865	99,647	114,384	132,887

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25,933	5,164	25,305	26,798
净利润	10,593	9,245	13,845	15,897
折旧摊销	4,601	9,598	9,783	10,337
营运资金变动	8,951	-14,812	579	-508
其它	1,788	1,134	1,099	1,072
投资活动现金流	-18,367	-6,531	-7,492	-8,582
资本支出	-17,797	-6,690	-7,671	-8,791
投资变动	-711	0	0	0
其他	142	159	179	209
筹资活动现金流	-9,233	-1,270	-1,270	-1,270
银行借款	50,325	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	63	0	0	0
其他	-59,621	-1,270	-1,270	-1,270
现金净增加额	-1,674	-2,637	16,543	16,946
期初现金余额	6,193	4,566	1,929	18,472
期末现金余额	4,519	1,929	18,472	35,419

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	68,051	75,546	84,871	97,536
营业成本	48,998	57,900	60,983	70,580
营业税金及附加	576	717	802	907
销售费用	2,783	2,731	3,169	3,661
管理费用	1,434	1,459	1,682	1,937
研发费用	1,705	1,803	2,038	2,354
财务费用	1,080	1,190	1,236	947
资产减值损失	-284	-30	-15	-18
公允价值变动收益	8	0	0	0
投资净收益	159	159	179	209
资产处置收益	0	7	7	7
营业利润	12,297	11,015	16,383	18,784
营业外收入	79	0	0	0
营业外支出	115	0	0	0
利润总额	12,260	11,015	16,383	18,784
所得税	1,667	1,771	2,539	2,888
净利润	10,593	9,245	13,845	15,897
少数股东损益	463	551	687	826
归属母公司净利润	10,130	8,694	13,158	15,071
EBITDA	17,156	20,534	25,980	28,434
EPS（元）	3.23	2.77	4.19	4.80

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.6%	11.0%	12.3%	14.9%
营业利润	-37.3%	-10.4%	48.7%	14.7%
归属母公司净利润	-34.9%	-14.2%	51.3%	14.5%
获利能力				
毛利率	28.0%	23.4%	28.1%	27.6%
净利率	15.6%	12.2%	16.3%	16.3%
ROE	23.9%	17.0%	20.5%	19.0%
ROIC	14.8%	11.1%	14.2%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	46.6%	41.4%	37.6%
净负债比率	56.3%	51.5%	16.2%	-7.4%
流动比率	0.52	0.76	1.17	1.58
速动比率	0.32	0.46	0.87	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.76	0.74	0.73
应收账款周转率	15.35	16.92	16.65	16.50
存货周转率	5.71	5.33	5.44	5.45
每股指标（元）				
每股收益	3.23	2.77	4.19	4.80
每股经营现金流	8.26	1.64	8.06	8.54
每股净资产	13.49	16.26	20.45	25.25
估值比率				
P/E	20.97	24.44	16.15	14.10
P/B	5.01	4.16	3.31	2.68
EV/EBITDA	11.72	11.68	8.59	7.26

资料来源：万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场