太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-19

公司点评报告

买入/维持

万华化学(600309)

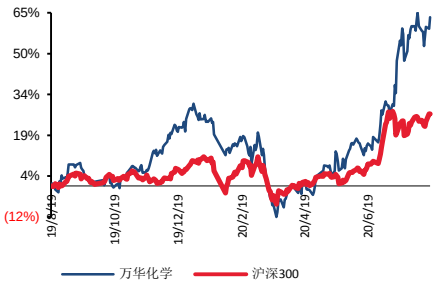
目标价：85

昨收盘：68.99

材料 材料II

盈利环比修复，自我造血保障长期成长

■ 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)	216,611/98,225
12 个月最高/最低(元)	69.70/38.45

相关研究报告：

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

万华化学（600309）《【太平洋化工】万华化学年报点评：盈利短期或有回调压力，中长期持续看好》--2020/03/31

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

事件：公司发布 2020 年上半年报，报告期内实现营业收入 309.07 亿元，同比-2.00%；实现归母净利润 28.35 亿元，同比-49.56%。其中二季度营业收入 155.64 亿元，同比-0.15%，环比+1.44%；归母净利润 14.58 亿元，同比-48.39%，环比+5.88%。

主要观点：

1. 产品量和价均出现回升，预计下半年将持续改善

2020年，公司一季度业绩低点（扣非归母净利润10.62亿元），二季度环比改善（扣非归母净利润14.27亿元），符合我们4月26日一季报点评《逆风前行，内需对冲外需，中长期持续看好》的判断。一季度受国内疫情影响，叠加国际油价暴跌，聚氨酯及石化产品价格下行，需求萎缩导致公司业绩降至谷底。二季度随着国内疫情得到有效控制，国家财政和货币政策效果显现，市场需求和产品价格得到一定恢复和回升。**展望下半年，我们依然维持之前判断，随着国内外疫情的逐步控制，经济和需求将逐渐恢复，公司业绩也将持续改善。**

产销量方面：聚氨酯产销量及石化产量下滑、LPG贸易量及精细化工品和新材料产销量增长。上半年聚氨酯产销量分别为122.74万吨、124.23万吨，分别同比-8.98%、-5.87%，主要受下游应用领域冰箱、冰柜、汽车等需求同比下滑影响；石化产品产量84.5万吨，同比-7.08%，销量280.75万吨，同比+91.65%，预计主要由于LPG贸易量增加；精细化学品和新材料产销量分别为24.93万吨、22.46万吨，分别同比+24.85%、+27.89%，主要是新增新材料项目投产。**二季度单季度，公司聚氨酯、石化产品、精细化学品和新材料销量分别为63.13万吨、15.28万吨、13.12万吨，环比分别+6.69%、+19.35%、+40.45%，显示出下游需求的逐渐恢复。**

价格方面：主要产品价格下滑，毛利率下降。根据我们的统计和测算，上半年纯 MDI、聚合 MDI、TDI 市场平均价格分别为 14601 元/吨、12038 元/吨、10569 元/吨，同比分别-33.05、-16.32%、-24.11%；由于原料价格下滑幅度小于产品价格下滑幅度，价差跟随大幅缩小，上半年纯 MDI、聚合 MDI、TDI 价差分别为 8350 元/吨、6082 元/吨、5166 元/吨，同比分别-41.99%、-23.19%、-31.94%。上半年公司综合销售毛利率 20.05%，同比下降 11.37 pcts，净利率 9.79%，同比下降

执业资格证书编码：S1190520060001

8.84 pcts。从公司 MDI 挂牌价来看，1-5 月份均下调或者维持低价状态，自 6 月份开始上调，7 月份维持，8 月份聚合 MDI 分销市场挂牌价 15500 元/吨（比 7 月份上调 1500 元/吨），直销市场挂牌价 15500 元/吨（比 7 月份上调 1000 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 17000 元/吨（比 7 月份上调 500 元/吨),也从另外一个角度验证了下游需求的逐步恢复。

2. 百万吨乙烯项目 2020 年 Q4 投产，二期 120 万吨提上议程

公司在建百万吨乙烯项目，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，预计 2020 年四季度建成投产，续力成长。该项目占地 2400 亩，主要产品包括 100 万吨乙烯、45 万吨 LLDPE、40 万吨 PVC、15 万吨 EO、30 万吨 PO、65 万吨 SM、5 万吨丁二烯。

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）对于乙烯裂解原料的选择，我们认为适合自己的就是最好的。

受低油价冲击影响，我们测算乙烯一期项目净利润规模在 20-25 亿元，处于历史中低位区域。

同时，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 120 万吨乙烯二期项目总投资约 200 亿元，净利润中枢在 40 亿元左右。**

3. 自我造血，公司迈入新一轮强资本开支期，全产业链发展

2016 年以来，公司投资活动现金流支出明显扩大，显示公司进入新一轮资本扩张期。2016 年-2019 年，公司重大项目完成投资额分别为 41.33 亿元、60.40 亿元、90.17 亿元、180.50 亿元。**2020 年二季度末，公司在建工程达到 311.42 亿元。**在建及储备项目还包括 120 万吨乙烯项目二期、48 万吨双酚 A 一体化项目、20 万吨 SAP、柠檬醛、香精香料（合成香料一体化项目已中交）、ADI、4 万吨尼龙 12 项目、膜工厂项目、西南基地项目二期（**包括 6 万吨生物降解聚酯项目、1 万吨锂电池三元材料项目等**）、万华化学福建产业园、**大规模集成电路平坦化关键材料（CMP Pad+Slurry）项目**等多个新项目。

尽管近期受聚氨酯、石化行业景气下行，以及疫情影响，公司业绩短期承压。但新投资项目基本结合自身优势，且不少装置运用自有

技术，基地布局覆盖中国华东、华南、西南和欧洲地区，打造上下游一体化循环产业链，继续做大做强聚氨酯、石化、精细化学品和新材料产业链。从公司历史长期投资回报看，ROE 基本维持在 20%以上，一度超过 30%。随着新项目的陆续投产，公司盈利增长可期。

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、116.15亿元、131.16亿元，对应EPS 2.50元、3.70元、4.18元， PE 27、18、16倍。**考虑公司三大板块齐发展，研发实力雄厚，自驱型管理层，自我造血，具有核心竞争力，近期百万吨乙烯项目投产后，将助力公司利润中枢再上新台阶，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	87,500	92,917
(+/-%)	12.3%	-5.0%	35.3%	6.2%
净利润(百万元)	10,130	7,840	11,615	13,116
(+/-%)	-4.5%	-22.6%	48.2%	12.9%
摊薄每股收益(元)	3.23	2.50	3.70	4.18
市盈率(PE)	15.2	27	18	16

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	10,485	16,073
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4,433	4,213	5,700	6,053
预付账款	438	428	573	606
存货	8,587	8,398	11,236	11,889
其他流动资产	1,454	1,454	1,454	1,454
流动资产合计	19,478	20,869	29,449	36,076
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**	**117,882**	**133,028**
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	10,500	11,111
预收款项	2,335	2,219	3,002	3,188
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	49,122	50,556
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**	**57,609**	**59,233**
归属母公司所有者权益	42,364	50,204	61,820	74,936
少数股东权益	1,567	1,971	2,582	2,988
所有者权益合计	43,931	52,175	64,402	77,924
负债和股东权益	**96,814**	**105,545**	**122,011**	**137,157**

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	19,083	21,832
现金收益	15,489	15,454	20,159	22,116
存货影响	-777	189	-2,839	-653
经营性应收影响	7,904	220	-1,637	-391
经营性应付影响	8,822	-293	3,436	796
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	-300
借款增加	6,157	780	803	827
财务费用	-1,080	-1,344	-1,293	-1,127
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	87,500	92,917
营业成本	48,998	47,918	64,115	67,842
营业税金及附加	576	547	741	786
销售费用	2,783	2,587	3,500	3,717
管理费用	1,434	1,164	1,575	1,533
研发费用	1,705	1,620	2,188	2,323
财务费用	1,080	1,344	1,293	1,127
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	14,187	15,686
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	14,151	15,649
所得税	1,667	1,297	1,924	2,128
净利润	10,593	8,244	12,227	13,522
少数股东损益	463	404	611	406
归属母公司净利润	10,130	7,840	11,615	13,116
NOPLAT	10,848	9,357	13,291	14,443
EPS（摊薄）	3.23	2.50	3.70	4.18

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%	35.3%	6.2%
EBIT增长率	-19.7%	-13.7%	42.0%	8.7%
归母公司净利润增长率	-4.5%	-22.6%	48.2%	12.9%
获利能力				
毛利率	28.0%	25.9%	26.7%	27.0%
净利率	15.6%	12.7%	14.0%	14.6%
ROE	23.9%	15.6%	18.8%	17.5%
ROIC	24.4%	18.3%	21.6%	19.8%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	50.6%	47.2%	43.2%
债务权益比	71.7%	61.8%	51.3%	43.5%
流动比率	43.5%	46.3%	59.9%	71.4%
速动比率	24.3%	27.7%	37.1%	47.8%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	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	3.70	4.18
每股经营现金流	10.60	4.95	6.08	6.95
每股净资产	13.49	15.99	19.69	23.87
估值比率				
P/E	21.0	27.1	18.3	16.2
P/B	5.0	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	14.2	14.6	11.0	10.1

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。