开源证券

万华化学（600309.SH）

2020 年 08 月 20 日

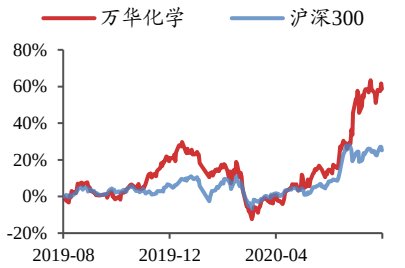
Q2 迎环比改善，多元发展助力公司开启腾飞新篇章

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/19
当前股价(元)	67.66
一年最高最低(元)	70.65/37.60
总市值(亿元)	2,124.35
流通市值(亿元)	963.31
总股本(亿股)	31.40
流通股本(亿股)	14.24
近 3 个月换手率(%)	94.26

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-聚氨酯、石化和新材料板块合力打造全球化工巨头》-2020.6.3

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

● **公司业绩低点已过，长期趋势持续向好，维持“买入”评级**

8 月 19 日，公司发布《2020 年半年度报告》，2020 年 H1 公司实现营收 309.07 亿元（同比-2.00%），归母净利润 28.35 亿元（同比-49.56%）。**2020 年 H1，公司受到新冠疫情和原油价格大幅下跌等因素的影响，公司产品销量下滑、MDI 等主营产品价格下降是影响公司业绩的主因。**伴随着疫情缓和、下游需求回暖，公司业绩低点已过，长期趋势向好。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润为 81.07、121.86、148.19 亿元，EPS 分别为 2.58、3.88、4.72 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 26.2、17.4、14.3 倍。我们认为公司作为 MDI 行业龙头，向新材料领域持续加码，多元发展将助力公司向全球综合性化工巨头迈进，维持“买入”评级。

● **公司三大业务板块环比改善明显，主营产品 MDI、TDI 格局继续向好**

Q2 各业务板块产销情况得以明显改善，归母净利润环比增长 5.9%。根据经营数据，Q2 聚氨酯、石化、新材料的产销比分别为 104.13%、385.22%、102.80%，较 Q1 实现较大幅度改善，尤其是新材料业务上半年的销量已实现同比增长 27.9%；Q2 石化和新材料板块的销售均价分别环比下滑 24.0%、9.3%，聚氨酯板块销售均价提升 3.7%。石化板块销量较高、销售均价环比大幅下降是由于销量包含了 LPG 贸易量所导致。近期，海外多套 MDI/TDI 装置宣布不可抗力，据百川盈孚数据，聚合 MDI 和 TDI 华东市场价较 7 月末已分别上涨 20%和 37%。**我们看好随着“金九银十”旺季到来，MDI/TDI 行业格局持续向好。**

● **新材料业务不断加码，多元化发展助力化工巨头迈上新台阶**

乙烯项目预计将于 9 月投产，万华福建产业园已正式开工；此外，根据项目备案和环评公示，公司将在眉山基地建设年产 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，将在烟台建设 1.5~2 万吨抛光液和 60 万片抛光垫项目。**我们认为，公司向新材料领域拓展的战略逐步落地，对于拓展公司长期成长空间具有重要意义，多元化发展将助力化工巨头迈上新台阶，开启腾飞新篇章。**

● **风险提示：**产能投放不及预期、下游需求放缓、产品价格大幅下滑等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,621	68,051	62,180	79,105	92,679
YOY(%)	14.1	12.3	-8.6	27.2	17.2
归母净利润(百万元)	10,610	10,130	8,107	12,186	14,819
YOY(%)	-4.7	-4.5	-20.0	50.3	21.6
毛利率(%)	33.8	28.0	26.1	27.7	28.2
净利率(%)	17.5	14.9	13.0	15.4	16.0
ROE(%)	32.7	24.1	17.6	21.7	21.6
EPS(摊薄/元)	3.38	3.23	2.58	3.88	4.72
P/E(倍)	20.0	21.0	26.2	17.4	14.3
P/B(倍)	6.3	5.0	4.6	3.8	3.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	29745	23484	24205	27391	32371
现金	5096	4566	3500	5537	7117
应收票据及应收账款	12082	4433	5930	6240	10611
其他应收款	133	575	566	642	611
预付账款	409	438	519	628	669
存货	7810	8587	10547	10254	9325
其他流动资产	4214	4885	3143	4091	4039
非流动资产	47168	73382	81494	93305	105847
长期投资	643	718	1129	1903	2587
固定资产	29120	37478	38683	50428	59828
无形资产	3129	5337	5793	6234	6717
其他非流动资产	14276	29849	35889	34740	36715
资产总计	76913	96865	105699	120696	138218
流动负债	32980	44800	49729	52935	58629
短期借款	17412	20034	23568	27197	30659
应付票据及应付账款	7835	16411	9831	9560	12629
其他流动负债	7733	8355	16330	16177	15342
非流动负债	4683	8134	7620	9255	8678
长期借款	3818	5963	5553	7116	6550
其他非流动负债	865	2172	2067	2139	2128
负债合计	37662	52934	57349	62190	67307
少数股东权益	5472	1567	1961	2442	2916
股本	2734	3140	3140	3140	3140
资本公积	2393	2162	2162	2162	2162
留存收益	28653	37144	43043	50540	60139
归属母公司股东权益	33779	42364	46390	56064	67994
负债和股东权益	76913	96865	105699	120696	138218

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19257	25933	13712	16844	21027
净利润	12830	10593	8501	12667	15293
折旧摊销	3185	4601	3648	4551	5894
财务费用	795	1080	1197	1382	1520
投资损失	-93	-159	-61	-74	-84
营运资金变动	2167	8951	559	-1572	-1620
其他经营现金流	374	867	-132	-111	23
投资活动现金流	-10318	-18367	-11563	-16213	-18403
资本支出	10279	17815	8086	10697	12045
长期投资	-146	-21	-411	-480	-684
其他投资现金流	-185	-573	-3888	-5996	-7042
筹资活动现金流	-7937	-9233	-3215	1165	-803
短期借款	4697	2622	3534	3388	3703
长期借款	-2504	2145	-410	1564	-566
普通股增加	0	406	0	0	0
资本公积增加	0	-231	0	0	0
其他筹资现金流	-10130	-14175	-6339	-3786	-3940
现金净增加额	1045	-1674	-1067	1796	1821

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	60621	68051	62180	79105	92679
营业成本	40114	48998	45922	57202	66566
营业税金及附加	546	576	616	657	714
营业费用	1721	2783	2848	3259	3707
管理费用	1002	1434	1306	1479	1733
研发费用	1610	1705	1679	1740	2039
财务费用	795	1080	1197	1382	1520
资产减值损失	-36	-284	-148	-259	-262
其他收益	1104	961	1033	997	1015
公允价值变动收益	0	8	1	2	2
投资净收益	93	159	61	74	84
资产处置收益	19	-0	0	0	0
营业利润	16085	12297	9855	14717	17763
营业外收入	10	79	100	59	53
营业外支出	117	115	116	116	116
利润总额	15978	12260	9839	14661	17701
所得税	3148	1667	1338	1994	2407
净利润	12830	10593	8501	12667	15293
少数股东损益	2219	463	394	481	474
归母净利润	10610	10130	8107	12186	14819
EBITDA	20317	18332	14877	20823	25383
EPS(元)	3.38	3.23	2.58	3.88	4.72

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	12.3	-8.6	27.2	17.2
营业利润(%)	-5.2	-23.6	-19.9	49.3	20.7
归属于母公司净利润(%)	-4.7	-4.5	-20.0	50.3	21.6
获利能力					
毛利率(%)	33.8	28.0	26.1	27.7	28.2
净利率(%)	17.5	14.9	13.0	15.4	16.0
ROE(%)	32.7	24.1	17.6	21.7	21.6
ROIC(%)	23.8	16.2	12.2	14.9	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	54.6	54.3	51.5	48.7
净负债比率(%)	48.2	59.8	61.1	55.9	48.7
流动比率	0.9	0.5	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.6	8.2	12.0	13.0	11.0
应付账款周转率	5.7	4.0	3.5	5.9	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.38	3.23	2.58	3.88	4.72
每股经营现金流(最新摊薄)	6.13	8.26	4.37	5.36	6.70
每股净资产(最新摊薄)	10.76	13.49	14.77	17.86	21.66
估值比率					
P/E	20.0	21.0	26.2	17.4	14.3
P/B	6.3	5.0	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	11.7	13.1	16.4	11.9	9.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn