太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-06-21

公司点评报告

买入/维持

万华化学(600309)

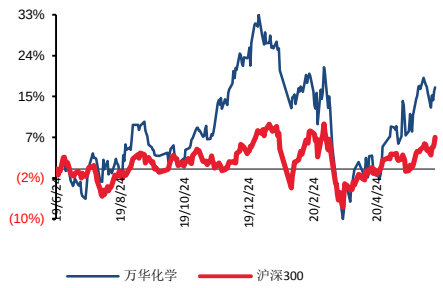
目标价：63.7

昨收盘：48.94

材料 材料II

自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长

■ 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)	153,659/69,679
12 个月最高/最低(元)	56.94/38.45

相关研究报告：

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

万华化学（600309）《【太平洋化工】万华化学：布局福建基地，MDI 和 TDI 龙头地位进一步稳固》--2020/03/05

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

分析师助理：翟绪丽

事件：我们统计整理了公司历年资本开支及规划项目情况，公司多点布局，自我造血，迈入新一轮强资本开支期。投资者可能担心公司现金流及项目收益，我们认为公司现金流无忧，项目布局可圈可点，历史投资回报良好，建议投资者长期持有，伴随公司成长。

主要观点：

1. 自我造血，公司迈入新一轮强资本开支期，全产业链发展

2001 年公司上市时，主营产品单一，技改后 MDI 产能仅 10 万吨，经过 19 年的发展，公司已在全球建成中国山东烟台、浙江宁波、福建福清、广东珠海、四川眉山和欧洲匈牙利六大一体化化工工业园，形成聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大板块，发展成为全球领先 MDI 供应和服务商，TDI、ADI、聚醚、TPU 等产品主流供应商，新晋极具竞争力的石化、精细化学品及新材料供应商。聚氨酯板块，公司主要拥有 MDI 产能 210 万吨，TDI 产能 55 万吨，收购福建康奈尔项目，建成后公司 MDI 总产能将增至 250 万吨/年（全球市占率 24.11%提高至 27.44%，依然全球第一），TDI 总产能 80 万吨/年（全球市占率 17.21%提高至 23.22%，全球第三升至第一梯队），且储备有宁波及烟台 MDI 扩建项目，合计 80 万吨。**石化板块**，公司拥有 75 万吨 PDH 装置，24/76 万吨 PO/MTBE 装置，30/42 万吨丙烯酸及丙烯酸酯，25 万吨丁醇，30 万吨聚醚多元醇等。同时在建 100 万吨乙烯及配套项目。**精细化学品及新材料板块**，公司主要拥有 20 万吨/年 PC（2018 年 1 月投产一期 7 万吨，2019 年 11 月底建成二期 13 万吨）、5 万吨/年 MMA（2019 年 1 月投产）、8 万吨/年 PMMA（2019 年 1 月投产）等。**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、ADI、4 万吨尼龙 12、膜工厂、西南基地项目二期、万华化学福建产业园等多个新项目。**

2001 年至 2019 年，公司固定资产从 3.02 亿元扩张至 374.78 亿元，CAGR 达 30.72%；研发费用从预计不足 2000 万元（2001 年管理费用 6456 万元）增加至 17.05 亿元；营业收入从 5.71 亿元增长至 680.51 亿元，CAGR 达 30.42%；归母净利润从 1.01 亿元增长至 101.30 亿元，CAGR 达 29.20%。

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

电话：010-88695269
E-MAIL：zhaixl@tpyzq.com

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 年一季度末，公司在建工程 271.18 亿元。投资者可能担心公司现金流和项目盈利能力。我们认为（1）公司经营现金流净额持续增长，远大于对应的当年投资活动现金流净额，2017-2019 年分别为 102.1 亿元（-54.6 亿元）、192.6 亿元（-103.2 亿元）、259.3 亿元（-183.7 亿元）。仅依靠自身现金流，公司有能力进行产业链延申，持续扩产。2020 年一季度末，公司资产负债率为 63.06%，也在可控范围。（2）尽管近年来聚氨酯、石化行业景气下行，叠加疫情影响，预计短期可能造成一定冲击。但公司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。**

关于公司资本开支及储备项目投资情况请参见附表。

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. 盈利预测及评级

考虑疫情影响，维持上次盈利预测，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 19.6、13.2、11.7 倍。**考虑公司三大板块齐发展，研发实力雄厚，自我造血，具有核心竞争力，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 2000 亿元市值目标，“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	19.6	13.2	11.7

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表1：万华化学2010-2020年E投资项目分配表

年份	基地	项目	计划总投资（亿元）	历年投资分布（亿元）										
				2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
2007	宁波	宁波万华二期项目	34.72	8.90	8.00									
2009	宁波	宁波热电脱硫技改	0.4	0.16										
2009	烟台	万华烟台八角工业园项目	243	0.74	11.56	23.72	69.67	87.95	37.22	27.60	46.81	75.43	139.9	2.90
2010	宁波	宁波万华容威 5 万吨组合料一体化项目	1.7	0.74	0.77	0.16								
2011	宁波	宁波万华二期技改项目	18.1			15.80	1.33							
2011	宁波	东港电化三期扩建项目	3.62		2.67	0.76								
2011	宁波	宁波热电二期扩建工程	3.13		1.13	1.50								
2012	宁波	HDI 项目技改	5.2					0.39	0.73					
2013	烟台	万华化学(烟台)氯碱热电公司氯碱热电一期二期项目	N.A					14.31	4.12	3.23	2.67	3.08	7.50	6.00
2013	宁波	万华宁波 HCL 氧化装置	4.7				2.20	0.70						
2013	宁波	万华宁波水性聚氨酯、高粘度 PM、HDI 改造等	3.39				2.27							
2013	宁波	万华宁波二期技改配套项目扩能改造	4.03					1.74						
2013	宁波	宁波容威二三期项目（含烟台容威）	0.64					0.25	0.74					
2013	宁波	万华热电备用炉项目	1.9					1.52						
2014	宁波	万华宁波历年项目（含技改）	N.A					1.05	3.12	1.92	4.97	3.39	7.50	14.00
2014	珠海	珠海特种聚氨酯项目一期	6.07					0.48	2.75	4.03	1.13	1.12	2.20	
2014	宁波	万华宁波码头煤堆场改造项目	4.4					0.37	1.06					
2015	宁波	万华宁波热电三期改扩建项目	7.3						2.87	2.72				
2015	上海	万华上海中心项目	6.1						1.07	0.86	1.20	0.79	0.40	0.80
2017	烟台	聚氨酯产业链延伸及配套项目	296.64											84.30
2017	烟台	100 万吨乙烯项目	168											38.30
2017	美国	美国一体化项目	85.79										5.50	2.50
2019	珠海	广东水性树脂二期	4											1.20
2019	匈牙利	BC 工业园项目	12.94										13.00	21.00
2019	烟台	烟台热电二期项目	14.11											
当年其他项目投资，亿元				1.48	0.37	0.30	1.68	4.20	2.56	0.97	3.62	6.36	4.60	3.00
当年实际完成投资，亿元				12.02	24.50	42.24	77.15	112.96	56.24	41.33	60.40	90.17	180.5	186
2010-2020 总投资额				883.51										

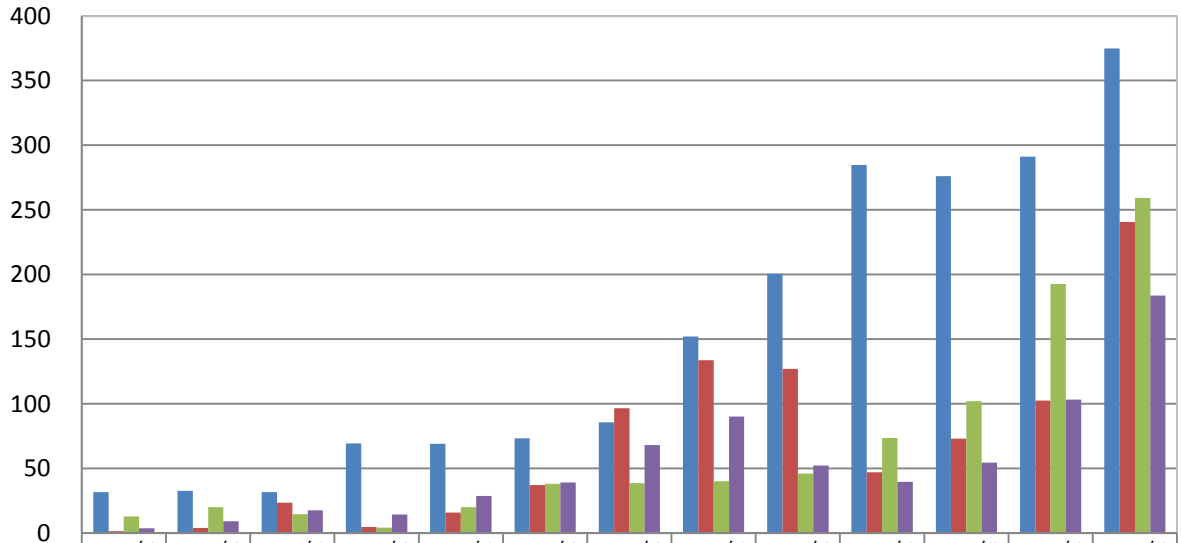
资料来源：公司公告、太平洋证券研究院；备注：百万吨乙烯项目2019年投资额放在烟台八角工业园项目中。

图表2：万华化学在建及储备项目一览表

环评/新闻发布时间	项目名称	基地	项目概况	预计投资总额（亿元）
2018-03-21	万华化学集团股份有限公司合成香料一体化项目	烟台	项目主要装置包括500吨/年M醇装置，4000吨/年P醇装置和200吨/年3-酰胺装置，以及配套的公用工程和辅助生产设施。	5.76
2018-03-21	万华化学异氰酸酯一体化扩能技改项目	烟台	主要包括扩建MDI装置，由60万吨/年至110万吨/年，以及相关的硝酸、硝基苯、苯胺、氯化氢氧化装置；新建3万吨/年HDI装置和2万吨/年HDI加合物装置；扩建ADI装置，H12MDA和H12MDI规模由1吨/年扩能至2万吨/年，IPDI规模由1.5吨/年扩至3万吨/年以及配套的辅助工程和公用工程设施。	35.62
2018-04-16	万华化学（宁波）高性能材料研究院项目	宁波	该项目定位为万华新材料领域核心的研发机构，主要从事非化学类合成的聚氨酯新材料、特种氰酸酯、环保高性能表面材料等系列新材料的的研发和成果转化。	2.8
2018-08-01	膜工厂项目	烟台	本项目膜的总生产能力为619万m^2/a，元件生产能力为50000个/年，滤芯生产能力为100000个/年。其中，RO膜：300万m^2/a；NF膜：60万m^2/a；UF膜：50万m^2/a；中空纤维膜：100万m^2/a；MF膜：100万m^2/a；改性分离膜：9万m^2/a。	4.7
2018-10-15	万华化学集团股份有限公司年产35/30万吨高密度聚乙烯/聚丙烯项目	烟台	项目主要装置包35万吨/年高密度聚乙烯装置及30万吨/年聚丙烯装置	26.73
2018-10-25	50万吨/年聚醚多元醇扩建项目	烟台	本项目主要建设40万吨/年软泡聚醚生产装置和13万吨/年硬泡聚醚生产装置。	9.17
2018-11-26	年产25万吨高性能改性树脂项目	四川眉山	主要建设年产25万吨高性能改性树脂生产线，包括年产10万吨改性聚丙烯树脂装置、年产10万吨水性树脂装置、年产5万吨改性PC装置以及公用工程及辅助设施等。	13.6
2018-11-29	年产12万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	在现有生产车间内扩建11条TPU生产线，以MDI、乙二酸等为原料，生产TPU，规模为12万吨/年。	5.14
2019-01-24	年产4万吨尼龙12（PA12）项目	烟台	新建环十二碳三烯(CDT)单元、氧化(EPO)单元等8个工艺装置，年产4万吨尼龙12。	25.48
2019-11-25	工业配套智能物流园项目	宁波	主要规划建设自动化程度较高的PM包装及仓库、PM储罐、备品备件综合仓库、HDI产品仓库、水性树脂装置、改性PP装置、有机硅装置、等其它公共设施等。	5.4
2019-12-23	万华聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目	烟台	乙烯二期项目以石脑油、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。	200
2020-03-03	万华化学集团股份有限公司年产48万吨双酚A一体化项目	烟台	主要建设53万吨/年异丙苯装置，65万吨/年苯酚丙酮装置，48万吨/年双酚A装置以及公用工程及辅助设施等。	40
2020-03-04	西南基地项目二期	眉山	主要建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品四大产业链11个项目	400
2020-03-04	万华化学福建产业园项目	福建江阴	一期拟新建4个项目，包括年产40万吨MDI项目、年产40万吨PVC项目、年产40万吨苯胺一体化项目、年产60万吨甲醇项目；技改提升4个项目，包括大型煤气化、烧碱(由12万吨扩至60万吨)、TDI(由10万吨扩至25万吨)和热电工程项目。二期计划在东区投资建设化工及下游等其他精细化工项目。	500
2020-05-21	万华化学（宁波）MDI/HDI技改扩能一体化项目	宁波	将一期MDI装置产能由现有40万吨/年扩建至50万吨/年，二期MDI装置产能由现有80万吨/年扩建至100万吨/年，合计全厂具备150万吨/年的MDI生产能力。新建一套5万吨/年的HDI单体生产装置、6万吨/年的加合物生产装置，使全厂具备10万吨/年的HDI单体生产能力。	32.2
总计				1306.6

资料来源：公司公告、环评公告、部分太平洋证券研究院测算

图表3：万华化学固定资产、在建工程及现金流情况（单位：亿元）



	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
固定资产	31.7	32.7	31.7	69.3	69.0	73.3	85.8	151.9	200.5	284.7	276.1	291.2	374.8
在建工程	1.5	4.0	23.5	4.7	16.0	37.1	96.6	133.8	127.0	47.0	73.1	102.5	240.7
经营活动现金流量净额	12.8	20.0	14.5	4.1	20.1	38.1	38.7	40.2	46.0	73.5	102.1	192.6	259.3
投资活动现金流量净额	3.7	9.3	17.7	14.4	28.7	39.2	68.2	90.3	52.2	39.7	54.6	103.2	183.7

资料来源：Wind、太平洋证券研究院整理

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	15.2	19.6	13.2	11.7
P/B	3.6	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	10.8	11.1	8.4	7.6

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	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
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@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
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。