

深刻把握产业结构发展方向

——万华化学（600309.SH）

化工/化学制品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

国家发展改革委 2019 年 11 月 6 日发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》。该目录涵盖了石化化工等近五十个领域，主要作用为加快建设现代化经济体系，推动产业高质量发展，满足人民美好生活需要。自 2020 年 1 月 1 日起施行。《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》同时废止。

投资摘要：

公司多项工艺/装置与产业结构调整指导目录契合，反映了公司在化工领域的前瞻性与执行力。

共氧化法环氧丙烷助推公司聚氨酯板块融合发展。20 万吨/年及以上共氧化法环氧丙烷装置与上版目录相比仍位列鼓励类，主要原因在于该工艺技术先进，产品而氯醇法环氧丙烷环境污染较为严重（其工艺为限制类），此外主产品及联产品自给率仍有待提高（PO2019 年前九个月为 85%，苯乙烯为 74%）。公司目前拥有 24 万吨/年 PO/MTBE 装置（2015 年投产），同时自主开发了 30/65 万吨 PO/SM 技术（目前仅 Repsol、Lyondell 和 Shell 拥有该技术，仅 Repsol 转让，其余两家仅考虑合营），万华该装置目前正在建设中（100 万吨乙烯项目体内、预计 2020 年下半年投产）。公司环氧丙烷工艺的开发一方面凸显了公司一贯的研发与技术转化能力，另一方面也有助于公司进一步开拓 PO 下游聚酯多元醇领域，公司 MDI 产品优势较为明显，聚酯与 MDI 两种产品凭借组合销售方式及配方定制服务，提高产品附加值，增加下游客户粘性，产品间协同效应明显。

脂肪族异氰酸酯打造公司特色新材料产品。万吨级脂肪族异氰酸酯生产技术开发与应用与上版目录相比仍位列鼓励类。脂肪族异氰酸酯（ADI）包括 HDI、HMDI、IPDI、XDI、HTDI 等，其中 HDI 占比六成以上，前三种产品占比近九成。ADI 较传统 MDI/TDI 具有更好的机械性能、化学稳定性及耐光耐候性，主要用作水性涂料、胶粘剂、固化剂等产品，其价格显著高于 MDI 产品。产品市场除公司外，全部由赢创、科思创、巴斯夫等国际巨头占据。公司烟台及宁波园区 HDI、HMDI、IPDI 项目于 2012~2017 年陆续投产，产能合计近 10 万吨，ADI 产品系列群充分利用公司异氰酸酯技术优势、园区合成气、氯气、苯胺及公辅配套、降低生产成本，打造公司新材料板块特色产品。

双酚 A 为公司 PC 装置提供原材料保证。10 万吨/年及以上离子交换法双酚 A 装置与上版目录相比仍位列鼓励类。公司目前 24 万吨离子交换法双酚 A 项目处于设计阶段，其投产将为公司 7+13 万吨 PC 产能提供原材料，未来亦可向上游苯酚丙酮发展，将原材料拓展至更为大宗的苯和丙烯，上下游双向延伸将不断降低价差波动风险。

尼龙 12 意在打破国外垄断。长碳链尼龙、耐高温尼龙等新型聚酰胺开发与生产与上版目录相比仍位列鼓励类。公司 4 万吨尼龙 12 项目处于前期设计阶段，其主要原材料为乙烯项目的产品丁二烯，公司回避了大宗的橡胶产品，而选择全部依赖国外进口的尼龙 12，自主研发相关技术，充分体现了公司强大的研发与技术转化能力，公司在化工新材料领域亦将不断拓展。

公司综合竞争优势明显。研发、技术转化能力突出；园区化、一体化典范；乙烯产业链延伸；公司的战略、研发、管理、生产等优势将持续推动公司在扩张中升级，助推公司业绩稳步回升。

投资建议：我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 3.12/3.82/5.06 元，对应 PE 分别为 14.38/11.76/8.86，维持“买入”评级。

风险提示：原油价格大幅波动的风险、新项目进度不及预期的风险、产品需求不及预期的风险

评级

买入（维持）

2019 年 11 月 06 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘少卿

研究助理

liushaoqing@shgsec.com

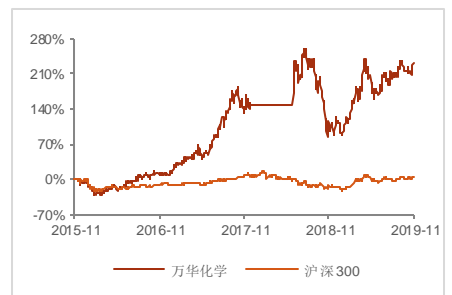
010-56931959

交易数据

时间 2019.11.06

总市值/流通市值（亿元）	1,466.58/665.04
总股本（万股）	313,974.66
资产负债率（%）	56.5
每股净资产（元）	12.85
收盘价（元）	46.71
一年内最低价/最高价（元）	27.0/52.16

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《万华化学（600309.SH）：优质项目助公司长期成长》2019-10-30

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	53,123.17	60,621.19	63,732.81	76,884.97	96,807.66
增长率 (%)	76.5%	14.1%	5.1%	20.6%	25.9%
归母净利润 (百万元)	11,134.79	10,610.38	9,800.05	11,978.48	15,900.98
增长率 (%)	202.6%	-4.7%	-7.6%	22.2%	32.7%
净资产收益率 (%)	40.8%	31.4%	24.9%	26.7%	30.2%
每股收益(元)	4.09	3.88	3.12	3.82	5.06
PE	10.97	11.57	14.38	11.76	8.86
PB	4.50	3.63	3.59	3.14	2.68

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
主营收入(百万元)	13601.91	16452.26	15869.06	14697.96	15952.01	15586.99	17000.17
增长率 (%)	23.57%	22.57%	9.19%	3.80%	17.28%	-5.26%	7.13%
毛利率 (%)	43.03%	37.72%	30.57%	24.48%	30.52%	32.35%	26.86%
期间费用率 (%)	7.70%	7.49%	9.72%	8.88%	10.30%	11.63%	9.38%
净利润 (百万元)	4133.91	4096.27	2627.75	1971.71	2934.20	2942.19	2405.05
增长率 (%)	59.74%	27.14%	-23.90%	-51.27%	-29.02%	-28.17%	-8.47%
每股盈利 (季度, 元)	1.30	1.25	0.76	0.58	0.89	0.90	0.73
资产负债率 (%)	53.66%	49.22%	48.20%	48.97%	53.91%	58.62%	56.50%
净资产收益率 (%)	13.43%	11.85%	7.05%	5.02%	6.90%	7.41%	5.73%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	53123	60621	63733	76885	96808	流动资产合计	25200	29745	31767	36808	47168				
营业成本	32033	40114	44732	54628	68183	货币资金	3063	5096	4516	5448	6860				
营业税金及附加	475	546	572	246	300	应收账款	2833	2543	3036	3443	4474				
营业费用	1417	1721	2613	2537	2904	其他应收款	246	133	140	169	213				
管理费用	2035	1002	1338	1461	1743	预付款项	482	409	565	690	861				
研发费用	0	1610	1693	1965	2281	存货	7000	7810	9242	10961	13884				
财务费用	929	795	1252	1688	1719	其他流动资产	268	4214	2231	2691	3388				
资产减值损失	303	-36	43	64	96	非流动资产合计	40628	47168	66329	72393	68779				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	526	643	707	778	856				
投资净收益	126	93	178	187	196	固定资产	27610	29120	31670	47821	51268				
营业利润	16959	16085	12739	15580	20861	无形资产	2521	3129	3519	4090	4067				
营业外收入	19	10	14	12	13	商誉	278	278	278	278	278				
营业外支出	228	117	173	145	159	其他非流动资产	1008	2333	2453	2960	3726				
利润总额	16750	15978	12580	15447	20715	资产总计	65828	76913	98096	109201	115946				
所得税	3440	3148	2264	2904	4143	流动负债合计	27820	32980	44327	34840	26528				
净利润	13309	12830	10316	12543	16572	短期借款	12715	17412	27606	15506	3559				
少数股东损益	2175	2219	516	564	671	应付账款	4388	3689	5050	6168	7698				
归属母公司净利润	11135	10610	9800	11978	15901	预收款项	2680	2824	3092	3730	4697				
EBITDA	23443	23033	17909	23591	29458	一年内到期的非流动负债	2671	1934	1934	1934	1934				
EPS (元)	4.09	3.88	3.12	3.82	5.06	非流动负债合计	7254	4683	8512	22988	29558				
主要财务比率						长期借款	6322	3818	7647	22123	28693				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	应付债券	0	0	0	0	0				
成长能力						负债合计	35074	37662	52838	57828	56086				
营业收入增长	76.5%	14.1%	5.1%	20.6%	25.9%	少数股东权益	3475	5472	5987	6551	7221				
营业利润增长	200.1%	-5.2%	-20.8%	22.3%	33.9%	实收资本(或股本)	2734	2734	2734	2734	2734				
归属于母公司净利润增长	202.6%	-4.7%	-7.6%	22.2%	32.7%	资本公积	2393	2393	2393	2393	2393				
获利能力						未分配利润	19320	25829	30374	35592	42743				
毛利率(%)	39.7%	33.8%	29.8%	28.9%	29.6%	归属母公司股东权益合计	27280	33779	38871	44423	52239				
净利率(%)	25.1%	21.2%	16.2%	16.3%	17.1%	负债和所有者权益	65828	76913	97696	108801	115546				
总资产净利润(%)	16.9%	13.8%	10.0%	11.0%	13.7%	现金流量表									
ROE(%)	40.8%	31.4%	24.9%	26.7%	30.2%										
偿债能力						经营活动现金流	10212	19257	14145	18942	19763				
资产负债率(%)	53.3%	49.0%	53.7%	52.8%	48.2%	净利润	13309	12830	10309	12528	16558				
流动比率	0.91	0.90	0.72	1.07	1.81	折旧摊销	3178	3177	3918	6323	6878				
速动比率	0.65	0.67	0.51	0.75	1.28	财务费用	929	795	1261	1706	1738				
营运能力						应付账款减少	-1118	290	-493	-408	-1030				
总资产周转率	0.91	0.85	0.73	0.74	0.86	预收账款增加	1183	144	268	638	967				
应收账款周转率	23.36	22.56	22.85	23.73	24.46	投资活动现金流	-5460	-10318	-22787	-12268	-3165				
应付账款周转率	13.53	15.01	14.59	13.71	13.96	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
每股指标(元)						长期股权投资减少	-162	-117	-64	-71	-78				
每股收益(最新摊薄)	4.09	3.88	3.12	3.82	5.06	投资收益	126	93	178	187	196				
每股净现金流(最新摊薄)	0.40	0.37	-0.18	0.30	0.45	筹资活动现金流	-3660	-7937	8062	-5742	-15185				
每股净资产(最新摊薄)	9.98	12.36	12.51	14.28	16.77	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	-3012	-2504	3829	14476	6570				
P/E	10.97	11.57	14.38	11.76	8.86	普通股增加	572	0	0	0	0				
P/B	4.50	3.63	3.59	3.14	2.68	资本公积增加	2344	0	0	0	0				
EV/EBITDA	6.03	6.11	9.67	7.40	5.70	现金净增加额	1092	1002	-580	932	1412				

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

刘少卿，西安交通大学制药工程本科，天津大学化学工程硕士，曾任职于中国寰球工程有限公司，6 年化工咨询与设计经验，2019 年 8 月加入申港证券研究所，从事化工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上