

2020年3月4日

布局国内东南地区，提升聚氨酯市场地位

万华化学(600309)

评级:	增持	股票代码:	600309
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	57.76/46.72
目标价格:		总市值(亿)	1548.52
最新收盘价:	49.32	自由流通市值(亿)	702.20
		自由流通股数(百万)	1423.76

事件概述:

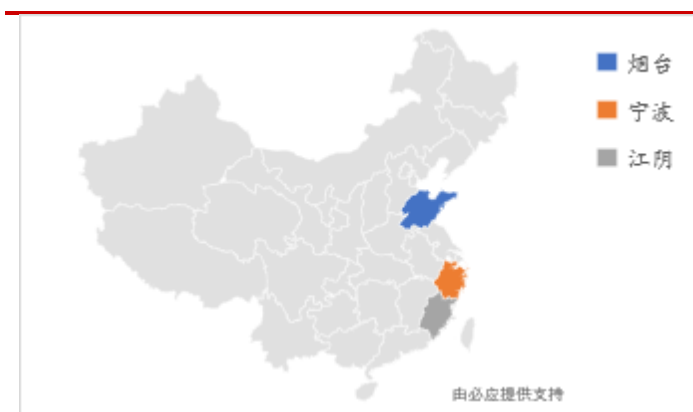
- 2020年3月4日公司公告万华化学集团股份有限公司与福建石油化工集团有限公司合资成立万华化学(福建)有限公司(简称“合资公司”)。合资公司受让福建康乃尔聚氨酯有限责任公司部分股权,将建设40万吨/年MDI及苯胺配套项目;合资公司收购福建省东南电化股份有限公司的TDI装置及直接配套装置,将扩建TDI产能,建设PVC项目、续建大型煤气化项目。
- 2020年2月29日公司公告2020年3月中国地区MDI挂牌指导价。

分析:

► 布局福建生产基地,提升万华化学聚氨酯行业竞争力

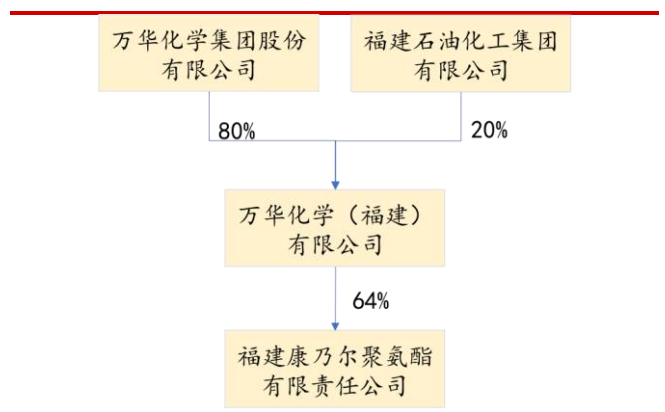
根据公司公告,万华化学集团股份有限公司与福建石油化工集团有限公司按照80%:20%持股比例合资成立万华化学(福建)有限公司。合资公司以零价格受让福建康乃尔聚氨酯有限责任公司64%股权,将建设40万吨/年MDI及苯胺配套项目;合资公司收购福建省东南电化股份有限公司的TDI装置及直接配套装置,将扩建TDI产能由原来的10万吨/年至25万吨/年,建设40万吨/年PVC项目、续建大型煤气化项目。此外,万华化学以现金方式收购福建石化持有的东南电化49%股权,由万华福建合资公司主导东南电化的烧碱产能扩建,由现有的12万吨/年及在建的30万吨/年提升至60万吨/年。

图1 公司国内三大生产基地



资料来源: 华西证券研究所

图2 万华化学(福建)有限公司股权结构



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

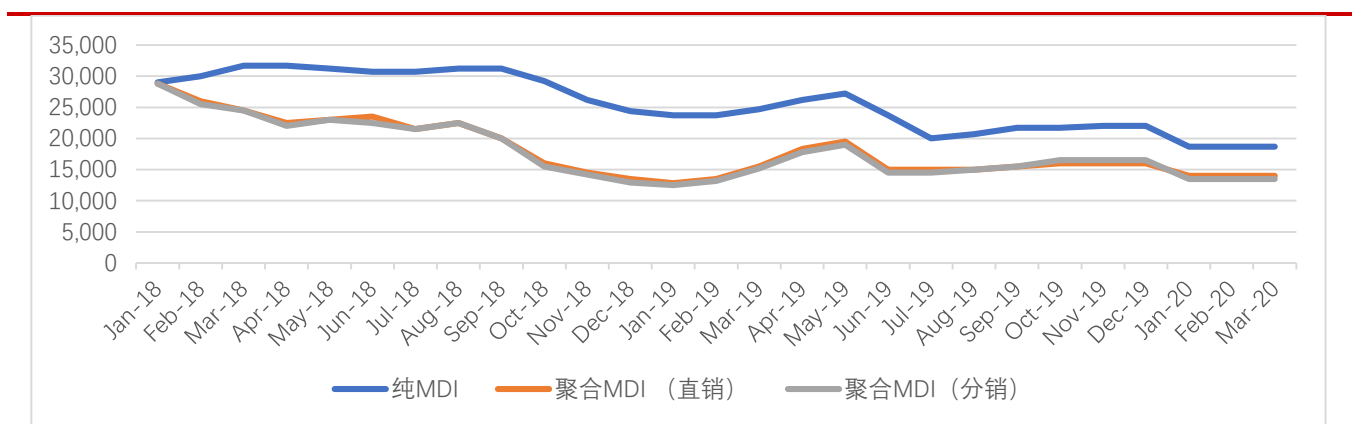
万华化学现有国内山东烟台生产基地(MDI产能60万吨/年)和浙江宁波生产基地(MDI产能120万吨/年),国外匈牙利BC公司(MDI产能30万吨/年),随着现有产能的技改,公司全球MDI产能合计超过210万吨/年,公司同时计划在美国拥有40万吨/年MDI产品生产能力(项目暂停),

加上未来福建康乃尔的 40 万吨/年 MDI，公司全球产能将超过 290 万吨/年。根据卓创资讯统计，2019 年国内 MDI 产能为 387 万吨，万华化学的国内市占率为 46.5%，未来随着公司国内技改项目及新建项目的投产，万华化学 MDI 的国内市占率必将超过 50%。公司原有烟台工业园 TDI 产能 30 万吨/年（2018 年末投产），匈牙利 BC 公司 TDI 产能 25 万吨/年，加上东南电化现有的 10 万吨/年 TDI 产能，公司全球 TDI 产能达到 40 万吨。本次投资将实现万华化学在中国东南地区生产基地布局，提升万华化学在 MDI、TDI 行业竞争力，提升聚氨酯产业市场地位。

► **MDI 挂牌价环比持平，公司市场信心充足**

2020 年 1-3 月，万华化学集团股份有限公司中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价保持在 13500 元/吨，直销市场挂牌价保持在 14000 元/吨，纯 MDI 挂牌价保持在 18700 元/吨。虽然国内受新冠肺炎疫情影响，下游企业开工率较往年同期恢复缓慢，但公司并未因此调低挂牌价，证明对市场供需信心充足。未来随着肺炎疫情得到有效控制，下游需求向好，公司挂牌价还有进一步提升的可能。

图 3 近两年 MDI 挂牌价走势（元）



资料来源：公司公告, 华西证券研究所

盈利预测与投资评级

我们预计公司 19-21 年收入分别为 630/680/820 亿元，同比增长 3.92%/7.94%/20.59%，归母净利润分别为 105/125/151 亿元，同比增长 -1.08%/19.16%/20.8%，对应 EPS 分别为 3.34/3.98/4.81 元，目前股价对应 PE 分别为 15/12/10 倍，盈利预测维持不变。公司为聚氨酯行业龙头，公司未来成长确定性强。维持“增持”评级。

风险提示

项目建设进度不及预期的风险，聚氨酯需求下滑导致价格降低的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	53123.17	60621.19	63000.00	68000.00	82000.00
YoY (%)	76.49%	14.11%	3.92%	7.94%	20.59%
归母净利润(百万元)	11134.79	10610.38	10496.26	12507.84	15108.93
YoY (%)	202.62%	-4.71%	-1.08%	19.16%	20.80%
毛利率 (%)	39.70%	33.83%	30.50%	32.50%	32.00%
每股收益 (元)	3.55	3.38	3.34	3.98	4.81
ROE	40.82%	31.41%	23.71%	22.03%	21.02%
市盈率	13.91	14.59	14.75	12.38	10.25

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 杨伟

研究助理: 王天鹤

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn 邮箱: wangth@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	60621.19	63000.00	68000.00	82000.00	净利润	12829.64	11002.37	13110.94	15837.45
YoY (%)	14.11%	3.92%	7.94%	20.59%	折旧和摊销	3184.74	3520.71	4420.71	5320.71
营业成本	40114.36	43785.00	45900.00	55760.00	营运资金变动	2167.22	1657.67	-438.54	-1140.24
营业税金及附加	545.97	567.00	612.00	738.00	经营活动现金流	19257.49	16855.89	17364.19	19951.39
销售费用	1721.46	2646.00	2788.00	3280.00	资本开支	-10243.14	-18000.00	-10000.00	-10000.00
管理费用	1001.51	1386.00	1496.00	1804.00	投资	-145.67	0.00	0.00	0.00
财务费用	795.02	710.48	461.05	-41.97	投资活动现金流	-10318.02	-17850.00	-9850.00	-9850.00
资产减值损失	-35.68	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	93.47	150.00	150.00	150.00	债务募资	-2606.71	-5354.21	-9076.68	-2980.81
营业利润	16084.98	13417.52	15988.95	19313.97	筹资活动现金流	-7937.33	-5878.70	-9497.76	-3064.28
营业外收支	-107.20	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1002.14	-6872.82	-1983.57	7037.11
利润总额	15977.78	13417.52	15988.95	19313.97	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	3148.14	2415.15	2878.01	3476.51	成长能力 (%)				
净利润	12829.64	11002.37	13110.94	15837.45	营业收入增长率	14.11%	3.92%	7.94%	20.59%
归属于母公司净利润	10610.38	10496.26	12507.84	15108.93	净利润增长率	-4.71%	-1.08%	19.16%	20.80%
YoY (%)	-4.71%	-1.08%	19.16%	20.80%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.38	3.34	3.98	4.81	毛利率	33.83%	30.50%	32.50%	32.00%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	21.16%	17.46%	19.28%	19.31%
货币资金	5096.04	-1776.78	-3760.35	3276.76	总资产收益率 ROA	13.80%	12.67%	14.27%	14.59%
预付款项	409.13	437.85	459.00	557.60	净资产收益率 ROE	31.41%	23.71%	22.03%	21.02%
存货	7810.18	7797.33	8173.97	9929.86	偿债能力 (%)				
其他流动资产	16429.24	14742.99	15578.61	17918.34	流动比率	0.90	0.77	1.06	1.63
流动资产合计	29744.58	21201.39	20451.23	31682.56	速动比率	0.65	0.47	0.61	1.09
长期股权投资	642.77	642.77	642.77	642.77	现金比率	0.15	-0.06	-0.19	0.17
固定资产	29119.84	35599.13	41178.42	45857.71	资产负债率	48.97%	39.34%	27.73%	23.54%
无形资产	3129.31	3129.31	3129.31	3129.31	经营效率 (%)				
非流动资产合计	47168.08	61647.37	67226.66	71905.95	总资产周转率	0.85	0.79	0.80	0.86
资产合计	76912.66	82848.76	87677.89	103588.51	每股指标 (元)				
短期借款	17411.71	12057.50	2980.81	0.00	每股收益	3.38	3.34	3.98	4.81
应付账款及票据	7835.34	7677.37	8048.22	9777.10	每股净资产	10.76	14.10	18.09	22.90
其他流动负债	7732.52	7877.80	8301.82	9626.92	每股经营现金流	6.13	5.37	5.53	6.35
流动负债合计	32979.57	27612.66	19330.85	19404.02	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3817.50	3817.50	3817.50	3817.50	估值分析				
其他长期负债	865.17	1165.17	1165.17	1165.17	PE	14.59	14.75	12.38	10.25
非流动负债合计	4682.67	4982.67	4982.67	4982.67	PB	2.60	3.98	3.11	2.45
负债合计	37662.25	32595.34	24313.53	24386.69					
股本	2734.01	2734.01	2734.01	2734.01					
少数股东权益	5471.68	5977.78	6580.89	7309.41					
股东权益合计	39250.41	50253.43	63364.37	79201.82					
负债和股东权益合计	76912.66	82848.76	87677.89	103588.51					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：中国人民大学本科，中科院化学所硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。