

# 万华福建基地启动 进一步强化国内布局

——万华化学（600309.SH）

化工/化学制品



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

公司发布公告，万华与福建石油化工集团有限公司（福化）按照 80%:20% 持股分别以现金 24 亿及资产（下属东南电化 TDI 装置、相关土地使用权和直接配套装置，作价出资）出资收购福建康乃尔 64% 股权，投资建设 40 万吨 MDI 及苯胺配套项目。合资公司收购并扩建东南电化 10 万吨 TDI 至 25 万吨、新建 40 万吨 PVC 并续建煤气化项目。万华同时收购东南电化股份有限公司 49% 股权，为上述项目提供原料、公用工程配套并扩建现有及在建 12+30 万吨烧碱产能至 60 万吨。

## 投资摘要：

**万华福建基地启动，股权结构完善助推项目落实。**项目产品方案完善（MDI、TDI 主产品，配套硝基苯、苯胺中间产品，同时上游建设煤气化装置），公司在 BC 收购中的成功经验将有效应用于福建基地，股权结构完善将稳步推进基地建设及瑞典公司收购。公司通过合资、收购、新建、改扩建等多种建设方式启动福清江阴基地，打造煤气化-烧碱-硝基苯-苯胺-MDI/TDI-PVC 一体化工程。

**公司三大基地布局日益完善，渗透率将进一步提升。**烟台、宁波、福建三大基地的建设一方面强化公司在聚氨酯领先地位，同时珠海、四川等华南、西南地区异氰酸酯原料保障增强。

**项目投产后在当前景气度下对公司业绩增量贡献有望在 10~15 亿元。**营收预计百亿左右，考虑到公司持股比例，贡献有望在 10-15 亿，

**MDI 与 TDI 产能扩张进一步加强异氰酸酯话语权。**项目投产后公司 MDI 产能 250 万吨（权益 230 万吨）、TDI 产能 80 万吨（权益 75 万吨），国内产能占比分别提升 5pct 及 16pc 至六成及四成，公司异氰酸酯话语权进一步强化。

**环评过审与光气指标塑造项目独特壁垒。**当前国内 MDI 项目建设及光气指标获得难度随政策因素而逐步加大，项目环评过审并获得光气指标，为公司塑造异氰酸酯领域独特壁垒。

**创新、一体化、园区化三大优势高效协同。**异氰酸酯领域放量有效、格局可控。MDI 领域技术领先、项目执行效率高、成本较对手低 1600 元/吨以上、乙烯走弱降低 PVC 成本、回溯 ROE 定量验证其愈加优秀。

**投资建议：**我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 3.2/3.89/5.07 元，对应 PE 分别为 14.7/12.1/9.3，维持“买入”评级。

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

## 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 | 61,081.21 | 71,806.44 | 93,626.49 |
| 增长率（%）     | 76.5%     | 14.1%     | 0.8%      | 17.6%     | 30.4%     |
| 归母净利润（百万元） | 11,134.79 | 10,610.38 | 10,039.68 | 12,227.09 | 15,917.95 |
| 增长率（%）     | 202.6%    | -4.7%     | -5.4%     | 21.8%     | 30.2%     |
| 净资产收益率（%）  | 40.8%     | 31.4%     | 25.5%     | 27.1%     | 30.1%     |
| 每股收益（元）    | 4.09      | 3.88      | 3.20      | 3.89      | 5.07      |
| PE         | 11.50     | 12.12     | 14.71     | 12.08     | 9.28      |
| PB         | 4.71      | 3.81      | 3.75      | 3.28      | 2.79      |

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（维持）

2020年03月03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 2020.03.03

|               |                |
|---------------|----------------|
| 总市值/流通市值（亿元）  | 1,548.52/702.2 |
| 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）        | 49.32          |
| 一年内最低价/最高价（元） | 36.98/57.76    |

## 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、《万华化学公司深度研究》2019-12-16
- 2、《万华化学点评（新版产业结构调整指导目录发布）：深刻把握产业结构发展方向》2019-11-06
- 3、《万华化学（600309.SH）：优质项目助公司长期成长》2019-10-30

**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 | 61081  | 71806 | 93626 | 流动资产合计      | 25200 | 29745  | 30276  | 34112  | 45484  |       |       |       |       |
| 营业成本         | 32033  | 40114 | 42054  | 49703 | 65288 | 货币资金        | 3063  | 5096   | 4328   | 5088   | 6634   |       |       |       |       |
| 营业税金及附加      | 475    | 546   | 548    | 230   | 290   | 应收账款        | 2833  | 2543   | 2910   | 3216   | 4327   |       |       |       |       |
| 营业费用         | 1417   | 1721  | 2504   | 2370  | 2809  | 其他应收款       | 246   | 133    | 134    | 158    | 206    |       |       |       |       |
| 管理费用         | 2035   | 1002  | 1283   | 1364  | 1685  | 预付款项        | 482   | 409    | 531    | 627    | 824    |       |       |       |       |
| 研发费用         | 0      | 1610  | 1622   | 1835  | 2206  | 存货          | 7000  | 7810   | 8689   | 9973   | 13295  |       |       |       |       |
| 财务费用         | 929    | 795   | 1229   | 1623  | 1649  | 其他流动资产      | 268   | 4214   | 2138   | 2513   | 3277   |       |       |       |       |
| 资产减值损失       | 303    | -36   | 43     | 64    | 96    | 非流动资产合计     | 40628 | 47168  | 66227  | 72198  | 68656  |       |       |       |       |
| 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 | 13046  | 15900 | 20883 | 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   | 2351   | 2764   | 3604   |       |       |       |       |
| 利润总额         | 16750  | 15978 | 12888  | 15768 | 20737 | 资产总计        | 65828 | 76913  | 96503  | 106310 | 114140 |       |       |       |       |
| 所得税          | 3440   | 3148  | 2320   | 2964  | 4147  | 流动负债合计      | 27820 | 32980  | 42187  | 31267  | 24024  |       |       |       |       |
| 净利润          | 13309  | 12830 | 10568  | 12803 | 16590 | 短期借款        | 12715 | 17412  | 26113  | 13133  | 1769   |       |       |       |       |
| 少数股东损益       | 2175   | 2219  | 528    | 576   | 672   | 应付账款        | 4388  | 3689   | 4748   | 5612   | 7371   |       |       |       |       |
| 归属母公司净利润     | 11135  | 10610 | 10040  | 12227 | 15918 | 预收款项        | 2680  | 2824   | 2963   | 3484   | 4542   |       |       |       |       |
| EBITDA       | 23443  | 23033 | 18193  | 23847 | 29410 | 一年内到期的非流动负债 | 2671  | 1934   | 1934   | 1934   | 1934   |       |       |       |       |
| EPS (元)      | 4.09   | 3.88  | 3.20   | 3.89  | 5.07  | 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  | 50699  | 54255  | 53582  |       |       |       |       |
| 营业收入增长       | 76.5%  | 14.1% | 0.8%   | 17.6% | 30.4% | 少数股东权益      | 3475  | 5472   | 6000   | 6576   | 7248   |       |       |       |       |
| 营业利润增长       | 200.1% | -5.2% | -18.9% | 21.9% | 31.3% | 实收资本(或股本)   | 2734  | 2734   | 3140   | 3140   | 3140   |       |       |       |       |
| 归属于母公司净利润增长  | 202.6% | -4.7% | -5.4%  | 21.8% | 30.2% | 资本公积        | 2393  | 2393   | 2393   | 2393   | 2393   |       |       |       |       |
| 获利能力         |        |       |        |       |       | 未分配利润       | 19320 | 25829  | 30489  | 35821  | 42986  |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 39.7%  | 33.8% | 31.2%  | 30.8% | 30.3% | 归属母公司股东权益合计 | 27280 | 33779  | 39404  | 45078  | 52910  |       |       |       |       |
| 净利率(%)       | 25.1%  | 21.2% | 17.3%  | 17.8% | 17.7% | 负债和所有者权益    | 65828 | 76913  | 96103  | 105910 | 113740 |       |       |       |       |
| 总资产净利润(%)    | 16.9%  | 13.8% | 10.4%  | 11.5% | 13.9% | 现金流量表       |       |        |        |        |        |       |       |       |       |
| ROE(%)       | 40.8%  | 31.4% | 25.5%  | 27.1% | 30.1% |             | 2017A | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |       |       |       |       |
| 偿债能力         |        |       |        |       |       | 经营活动现金流     | 10212 | 19257  | 15029  | 19615  | 19312  |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 53.3%  | 49.0% | 52.8%  | 51.2% | 47.1% | 净利润         | 13309 | 12830  | 10568  | 12803  | 16590  |       |       |       |       |
| 流动比率         | 0.91   | 0.90  | 0.72   | 1.09  | 1.89  | 折旧摊销        | 3178  | 3177   | 3918   | 6323   | 6878   |       |       |       |       |
| 速动比率         | 0.65   | 0.67  | 0.51   | 0.77  | 1.34  | 财务费用        | 929   | 795    | 1229   | 1623   | 1649   |       |       |       |       |
| 营运能力         |        |       |        |       |       | 应付帐款减少      | -1118 | 290    | -367   | -307   | -1110  |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.91   | 0.85  | 0.71   | 0.71  | 0.85  | 预收帐款增加      | 1183  | 144    | 139    | 520    | 1059   |       |       |       |       |
| 应收账款周转率      | 23.36  | 22.56 | 22.41  | 23.44 | 24.83 | 投资活动现金流     | -5460 | -10318 | -22685 | -12174 | -3238  |       |       |       |       |
| 应付账款周转率      | 13.53  | 15.01 | 14.48  | 13.86 | 14.42 | 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  | 3.20   | 3.89  | 5.07  | 投资收益        | 126   | 93     | 178    | 187    | 196    |       |       |       |       |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.40   | 0.37  | -0.24  | 0.24  | 0.49  | 筹资活动现金流     | -3660 | -7937  | 6888   | -6681  | -14528 |       |       |       |       |
| 每股净资产(最新摊薄)  | 9.98   | 12.36 | 12.55  | 14.36 | 16.85 | 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          | 11.50  | 12.12 | 14.71  | 12.08 | 9.28  | 普通股增加       | 572   | 0      | 406    | 0      | 0      |       |       |       |       |
| P/B          | 4.71   | 3.81  | 3.75   | 3.28  | 2.79  | 资本公积增加      | 2344  | 0      | 0      | 0      | 0      |       |       |       |       |
| EV/EBITDA    | 6.28   | 6.37  | 9.84   | 7.54  | 5.90  | 现金净增加额      | 1092  | 1002   | -768   | 760    | 1546   |       |       |       |       |

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法律责任。

## 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       |