

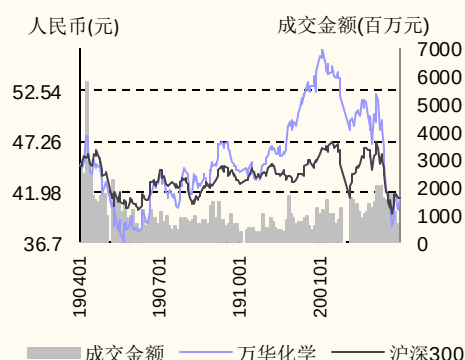
万华化学 (600309.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 41.25 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	31.40
已上市流通 A 股(亿股)	14.24
总市值(亿元)	1,295.15
年内股价最高最低(元)	52.20/38.45
沪深 300 指数	3686
上证指数	2750

**相关报告**

- 1.《福建基地布局推进, 延续聚氨酯产业链优势-【国金基化】万华化学...》, 2020.3.4
- 2.《荆棘开路积累优势, 多维布局谋求长远发展-【国金化工】万华化学...》, 2019.12.30

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyirong@gjzq.com.cn

王明辉 联系人

聚氨酯领域持续扩展, 石化业务稳步推进**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	3.881	3.226	2.657	3.591	3.826
每股净资产(元)	12.36	13.49	14.15	15.74	17.57
每股经营性现金流(元)	7.04	8.25	4.13	5.83	6.97
市盈率(倍)	7.21	17.41	15.53	11.49	10.78
净利润增长率(%)	-4.71%	-4.53%	-17.66%	35.16%	6.57%
净资产收益率(%)	31.41%	23.91%	18.78%	22.81%	21.78%
总股本(百万股)	2,734.01	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 公司发布年报, 2019 年实现营业收入 680.5 亿元, 同比下降 6.57%, 归母净利润 101.3 亿元, 同比下降 34.92%。

分析

- 受产品价格下跌影响, 公司盈利有所回落。2019 年相比于 2018 年, 公司主流产品 MDI 产品价格下行较大, 2019 年公司纯 MDI 挂牌均价为 23108 元/吨, 同比下降 22.3%, 聚合 MDI 挂牌均价 15558 元/吨, 同比下降 26.2%。公司在聚氨酯领域继续扩展 TDI 等产品种类, 通过不断的成本优势, 减弱行业冲击带来的盈利影响。目前公司以现阶段建成的烟台产能和后期布局的福建基地为基础进行规模和产线的进一步扩充, 依托规模、成本双管齐下, 不断夯实其在聚氨酯板块的市场影响, 稳定公司行业话语权。
- 石化项目高负荷生产, LPG 贸易稳步提升。2019 年公司石化产线维持高负荷生产, 产量同比提升 11%, 2019 年公司单吨产品折旧同比下降近 20%, 有效减低了单吨产品的固定成本。同时公司依托地理优势, 建立了 120 立方方的 LPG 洞库, 在实现低成本原料储存的基础上, 得以不断提升 LPG 贸易量, 至 2019 年 4 季度, 公司的 LPG 贸易量持续提升, 单季度实现 LPG 贸易约 120 万吨上下, 从而不断提升公司在原料采购的议价权, 带动原料成本的进一步下行。随着公司 2 期约 120 万立方洞库的逐步建成, 公司将进一步扩大贸易规模, 从原料端进一步夯实基础。
- 持续的高研发投入, 布局公司长久发展基础。2019 年公司磁山全球研发总部开始启用, 将研发同工业生产深度结合, 同时 25 万吨/年高性能改性树脂项目在眉山基地开工, 将公司布局的聚烯烃及 PC 树脂向下游延伸。2019 年公司研发支出 17 亿元, 延续在研发领域的高投入, 对现有产品进行质量提升和工艺优化, 同时持续在精细产品领域做延伸布局, 从而借助新材料的终端产品延伸, 以高技术水平换高附加值, 在提升发展空间的基础上抵御周期大幅波动风险。

投资建议

- 公司在聚氨酯产业兼具成本及规模优势; 石化项目有望贡献中期业绩增长; 终端精细产品将有望助力公司长效发展。短期来看, 受到海内外疫情影响, 公司聚氨酯业务短期承压, 下调公司 2020 年盈利预测 34%, 预测公司 2020-2022 年归母净利润为 83.41 亿元、112.73 亿元、120.14 亿元, 对应 PE 为 15.5 倍、11.5 倍、10.8 倍, 维持“买入”评级。

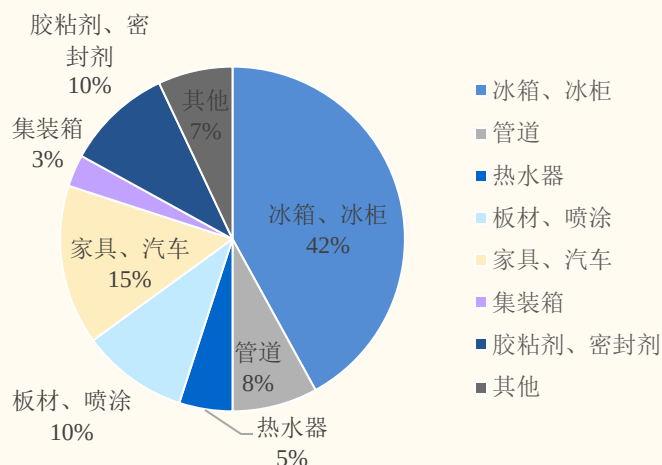
风险提示

- 疫情影响需求产品价格下行风险; 新项目不达预期; 原料价格波动风险。

1. 公司对 MDI 整体把控能力较强

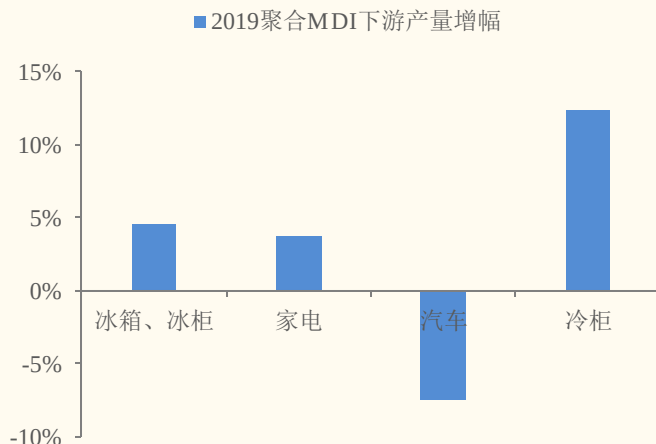
- 从国内供给端看，公司对 MDI 具有较强的把控能力。目前万华在烟台拥有 110 万吨产能，宁波拥有 120 万吨产能，未来在宁波有 30 万吨扩产计划，以公司技术能力，成本实现全行业最低，可根据市场供需调节开工率、产量以达到利润与产量的平衡；原科思创计划 2020 年扩产的 5 万吨现在延后至 2021 年；重庆巴斯夫 MDI 产能主要体现在负荷率提升，主要是硝酸、化工品等相关产品慢慢配套、瓶颈消除，之前开工率在 40% 左右，目前有 70% 左右开工率；此外，万华化学与福建石化共同设立合资公司万华福建，未来对 MDI 方面将有相关规划，从体量来看，万华对 MDI 供应具有较强的把控能力。
- 从全球范围内来看，主要 MDI 公司巴斯夫、科思创、锦湖三井等未来 5 年内均有扩产计划，这些厂商均看好 MDI 领域，认为随着全球经济增长、新领域应用的开发，MDI 需求将保持增长。并且希望通过扩产保持自己的份额、提升竞争能力。
- 从国内需求端来看，总体而言，聚合 MDI 和纯 MDI 下游需求格局稳定。
- 2019 年国内聚合 MDI 需求量约 117 万吨，同比增幅增长。中国聚合 MDI 最大下游应用领域是冰箱、冷柜，因为中国是冰箱家电全球制造中心，家电出口量较大，2019 年该领域对聚合 MDI 的需求是略有增长；第二大应用领域是汽车行业，2019 年在该领域的需求下降；其次聚合 MDI 在粘合剂和密封剂以及冷柜领域有所增长。

图表 1：聚合 MDI 主要需求领域



来源：聚氨酯行业论坛，国金证券研究所

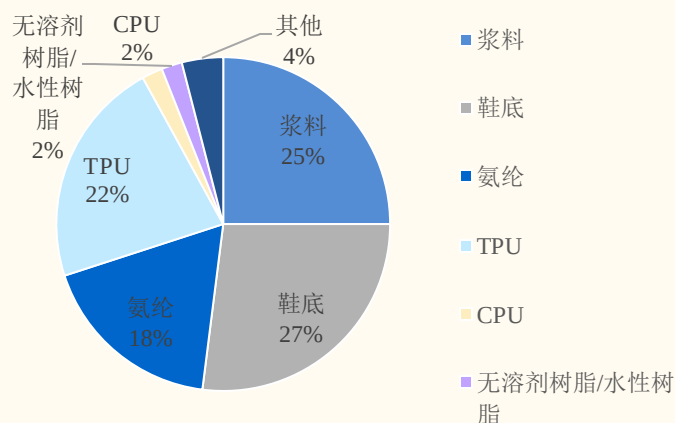
图表 2：2019 年主要需求领域的增长情况



来源：草根调研，国金证券研究所

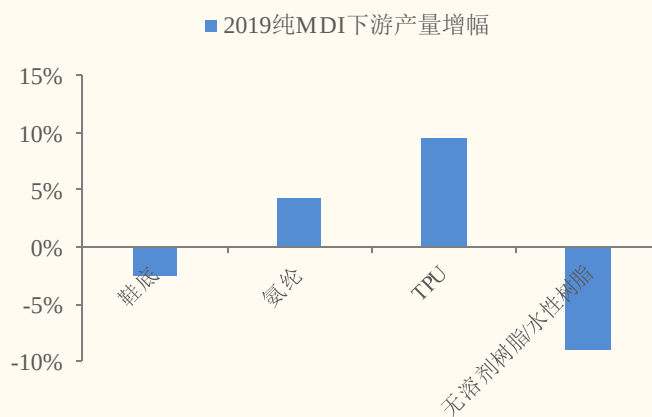
- 2019 年中国纯 MDI 需求 69.3 万吨，同比微幅下滑。行业下游主要是人造革、鞋底原液、氨纶和 TPU，市场主要集中在浙江、江苏、福建。2019 年树脂、鞋底和鞋底原液产量有所下滑；氨纶、TPU 产能有所增长。

图表 3：纯 MDI 的主要下游应用领域



来源：聚氨酯行业论坛，国金证券研究所

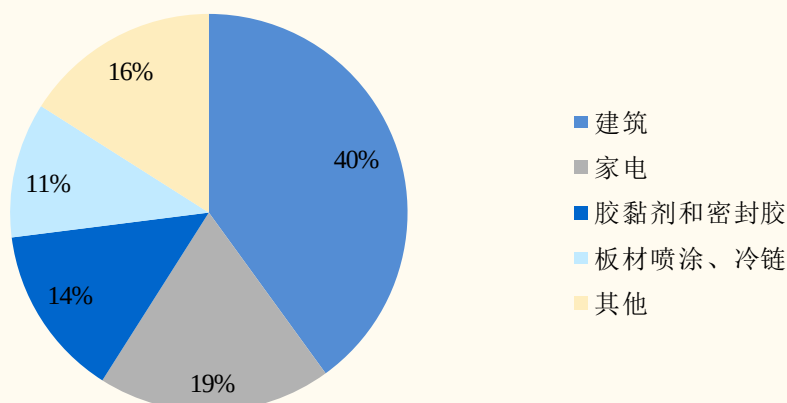
图表 4：2019 年纯 MDI 下游需求增速



来源：草根调研，国金证券研究所

- 从全球需求端来看，根据我们草根调研数据，2019 年全球 MDI 开工率 8 成左右，总产量 743 万吨左右，较 2018 年增长 1.68%。需求增长主要来自印度、中东等新兴市场。全球整体看，MDI 下游第一大应用领域为建筑，其次为家电，再次为胶粘剂与密封胶，该领域需求增速较快；最后是板材喷涂、冷链等。2020 年由于全球汽车销量弱势，预计该领域 MDI 需求下跌；白电将稳健增长；建筑行业稳定增长；粘合剂高速增长，但该领域基数小。我们认为 2020 年受到疫情的影响，预计 MDI 需求增速将下滑。

图表 5：全球 MDI 需求领域

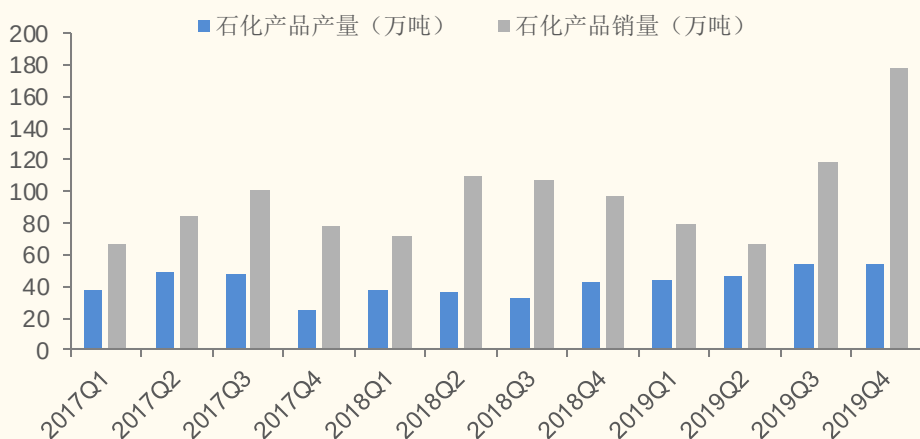


来源：草根调研，国金证券研究所

2、石化项目高负荷生产，LPG 贸易稳步提升

- 2019 年，公司石化业务收入 201 亿元，同比下降 3.21%，石化业务毛利率 11.15%，较上年增长 0.88%。整体来看，公司石化产线维持高负荷生产，产量同比提升 11%，降低了公司单吨产品的固定成本，2019 年公司的单吨产品折旧约为 563 元（以产量计），较 2018 年同比下降近 20%，实现产品成本的进一步优化。
- 依托 LCP 洞库优势，LPG 贸易稳步提升。公司依托地理优势，建立了 120 万立方的 LPG 洞库，在实现低成本原料储存的基础上，得以不断提升 LPG 贸易量，至 2019 年 4 季度，公司的 LPG 贸易量持续提升，单季度实现 LPG 贸易约 120 万吨上下，为公司进行乙烯项目原料采购布局奠定基础，从而不断提升公司在原料采购的议价权，带动原料成本的进一步下行。随着公司 2 期约 120 万立方洞库的逐步建成，公司将进一步扩大贸易规模，从原料端进一步夯实基础。

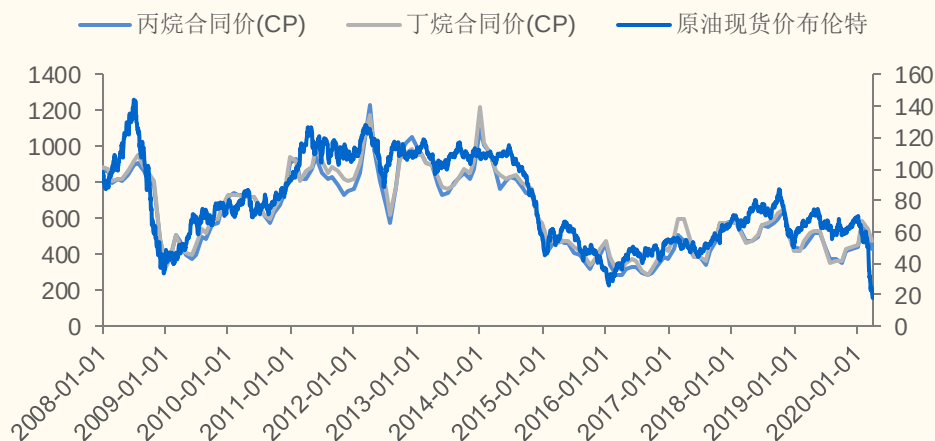
图表 6：公司石化产品产量及销量变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- **原油价格急剧波动，或将短期影响石化业务盈利空间。**2020 年以来，全球原油价格整体呈现下行趋势，但 3 月开始，原油价格急剧下跌，带动多数石化产品价格随之下行，但考虑到公司 LPG 采购主要以丙烷/丁烷 CP 价格为准，月度进行价格调整，因而在原料采购方面及时实现原料价格的及时变动，因而在原油价格剧烈下跌过程中，短期影响以月度为周期，或将影响 LPG 为原料的石化产品盈利空间；但伴随着石油价格的相对平稳，LPG 定价将逐步稳定，公司石化产品的盈利空间将获得快速修复，若未来伴随着全球疫情逐步控制，原油价格的逐步修复，公司将充分获取因 LPG 定价时滞带来的盈利空间的提升。

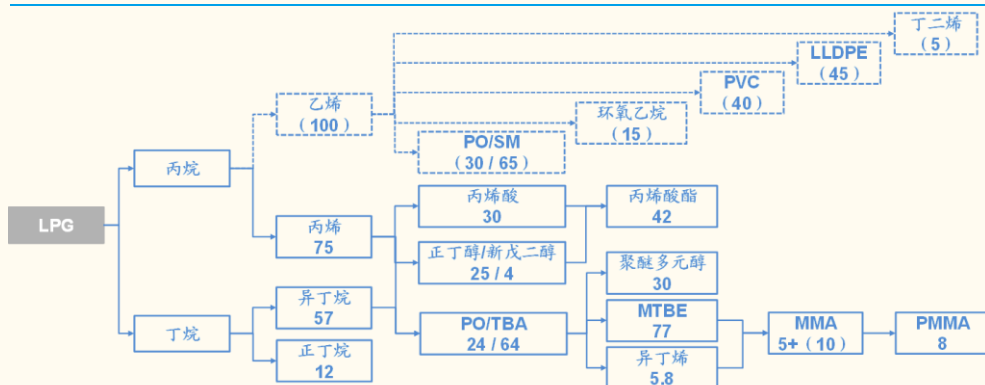
图表 7：国际原油、丙烷、丁烷的价格变化



来源：国金证券研究所

- **2020 年乙烯项目投产，将继续扩展公司石化业务，带动业绩进一步提升。**通过乙烯项目的投产，公司将实现公司 C2、C3、C4 产业链的逐步完善，在实现产能建设的同时，消化现有聚氨酯产业链的副产品盐酸，降低副产品的处理成本，同时保证现有产线的平稳运行，预期公司乙烯项目将于 2020 年下半年投产，四季度有望贡献业绩，从而带动公司进一步实现业绩增长。

图表 8：乙烯项目完善公司低碳产业链布局

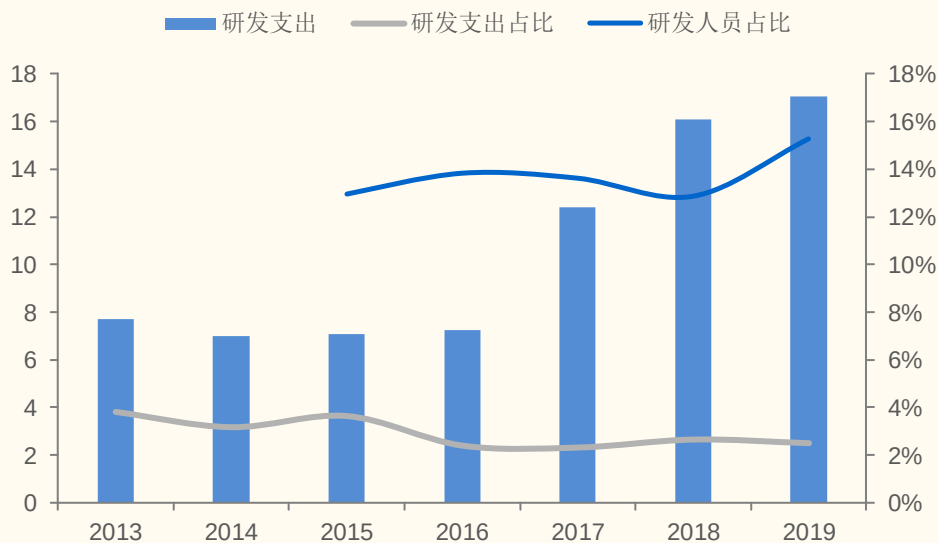


来源：公司公告，国金证券研究所

3、高水平研发投入，持续布局精细化工板块

- **持续的高研发投入，布局公司长久发展基础。**2019 年公司磁山全球研发总部开始启用，将研发同工业生产深度结合，同时 25 万吨/年高性能改性树脂项目在眉山基地开工，将公司布局的聚烯烃及 PC 树脂向下游延伸。2019 年公司研发支出 17 亿元，延续在研发领域的高投入，对现有产品进行质量提升和工艺优化，同时持续在精细产品领域做延伸布局，从而借助新材料的终端产品延伸，以高技术水平换高附加值，在提升发展空间的基础上抵御周期大幅波动风险。

图表 9：公司研发支出及研发人员占比（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司 2019 年精细产品领域实现营业收入 70.87 亿元，盈利水平相对平稳。我们预期公司特种胺、ADI 等产品以 8% 的增速稳步发展，2017 年、2018 年相继量产的 SAP、PC 产量逐步提升，PMMA 2019 年新投产，开工负荷维持低位，预计 2020 年将逐步提升。

4、投资建议

- 公司多年积淀了聚氨酯产业优势，具有良好的盈利基础；石化项目将为公司贡献中期业绩增长；终端精细产品将有望助力公司长效发展。短期来看，受到海内外疫情影响，公司聚氨酯业务短期承压，但具有长久发展基础，下调公司 2020 年盈利预测 34%，预测公司 2020-2022 年归母净利润为 83.41 亿元、112.73 亿元、120.14 亿元，对应 PE 为 15.5 倍、11.5 倍、10.8 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

- 海内外疫情影响聚氨酯下游需求，带动产品价格下行；新项目投放不达预期风险；原料价格剧烈波动风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	53,123	60,621	68,051	62,974	86,752	93,691
增长率		14.1%	12.3%	-7.5%	37.8%	8.0%
主营业务成本	-32,033	-40,114	-48,998	-46,903	-64,628	-69,770
%销售收入	60.3%	66.2%	72.0%	74.5%	74.5%	74.5%
毛利	21,090	20,507	19,053	16,070	22,123	23,920
%销售收入	39.7%	33.8%	28.0%	25.5%	25.5%	25.5%
营业税金及附加	-475	-546	-576	-535	-737	-796
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,417	-1,721	-2,783	-2,576	-3,548	-3,832
%销售收入	2.7%	2.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用	-2,035	-1,002	-1,434	-1,329	-1,830	-1,977
%销售收入	3.8%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	0	-1,610	-1,705	-1,637	-2,299	-2,530
%销售收入	0.0%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	17,163	15,628	12,556	9,993	13,708	14,786
%销售收入	32.3%	25.8%	18.5%	15.9%	15.8%	15.8%
财务费用	-929	-795	-1,080	-793	-957	-1,044
%销售收入	1.7%	1.3%	1.6%	1.3%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-303	36	-284	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	8	0	0	0
投资收益	126	93	159	170	190	220
%税前利润	0.7%	0.6%	1.3%	1.6%	1.4%	1.5%
营业利润	16,959	16,085	12,297	10,331	13,903	14,923
营业利润率	31.9%	26.5%	18.1%	16.4%	16.0%	15.9%
营业外收支	-210	-107	-37	-10	0	0
税前利润	16,750	15,978	12,260	10,321	13,903	14,923
利润率	31.5%	26.4%	18.0%	16.4%	16.0%	15.9%
所得税	-3,440	-3,148	-1,667	-1,404	-1,891	-2,030
所得税率	20.5%	19.7%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
净利润	13,309	12,830	10,593	8,918	12,012	12,893
少数股东损益	2,175	2,219	463	577	739	879
归属于母公司的净利润	11,135	10,610	10,130	8,341	11,273	12,014
净利率	21.0%	17.5%	14.9%	13.2%	13.0%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	13,309	12,830	10,593	8,918	12,012	12,893
少数股东损益	2,175	2,219	463	577	739	879
非现金支出	3,489	3,149	4,885	6,266	8,317	9,473
非经营收益	347	1,112	1,482	696	902	935
营运资金变动	-6,933	2,167	8,951	-2,921	-2,929	-1,422
经营活动现金净流	10,212	19,257	25,911	12,958	18,302	21,879
资本开支	-5,917	-10,243	-17,797	-6,408	-18,185	-12,305
投资	-66	-146	-711	-100	-20	-65
其他	523	71	142	70	210	230
投资活动现金净流	-5,460	-10,318	-18,367	-6,438	-17,995	-12,140
股权募资	2,487	0	63	0	0	0
债权募资	1,164	-2,607	-909	1,381	7,075	-1,192
其他	-4,310	-5,288	-8,393	-7,175	-7,346	-7,445
筹资活动现金净流	-658	-7,894	-9,240	-5,793	-271	-8,637
现金净流量	4,094	1,045	-1,696	727	36	1,102

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,063	5,096	4,566	5,293	5,329	6,432
应收款项	14,387	12,215	8,955	10,412	12,799	13,694
存货	7,000	7,810	8,587	9,638	12,394	13,381
其他流动资产	750	4,623	1,376	1,605	1,920	2,057
流动资产	25,200	29,745	23,484	26,948	32,443	35,563
%总资产	38.3%	38.7%	24.2%	26.8%	28.0%	29.1%
长期投资	864	1,123	1,509	1,709	1,709	1,764
固定资产	34,916	39,371	61,545	61,103	70,914	73,573
%总资产	53.0%	51.2%	63.5%	60.7%	61.1%	60.3%
无形资产	2,814	3,461	6,743	6,897	7,054	7,227
非流动资产	40,628	47,168	73,382	73,755	83,617	86,484
%总资产	61.7%	61.3%	75.8%	73.2%	72.0%	70.9%
资产总计	65,828	76,913	96,865	100,702	116,060	122,047
短期借款	15,385	19,346	23,358	26,237	33,313	32,120
应付款项	9,460	11,261	20,105	19,878	21,826	22,260
其他流动负债	2,976	2,373	1,337	1,645	2,225	2,392
流动负债	27,820	32,980	44,800	47,760	57,363	56,772
长期贷款	6,322	3,818	5,963	5,963	5,963	5,963
其他长期负债	932	865	2,172	410	432	396
负债	35,074	37,662	52,934	54,133	63,758	63,131
普通股股东权益	27,280	33,779	42,364	44,426	49,420	55,154
其中：股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140
未分配利润	19,320	25,829	34,321	36,382	41,376	47,111
少数股东权益	3,475	5,472	1,567	2,144	2,882	3,762
负债股东权益合计	65,828	76,913	96,865	100,702	116,060	122,047

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	4.073	3.881	3.226	2.657	3.591	3.826
每股净资产	9.978	12.355	13.493	14.149	15.740	17.566
每股经营现金净流	3.735	7.044	8.252	4.127	5.829	6.969
每股股利	0.530	1.500	2.300	2.000	2.000	2.000
回报率						
净资产收益率	40.82%	31.41%	23.91%	18.78%	22.81%	21.78%
总资产收益率	16.92%	13.80%	10.46%	8.28%	9.71%	9.84%
投入资本收益率	25.99%	20.10%	14.73%	10.91%	12.87%	13.12%
增长率						
主营业务收入增长率	76.49%	14.11%	12.26%	-7.46%	37.76%	8.00%
EBIT增长率	161.55%	-8.94%	-19.66%	-20.41%	37.18%	7.86%
净利润增长率	202.62%	-4.71%	-4.53%	-17.66%	35.16%	6.57%
总资产增长率	29.67%	16.84%	25.94%	3.96%	15.25%	5.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.6	16.2	18.7	26.0	19.5	19.0
存货周转天数	64.6	67.4	61.1	75.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	44.8	36.7	43.6	60.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	189.7	175.3	201.0	303.4	232.0	205.7
偿债能力						
净负债/股东权益	60.62%	46.03%	56.15%	57.59%	64.73%	53.57%
EBIT利息保障倍数	18.5	19.7	11.6	12.6	14.3	14.2
资产负债率	53.28%	48.97%	54.65%	53.76%	54.94%	51.73%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	6	42
增持	0	0	1	1	12
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.14	1.29

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-30	买入	54.40	64.00~64.00
2	2020-03-04	买入	49.32	N/A

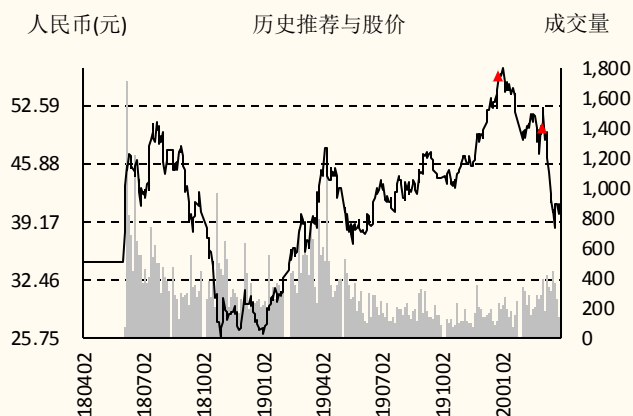
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH