

公司研究/季报点评

2020年04月27日

基础化工/化工新材料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 42.75
合理价格区间(元): 45.44~51.12

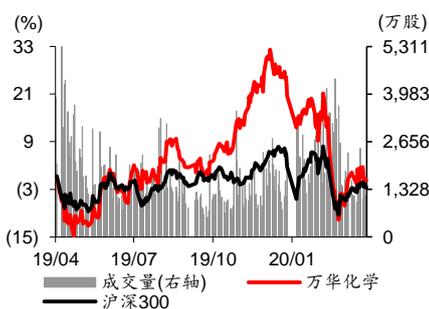
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《万华化学(600309 SH,增持): 年报符合预期, 景气下行制约增长》2020.03
- 2 《万华化学(600309 SH,增持): 行业整合更进一步, 静待需求复苏》2020.03
- 3 《万华化学(600309 SH,增持): 季报符合预期, 核心业务底部整固》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q1 净利下滑 50.7%，经营低谷已现

万华化学(600309)

2020年一季度净利下滑 50.7%，为 2017 年以来最低

万华化学披露 2020 年一季报，实现营收 153.4 亿元，同比降 3.8%，实现归母净利润 13.8 亿元，同比降 50.7%，对应 EPS 为 0.44 元，扣非归母净利润 10.6 亿元，同比降 56.0%，实现经营性净现金流 28.7 亿元，同比降 36.3%。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.84/3.82/4.30 元，维持“增持”评级。

聚氨酯板块量价齐跌是业绩下滑主因

2020Q1 由于新冠疫情对需求端的冲击，公司聚氨酯板块量价齐跌，实现销量 60.1 万吨，同比降 8.7%，销售均价 1.06 万元/吨，同比降 15.4%，实现营收 63.7 亿元，同比降 22.7%。从具体产品来看，据百川资讯，2020Q1 华东地区聚合/纯 MDI/TDI 市场均价分别为 1.24/1.55/1.10 万元/吨，同比降 10.0%/29.6%/18.3%，硬泡/软泡聚醚市场均价分别为 0.86/0.96 万元/吨，同比降 5.4%/13.6%。公司销售/管理/研发费用率同比分别提升 0.5/0.2/0.1pct 至 4.6%/2.0%/2.7%，财务费用率微降至 1.7%。

油价下行拖累石化板块价格，新材料业务量增价跌

2020Q1 受原油均价同比跌价影响，公司石化板块销售均价 0.43 万元/吨，同比降 15.3%。但另一方面，由于 LPG 贸易量大增，公司销量同比扩大 60.3%至 128 万吨，实现营收 54.6 亿元，同比增 35.8%。具体产品方面，据百川资讯 2020Q1 华东丙烷冷冻 CFR 均价同比下跌 12.3%至 389.4 美元/吨，丙烯酸/环氧丙烷/MTBE 均价分别同比下跌 19.7%/12.4%/17.8%至 0.67/0.91/0.48 万元/吨。新材料方面，由于 2019 年 8 万吨/年 PMMA 项目投产，整体实现销量 9.3 万吨，同比增 15.8%，但由于 PC 等产品跌价，整体售价下跌 20.8%至 1.50 万元/吨。

出口拖累 MDI 需求，新项目仍将持续贡献增量，公司经营低谷已至

受海外疫情影响，3 月初以来 MDI 出口持续低迷，据百川资讯，4 月 24 日华东地区聚合/纯 MDI 报价分别为 1.11/1.33 万元/吨，今年年初以来下跌 13.2%/17.2%，但由于原料纯苯大跌，加权 MDI 价格-纯苯价差年初以来仅下跌 3.3%至 0.99 万元/吨，且由于 5 月厂家检修，疫情逐步得到控制，MDI 社会库存逐步转移至下游。据公司年报，2020-2021 年公司 PC 二期、大乙烯项目、MDI 技改扩产及眉山树脂项目将逐步贡献增量，远期包括福建、眉山等基地持续推进，公司依托研发能力开发的香精香料、新材料等产品链条将持续兑现公司多元化战略，我们认为公司经营低谷已至。

维持“增持”评级

由于疫情对聚氨酯需求冲击，我们下调 MDI/TDI 销量及售价，下调公司 2020-2022 年 EPS 分别至 2.84/3.82/4.30 元（原值 3.56/3.98/4.47 元），结合可比公司估值水平（2020 年 Wind 一致预期 13 倍 PE），考虑到公司业务多元化发展，且 2020 年处于聚氨酯行业底部，给予公司 2020 年 16-18 倍 PE，对应目标价 45.44-51.12 元，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求持续低迷风险，新项目投产进度不达预期风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,140
流通 A 股 (百万股)	1,424
52 周内股价区间 (元)	37.81-56.94
总市值 (百万元)	134,224
总资产 (百万元)	5,240
每股净资产 (元)	13.92

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	72,837	68,051	67,176	86,473	94,260
+/-%	37.11	(6.57)	(1.28)	28.73	9.00
归属母公司净利润 (百万元)	15,566	10,130	8,925	12,001	13,501
+/-%	39.80	(34.92)	(11.90)	34.47	12.49
EPS (元, 最新摊薄)	4.96	3.23	2.84	3.82	4.30
PE (倍)	8.62	13.25	15.04	11.18	9.94

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值

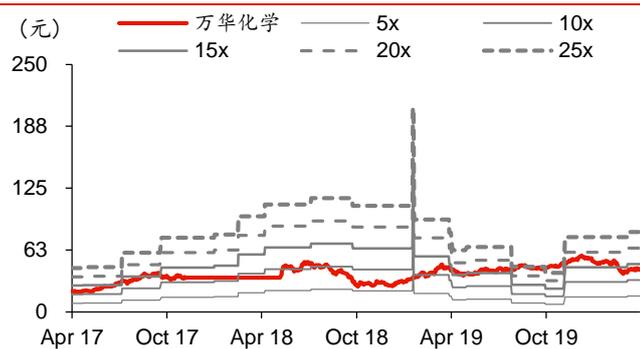
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2020E	2021E	2020E	2021E		
华鲁恒升	16.26	1.44	1.76	11	9	8.8	1.9
浙江龙盛	11.81	1.58	1.69	7	7	7.5	1.6
荣盛石化	11.95	0.84	1.07	14	11	3.6	3.3
扬农化工	75.25	4.32	5.19	17	14	16.2	4.6
平均				13	10		2.9

注: 股价均为4月24日收盘价, 公司BPS截至2019年12月31日; 所有公司EPS来自Wind一致预期;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

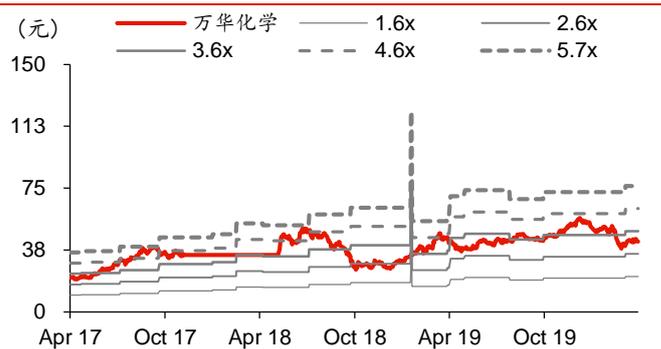
PE/PB - Bands

图表2: 万华化学历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 万华化学历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	30,893	23,484	36,896	45,685	49,450
现金	7,229	4,566	5,122	6,661	7,080
应收账款	3,853	4,433	4,305	5,558	6,055
其他应收账款	356.89	575.00	604.59	778.26	848.34
预付账款	434.76	437.78	957.11	1,217	1,320
存货	8,940	8,587	8,994	11,216	12,151
其他流动资产	10,079	4,885	16,914	20,254	21,996
非流动资产	56,170	73,382	84,309	93,609	101,370
长期投资	707.70	717.59	800.00	900.00	1,000
固定投资	35,644	37,478	54,824	65,747	72,833
无形资产	3,314	5,337	6,349	7,522	8,730
其他非流动资产	16,505	29,849	22,337	19,440	18,807
资产总计	87,063	96,865	121,206	139,294	150,820
流动负债	39,895	44,800	62,720	73,126	75,837
短期借款	18,869	20,034	34,692	39,810	40,816
应付账款	4,662	8,024	11,964	15,210	16,497
其他流动负债	16,364	16,741	16,064	18,106	18,524
非流动负债	7,586	8,134	5,415	3,917	2,410
长期借款	5,724	5,963	4,463	2,963	1,463
其他非流动负债	1,862	2,172	952.80	954.00	947.10
负债合计	47,481	52,934	68,135	77,042	78,247
少数股东权益	1,533	1,567	1,781	2,101	2,376
股本	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	3,703	2,162	2,162	2,162	2,162
留存公积	33,087	37,144	45,988	54,849	64,896
归属母公司股东权益	38,049	42,364	51,289	60,150	70,197
负债和股东权益	87,063	96,865	121,206	139,294	150,820

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	22,877	25,933	7,785	19,787	23,159
净利润	16,072	10,593	9,139	12,321	13,775
折旧摊销	3,982	4,601	4,937	6,857	8,440
财务费用	1,048	1,080	1,985	2,455	2,494
投资损失	(119.59)	(158.92)	(40.00)	(60.00)	(80.00)
营运资金变动	1,107	8,951	(7,117)	(1,383)	(993.84)
其他经营现金	786.99	867.44	(1,119)	(401.46)	(476.42)
投资活动现金	(10,570)	(18,367)	(19,279)	(15,577)	(15,595)
资本支出	10,545	17,815	14,000	14,000	14,000
长期投资	145.67	20.92	102.41	100.00	100.00
其他投资现金	120.78	(531.13)	(5,177)	(1,477)	(1,495)
筹资活动现金	(9,936)	(9,233)	12,050	(2,671)	(7,144)
短期借款	6,154	1,165	14,658	5,118	1,006
长期借款	(597.55)	238.49	(1,500)	(1,500)	(1,500)
普通股增加	0.00	405.73	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,310	(1,542)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(16,804)	(9,501)	(1,108)	(6,289)	(6,650)
现金净增加额	2,414	(1,674)	555.51	1,539	419.07

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	72,837	68,051	67,176	86,473	94,260
营业成本	46,968	48,998	47,855	60,839	65,988
营业税金及附加	822.48	576.01	671.76	864.73	942.60
营业费用	2,460	2,783	2,687	3,502	3,865
管理费用	1,373	1,434	3,023	3,891	4,242
财务费用	1,048	1,080	1,985	2,455	2,494
资产减值损失	(181.74)	(284.17)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(3.18)	7.79	0.00	0.00	0.00
投资净收益	119.59	158.92	40.00	60.00	80.00
营业利润	19,604	12,297	10,994	14,981	16,809
营业外收入	12.11	78.80	500.00	500.00	500.00
营业外支出	120.33	115.40	70.00	80.00	90.00
利润总额	19,495	12,260	11,424	15,401	17,219
所得税	3,423	1,667	2,285	3,080	3,444
净利润	16,072	10,593	9,139	12,321	13,775
少数股东损益	506.21	463.33	214.27	319.76	274.85
归属母公司净利润	15,566	10,130	8,925	12,001	13,501
EBITDA	24,634	17,977	17,916	24,292	27,743
EPS (元, 基本)	4.96	3.23	2.84	3.82	4.30

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	37.11	(6.57)	(1.28)	28.73	9.00
营业利润	15.59	(37.27)	(10.60)	36.26	12.20
归属母公司净利润	39.80	(34.92)	(11.90)	34.47	12.49
获利能力 (%)					
毛利率	35.52	28.00	28.76	29.64	29.99
净利率	21.37	14.89	13.29	13.88	14.32
ROE	40.91	23.91	17.40	19.95	19.23
ROIC	28.73	17.67	12.53	15.03	15.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.54	54.65	56.21	55.31	51.88
净负债比率 (%)	62.88	55.39	63.63	60.06	57.61
流动比率	0.77	0.52	0.59	0.62	0.65
速动比率	0.55	0.33	0.44	0.47	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.95	0.74	0.62	0.66	0.65
应收账款周转率	19.77	15.13	14.11	16.08	14.90
应付账款周转率	10.38	7.72	4.79	4.48	4.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.96	3.23	2.84	3.82	4.30
每股经营现金流(最新摊薄)	7.29	8.26	2.48	6.30	7.38
每股净资产(最新摊薄)	12.12	13.49	16.34	19.16	22.36
估值比率					
PE (倍)	8.62	13.25	15.04	11.18	9.94
PB (倍)	3.53	3.17	2.62	2.23	1.91
EV_EBITDA (倍)	6.37	8.72	8.75	6.46	5.65

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，刘曦、庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师刘曦、庄汀洲本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司