

乙烯项目进入全面投产阶段：一体化和多元化将更进一步

——万华化学（600309.SH）跟踪点评

买入（维持）

当前价：85.86元

作者

分析师：赵启超

执业证书编号：S0930518050002

010-58452072

zhaoqc@ebscn.com

分析师：裘孝锋

执业证书编号：S0930517050001

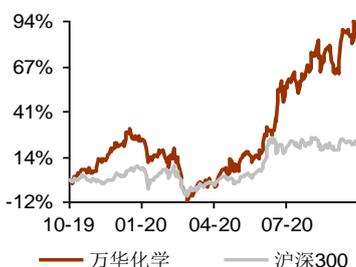
021-52523535

qiuxf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.40
总市值(亿元)	2695.79
一年最低/最高(元)	36.54/87.22
近3月换手率	31.40%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.55	24.94	67.20
绝对	18.92	28.34	90.18

资料来源：Wind

相关研报

Q3业绩迅速修复，聚氨酯景气大幅回暖——万华化学（600309.SH）2020年三季度报点评（2020-10-23）

不惧疫情冲击，逆势加速崛起——万华化学（600309.SH）2020年半年报点评（2020-08-20）

切入POE：成长性堪比MDI的又一极佳赛道——万华化学（600309.SH）新材料系列报告之一（2020-06-30）

要点

事件：

根据中国化工信息周刊信息，10月28日万华化学首车LLDPE顺利装车出厂，并于10月29日顺利送达万马高分子材料集团有限公司，标志着万华化学LLDPE正式投放市场，万华化学100万吨/年大乙烯项目正式进入全面投产阶段。

乙烯项目投产后一体化和多元化将得到加强

公司聚氨酯产业链一体化——乙烯项目包括100万吨乙烯以及丙烯、混合C4、C6+等中间产物，并深加工生产40万吨聚氯乙烯、15万吨环氧乙烷、45万吨LLDPE、30万吨环氧丙烷和65万吨苯乙烯、5万吨丁二烯等下游产品。项目仍然选择轻烃作为裂解原料，在投资强度远小于大炼化的情况下一方面增强了聚醚产业链（EO/PO）的配套，另一方面公司石化原料从原有的碳三拓展为更为丰富的烯烃产品，为下游衍生品的多元化提供了更为丰富的基础原料。

丙烷裂解路线是公司的较优选择

公司二期石化延续一期项目思路，未从原油入手向芳烃产业链延伸补强MDI上游纯苯-苯胺供给，而是仍然选择轻烃作为石化进料，配置具备合理性，在沿海环山东地区新增数个炼化产能的背景下，预计未来纯苯供给偏松，公司仍可将产业链利润牢牢掌握在苯胺-MDI环节中。

公司选择丙烷裂解而非乙烷裂解路线也较为合理：（1）公司经过一期PDH的实践已经成为丙烷贸易俱乐部中颇具实力的参与者，二期丙烷裂解路线将使得丙烷消耗量提升两倍以上，规模优势下将巩固自身在国际LPG市场的话语权；（2）丙烷裂解虽丙烯以上组分较多，但下游PO为公司产业链的合理配套，且丁二烯抽提预期盈利也较为可观，并在一期石化项目丁烷脱氢装置的基础上，强化了碳四原料的配套；（3）PO路线为PO/SM共氧化法，在一定程度上可平衡一期PO/MTBE开工率受MTBE市场制约的问题；（4）PVC装置的配套可消化MDI副产HCl，降低MDI开工率受限影响；（5）丙烷贸易较为成熟，公司在国内建设第一套以进口丙烷为进料的裂解装置，成本较石脑油裂解具有优势，而且目前环境下项目风险和其他轻烃原料相比较为可控。

正式进入聚烯烃市场，成长空间拓宽

IHS预测至2022年全球聚乙烯市场需求将达1.2亿吨，聚丙烯市场需求将达9000万吨，其中大部分增长为中国市场所贡献。聚烯烃在所有化学品中拥有最大规模的市场，是陶氏、道达尔、利安德巴赛尔等一众巨头倚重的核心业务，是能够同时提供成本端和差异化竞争机会的品种，是后发国家化工企业弯道超车的绝佳赛道。公司乙烯一期项目投产后，将加大烯烃及下游产业链投资，基于HDPE、LLDPE、PP及PVC等通用塑料打造聚烯烃高性能材料平台，并结合PC和PMMA等工程塑料做强做大下游改性塑料专用料业务。从规模化的角度来看，重资产、大体量的聚烯烃项目可以为公司提供稳定的现金来源，从成长性的角度来看，公司目前仍较为倚重单一的聚氨酯业务，未来突破茂金属聚烯烃、双峰聚烯烃、超高分子量聚乙烯、POE弹性体等高端聚烯烃利基产品后，公司通过进军聚烯烃市场有望大幅拓宽了未来成长的空间。

烯烃业务仍在持续加深布局

除乙烯一项目之外，公司以石脑油和混合丁烷为原料的乙烯二期项目仍在推进中，做大石化业务仍是解决公司过于单一依赖MDI的有效手段，相较新材料需要较长的培育期，重投资的烯烃项目能够较快实现收入体量和盈利的阶梯式增长。公司在走向一体化和多元化的过程中，已经无需再追求绝对的成本优势，公司从大型的石化装置着手，将加强自身向高利基的特种材料方向发展的能力，这是公司迈向“中国巴斯夫”进程的关键一步。

盈利预测、估值与评级

维持盈利预测，预计2020-2022年EPS分别为2.48/4.06/5.31元，当前股价对应2020-2022年PE为35/21/16倍。公司一体化、多元化的布局将持续加强，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复；原油价格波动；新产能投放低于预期；出口需求下滑。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60,621	68,051	65,722	85,730	100,029
营业收入增长率	14.11%	12.26%	-3.42%	30.44%	16.68%
净利润（百万元）	10,610	10,130	7,775	12,743	16,674
净利润增长率	-4.71%	-4.53%	-23.25%	63.90%	30.85%
EPS（元）	3.88	3.23	2.48	4.06	5.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.41%	23.91%	16.88%	22.99%	25.00%
P/E	22	27	35	21	16
P/B	6.9	6.4	5.9	4.9	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2020-11-06

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	60,621	68,051	65,722	85,730	100,029
营业成本	40,114	48,998	51,072	63,038	71,400
折旧和摊销	3,177	4,595	5,180	6,017	6,904
税金及附加	546	576	574	749	874
销售费用	1,721	2,783	2,277	2,970	3,466
管理费用	1,002	1,434	1,235	1,611	1,880
研发费用	1,610	1,705	1,696	2,212	2,581
财务费用	795	1,080	218	474	516
投资收益	93	159	126	143	134
营业利润	16,085	12,297	10,011	16,081	20,941
利润总额	15,978	12,260	9,939	16,009	20,869
所得税	3,148	1,667	1,655	2,665	3,475
净利润	12,830	10,593	8,284	13,343	17,394
少数股东损益	2,219	463	509	600	720
归属母公司净利润	10,610	10,130	7,775	12,743	16,674
EPS(按最新股本计)	3.88	3.23	2.48	4.06	5.31

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19,257	25,933	8,604	14,021	22,450
净利润	10,610	10,130	7,775	12,743	16,674
折旧摊销	3,177	4,595	5,180	6,017	6,904
净营运资金增加	1,884	-13,062	4,672	6,916	3,120
其他	3,586	24,270	-9,024	-11,656	-4,248
投资活动产生现金流	-10,318	-18,367	-13,695	-15,808	-14,875
净资本支出	-10,243	-17,797	-14,067	-15,951	-15,009
长期投资变化	643	718	0	0	0
其他资产变化	-718	-1,287	372	143	134
融资活动现金流	-7,937	-9,233	5,531	3,311	-6,486
股本变化	0	406	0	0	0
债务净变化	1,457	6,157	9,873	6,780	-818
无息负债变化	1,132	9,114	-2,968	5,201	4,613
净现金流	1,045	-1,674	440	1,524	1,089

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	33.8%	28.0%	22.3%	26.5%	28.6%
EBITDA 率	32.9%	27.0%	22.7%	26.3%	28.3%
EBIT 率	27.7%	20.3%	14.8%	19.3%	21.4%
税前净利润率	26.4%	18.0%	15.1%	18.7%	20.9%
归母净利润率	17.5%	14.9%	11.8%	14.9%	16.7%
ROA	16.7%	10.9%	7.7%	10.3%	11.9%
ROE (摊薄)	31.4%	23.9%	16.9%	23.0%	25.0%
经营性 ROIC	22.0%	16.4%	9.4%	13.4%	15.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	49%	55%	55%	55%	52%
流动比率	0.90	0.52	0.50	0.59	0.67
速动比率	0.67	0.33	0.30	0.40	0.47
归母权益/有息债务	1.46	1.44	1.18	1.21	1.48
有形资产/有息债务	3.13	3.05	2.57	2.67	3.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	76,913	96,865	107,972	129,935	145,710
货币资金	5,096	4,566	5,006	6,530	7,619
交易性金融资产	0	30	30	30	30
应收帐款	2,543	4,433	3,506	4,554	5,670
应收票据	9,539	0	1,972	5,354	6,247
其他应收款 (合计)	133	575	317	419	578
存货	7,810	8,587	10,018	11,897	13,342
其他流动资产	4,214	4,795	4,358	8,113	10,797
流动资产合计	29,745	23,484	25,789	37,539	45,010
其他权益工具	0	175	175	175	175
长期股权投资	643	718	718	718	718
固定资产	29,120	37,478	43,487	49,623	55,090
在建工程	9,903	22,562	24,296	26,586	27,808
无形资产	3,129	5,337	5,250	5,165	5,081
商誉	278	1,358	1,358	1,358	1,358
其他非流动资产	2,333	2,980	2,753	2,753	2,753
非流动资产合计	47,168	73,382	82,183	92,396	100,700
总负债	37,662	52,934	59,838	71,819	75,614
短期借款	17,412	20,034	29,907	36,686	35,868
应付账款	3,689	8,024	6,685	8,124	10,080
应付票据	4,147	8,386	5,658	8,096	9,767
预收账款	2,824	2,335	2,335	3,563	3,989
其他流动负债	0	-264	-179	-179	-179
流动负债合计	32,980	44,800	51,747	63,360	66,892
长期借款	3,818	5,963	5,963	5,963	5,963
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	846	1,182	1,139	1,507	1,769
非流动负债合计	4,683	8,134	8,092	8,459	8,722
股东权益	39,250	43,931	48,134	58,116	70,096
股本	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140
公积金	5,216	4,985	4,985	4,985	4,985
未分配利润	25,829	34,321	38,014	47,396	58,656
归属母公司权益	33,779	42,364	46,058	55,439	66,699
少数股东权益	5,472	1,567	2,076	2,676	3,396

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.84%	4.09%	3.46%	3.46%	3.46%
管理费用率	1.65%	2.11%	1.88%	1.88%	1.88%
财务费用率	1.31%	1.59%	0.33%	0.55%	0.52%
研发费用率	2.66%	2.51%	2.58%	2.58%	2.58%
所得税率	20%	14%	17%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	2.00	1.30	1.07	1.72	2.25
每股经营现金流	7.04	8.26	2.74	4.47	7.15
每股净资产	12.36	13.49	14.67	17.66	21.24
每股销售收入	22.17	21.67	20.93	27.30	31.86

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	22	27	35	21	16
PB	6.9	6.4	5.9	4.9	4.0
EV/EBITDA	13.4	16.4	20.9	14.2	11.3
股息率	2.3%	1.5%	1.2%	2.0%	2.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼