

万华化学(600309)

点评报告

行业公司研究—化工新材料—行业一

证券研究报告

# 百万吨乙烯投产，八角园区一体化优势增强

## ——万华化学公告点评

✍️ : 陈煜 执业证书编号: S1230520040001  
☎️ : 021-80106011  
✉️ : chenyu02@stocke.com.cn

### 报告导读

百万吨乙烯投产标志着公司石化板块的强势崛起，未来乙烯等石化产品将赋能聚氨酯、新材料业务板块，助力实现聚氨酯产品多元化、新材料精细化及化工原料一体化。随着新建项目推进，公司成长性将逐步释放。

### 投资要点

#### □ 百万吨乙烯一期投产，二期项目盈利中枢有望上移

11月9日，公司100万吨乙烯装置成功产出合格乙烯产品，经两年建设期，乙烯一期装置全部一次开车成功。乙烯一期包括100万吨乙烯、45万吨LLDPE、40万吨PVC、15万吨EO、30万吨PO、65万吨SM、5万吨丁二烯等。

二期项目将进一步向产业链延伸。2019年120万吨/年乙烯及下游一体化项目发布环评公示，以石脑油、混合丁烷为原料，经乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品。乙烯二期约投入200亿元，由于二期建设部分依附于一期公用设施，同时产物具有更高的附加值，相比乙烯一期项目盈利中枢将会上移。

#### □ 短期供给受限，MDI高景气有望延续

因近期美国海湾热带风暴及飓风影响，国庆期间陶氏宣布美国所有MDI产品遭遇不可抗力，10月中旬美国科思创和亨斯迈也因原料短缺问题导致装置的不可抗力，加上国内装置多集中于10月下旬到11月检修，短期供给受限，MDI高景气有望延续。7月底起MDI价格底部回升，目前聚合MDI华东价格22500元/吨，环比上月上涨20.97%，年初以来涨幅已达到70.45%。

#### □ 万华成长性良好，MDI、TDI、PVC项目稳步推进

公司保持快速成长，聚氨酯、石化、新材料三足鼎立。乙烯一期项目投产，二期120万吨/年乙烯项目也有望继续推进。万华福建引入员工持股平台，计划建设40万吨/年MDI及苯胺配套项目、扩建TDI产能至25万吨/年，建设40万吨/年PVC项目、续建大型煤气化项目，实现华南布局。

#### □ 盈利预测及估值

我们对MDI价格维持乐观，同时考虑到万华成长性良好，预计2020-22年EPS为2.39/3.66/4.81元，当前股价对应PE分别为37、24、18倍。

#### □ 风险提示：二期乙烯项目进度晚于预期，MDI价格下跌风险。

### 财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	68051	60372	78258	101521
(+/-)	12.26%	-11.28%	29.63%	29.73%
净利润	10130	7505	11497	15115
(+/-)	-4.53%	-25.92%	53.20%	31.46%
每股收益(元)	3.23	2.39	3.66	4.81
P/E	27.43	37.03	24.17	18.38

### 评级

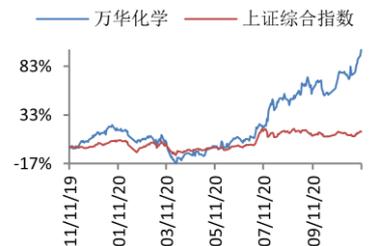
上次评级  
当前价格

### 买入

买入  
¥90.24

### 单季度业绩

	元/股
3Q/2020	0.83
2Q/2020	0.49
1Q/2020	0.48
4Q/2019	0.74



### 公司简介

万华化学是一家全球化运营的化工新材料公司，业务涵盖MDI、TDI、聚醚多元醇等聚氨酯产业集群，丙烯酸及酯、环氧丙烷等石化产业集群，水性PUD、PA乳液、TPU、ADI系列等功能化学品及材料产业集群。

### 相关报告

- 《业绩环比大增，MDI价格将继续向上》2020.10.22
- 《MDI的10年底部为本轮复苏起点》2020.08.20

报告撰写人: 陈煜

联系人: 陈煜, 王强峰

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	23484	26344	27848	34929	<b>营业收入</b>	68051	60372	78258	101521
现金	4566	4831	4699	4765	营业成本	48998	45084	55649	72034
交易性金融资产	30	15	23	19	营业税金及附加	576	527	673	880
应收账款	4433	7868	7361	11101	营业费用	2783	2092	2956	3676
其它应收款	519	297	491	568	管理费用	1434	1135	1560	1966
预付账款	438	431	515	678	研发费用	1705	1558	1990	2601
存货	8587	8339	10023	13149	财务费用	1080	1543	2108	2407
其他	4910	4562	4736	4649	资产减值损失	307	118	253	263
<b>非流动资产</b>	73382	89422	108422	124676	公允价值变动损益	8	4	6	5
金额资产类	0	10	5	8	投资净收益	159	126	143	134
长期投资	718	680	699	690	其他经营收益	961	1042	1002	1022
固定资产	37478	46740	58036	68495	<b>营业利润</b>	12297	9487	14220	18854
无形资产	5337	6507	8036	9385	营业外收支	(37)	(72)	(54)	(63)
在建工程	22562	28176	32668	36262	<b>利润总额</b>	12260	9415	14165	18791
其他	7287	7309	8978	9837	所得税	1667	1568	2142	2985
<b>资产总计</b>	96865	115767	136270	159605	<b>净利润</b>	10593	7848	12023	15806
<b>流动负债</b>	44800	61866	73668	85865	少数股东损益	463	343	526	691
短期借款	20034	42064	47967	54968	<b>归属母公司净利润</b>	10130	7505	11497	15115
应付款项	16411	11953	16696	20355	<b>EBITDA</b>	17892	14007	20176	25955
预收账款	2335	2442	2925	3950	<b>EPS (最新摊薄)</b>	3.23	2.39	3.66	4.81
其他	6020	5408	6079	6591					
<b>非流动负债</b>	8134	7302	8611	8849	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	5963	5783	6766	7167		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他	2172	1519	1845	1682	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	52934	69168	82279	94714	营业收入	12.26%	-11.28%	29.63%	29.73%
少数股东权益	1567	1910	2436	3128	营业利润	-23.55%	-22.85%	49.88%	32.59%
归属母公司股东权益	42364	44688	51554	61763	归属母公司净利润	-4.53%	-25.92%	53.20%	31.46%
<b>负债和股东权益</b>	96865	115767	136270	159605	<b>获利能力</b>				
					毛利率	28.00%	25.32%	28.89%	29.04%
					净利率	15.57%	13.00%	15.36%	15.57%
					ROE	24.36%	16.58%	22.86%	25.43%
					ROIC	15.89%	9.64%	12.67%	14.09%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	54.65%	59.75%	60.38%	59.34%
					净负债比率	55.39%	72.98%	70.14%	68.56%
					流动比率	52.42%	42.58%	37.80%	40.68%
					速动比率	33.25%	29.10%	24.20%	25.36%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	78.32%	56.79%	62.10%	68.62%
					应收帐款周转率	19.51	15.75	19.87	19.57
					应付帐款周转率	8.37	6.54	8.02	8.02
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	3.23	2.39	3.66	4.81
					每股经营现金	8.26	1.61	6.96	6.69
					每股净资产	13.49	14.23	16.42	19.67
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.43	37.03	24.17	18.38
					P/B	6.56	6.22	5.39	4.50
					EV/EBITDA	11.36	23.25	16.54	13.16

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>