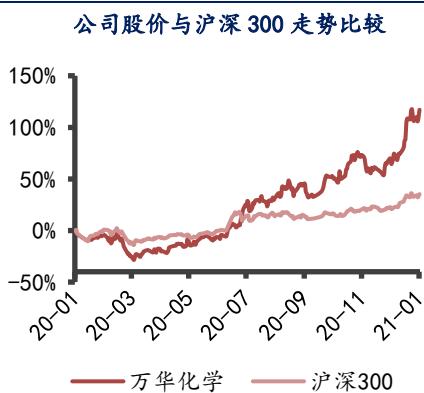


收购华陆 30% 股权，技术壁垒进一步加强，精细化工领域布局加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-1-22
收盘价（元）	113.44
近 12 个月最高/最低（元）	118.18/36.54
总股本（百万股）	3139.75
流通股本（百万股）	1423.76
流通股比例 (%)	45.3%
总市值（亿元）	3561.73
流通市值（亿元）	1613.46



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《万华化学：通过两年大考，夯实百亿利润》2021.1.7

《万华化学：MDI 报价合理下调，一体化优势不惧外资进入》2020.12.31

《万华化学：大乙烯一期投产，二期环评公示，逐浪 POE 高端聚烯烃蓝海市场》2020.11.11

《万华化学：景气反转利周期，资本开支助成长》2020.10.23

事件描述：

1月22日，中国化学发布关于全资子公司混合所有制改革进展的公告，中国化学通过北京产权交易所挂牌方式向万华化学转让华陆公司 30% 股权，同时通过场外交易向员工持股平台西安华陆共赢转让华陆公司 19% 股权。

➤ 华陆公司是具有工程总承包能力的国际型工程公司，混合所有制改革将继续激发活力

华陆工程科技有限责任公司（华陆公司）前身是化工部第六设计院，已有五十多年历史，本次收购前是中国化学的全资子公司。公司具有工程设计综合甲级资质，专注服务于石油和天然气化工、煤化工、精细化工、材料能源、基础设施等业务领域，在精细化工领域更是领航者之一。成立至今，华陆公司完成了包括 50 多项总承包项目在内的各类工程项目 1300 余项，设计产品 200 余种，新工艺、新技术开发 100 余项，拥有专利技术和专有技术 180 余项。华陆公司的客户包括万华化学、华鲁恒升、扬子石化、镇海炼化、齐鲁石化、中国神华、沧州大化等。此次华陆公司实施的混合所有制改革，通过释放中国化学持有的华陆公司 49% 股权，形成中国化学、万华化学、员工持股平台的良好股权结构。

图表 1 交易完成后华陆公司股权结构

股东名称	持股比例
中国化学工程股份有限公司	51%
万华化学集团股份有限公司	30%
西安华陆共赢企业管理合伙企业（有限合伙）	19%
合计	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

➤ 华陆是万华的重要战略合作伙伴，是 MDI、PC、尼龙、柠檬醛等产品装置的设计方

华陆拥有自主研发的材料能源相关专利技术近 20 项，产品 11 个系列。华陆与万华化学集团在技术开发、工程放大、工艺包编制、工程设计及项目建设管理等各环节开展了全方位合作，实现了包括 MDI、TDI、HDI、H12MDI、IPDI 等系列异氰酸酯工艺技术的产业化，其中的 MDI 及其系列产品生产装置，单套运行产能超过 80 万吨，总产能超过 200 万吨。“大规模 MDI 生产技术开发及产业化”更是于 2007 年荣获国家科技进步一等奖。此外，2019 年 2 月，华陆与万华化学签订尼龙 12 项目硫酸单元专有技术使用许可及专有设备供货 EP 承包合同暨万华化学年产 4 万吨 PA12、年产 4 万吨 NM 项目工艺包合同。2020 年 10 月，万华化学还与中国化学签署战略合作协议，整合双方优势资源，拓展合作空间和

合作领域。

本次对华陆的收购是中国化学与万华不断深化合作的进一步延伸，更是双方在技术创新和工程化、市场化经营机制等各方面更深层次、更高水平、更宽领域全面合作的良好开端。

图表 2 华陆承接万华项目情况

产品名称	装置能力 (万吨/年)	华陆公司服务范围
甲醛	12	设计
MDI	30	设计
多聚甲醛	3	设计
MDI 技改项目	60	设计
HDI	1.5	设计
MDI	60	设计
TDI	30	设计
HDI	15	设计
PC	10	设计
尼龙 12	12	设计+采购
柠檬醛	4	设计

资料来源：公司网站，陕西科学技术厅，华安证券研究所

➤ 万华对华陆进行战略投资，进一步降低核心技术扩散风险，也是布局精细化工品的重要一步

我们认为万华对华陆的收购对于万华来说，主要有两方面的意义：(1)通过收购进一步深化合作，形成利益共同体，在MDI、TDI等传统产品领域巩固竞争优势，进一步降低技术扩散的风险；(2)华陆是精细化工领域排名前列的公司，拥有更丰富的设计经验，本次收购将成为万华加快布局精细化工品的重要一步。

投资建议

预计公司2020-2022年归母净利润分别为99.5、159.5、211.6亿元，同比增速为-1.8%、60.3%、32.7%。对应PE分别为28.8、17.9和13.5倍。维持“买入”评级。

风险提示

因公司人力规模扩大带来的内部管理难度增大的风险；项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力的风险；疫苗开发进展不及预期的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	68456	87922	101520
收入同比	-6.6%	0.6%	28.4%	15.5%
归母净利润	10130	9947	15948	21161
净利润同比	-34.9%	-1.8%	60.3%	32.7%
毛利率 (%)	28.0%	25.8%	29.6%	32.2%
ROE (%)	23.9%	19.0%	23.4%	23.7%
每股收益	3.23	3.17	5.08	6.74
P/E	17.41	28.74	17.92	13.51
P/B	4.16	5.46	4.19	3.20
EV/EBITDA	11.72	15.56	11.97	9.33

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表
单位：百万元
资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	32065	34507	36367
现金	4566	4566	4566	4566
应收账款	4433	3910	5134	6113
其他应收款	575	410	567	707
预付账款	438	562	604	683
存货	8587	9885	11555	12765
其他流动资产	4885	12730	12082	11533
非流动资产	73382	95675	112921	133865
长期投资	718	718	718	718
固定资产	37478	49971	57425	66860
无形资产	5337	7116	8647	10486
其他非流动资产	29849	37871	46132	55802
资产总计	96865	127741	147428	170233
流动负债	44800	62629	65704	66465
短期借款	20034	40353	38773	35467
应付账款	8024	6770	8174	9842
其他流动负债	16741	15507	18757	21156
非流动负债	8134	10818	10818	10818
长期借款	5963	8646	8646	8646
其他非流动负债	2172	2172	2172	2172
负债合计	52934	73447	76522	77283
少数股东权益	1567	1982	2646	3528
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2162	2162	2162
留存收益	37063	47010	62959	84120
归属母公司股东权益	42364	52311	68260	89421
负债和股东权益	96865	127741	147428	170233

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25933	10505	29774	36920
净利润	10130	9947	15948	21161
折旧摊销	4601	9228	8550	10420
财务费用	1225	2021	2583	2461
投资损失	-159	-160	-205	-237
营运资金变动	8951	-11071	2213	2207
其他经营现金流	2365	21557	14420	19863
投资活动现金流	-18367	-31486	-25611	-31153
资本支出	-17797	-31646	-25816	-31390
长期投资	-711	0	0	0
其他投资现金流	142	160	205	237
筹资活动现金流	-9233	20981	-4163	-5767
短期借款	1165	20319	-1580	-3306
长期借款	238	2684	0	0
普通股增加	406	0	0	0
资本公积增加	-1542	0	0	0
其他筹资现金流	-9501	-2021	-2583	-2461
现金净增加额	-1674	0	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	68456	87922	101520
营业成本	48998	50771	61866	68788
营业税金及附加	576	548	703	812
销售费用	2783	2259	2901	3350
管理费用	1434	1095	1407	1624
财务费用	1080	1884	2446	2324
资产减值损失	-284	-58	-20	-27
公允价值变动收益	-8	0	0	0
投资净收益	159	160	205	237
营业利润	12297	11453	18256	24223
营业外收入	79	26	26	26
营业外支出	115	115	115	115
利润总额	12260	11386	18256	24223
所得税	1667	1025	1643	2180
净利润	10593	10362	16613	22043
少数股东损益	463	414	665	882
归属母公司净利润	10130	9947	15948	21161
EBITDA	17156	21436	27748	35234
EPS (元)	3.23	3.17	5.08	6.74

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.6%	0.6%	28.4%	15.5%
营业利润	-37.3%	-6.9%	59.4%	32.7%
归属于母公司净利润	-34.9%	-1.8%	60.3%	32.7%
获利能力				
毛利率 (%)	28.0%	25.8%	29.6%	32.2%
净利率 (%)	14.9%	14.5%	18.1%	20.8%
ROE (%)	23.9%	19.0%	23.4%	23.7%
ROIC (%)	14.8%	10.4%	14.4%	16.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.6%	57.5%	51.9%	45.4%
净负债比率 (%)	120.5%	135.3%	107.9%	83.1%
流动比率	0.52	0.51	0.53	0.55
速动比率	0.32	0.35	0.34	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.54	0.60	0.60
应收账款周转率	15.35	17.51	17.13	16.61
应付账款周转率	6.11	7.50	7.57	6.99
每股指标 (元)				
每股收益	3.23	3.17	5.08	6.74
每股经营现金流薄)	8.26	3.35	9.48	11.76
每股净资产	13.49	16.66	21.74	28.48
估值比率				
P/E	17.41	28.74	17.92	13.51
P/B	4.16	5.46	4.19	3.20
EV/EBITDA	11.72	15.56	11.97	9.33

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏, 首席分析师, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 天津大学化工学士, 2年化工战略规划经验, 4年化工卖方研究经验; 2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019年“新财富”化工行业团队入围。

古武, 研究助理, 四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士, 4年中航工业成飞航空材料产业经历, 2年新材料行业研究经历。

曾祥钊, 研究助理, 中国科学院化工硕士, 清华大学化工学士。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。