



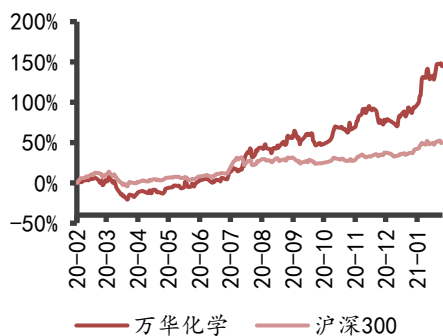
柠檬醛设计产能超预期，加速香精香料领域布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-1-28

收盘价（元）	115.31
近12个月最高/最低（元）	119.30/36.54
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）	3620.44
流通市值（亿元）	1640.06

公司股价与沪深300走势比较



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：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》2021.1.22

《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

事件描述：

1月27日，万华化学官网发布信息，公司柠檬醛及其衍生物一体化项目环境影响评价第一次公示，该项目位于烟台市经济技术开发区烟台化工产业园。

► 柠檬醛项目正式公示，设计产能超预期，达到4.8万吨

万华柠檬醛及其衍生物一体化项目正式公示，项目包括12.4万吨/年异戊烯醇装置、3.0万吨/年异戊烯醛装置（7.0万吨/年异戊烯醇、3.0万吨/年异戊烯醛、0.54万吨/年异戊醇）、4.8万吨/年柠檬醛装置和柠檬醛衍生物装置（包括：1.0万吨/年香叶醇，1.5万吨/年香茅醇），东区（北）和东区（南）之间的柠檬醛管线，以及配套的储运工程、公用工程和辅助设施、环保工程等，部分储运、公辅设施和环保工程依托万华化学现有、在建或拟建工程。据此前股东大会信息，公司柠檬醛项目将于2023-2024年投产。

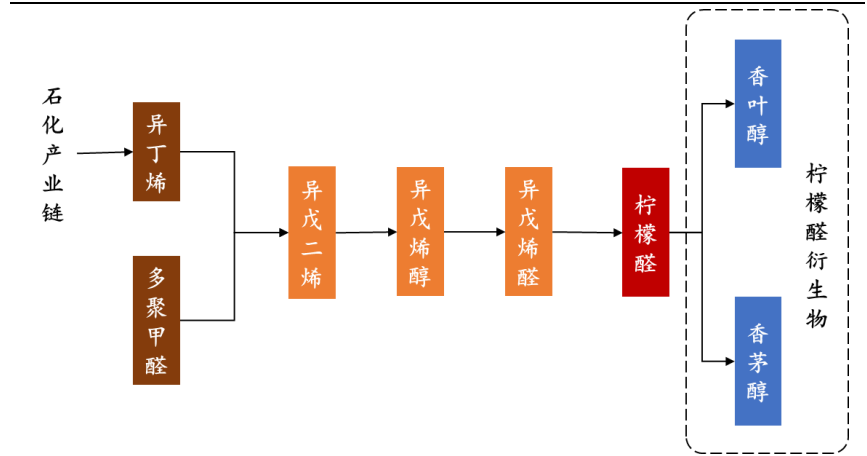
柠檬醛环评产能超预期。此前，山东省发改委、省新旧动能办公布的新旧动能转换重大项目库中，万华化学的柠檬醛项目产能为4万吨/年。本次公司公布的环评信息中，柠檬醛产能达到4.8万吨/年，超出原本市场预期，一方面体现了公司对柠檬醛项目的信心；另一方面进一步增强了公司在香精香料领域的话语权。

► 柠檬醛项目是万华布局香精香料产业链重要一步

柠檬醛的生产方法主要包括脱氢芳樟醇法、香叶醇气相氧化法、丙酮法、异戊二烯法，目前主流的方法为脱氢芳樟醇法。从环评来看，万华生产柠檬醛采用的工艺为异戊二烯法，不同于新和成使用的脱氢芳樟醇法。我们认为，万华采用异戊二烯法的主要原因：（1）以公司石化产品作为原料，提高一体化水平，进一步降低成本，提高产品竞争力；（2）增强香精香料产业链与公司石化产业链的联系，充分利用石化产业链的产品，通过高附加值的香精香料产品为石化产业链赋能。

除了柠檬醛及其衍生物香叶醇、香茅醇以外，公司未来很有可能以柠檬醛为核心，打造香精香料产品平台，继续向其他香精香料种类产品延伸。以香精香料产业链为基础，公司有望继续通过生产高附加值的产品，进一步增强自身的盈利能力，巩固全球基础化工龙头的地位。同时，公司在精细化工领域的不断深耕将与此前收购华陆30%股份形成协同效应，进入发展快车道。

图表 1 柠檬醛及其衍生物产业链图

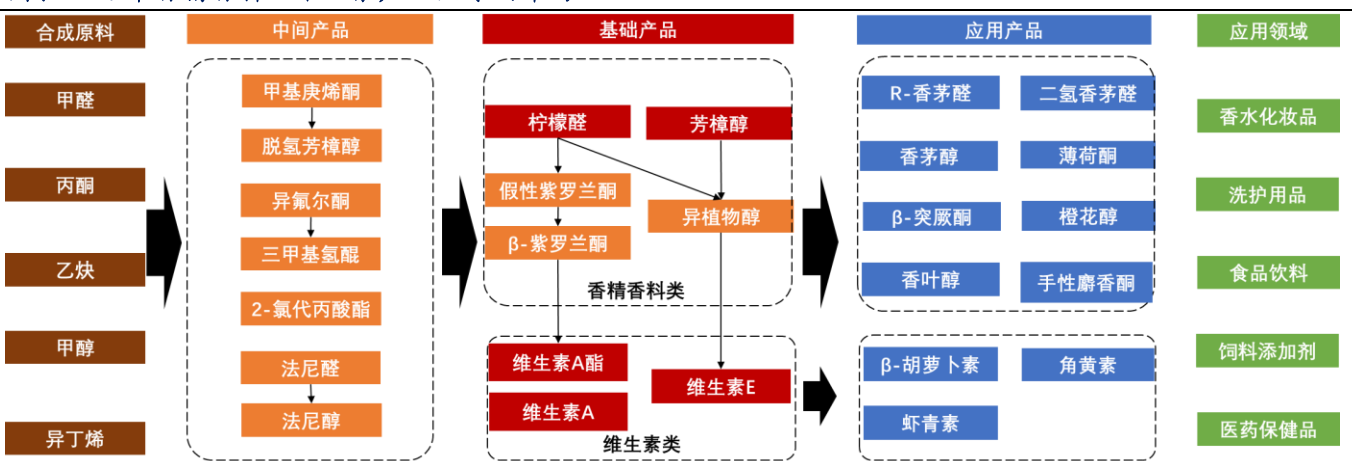


资料来源：环评报告，国家专利局，华安证券研究所

► 公司全面布局香精香料产业链相关专利，未来有望继续纵向横向延伸拓展

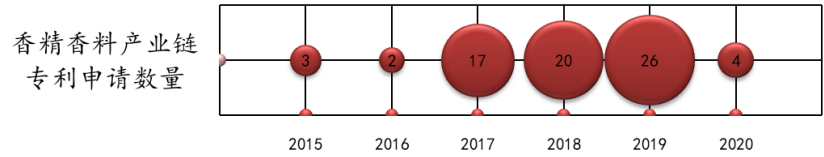
公司在香精香料产业链的布局始于 2015 年，其中柠檬醛制备相关专利布局始于 2017 年。不考虑 2020 年申请专利存在延时公开的情况下，公司从 2015 年至今，香精香料相关专利申请数量整体不断增加，从 2017 年开始更是进入快速发展期，也为最终实现柠檬醛产业化打下技术基础。从专利的布局来看，公司未来会以柠檬醛为核心，继续向纵向横向延伸拓展。纵向拓展方面，公司在薄荷酮、橙花醇、麝香酮、橙花醇、维生素 A、维生素 E 等众多下游领域均已有相关的专利布局；横向拓展方面，公司在芳樟醇等领域也有相关的专利布局。公司在香精香料领域进行全面的专利布局，一方面是通过技术的积累，为将来产品产业化做准备；另一方面也可以通过专利进行技术保护，提高竞对的进入障碍。

图表 2 万华香精香料及维生素产业链专利布局



资料来源：国家专利局，华安证券研究所

图表 3 万华香精香料产业链专利布局时间及部分专利



申请日	专利名称
2017/3/10	一种制备柠檬醛的方法
2017/12/15	一种柠檬醛的制备方法
2017/12/19	一种 α -环柠檬醛的合成方法
2019/11/13	一种负载型催化剂及其制备方法与应用
2019/12/2	用于脱氢芳樟醇重排反应制备柠檬醛的催化剂及其制备方法、制备柠檬醛的方法
2019/12/12	一种柠檬醛合成过程中高浓度废水的处理方法

资料来源：国家专利局，华安证券研究所

► 万华进入柠檬醛行业后，依赖进口局面有望缓解

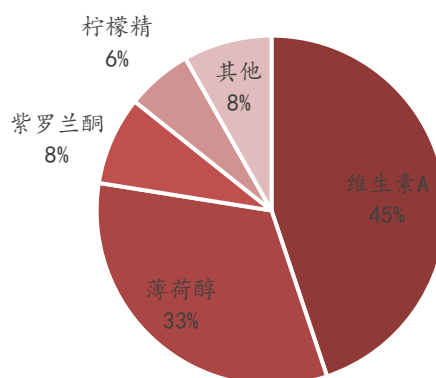
柠檬醛全球产能主要集中在德国巴斯夫、中国新和成和日本可乐丽三家企业，总产能约为 6.3 万吨。其中，巴斯夫产能最大，为 5 万吨/年，市占率达到 79%。除了万华以外，巴斯夫计划扩产 1 万吨柠檬醛产能，加上万华的 4.8 万吨产能，全球柠檬醛产能几乎翻倍，需求偏紧的格局将完全改变，其余新进入者或完全排除在外。国内产能方面，新和成 8000 吨柠檬醛产能为自用，市场上的柠檬醛主要依靠进口。万华 4.8 万吨柠檬醛产能投产后，大幅改善下游行业依赖进口的局面。柠檬醛下游以维生素 A 和薄荷醇为主，占比分别达到 45%和 33%，均为万华未来可能继续向下游延伸的潜在方向。

图表 4 国内柠檬醛现有及在建产能统计

公司	产能 (吨/年)	市占率	地址
现有产能			
巴斯夫	50000	79%	德国、马来西亚
新和成	8000	13%	中国浙江
可乐丽	5000	8%	日本
总计	63000	100%	/
在建产能			
巴斯夫	10000	/	德国
万华化学	48000	/	中国山东
总计	58000	/	/

资料来源：中国饲料行业信息网，新思界产业研究中心，华安证券研究所

图表 5 柠檬醛下游应用领域占比



资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

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	15949	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

资料来源：wind，华安证券研究所

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

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资目标、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方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。如未经本公司授权，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。