

2021年06月21日

福建基地配套项目产能规划扩大，化工巨头雄心壮志

万华化学(600309)

评级:	增持	股票代码:	600309
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	150.18/47.67
目标价格:		总市值(亿)	3,271.62
最新收盘价:	104.2	自由流通市值(亿)	1,483.55
		自由流通股数(百万)	1,423.76

事件概述

2021年6月15日，福州江阴港城经济区管委会发布：关于万华化学（福建）有限公司年产108万吨苯胺项目环境影响评价第一次公示，关于万华化学（福建）有限公司年产80万吨PVC项目环境影响评价信息第二次公示，关于万华化学（福建）有限公司扩建25万吨/年TDI项目环境影响评价信息第二次公示。

分析判断：

► 扩大配套苯胺及PVC装置产能规划，为公司后续MDI及TDI产能扩张做准备

2020年3月4日，万华化学发布对外投资公告：万华化学与福建石化合资成立万华福建，合资公司将建设40万吨/年MDI及苯胺配套项目，收购东南电化的TDI装置（产能10万吨/年）并扩建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。根据今年四月福州江阴港城经济区管委会关于万华化学（福建）异氰酸酯有限公司附属配套设施工程环境影响评价信息第二次公示，项目调整为：一期建设40万吨/年MDI装置，二期配套建设48万吨/年硝基苯、36万吨/年苯胺装置。根据福州江阴港城经济区管委会6月15日发布的公示，万华福建厂内新建苯胺项目总产能为108万吨/年，项目建设内容包括：3×36万吨/年硝酸装置、3×48万吨/年硝基苯装置、3×36万吨/年苯胺装置。根据2021年2月18日万华福建扩建25万吨/年TDI项目环境影响评价第一次公示，万华福建TDI产能将扩大25万吨/年。根据2021年3月15日万华福建年产80万吨PVC项目环境影响评价第一次公示，万华福建拟新建40万吨/年MDI及25万吨/年TDI项目，为了消化MDI/TDI项目生产过程中副产的大量氯化氢，万华福建提出配套建设80万吨/年PVC生产装置，根据6月15日PVC项目环评第二次公示，PVC项目分两期建设，一期、二期分别建设40万吨/年的VCM和PVC装置，预计总共建设6年。配套苯胺及PVC装置产能规划扩大，为公司后续MDI及TDI产能扩张做好准备。2021年2月，公司发布公告，以2.84亿元的投资完成了万华化学烟台工业园MDI装置从60万吨/年至110万吨/年的技改扩能，2021年4月，万华化学（宁波）有限公司MDI/HDI技改扩能一体化项目和180万吨/年MDI技改项目环评公示，宁波生产基地MDI产能将由120万吨/年扩大至180万吨/年。根据我们统计，2021-2023年万华化学国内的MDI产能将累计扩大150万吨/年，进一步扩大公司的全球MDI市占率。

► 推进多种新材料项目产能建设，向化工新材料综合解决方案提供商靠拢

今年年初以来，万华四川基地天然气制乙炔项目，年产14万吨聚碳酸酯（PC）项目，年产28万吨聚醚多元醇装置扩能改造项目，柠檬醛及其衍生物一体化项目，聚二甲基硅氧烷项目，年产5万吨水性树脂项目，锂离子电池材料研发中试项目等环评陆续公示。万华化学在2021年的国际橡塑展展出的重点产品包括六大领域：可再生能源及环保解决方案、便捷出行交通解决方案、智能通信、品质生活、生活消费及医疗、CMF设计。在规划大宗化学品的同时，万华也在积极规划细分领域的新材料，尤其是与万华现有业务平台高度协同、高附加值、差异化的产品，丰富公司产品体系，为下游细分领域客户提供全系列一站式服务和最优解决方案。

投资建议

公司有潜力成为化工新材料综合解决方案提供商，我们对公司成长为全球化工50强充满信心，维持之前的盈利预测，预计公司2021-2023年营业收入分别为1029/1011/1286亿元，同比增长40.1%/-1.8%/27.3%，归母净利润分别为208/192/230亿元，同比+107.0%/-7.4%/+19.3%，对应EPS分别为6.62/6.13/7.32元，目前股价对应

PE 分别为 16/17/14 倍。维持“增持”评级。

风险提示

新建项目进度不及预期，其他 MDI 生产企业扩产造成 MDI 供大于求等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,051	73,433	102,879	101,053	128,599
YoY (%)	-6.6%	7.9%	40.1%	-1.8%	27.3%
归母净利润(百万元)	10,130	10,041	20,783	19,247	22,969
YoY (%)	-34.9%	-0.9%	107.0%	-7.4%	19.3%
毛利率 (%)	28.0%	26.8%	33.6%	32.0%	29.9%
每股收益 (元)	3.23	3.20	6.62	6.13	7.32
ROE	23.9%	20.6%	27.1%	18.7%	17.4%
市盈率	32.54	32.83	15.86	17.13	14.35

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：王天鹤

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn 邮箱：wangth@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,433	102,879	101,053	128,599	净利润	10,415	21,556	19,963	23,824
YoY (%)	7.9%	40.1%	-1.8%	27.3%	折旧和摊销	5,236	6,308	7,067	7,966
营业成本	53,766	68,335	68,749	90,140	营运资金变动	-411	-2,531	666	2,165
营业税金及附加	676	993	920	1,199	经营活动现金流	16,850	27,151	29,124	34,873
销售费用	2,939	3,933	4,013	5,057	资本开支	-23,119	-15,280	-15,290	-15,100
管理费用	1,420	2,079	1,998	2,570	投资	-721	-160	-160	-160
财务费用	1,076	1,617	1,265	780	投资活动现金流	-23,855	-15,194	-15,206	-14,951
资产减值损失	-488	-4	-4	-4	股权募资	720	0	0	0
投资收益	179	246	244	309	债务募资	91,773	-12,050	-6,336	-14,298
营业利润	11,825	24,691	22,729	27,208	筹资活动现金流	19,813	-18,030	-11,913	-19,421
营业外收支	-93	-80	-90	-100	现金净流量	12,785	-6,074	2,005	500
利润总额	11,732	24,611	22,639	27,108	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	1,317	3,055	2,676	3,284	成长能力				
净利润	10,415	21,556	19,963	23,824	营业收入增长率	7.9%	40.1%	-1.8%	27.3%
归属于母公司净利润	10,041	20,783	19,247	22,969	净利润增长率	-0.9%	107.0%	-7.4%	19.3%
YoY (%)	-0.9%	107.0%	-7.4%	19.3%	盈利能力				
每股收益	3.20	6.62	6.13	7.32	毛利率	26.8%	33.6%	32.0%	29.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	14.2%	21.0%	19.8%	18.5%
货币资金	17,574	11,495	13,500	14,000	总资产收益率 ROA	7.5%	13.3%	11.0%	11.4%
预付款项	781	745	787	1,108	净资产收益率 ROE	20.6%	27.1%	18.7%	17.4%
存货	8,704	12,015	11,755	15,284	偿债能力				
其他流动资产	13,468	19,027	16,869	20,983	流动比率	0.59	0.69	0.77	0.98
流动资产合计	40,526	43,283	42,912	51,376	速动比率	0.46	0.49	0.55	0.67
长期股权投资	1,314	1,324	1,334	1,344	现金比率	0.26	0.18	0.24	0.27
固定资产	56,371	76,755	95,887	113,666	资产负债率	61.4%	48.7%	38.9%	31.8%
无形资产	6,905	7,438	8,063	8,643	经营效率				
非流动资产合计	93,226	113,503	132,620	150,139	总资产周转率	0.55	0.66	0.58	0.64
资产合计	133,753	156,786	175,532	201,515	每股指标 (元)				
短期借款	38,245	26,295	20,960	7,662	每股收益	3.20	6.62	6.13	7.32
应付账款及票据	17,493	22,561	22,533	29,652	每股净资产	15.54	24.46	32.76	42.09
其他流动负债	12,395	13,632	11,950	14,960	每股经营现金流	5.37	8.65	9.28	11.11
流动负债合计	68,134	62,488	55,443	52,274	每股股利	1.30	1.27	1.27	1.27
长期借款	11,822	11,722	10,722	9,722	估值分析				
其他长期负债	2,146	2,146	2,146	2,146	PE	32.83	15.86	17.13	14.35
非流动负债合计	13,968	13,868	12,868	11,868	PB	5.86	4.29	3.21	2.49
负债合计	82,102	76,356	68,311	64,142					
股本	3,140	3,140	3,140	3,140					
少数股东权益	2,870	3,643	4,359	5,214					
股东权益合计	51,651	80,430	107,222	137,374					
负债和股东权益合计	133,753	156,786	175,532	201,515					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：助理分析师，中国人民大学理学学士，中科院化学所理学硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。