

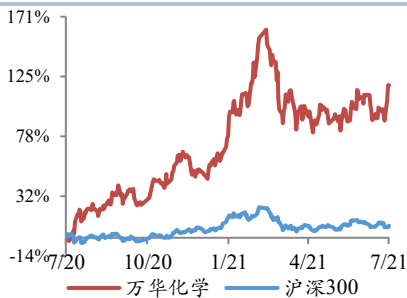
万华正成为产业链赋能者

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-07

收盘价（元） 118.90
近 12 个月最高/最低（元） 142.30/53.16
总股本（百万股） 3,140
流通股本（百万股） 1,424
流通股比例（%） 45.35
总市值（亿元） 3,733
流通市值（亿元） 1,693

公司价格与沪深 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

1. 科思创德国 MDI 装置不可抗力，MDI 价差或继续反弹 2021-07-04
2. MDI 价差有望反弹，建筑建材或是未来爆发点 2021-06-20
3. 万华获穆迪 Baa2 评级，助力海外扩张计划 2021-05-13

主要观点：

● 事件描述：

7 月 7 日，东方雨虹与万华化学集团签署战略合作协议。

● 公司与东方雨虹签署战略合作协议，MDI 和聚醚产品可用于防水涂料等领域

7 月 7 日，东方雨虹与万华化学集团在北京签署战略合作协议，双方就建立长期稳定的战略合作伙伴关系达成共识。东方雨虹和万华在研发、人才培养、生产等方面的管理理念相似，未来有望加强产研交流，整合优势资源，携手突破关键瓶颈技术。万华也将加强与东方雨虹在建筑建材领域的共同创新，推出更多引领行业发展方向的系统性解决方案。东方雨虹的建筑防水涂料等产品原料包括 MDI 和聚醚，两者都是万华的主营产品。此次战略合作带来的影响：（1）对于万华而言，可以为下游大客户提供更好的服务，同时继续巩固 MDI 和聚醚市场，把握市场动态；（2）对于东方雨虹而言，可以保障重要原材料的供应，减少原材料价格波动对成本的影响；（3）对双方而言，可以构筑行业技术、成本等方面的壁垒，实现双赢。

● 公司加强与上下游企业合作交流，逐步成为产业链赋能者

近年来，万华不断加强上下游企业战略合作，既是受益者，也是赋能者。据我们华安化工统计，近一年以来万华已与多家公司达成战略合作协议，包括阿布扎比国家石油、三棵树、中国化学、中控技术、大华股份、恒逸集团、东方雨虹等，在聚氨酯、石化、新材料、信息化等生产经营各个方面展开合作。另外，万华与索菲亚、欧派等消费端企业展开高层互访。一方面，万华可以通过企业间的合作，在技术创新、工艺开发、产品销售、原料采购、管理优化等方面提升自我；另一方面，万华开放创新的态度也是合作企业所需要的。

图表 1 近一年以来与万华签订战略合作协议的部分公司

时间	战略合作公司	合作内容
2020/8/5	阿布扎比国家石油公司	成立战略合资公司 AW Shipping，投资并运营 VLGC 及其他油轮船舶，并将主要用于运输万华化学 LPG 及相关石化原料，保证船舶的稳定运营。
2020/8/27	三棵树	（1）成立联合创新实验室 （2）就内墙、外墙、建筑防水等领域的原料研究、应用开发、行业推广等方面展开深入合作
2020/10/28	中国化学	在工程项目设计施工、科技研发、实业、国际化等领域开展全方位、多元化、深层次的合作。
2021/5/24	中控技术	推动万华智能工厂建设，提升全厂自动化、信息化整体水平，打造智能制造示范标杆

2021/5/31	大华股份	在信息通信新材料创新、新一代信息通信技术与安全管理深度融合、智能生产辅助、安全生产提升、流水线自动化改造、智慧化工园区等领域开展多元化、高标准的合作
2021/6/1	恒逸集团	(1) 在石化下游产业链项目、研发、贸易、海外项目运营等方面开展全方位合作； (2) 在文莱成立合资公司作为投资主体开展合作业务。
2021/7/7	东方雨虹	发挥各自优势，实现资源共享，双方将在新领域、新产品、新趋势等方面开展深入合作。

资料来源：公司网站，华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 208.16、227.72、255.90 亿元，同比增速为 107.3%、9.4%、12.4%。对应 PE 分别为 17.93、16.39、14.59 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；公司核心产品因技术突破或合资经营等方式大规模扩散的风险；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。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73433	104473	115388	127143
收入同比 (%)	7.9%	42.3%	10.4%	10.2%
归属母公司净利润	10041	20816	22772	25590
净利润同比 (%)	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
毛利率 (%)	26.8%	33.3%	33.5%	33.5%
ROE (%)	20.6%	29.9%	24.7%	21.7%
每股收益 (元)	3.20	6.63	7.25	8.15
P/E	28.47	17.93	16.39	14.59
P/B	5.86	5.36	4.04	3.16
EV/EBITDA	17.89	11.26	10.89	10.33

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	40526	36497	36123	39582	营业收入	73433	104473	115388	127143
现金	17574	4566	4566	4566	营业成本	53766	69689	76790	84591
应收账款	6309	7103	8425	9617	营业税金及附加	676	1008	1051	1185
其他应收款	704	799	988	1093	销售费用	2939	3448	4381	4704
预付账款	781	760	880	1040	管理费用	1420	1985	2285	2464
存货	8704	12253	13130	14343	财务费用	1076	2324	2314	2142
其他流动资产	6455	11016	8134	8922	资产减值损失	-488	-59	-22	-28
非流动资产	93226	122070	146000	170141	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	1314	1314	1314	1314	投资净收益	179	0	0	0
固定资产	56371	75162	90509	108186	营业利润	11825	25142	27143	30431
无形资产	6905	9206	11232	13197	营业外收入	23	0	0	0
其他非流动资产	28636	36389	42945	47445	营业外支出	116	0	0	0
资产总计	133753	158567	182122	209723	利润总额	11732	25142	27143	30431
流动负债	68134	76596	76532	77591	所得税	1317	3552	3524	3889
短期借款	38245	42231	37373	35356	净利润	10415	21590	23619	26542
应付账款	9156	10066	12248	13372	少数股东损益	373	774	847	952
其他流动负债	20733	24299	26911	28863	归属母公司净利润	10041	20816	22772	25590
非流动负债	13968	8730	8730	8730	EBITDA	17826	37135	37953	39810
长期借款	11822	6584	6584	6584	EPS (元)	3.20	6.63	7.25	8.15
其他非流动负债	2146	2146	2146	2146					
负债合计	82102	85326	85262	86321					
少数股东权益	2870	3645	4492	5444	主要财务比率				
股本	3140	3140	3140	3140	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2161	2162	2162	2162	成长能力				
留存收益	43479	64295	87067	112657	营业收入	7.9%	42.3%	10.4%	10.2%
归属母公司股东权	48780	69597	92368	117959	营业利润	-3.8%	112.6%	8.0%	12.1%
负债和股东权益	133753	158567	182122	209723	归属于母公司净利	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	26.8%	33.3%	33.5%	33.5%
					净利率 (%)	13.7%	19.9%	19.7%	20.1%
					ROE (%)	20.6%	29.9%	24.7%	21.7%
					ROIC (%)	10.9%	18.3%	17.2%	16.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	61.4%	53.8%	46.8%	41.2%
					净负债比率 (%)	159.0%	116.5%	88.0%	70.0%
					流动比率	0.59	0.48	0.47	0.51
					速动比率	0.46	0.31	0.29	0.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.66	0.63	0.61
					应收账款周转率	11.64	14.71	13.70	13.22
					应付账款周转率	5.87	6.92	6.27	6.33
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.20	6.63	7.25	8.15
					每股经营现金流	5.37	9.81	13.11	11.84
					每股净资产	15.54	22.17	29.42	37.57
					估值比率				
					P/E	28.47	17.93	16.39	14.59
					P/B	5.86	5.36	4.04	3.16
					EV/EBITDA	17.89	11.26	10.89	10.33

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，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。

联系人：曾祥钊，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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；
- 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。