

万华化学 (600309.SH)

低成本扩产新工艺投产，拥抱景气上行

核心观点:

- **事件: 烟台工业园 MDI 装置扩能技改完成。**万华化学公告, 烟台工业园 MDI 装置原有产能 60 万吨/年, 公司通过技术改造完成了 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能。项目至 2021 年 2 月累计投资 2.84 亿元。
- **低投资新工艺大幅降低成本, 万华技术优势地位继续巩固。**2018 年公司 MDI 第六代反应技术取得新突破, 到 2021 年技改扩能项目投产, 万华化学在 MDI 领域的技术水平与成本优势已经远远领先同行。根据公司公告, 新工艺技改扩能 50 万吨/年, 截止 2021 年 2 月累计投资额为 2.84 亿元, 折合单吨投资额 568 元/吨, 完成技改扩能后, 现有 110 万吨装置可带来较大成本节省。万华化学通过技术进步带来的成本优势地位将进一步巩固。
- **石化项目盈利能力大幅提升, C2 项目顺利投产。**据我们的模拟测算, C3 业务受 PO、丙烯酸、新戊二醇等主要产品价格上涨, C3 项目模拟利润大幅提升。另据公司公告 (2020-72 号), 烟台工业园乙烯项目于 2020 年 11 月 9 日产出合格乙烯产品, 正式建成投产。
- **顺周期复苏继续推动增长, 持续资本开支抬升业绩中枢。**展望 2021, 后疫情时代的顺周期复苏有望持续推动公司业绩增长, 当前 MDI 价格均再次回到上行通道, 公司业绩预计有望持续改善。公司持续的资本开支与研发投入, 香精香料、改性塑料、尼龙 12、锂电材料等项目有望陆续建成达成, 持续抬升公司业绩中枢。
- **根据我们的模型假设, 我们预计 20-22 年业绩分别为 3.18/6.02/7.06 元/股。**考虑到公司新技改项目投产, 以及当前 MDI 价格走势, 我们上修公司业绩预期。参考可比公司估值, 我们维持给予公司 2021 年业绩 25 倍 PE 估值水平, 对应合理价值为 150.56 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**疫情持续导致需求下滑; 生产安全事故; 项目进度低预期。

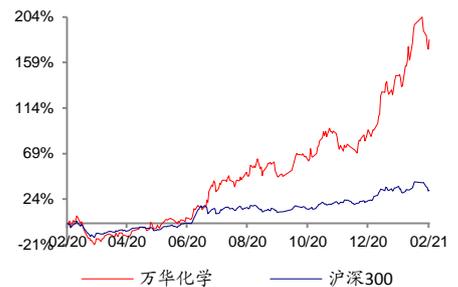
盈利预测:

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 72,837 | 68,051 | 75,704 | 106,656 | 116,929 |
| 增长率 (%) | 37.1 | -6.6 | 11.2 | 40.9 | 9.6 |
| EBITDA (百万元) | 23,568 | 17,156 | 17,943 | 29,215 | 33,076 |
| 归母净利润 (百万元) | 15,566 | 10,130 | 9,971 | 18,909 | 22,164 |
| 增长率 (%) | 39.8 | -34.9 | -1.6 | 89.6 | 17.2 |
| EPS (元/股) | 5.69 | 3.23 | 3.18 | 6.02 | 7.06 |
| 市盈率 (P/E) | 4.92 | 17.41 | 41.99 | 22.14 | 18.89 |
| ROE (%) | 40.9 | 23.9 | 18.2 | 26.3 | 24.1 |
| EV/EBITDA | 4.21 | 11.72 | 24.68 | 14.50 | 12.41 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 133.35 元 |
| 合理价值 | 150.56 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2021-02-26 |

相对市场表现



分析师:

何雄



SAC 执证号: S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

请注意, 何雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

万华化学 (600309.SH) :Q4 2021-01-06

利润大幅增长, 长期业绩中

枢稳定上行

万华化学 2020-10-25

(600309.SH) :MDI 价格大

幅上行, 业绩持续向好

万华化学 (600309.SH) :Q2 2020-08-20

业绩改善, MDI 价格价差逐

步修复

联系人: 郭齐坤 021-38003580

guoqikun@gf.com.cn

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 30,893 | 23,484 | 30,540 | 45,323 | 50,455 | 经营活动现金流 | 22,877 | 25,933 | 18,145 | 29,183 | 31,108 |
| 货币资金 | 7,229 | 4,566 | 9,781 | 19,157 | 22,463 | 净利润 | 16,072 | 10,593 | 10,419 | 19,904 | 23,330 |
| 应收及预付 | 13,827 | 4,871 | 5,439 | 7,610 | 8,332 | 折旧摊销 | 3,982 | 4,601 | 5,522 | 6,082 | 6,502 |
| 存货 | 8,940 | 8,587 | 9,793 | 12,766 | 13,783 | 营运资金变动 | 1,107 | 8,951 | 1,031 | 2,290 | 793 |
| 其他流动资产 | 896 | 5,460 | 5,527 | 5,790 | 5,878 | 其它 | 1,716 | 1,788 | 1,172 | 907 | 482 |
| 非流动资产 | 56,170 | 73,382 | 86,572 | 87,800 | 96,837 | 投资活动现金流 | -10,570 | -18,367 | -12,438 | -2,145 | -10,125 |
| 长期股权投资 | 708 | 718 | 728 | 778 | 798 | 资本支出 | -10,495 | -17,797 | -12,410 | -2,087 | -10,097 |
| 固定资产 | 35,644 | 37,478 | 48,796 | 54,980 | 62,995 | 投资变动 | -146 | -711 | -153 | -193 | -163 |
| 在建工程 | 11,340 | 24,066 | 26,066 | 21,066 | 22,066 | 其他 | 71 | 142 | 125 | 135 | 135 |
| 无形资产 | 3,314 | 5,337 | 5,337 | 5,337 | 5,337 | 筹资活动现金流 | -9,936 | -9,233 | -493 | -17,662 | -17,677 |
| 其他长期资产 | 5,164 | 5,783 | 5,646 | 5,639 | 5,642 | 银行借款 | 41,283 | 50,325 | 4,519 | -9,857 | -9,797 |
| 资产总计 | 87,063 | 96,865 | 117,112 | 133,122 | 147,292 | 股权融资 | 0 | 63 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 39,895 | 44,800 | 51,892 | 49,432 | 41,955 | 其他 | -51,220 | -59,621 | -5,012 | -7,805 | -7,880 |
| 短期借款 | 18,869 | 20,034 | 24,253 | 14,097 | 4,000 | 现金净增加额 | 2,414 | -1,674 | 5,214 | 9,376 | 3,306 |
| 应付及预收 | 11,650 | 18,746 | 21,287 | 28,021 | 30,313 | 期初现金余额 | 3,779 | 6,193 | 4,566 | 9,781 | 19,157 |
| 其他流动负债 | 9,376 | 6,020 | 6,352 | 7,314 | 7,641 | 期末现金余额 | 6,193 | 4,519 | 9,781 | 19,157 | 22,463 |
| 非流动负债 | 7,586 | 8,134 | 8,434 | 8,734 | 9,034 | | | | | | |
| 长期借款 | 5,724 | 5,963 | 6,263 | 6,563 | 6,863 | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1,862 | 2,172 | 2,172 | 2,172 | 2,172 | | | | | | |
| 负债合计 | 47,481 | 52,934 | 60,327 | 58,166 | 50,989 | | | | | | |
| 股本 | 2,734 | 3,140 | 3,140 | 3,140 | 3,140 | | | | | | |
| 资本公积 | 3,703 | 2,162 | 2,162 | 2,162 | 2,162 | | | | | | |
| 留存收益 | 33,087 | 37,144 | 49,550 | 66,726 | 86,906 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 38,049 | 42,364 | 54,770 | 71,946 | 92,126 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,533 | 1,567 | 2,015 | 3,010 | 4,177 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 87,063 | 96,865 | 117,112 | 133,122 | 147,292 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 72,837 | 68,051 | 75,704 | 106,656 | 116,929 |
| 营业成本 | 46,968 | 48,998 | 55,849 | 72,805 | 78,604 |
| 营业税金及附加 | 822 | 576 | 643 | 907 | 994 |
| 销售费用 | 2,460 | 2,783 | 3,233 | 4,586 | 5,028 |
| 管理费用 | 1,373 | 1,434 | 1,363 | 2,133 | 2,339 |
| 研发费用 | 1,629 | 1,705 | 2,195 | 3,093 | 3,391 |
| 财务费用 | 1,048 | 1,080 | 824 | 648 | 105 |
| 资产减值损失 | 182 | -284 | -280 | -150 | -140 |
| 公允价值变动收益 | -3 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 120 | 159 | 125 | 135 | 135 |
| 营业利润 | 19,604 | 12,297 | 12,203 | 23,231 | 27,225 |
| 营业外收支 | -108 | -37 | -87 | -87 | -97 |
| 利润总额 | 19,495 | 12,260 | 12,116 | 23,144 | 27,128 |
| 所得税 | 3,423 | 1,667 | 1,696 | 3,240 | 3,798 |
| 净利润 | 16,072 | 10,593 | 10,419 | 19,904 | 23,330 |
| 少数股东损益 | 506 | 463 | 448 | 995 | 1,167 |
| 归属母公司净利润 | 15,566 | 10,130 | 9,971 | 18,909 | 22,164 |
| EBITDA | 23,568 | 17,156 | 17,943 | 29,215 | 33,076 |
| EPS (元) | 5.69 | 3.23 | 3.18 | 6.02 | 7.06 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 37.1% | -6.6% | 11.2% | 40.9% | 9.6% |
| 营业利润增长 | 15.6% | -37.3% | -0.8% | 90.4% | 17.2% |
| 归母净利润增长 | 39.8% | -34.9% | -1.6% | 89.6% | 17.2% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 35.5% | 28.0% | 26.2% | 31.7% | 32.8% |
| 净利率 | 22.1% | 15.6% | 13.8% | 18.7% | 20.0% |
| ROE | 40.9% | 23.9% | 18.2% | 26.3% | 24.1% |
| ROIC | 23.3% | 14.8% | 11.8% | 20.1% | 20.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 54.5% | 54.6% | 51.5% | 43.7% | 34.6% |
| 净负债比率 | 120.0% | 120.5% | 106.2% | 77.6% | 52.9% |
| 流动比率 | 0.77 | 0.52 | 0.59 | 0.92 | 1.20 |
| 速动比率 | 0.54 | 0.32 | 0.39 | 0.65 | 0.86 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.84 | 0.70 | 0.65 | 0.80 | 0.79 |
| 应收账款周转率 | 18.90 | 15.35 | 15.34 | 15.34 | 15.34 |
| 存货周转率 | 8.15 | 7.92 | 7.73 | 8.35 | 8.48 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 5.69 | 3.23 | 3.18 | 6.02 | 7.06 |
| 每股经营现金流 | 8.37 | 8.26 | 5.78 | 9.29 | 9.91 |
| 每股净资产 | 13.92 | 13.49 | 17.44 | 22.91 | 29.34 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 4.92 | 17.41 | 41.99 | 22.14 | 18.89 |
| P/B | 2.01 | 4.16 | 7.64 | 5.82 | 4.54 |
| EV/EBITDA | 4.21 | 11.72 | 24.68 | 14.50 | 12.41 |

广发基础化工行业研究小组

何 雄：联席首席分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
郭 齐 坤：山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼 | 香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。