

买入 (维持)

## 万华化学

600309

产销持续增长，产品价格底部区域业绩依然亮眼，聚氨酯、新材料等项目继续发力，坚定看好公司未来发展

2020年03月31日

### 市场数据

市场数据日期	2020-03-31
收盘价(元)	41.25
总股本(百万股)	3139.75
流通股本(百万股)	1423.76
总市值(百万元)	125589.87
流通市值(百万元)	56950.26
净资产(百万元)	42364.09
总资产(百万元)	96865.32
每股净资产	13.49

### 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	68051	65140	86751	110101
同比增长(%)	-6.6%	-4.3%	33.2%	26.9%
净利润(百万元)	10130	9862	13390	17040
同比增长(%)	-34.9%	-2.6%	35.8%	27.3%
毛利率(%)	28.0%	26.4%	27.4%	27.1%
净利润率(%)	14.9%	15.1%	15.4%	15.5%
净资产收益率(%)	23.9%	18.7%	22.1%	23.5%
每股收益(元)	2.86	2.78	3.78	4.81
每股经营现金流(元)	7.31	1.62	5.48	7.56

### 相关报告

《【兴证化工】万华化学(600309)事件点评:整合TDI资源提升国际竞争力,福建康乃尔MDI建设稳步推进》  
2020-03-04

《【兴证化工】万华化学(600309)2019年三季度报点评:产品价格处历史底部区域,成本优势铸就公司坚实业绩基础,内生外延助力公司持续较快成长》  
2019-10-25

《【兴证化工】万华化学(600309)公告点评:收购福建康乃尔,布局福建生产基地,MDI价格底部区域,公司上调9月挂牌价》  
2019-08-29

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

团队成员:

邓先河、张勋、刘一瑾

### 投资要点

- **事件:** 万华化学发布2019年年报,报告期内公司实现营业收入680.51亿元,同比下滑6.57%;实现归母净利润101.30亿元,同比下滑34.92%,实现每股收益3.23元,每股经营性净现金流8.26元。其中2019Q4单季度实现营业收入195.11亿元,同比增长12.29%,环比增长14.77%;实现归母净利润22.31亿元,同比增长11.2%,环比下滑2.09%。公司拟向全体股东每10股派发13元现金红利(含税)。
- **维持“买入”的投资评级。** TDI装置产能放量,MDI及PO/AE装置产能利用率提升带动产销增长,聚氨酯与石化产品价格同比下跌,公司2019年营业收入小幅下降,业绩同比下滑。Q4单季度受益LPG贸易量增长,营收及毛利环比增长,美国工程项目计提减值拖累公司Q4业绩环比下滑。

万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI为寡头垄断市场,新建装置难度大、周期长;万华依赖于持续研发攻关实现技术突破,有望在较短时间内实现80万吨级产能飞跃,巩固全球第一地位。公司C3/C4石化装置运行平稳,LPG贸易规模不断扩大;在建100万吨大乙烯装置有望协同强化聚氨酯板块优势,加深石化产业链布局。18年以来公司7万吨PC、30万吨TDI、8万吨PMMA等项目陆续投产,未来随着PC二期、SAP、合成香料、ADI、尼龙-12等多个新项目陆续落地,产品类别进一步多元化、产业链配套及布局进一步完善。19年初公司完成整体上市事宜,整合MDI等优质资产、改善治理结构;助力自身向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心供应商等高远目标大步迈进。我们调整公司2020-2021年EPS预测值分别至2.78、3.78元,并引入2022年4.81元的预测,维持“买入”的投资评级。

**风险提示:** 全球宏观经济不及预期的风险,MDI技术扩散的风险,产品价格大幅波动的风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

## 事件

万华化学发布 2019 年年报, 报告期内公司实现营业收入 680.51 亿元, 同比下滑 6.57%; 实现归母净利润 101.30 亿元, 同比下滑 34.92%, 实现扣非归母净利润 91.56 亿元, 同比下滑 8.75%, 实现每股收益 3.23 元, 每股经营性净现金流 8.26 元。

其中 2019Q4 单季度实现营业收入 195.11 亿元, 同比增长 12.29%, 环比增长 14.77%; 实现归属上市公司股东的净利润 22.31 亿元, 同比增长 11.2%, 环比下滑 2.09%; 折合单季度 EPS 为 0.71 元。

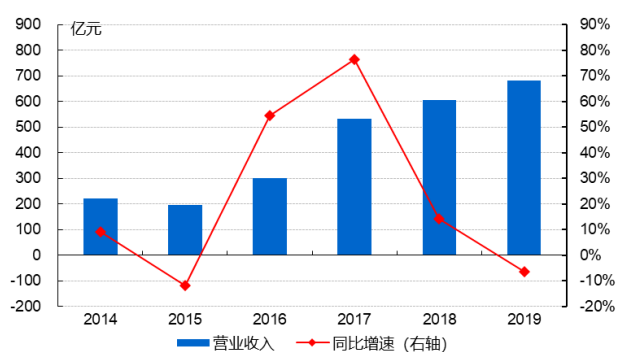
公司拟向全体股东每 10 股派发 13 元现金红利(含税)。

## 点评

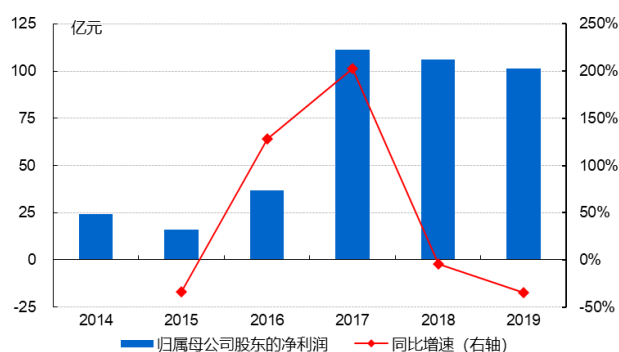
TDI 装置产能放量、MDI 及 PO/AE 装置产能利用率提升带动产销增长, 聚氨酯与石化产品价格同比下跌, 公司 2019 年营业收入小幅下降, 业绩同比下滑。Q4 单季度受益 LPG 贸易量增长, 营收及毛利环比增长, 美国工程项目计提减值拖累公司 Q4 业绩环比下滑。

- **主要产品价格下跌, 全年营业收入、毛利下滑, 毛利率回落。**2019 年公司营业收入 680.51 亿元, 同比下滑 6.57%; 从经营数据来看, 由于大宗商品普跌, 公司营收占比较高的聚氨酯及石化板块业务均出现了量升价跌的情况。聚氨酯产品售价跌幅大于成本下降、精细化学品新材料产品售价涨幅小于成本上升, 导致公司盈利能力下滑, 全年公司毛利为 190.53 亿元(同比-68.16 亿元, -26.35%), 综合毛利率为 28.00%(同比-7.52pcts)。实现归母净利润 101.30 亿元, 同比下滑 34.92%, 实现扣非归母净利润 91.56 亿元, 同比下滑 8.75%。

图表1、2019 年公司营收同比下滑



图表2、公司归母净利润同比下滑



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

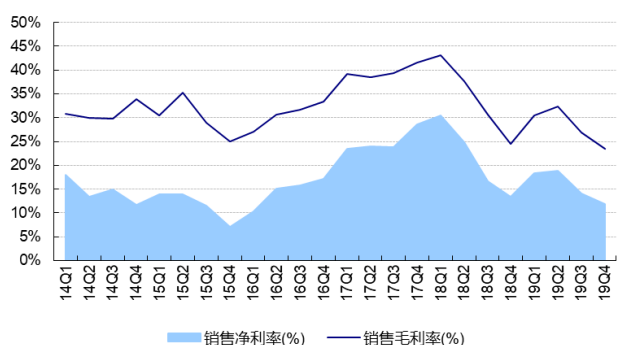
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

销量规模提升, 物流费用增加, 全年期间费用略有增长。期间费用方面, 公司 2019 年期间费用为 70.01 亿元(同比+4.92 亿元, +7.55%), 占比营收 10.29%

(同比+1.98pcts)。拆分来看,2019年公司销售费用为27.83亿元(同比+3.22亿元,+13.10%),销售费用率为4.09%(同比+0.71pcts),销售费用率的增长主要系销量增长带来的物流费用上升,员工费用、宣传费等“非刚性”销售支出均有一定降低;管理费用为14.34亿元(同比+6132万元,+4.47%),管理费用率为2.11%(同比+0.22pcts);公司继续保持高强度研发投入,研发支出为17.04亿元(同比+7613万元,+4.67%),占比营收2.51%,同比+0.27pcts);财务费用为10.80亿元(同比+3164万元,+3.02%),财务费用率为1.59%(同比+0.15pcts)。

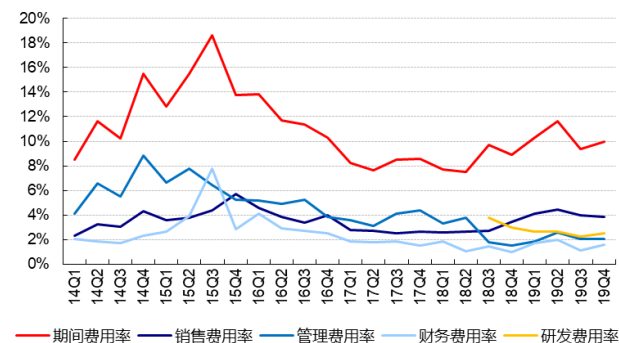
**Q4单季度石化板块销量增幅较大,带动营收增长。**2019Q4单季度实现营业收入195.11亿元(环比+14.77%),四季度营收增长主要贡献自石化板块,预计为LPG贸易增长所致;毛利环比增长0.22%至45.77亿元,实现归母净利润为22.31亿元(环比-2.09%),毛利环比小幅增长但最终业绩出现下滑主要系四季度美国工程项目计提减值3.10亿元所致。此外,公司Q4单季度期间费用保持稳定为19.51亿元,占比营收10.00%(环比+0.62pcts),其中销售费用率为3.87%(环比-0.12pcts)、财务费用率为1.58%(环比+0.45pcts)、管理费用率为2.03%(环比持平),研发费用率为2.52%(环比+0.29pcts)。

图表3、公司销售净利率与销售毛利率(季度)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图表4、公司费用率情况(季度)

注:根据新准则,18Q3起管理费用中研发开支单列  
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

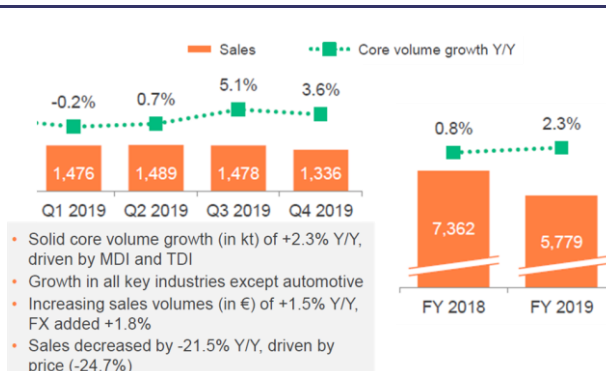
- 公司全年各业务板块产销量保持增长,聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产品产销量均有所增长。

**聚氨酯系列:**产销增长核心在于BC并表与TDI新产能投放,下游需求良好亦有推动作用。从产销量来看,聚氨酯系列产品产量和销量分别为268.24和261.96万吨,同比分别增长80.82和增长69.84万吨(相较并表前口径,下同)。其中,下半年产销量分别为129.99和133.39万吨,同比分别增长32.70万吨(+33.61%)和39.08万吨(+41.43%);以并表后口径来看,公司聚氨酯板块产品产销量同比亦分别有16.37%和12.27%的增长。2019年公司聚氨酯板块产品产销量同比增长的主要原因是:(1)吸收合并万华化工后BC公司的30万吨MDI与25万吨TDI并表;(2)公司30万吨TDI于2018年年底投产并于2019年6月完成调试。根据公司披露产能利用率情况计算可得,以上两

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

个原因可带来约 67.30 万吨的聚氨酯板块产量增量，剩余约 13.52 万吨的增量则主要来自于聚醚装置及国内 MDI 装置产能利用率提升。从按行业层面来看，2019 年全球 MDI 需求约 740 万吨，同比增长 5.71%，需求增长营造了相对良好的市场环境，全球主要 MDI 企业聚氨酯板块销量均有一定上涨。市场需求较好背景下，2019 年万华 MDI 装置产能利用率上升，销量同比增长。

图表5、科思创聚氨酯系列产品销量上升



图表6、亨斯曼聚氨酯系列产品销量上升

HUNTSMAN		Price: Local <sup>(1)</sup>	Price: FX <sup>(1)</sup>	Mix & Other	Volume <sup>(2)</sup>
1Q19	Y/Y	↓ 13%	↓ 3%	↑ 1%	↑ 2%
2Q19	Y/Y	↓ 14%	↓ 3%	↑ 1%	↑ 7%
	Y/Y <sup>(3)</sup>	↓ 14%	↓ 3%	↑ 2%	↑ 3%
3Q19	Y/Y	↓ 13%	↓ 2%	↑ 2%	↑ 1%
4Q19	Y/Y	↓ 11%	↓ 1%	↑ 5%	↑ 4%

(1) Excludes sales from tolling, by-products and raw materials. Includes MTBE.  
 (2) Excludes sales volumes of by-products and raw materials. Includes MTBE.  
 (3) Pro forma adjusted for 2Q18 Rotterdam outages onset by third-party constraints; EBITDA impact of \$20mm.

资料来源：科思创公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：亨斯曼公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**石化系列：PO/AE 装置开工率提升、LPG 贸易量增长推动石化系列产品产销量增长。**2019 年全年公司石化系列产品产量为 199.01 万吨（并表前口径，同比+31.90%；并表后口径，同比+10.99%），产量的稳步增长主要来自于公司 PO/AE 装置开工率提升，2019 年开工负荷达到 106%；销量为 443.97 万吨（并表前口径，同比+14.81%；并表后口径，同比+9.78%），另有库存 9.17 万吨（并表后口径，同比+14.63%）。其中 Q4 单季度石化产品产销量分别为 54.06 万吨和 178.6 万吨，同比分别增长 26.67%和 84.31%（并表前口径）；产量环比基本，销量环比增长 50.24%。公司产销量增长较快，尤其是 Q4 销量增长明显，我们认为主要是 2019 年下半年丙烷价格上涨公司加大 LPG 贸易量所致。特别是四季度开始，伴随着油价上涨，丙烷价格单边上行，或带动公司 LPG 贸易量提升。

**精细化学品及新材料系列：新投产的 PC 与 PMMA 贡献产销增量。**该板块 2019 年全年产销量分别为 42.69 和 41.47 万吨（并表后口径，同比分别+38.07%和+37.35%；并表前口径下，同比分别+28.90%和+29.76%）。其中 Q4 单季度产销量分别为 12.02 和 13.14 万吨，同比分别增长 2.46 和 3.07 万吨（并表前口径），环比分别增长 1.33 和 2.38 万吨。我们认为产销量增量主要来自于公司去年下半年投产的 PC 等装置以及 8 月 2 日复产的 PMMA 等装置（4 月 24 日停产检修）所贡献的产销量。

图表7、万华化学主要经营数据（单季度）

	聚氨酯系列				石化系列				精细化学品与新材料系列			
	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价	营收	产量	销量	均价
	/亿元	/万吨	/万吨	/(万元/吨)	/亿元	/万吨	/万吨	/(万元/吨)	/亿元	/万吨	/万吨	/(万元/吨)
17Q1	60.8	34.88	40.08	1.52	33.16	37.72	67.06	0.494	8.11	5.46	4.31	1.88

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

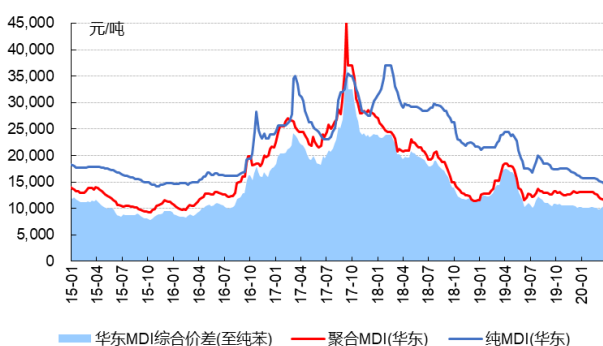
17Q2	78.99	52.43	46.76	1.69	36.01	49.14	84.63	0.425	9.57	5.74	5.3	1.81
17Q3	84.46	50.02	51.36	1.64	38.42	47.86	101.5	0.379	12.53	6.93	7.66	1.64
17Q4	74.09	44.64	45.4	1.63	45.48	24.85	78.41	0.58	11.76	7.35	6.69	1.76
18Q1	81.48	42.14	44.21	1.84	34.77	38.4	72.01	0.483	10.81	8.28	5.63	1.92
18Q2	86.63	50.97	50.62	1.71	48.43	36.97	110.19	0.439	16.05	8.6	8.44	1.9
18Q3	75.07	46.62	47.74	1.57	54.49	32.86	107.65	0.51	15.07	6.46	8.04	1.87
18Q4	66.34	47.69	49.55	1.34	51.39	42.64	96.85	0.53	15.10	9.56	10.06	1.50
19Q1	82.41	64.47	65.79	1.25	40.23	44.68	79.86	0.50	15.32	10.47	8.06	1.90
19Q2	82.43	70.38	66.18	1.25	34.90	46.30	66.63	0.52	17.05	9.50	9.50	1.79
19Q3	75.72	63.60	64.51	1.17	51.26	53.97	118.88	0.43	18.00	10.70	10.76	1.67
19Q4	78.03	69.79	65.48	1.19	74.64	54.06	178.60	0.42	20.50	12.02	13.14	1.56

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 价格与价差：聚氨酯售价跌幅大于成本下降，价格/价差双双收窄；成本摊薄石化产品毛利率小幅增长；精细化学品新材料成本上升、价差收窄。

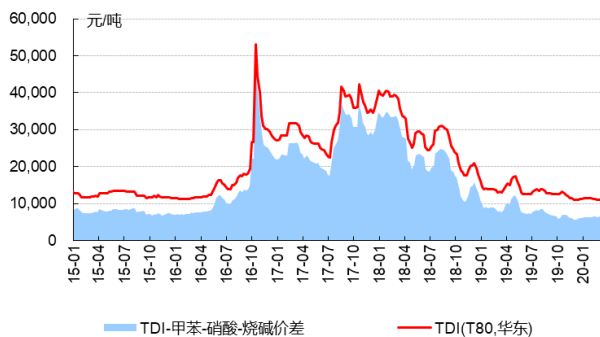
**聚氨酯系列：**产品价格与价差的下行是公司毛利下滑的主要原因。2019 年全年公司聚氨酯系列产品实现营收 318.58 亿元（同比-18.65%，并表后口径，下同），毛利 131.70 亿元（同比-33.50%）。主要产品 MDI、TDI 和聚醚价格都曾在上半年迎来上涨，但下半年供需宽松价格下滑，公司 2019 年聚氨酯系列产品均价为 1.22 万元/吨，同比去年的 1.61 万元/吨下滑 0.39 万元/吨（并表前口径）。从市场价格来看，华东 MDI 综合价（PM 占比 70%、纯 M 占比 30%）-纯苯、TDI80-原料及硬泡聚醚-原料均价差均出现下滑，三者 2019 年全年价差的均值分别为 12341、7975 和 1610 元/吨（含税价），较 2018 年分别下滑 5558、14443 和 895 元/吨，致使公司全年聚氨酯系列产品毛利下降。Q4 单季度来看，MDI 综合价差与 TDI80-原料价差同比分别下跌 1413 和 7012 元/吨，环比下跌 486 和 1373 元/吨；硬泡聚醚价格与价差则迎来反弹，同比上升 312 元/吨，环比上升 387 元/吨。

图表8、华东 MDI 综合-纯苯价差走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表9、TDI-原材料价格走势

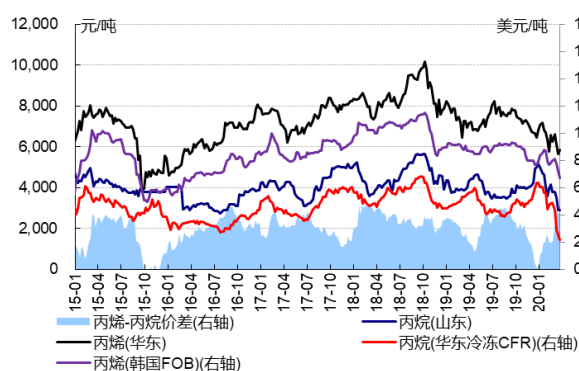


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

石化系列：主要产品价格/价差下跌拖累营收下降，产销规模增长摊薄成本，

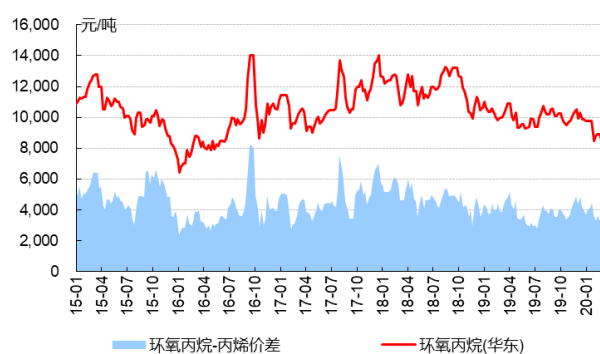
毛利率小幅上涨。公司石化产品主要依托 PDH, 向丙烯、碳四下游纵向延伸, 2019 年公司石化系列产品实现营收 201.02 亿元(同比-6.67 亿元, -3.21%), 毛利 22.42 亿元(同比+1.08 亿元, +5.08%), 毛利率 11.15%(同比+0.88pcts)。从价差数据来看 2019 年 PDH 价差均值为 304 美元/吨, 较 2018 年全年的均价差 374 美元/吨下跌 70 美元/吨。此外, 2019 年全年 PO-丙烯、丙烯酸-丙烯、丙烯酸丁酯-丙烯酸和 NPG-丙烯价差均值同比变化分别为-982、-81、-691、-2510 元/吨, 主要产品价差同比均呈下跌态势。全年公司毛利率有所增长, 我们认为主要系 **2019 年公司石化装置维持高开工率, 产销量的增长摊薄相关成本所致(单吨折旧与能耗均降低约 10%)**。Q4 单季度来看, 主要石化产品价格与价差仍延续弱势, 仅 PO 因丙烯价格下跌价差环比有所改善, PO-丙烯、丙烯酸-丙烯、丙烯酸丁酯-丙烯酸和 NPG-丙烯价差均值同比变化分别为-254、-1493、-675、-1352 元/吨, 环比变化分别为+446、-153、-39、-91 元/吨。

图表10、丙烯-丙烷价差走势



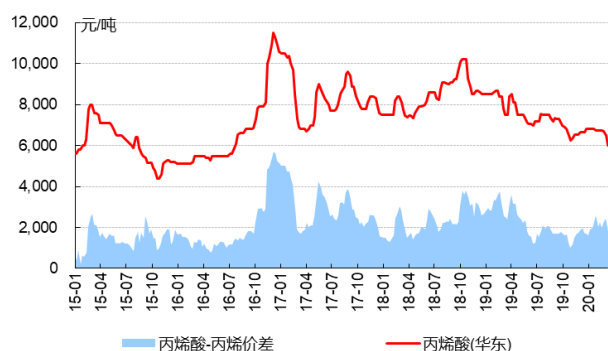
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表11、环氧丙烷-丙烯价差走势



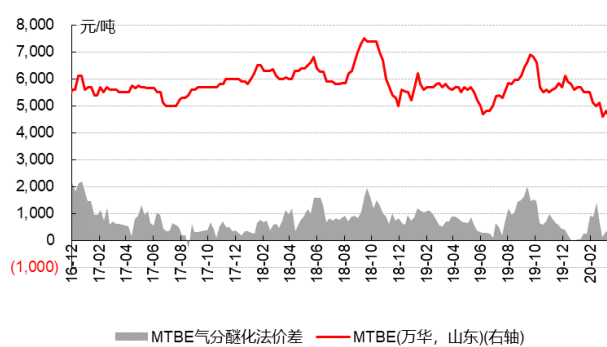
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表12、丙烯酸-丙烯价差走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表13、MTBE 气分醚化法价差走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **主要产品价格处于历史较低分位, 未来大概率将向历史中枢回归。**MDI 作为公司核心产品及最主要的毛利来源, 其价格自 2019Q2 回落并在低位震荡至 2020Q1; 但随着油价下跌以及全球需求走弱, MDI 价格有所下滑, 整体来看目前 MDI 价格已位于历史低位。截至 2020 年 3 月 27 日, 华东纯 MDI 和聚

合 MDI 价格为 14650 和 11600 元/吨, 分别处于 1.5% 和 6.4% 的历史分位, 位于历史较低水平; 华东 MDI-纯苯综合价差为 10627 元/吨, 处于 9.2% 的历史分位, 亦处于历史较低水平。考虑到万华技术、规模优势、产业链完整、配套齐全, 具有成本优势, 我们认为部分配套不完善企业、成本较高企业或已处盈亏平衡之中, 故 MDI 价格下降空间或已不大, 未来大概率向历史中枢回归。

图表14、万华化学主要产品市场价格及价差

大类	产品	单位	最新价格 (2020-3-27)	最新值处历史 分位	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	Q4环比	Q4同比	18FY	19FY	19FY同比
聚氨酯系列	纯MDI(华东)	元/吨	14650	1.5%	22027	21508	18292	17115	-1177	-5638	28540	19736	-30.9%
	聚合MDI(华东)	元/吨	11600	6.4%	14046	15377	12923	12900	-23	154	19201	13812	-28.1%
	MDI综合价格(华东)	元/吨	12515	5.2%	16440	17216	14534	14165	-369	-1384	22003	15589	-29.2%
	华东MDI综合价差(至纯苯)	元/吨	10627	9.2%	13401	14303	11073	10587	-486	-1413	17899	12341	-31.1%
	TDI(华东)	元/吨	10150	0.0%	13831	14546	13231	11923	-1308	-7485	28393	13383	-52.9%
	华东TDI价差	元/吨	6505	1.8%	8702	9295	7639	6266	-1373	-7012	22419	7975	-64.4%
	硬泡聚醚(华东)	元/吨	8150	13.5%	9069	8560	8373	8685	312	-1338	10921	8672	-20.6%
	软泡聚醚(华东)	元/吨	8650	8.4%	11181	10365	10292	10565	273	-1615	12678	10601	-16.4%
	硬泡聚醚-环氧丙烷价差	元/吨	2550	41.6%	1843	1643	1284	1671	387	-272	2505	1610	-35.7%
石化系列	丙烯(韩国FOB)	美元/吨	671	15.9%	908	871	913	843	-70	-129	1036	884	-14.7%
	丙烯-丙烯价差	美元/吨	408.2	89.4%	315	268	406	226	-180	-133	374	304	-18.7%
	环氧丙烷(华东)	元/吨	8000	14.4%	10323	9881	10127	10019	-108	-123	12023	10088	-16.1%
	环氧丙烷-丙烯价差	元/吨	3086	12.3%	4020	3895	3604	4050	446	-254	4874	3892	-20.1%
	MTBE(万华, 山东)	元/吨	4050	5.9%	5754	5300	6000	5777	-223	-204	6255	5708	-8.7%
	MTBE气分醚化法价差	元/吨	163	17.7%	882	523	1143	577	-566	-343	913	781	-14.4%
	正丁醇(华东)	元/吨	4425	6.7%	7102	6596	6667	6435	-233	-667	7668	6700	-12.6%
	异辛醇(华东)	元/吨	5500	3.9%	8058	7425	7585	7190	-394	-1910	8854	7564	-14.6%
	异辛醇-丙烯价差	元/吨	820	0.0%	2055	1724	1373	1505	133	-701	2046	1664	-18.6%
	丙烯酸(华东)	元/吨	6000	8.6%	8392	7627	7335	6708	-627	-2381	8413	7515	-10.7%
	丙烯酸-丙烯价差	元/吨	1788	31.4%	2990	2496	1744	1591	-153	-1493	2286	2205	-3.5%
	丙烯酸丁酯(华东)	元/吨	7000	6.4%	10000	9123	8565	8150	-415	-2223	10189	8960	-12.1%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸价差	元/吨	3400	6.2%	4965	4547	4165	4125	-49	-675	5141	4450	-13.4%
NPG(华东)	元/吨	7750	12.8%	10323	9240	8431	8023	-408	-2077	12060	9004	-25.3%	
NPG-丙烯价差	元/吨	4942	12.9%	6721	5820	4704	4612	-91	-1352	7975	5464	-31.5%	
精细化学品与新材料系列	HDI(国内)	元/吨	61000	67.6%	71254	66508	64192	62885	-1308	-4773	53907	66210	22.8%
	IPDI(华东)	元/吨	70000	12.5%	70000	70000	70000	70000	0	0	70000	70000	0.0%
	TPU(80A-98A, 华东)	元/吨	17750	8.6%	19885	21500	18596	17750	-846	-4885	23538	19433	-17.4%
	TPU价差	元/吨	13355	40.9%	13277	15048	13108	12615	-493	-3393	14976	13512	-9.8%
	聚碳酸酯PC(拜耳) 280S, 纯苯	元/吨	14650	0.0%	18592	16588	16573	16173	-400	-3358	25841	16982	-34.3%
	聚碳酸酯PC-双酚A价差	元/吨	7000	16.5%	7837	6692	7978	7346	-682	-962	13599	7463	-45.1%
	MMA(华东)	元/吨	8350	0.0%	14765	13223	11412	11362	-50	-550	19302	12690	-34.3%
	PMMA(国内现货)	元/吨	13400	11.1%	20077	17523	15369	15423	54	-6885	24179	17098	-29.3%
PMMA-MMA价差	元/吨	4904	77.2%	4871	3975	3761	4063	302	-883	4330	4168	-3.7%	

资料来源: 隆众资讯, 环球聚氨酯, 天天化工, 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 收购 Chematur 夯实技术壁垒, 整合 TDI 资源提升国际竞争力, 福建康乃尔 MDI 建设稳步推进。

2019 年, 公司完成了对 Chematur Technologies AB (瑞典国际化工) 100% 股权和福建康乃尔聚氨酯有限责任公司的收购。双方协议规定, 卖方承诺并担保卖方及相关关联公司、关联人对知悉的 MDI 技术信息负有保密义务, 保密期限为永久, 且承诺卖方及关联方不应直接或间接从事任何竞争性活动。此番收购维护了 MDI 行业有序良性发展, 巩固和提升万华在聚氨酯行业竞争优势。

2020 年 3 月 4 日, 万华化学发布对外投资公告, 称与福建石油化工集团有限公司(福建石化)按照 80%: 20% 持股比例合资成立万华化学(福建)有限公司(万华福建)。合资公司以零价格受让福建康乃尔聚氨酯有限责任公司(福

建康乃尔) 64%股权, 将建设 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目; 合资公司收购福建省东南电化股份有限公司(东南电化)的 TDI 装置及直接配套装置, 将扩建 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。此外, 万华化学收购东南电化 49%股权, 后者主要从事氯碱及热电业务, 为 MDI 和 TDI 项目提供原料、公用工程配套。

万华化学与福建石化合资成立万华福建, 万华福建收购原东南电化 10 万吨/年 TDI 装置产能, 有望提升公司市场份额, 加速高成本产能出清, 未来万华福建 TDI 产能将扩产至 25 万吨/年, 届时公司全球产能将达到 80 万吨, 与国际巨头巴斯夫和科思创同一水平, 大幅提升公司 TDI 业务国际竞争力。福建康乃尔 40 万吨 MDI 项目持续推进, 收购东南电化(剥离 TDI 装置和 PVC 资产) 49%股权, 其氯碱、热电有助于完善福建 MDI 生产基地的产业链配套优化公司福建生产基地的布局, 提升行业竞争力。此外, 公司设立了宁波中韬投资作为福建康乃尔员工持股平台进一步优化治理结构, 实现公司利益与员工利益绑定, 鼓励员工东南行, 推动福建生产基地建设。

**图表15、东南电化为国内第五大 TDI 厂商**

公司	地点	产能(万吨)	新建(万吨)	投产时间
科思创	上海	31		
万华化学	烟台	30		
巴斯夫	上海	16		
沧州大化	河北	12	+16	2022 年 3 月
东南电化	福建	10	+15	
甘肃银光	甘肃	10		
烟台巨力	烟台	8	+15	2020 年 4 月
连石化工	辽宁	5		
合计		122		

资料来源: 卓创资讯, 相关项目环评, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **大乙烯一期投产在即, 二期已环评公示; 多个大型项目有序建设, 未来成长确定性强。** 万华化学由 MDI 业务起家, 依赖持续的研发攻关实现技术突破, 18 年以来公司 7 万吨 PC、30 万吨 TDI、8 万吨 PMMA 与 5 万吨 MMA 项目陆续投产。目前, 公司正努力实现烟台与宁波 80 万吨级 MDI 产能扩建; 石化系列 C3/C4 石化装置运行平稳, LPG 贸易规模不断扩大; 在建 100 万吨乙烯装置预计 2020 年四季度投产, 大乙烯二期已申报烟台市生态环境局公示, 可协同强化聚氨酯板块优势, 加深石化产业链布局; 精细化学品及新材料系列中 PC 二期装置将在 2020 年 6 月投产, 四川眉山基地 25 万吨/年高性能改性树脂项目已在 2019 年顺利开工, 将作为乙烯项目聚烯烃产品和 PC 树脂向下游延伸的重要支撑; 未来公司 SAP、合成香料、ADI、尼龙-12、水性涂料等多个新项目将陆续落地, 同时还将进一步向 TDI 加合物、MIBK 等领域进行拓展, 产品类别将进一步多元化, 产业链配套及布局将进一步完善, 成长空间广阔。



- **维持“买入”的投资评级。**万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI为寡头垄断市场，新建装置难度大、周期长；万华依赖于持续研发攻关实现技术突破，有望在较短时间内实现80万吨级产能飞跃，巩固全球第一地位。公司C3/C4石化装置运行平稳，LPG贸易规模不断扩大；在建100万吨大乙烯装置有望协同强化聚氨酯板块优势，加深石化产业链布局。18年以来公司7万吨PC、30万吨TDI、8万吨PMMA等项目陆续投产，未来随着PC二期、SAP、合成香料、ADI、尼龙-12等多个新项目陆续落地，产品类别进一步多元化、产业链配套及布局进一步完善。19年初公司完成整体上市事宜，整合MDI等优质资产、改善治理结构；助力自身向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心供应商等高远目标大步迈进。我们调整公司2020~2021年EPS预测值分别至2.78、3.78元，并引入2022年4.81元的预测，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**全球宏观经济不及预期的风险，MDI技术扩散的风险，产品价格大幅波动的风险。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	23484	29837	37337	43584
货币资金	4566	1000	1000	1000
交易性金融资产	30	8	8	8
应收账款	4433	4104	5465	6936
其他应收款	575	651	868	1101
存货	8587	14862	19512	24867
<b>非流动资产</b>	73382	84557	92209	97644
可供出售金融资产	0	20	20	20
长期股权投资	718	100	100	100
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	37478	43956	63791	75321
在建工程	24066	34453	22227	16113
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5337	5338	5339	5340
<b>资产总计</b>	96865	114394	129546	141228
<b>流动负债</b>	44800	51260	57379	57012
短期借款	20034	29136	29612	22610
应付票据	8386	7191	9442	12032
应付账款	8024	9588	12589	16043
其他	8355	5345	5736	6327
<b>非流动负债</b>	8134	8681	9300	9191
长期借款	5963	5963	5963	5963
其他	2172	2719	3338	3228
<b>负债合计</b>	52934	59941	66679	66203
股本	3140	3546	3546	3546
资本公积	2162	2162	2162	2162
未分配利润	34321	44102	52173	63894
少数股东权益	1567	1820	2163	2600
<b>股东权益合计</b>	43931	54453	62867	75025
<b>负债及权益合计</b>	96865	114394	129546	141228

## 现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10130	9862	13390	17040
折旧和摊销	4601	4150	5906	8097
资产减值准备	82	41	151	163
无形资产摊销	326	14	14	14
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	1080	562	939	874
投资损失	-159	-100	-100	-100
少数股东损益	463	253	343	437
营运资金的变动	-10343	11316	1786	-424
<b>经营活动产生现金流量</b>	26303	5749	19428	26818
<b>投资活动产生现金流量</b>	-16787	-19159	-13415	-13415
<b>融资活动产生现金流量</b>	-6946	9844	-6013	-13403
现金净变动	2570	-3566	0	-0
现金的期初余额	7229	4566	1000	1000
现金的期末余额	9799	1000	1000	1000

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	68051	65140	86751	110101
营业成本	48998	47941	62943	80215
营业税金及附加	576	586	781	991
销售费用	2783	2540	3297	4184
管理费用	1434	977	1735	2202
财务费用	1080	562	939	874
资产减值损失	-284	0	0	0
公允价值变动	8	0	0	0
投资收益	159	100	100	100
<b>营业利润</b>	12297	12634	17156	21836
营业外收入	79	110	110	110
营业外支出	115	100	100	100
<b>利润总额</b>	12260	12644	17166	21846
所得税	1667	2529	3433	4369
<b>净利润</b>	10593	10115	13733	17477
少数股东损益	463	253	343	437
<b>归属母公司净利润</b>	10130	9862	13390	17040
<b>BPS(元)</b>	2.86	2.78	3.78	4.81

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	-6.6%	-4.3%	33.2%	26.9%
营业利润增长率	-37.3%	2.7%	35.8%	27.3%
净利润增长率	-34.9%	-2.6%	35.8%	27.3%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	28.0%	26.4%	27.4%	27.1%
净利率	14.9%	15.1%	15.4%	15.5%
ROE	23.9%	18.7%	22.1%	23.5%

## 偿债能力(%)

资产负债率	54.6%	52.4%	51.5%	46.9%
流动比率	0.52	0.58	0.65	0.76
速动比率	0.33	0.29	0.31	0.33

## 营运能力(次)

资产周转率	0.74	0.62	0.71	0.81
应收帐款周转率	15.13	13.89	16.32	15.98

## 每股资料(元)

每股收益	2.86	2.78	3.78	4.81
每股经营现金	7.31	1.62	5.48	7.56
每股净资产	11.95	14.84	17.12	20.43

## 估值比率(倍)

PE	14.36	14.75	10.87	8.54
PB	3.43	2.76	2.40	2.01

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn