第三季度利润重回增长，高研发稳现金流保障长期成长

——万华化学 2020 年半年报点评

公司点评

● **事件：**

公司公告 2020 年三季报，2020 年前三季度公司实现营业收入 492.32 亿元，同比上升 1.43%，归母净利润 53.49 亿元，同比下滑 32.28%；单季度来看，2020 年第三季度，公司实现归母净利润 25.14 亿，环比上升 72.43%，同比上升 10.35%。

● **MDI 价格触底反弹，新材料业务稳健增长，第三季度业绩重回增长**

2020 年上半年全球经济受疫情冲击，国际油价大跌，公司聚氨酯、石化产品价格同比均出现下跌：前三季度公司纯 MDI 挂牌均价为 17400 元/吨，同比下滑 25.99%；聚合 MDI 挂牌均价为 14611 元/吨，同比下滑 6.14%，TDI，组合聚醚等产品价格也有不同程度下滑，导致公司聚氨酯业务收入同比下滑 9.28%；公司新材料业务销量稳健增长，前三季度实现销售 38.21 万吨，同比增长 34.88%，收入同比增长 7.6%，公司前三季度净利符合预期。

单季度来看，7-9 月公司 MDI 价格始终处于上升通道，纯 MDI 挂牌价由 16500 元/吨提升至 18000 元/吨，聚合 MDI 价格由 14500 元/吨提升至 17000 元/吨，是公司业绩环比大幅上升的主要原因。第三季度 MDI 均价（按聚合与纯 MDI 比例 7:3 计算）同比基本持平，而公司 TDI、新材料业务销量同比增加，推动公司第三季度业绩重回增长。

● **MDI 行业景气度持续上升，公司自身保持高成长**

由于 MDI 下游需求的逐步回暖（特别是冰箱、冰柜等产品），而 MDI 供给已形成寡头垄断格局，产品价格持续上涨，据百川资讯，最新（10 月 23 日）华东聚合 MDI 市场价已达 22000 元/吨，纯 MDI 市场价已达 34000 元/吨。公司自身保持高成长，2020 年前三季度资本开支超 170 亿，百万吨乙烯项目将于年底投产，研发投入超 14 亿，新材料业务将持续增长。

● **成长中的全球综合性化工巨头，维持“强烈推荐”评级**

公司是全球 MDI 寡头之一，稳固的行业格局下 MDI 将保持较高的盈利水平，石化业务为新材料提供原料保障，持续高研发及完善的激励机制将推动公司在精细化工领域不断发展，未来将成为全球综合性化工巨头。考虑到 MDI 行业回暖，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 80.37（+5.70）、130.78（+17.26）、149.19（+19.79）亿元，当前股价对应 PE 分别为 31、19、16 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**产品价格大幅下跌，新项目投产不及预期，安全生产事故

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,621	68,051	69,766	80,635	93,916
增长率(%)	14.1	12.3	2.5	15.6	16.5
净利润(百万元)	10,610	10,130	8,037	13,078	14,919
增长率(%)	-4.7	-4.5	-20.7	62.7	14.1
毛利率(%)	33.8	28.0	23.9	29.6	29.1
净利率(%)	17.5	14.9	11.5	16.2	15.9
ROE(%)	32.7	24.1	17.4	23.6	22.9
EPS(摊薄/元)	3.38	3.23	2.56	4.17	4.75
P/E(倍)	23.2	24.3	30.6	18.8	16.5
P/B(倍)	7.3	5.8	5.3	4.5	3.8

数据来源：新时代证券研究所

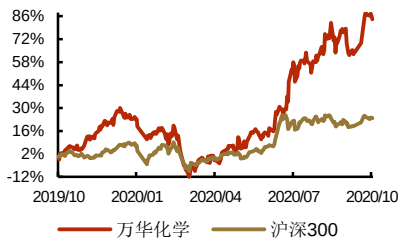
强烈推荐（维持评级）

程磊（分析师）
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn
证书编号：S0280517080001

李啸（分析师）
lixiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080001

市场数据	时间 2020.10.22
收盘价(元):	78.41
一年最低/最高(元):	37.6/81.8
总股本(亿股):	31.4
总市值(亿元):	2,461.88
流通股本(亿股):	14.24
流通市值(亿元):	1,116.37
近 3 月换手率:	77.37%

股价一年走势



相关报告

《第二季度业绩环比改善，成长中的全球化工巨头》2020-08-19

《万华化学：行业景气低迷拖累短期业绩，不改公司长期发展》2020-04-26

《全年业绩符合预期，全球 MDI 龙头稳步发展》2020-03-31

《三季度业绩符合预期，看好底部行业龙头》2019-10-24

《MDI 波动影响短期业绩，多元化支撑长期发展》2019-08-20

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**29745**	**23484**	**28745**	**30770**	**44542**
现金	5096	4566	5027	6367	11663
应收票据及应收账款合计	12082	4433	4288	6834	8818
其他应收款	133	575	820	792	1086
预付账款	409	438	430	573	596
存货	7810	8587	12655	10039	15575
其他流动资产	4214	4885	5524	6164	6804
非流动资产	**47168**	**73382**	**75379**	**79113**	**82162**
长期投资	643	718	808	898	988
固定资产	29120	37478	43075	47508	50910
无形资产	3129	5337	5793	6234	6717
其他非流动资产	14276	29849	25703	24473	23547
资产总计	**76913**	**96865**	**104124**	**109882**	**126704**
流动负债	**32980**	**44800**	**47212**	**43281**	**50067**
短期借款	17412	20034	18723	19378	19051
应付票据及应付账款合计	7835	16411	21522	16301	21753
其他流动负债	7733	8355	6968	7601	9263
非流动负债	**4683**	**8134**	**8658**	**8753**	**8418**
长期借款	3818	5963	6486	6581	6246
其他非流动负债	865	2172	2172	2172	2172
负债合计	**37662**	**52934**	**55870**	**52034**	**58485**
少数股东权益	5472	1567	1935	2533	3215
股本	2734	3140	3140	3140	3140
资本公积	2393	2162	2162	2162	2162
留存收益	28653	37144	42187	50393	59753
归属母公司股东权益	33779	42364	46319	55316	65003
负债和股东权益	**76913**	**96865**	**104124**	**109882**	**126704**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**19257**	**25933**	**14016**	**13718**	**20222**
净利润	12830	10593	8405	13676	15601
折旧摊销	3185	4601	3841	4632	5397
财务费用	795	1080	1236	1199	1106
投资损失	-93	-159	-91	-89	-90
营运资金变动	2167	8951	625	-5701	-1791
其他经营现金流	374	867	0	0	0
投资活动现金流	**-10318**	**-18367**	**-5748**	**-8276**	**-8356**
资本支出	10279	17815	1907	3644	2959
长期投资	-146	-21	-91	-90	-90
其他投资现金流	-185	-573	-3932	-4722	-5487
筹资活动现金流	**-7937**	**-9233**	**-7808**	**-4102**	**-6570**
短期借款	4697	2622	-1311	656	-328
长期借款	-2504	2145	524	95	-334
普通股增加	0	406	0	0	0
资本公积增加	0	-231	0	0	0
其他筹资现金流	-10130	-14175	-7020	-4852	-5908
现金净增加额	**1045**	**-1674**	**460**	**1340**	**5296**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**60621**	**68051**	**69766**	**80635**	**93916**
营业成本	40114	48998	53106	56735	66596
营业税金及附加	546	576	591	683	795
营业费用	1721	2783	2791	3225	3757
管理费用	1002	1434	1535	1774	2066
研发费用	1610	1705	1744	2016	2348
财务费用	795	1080	1236	1199	1106
资产减值损失	-36	-284	0	0	0
公允价值变动收益	0	8	0	0	0
其他收益	1104	961	1033	997	1015
投资净收益	93	159	91	89	90
营业利润	**16085**	**12297**	**9888**	**16090**	**18354**
营业外收入	10	79	0	0	0
营业外支出	117	115	0	0	0
利润总额	**15978**	**12260**	**9888**	**16090**	**18354**
所得税	3148	1667	1483	2413	2753
净利润	**12830**	**10593**	**8405**	**13676**	**15601**
少数股东损益	2219	463	368	598	682
归属母公司净利润	**10610**	**10130**	**8037**	**13078**	**14919**
EBITDA	20317	18332	14965	21921	24857
EPS（元）	3.38	3.23	2.56	4.17	4.75

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	12.3	2.5	15.6	16.5
营业利润(%)	-5.2	-23.6	-19.6	62.7	14.1
归属于母公司净利润(%)	-4.7	-4.5	-20.7	62.7	14.1
获利能力					
毛利率(%)	33.8	28.0	23.9	29.6	29.1
净利率(%)	17.5	14.9	11.5	16.2	15.9
ROE(%)	32.7	24.1	17.4	23.6	22.9
ROIC(%)	27.7	18.3	14.4	19.8	21.1
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	54.6	53.7	47.4	46.2
净负债比率(%)	48.2	59.8	48.3	40.0	25.9
流动比率	0.9	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.6	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	5.7	4.0	2.8	3.0	3.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.38	3.23	2.56	4.17	4.75
每股经营现金流(最新摊薄)	4.95	9.66	4.46	4.37	6.44
每股净资产(最新摊薄)	10.76	13.49	14.75	17.62	20.70
估值比率					
P/E	23.2	24.3	30.6	18.8	16.5
P/B	7.3	5.8	5.3	4.5	3.8
EV/EBITDA	13.3	14.9	18.1	12.4	10.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，14 年证券研究经验，2017 年加盟新时代证券，2011-2015 年连续 5 年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

李啸，南京大学物理学硕士，2018 年加盟新时代证券

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/