2020 年 10 月 23 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 95

# 万华化学(600309.SH) Buy 买进

## 三季度业绩显著改善，产品价格持续上行

**结论与建议：**

公司发布20年前三季度业绩报告，前三季度实现营收492.3亿元，yoy+1.4%，归母净利润53.5亿元，yoy-32.3%，扣非后归母净利润49.7亿元，yoy-31.5%，每股收益1.70元，其中第三季度实现营收183.3亿元，qoq+17.7%，yoy+7.8%，归母净利润25.1亿元，qoq+72.4%，yoy+10.4%，业绩符合预期。短期内飓风影响及检修导致MDI供给依旧偏紧，同时下游需求逐渐好转，支撑各类产品价格继续回暖，公司全年业绩降幅料继续收窄。长期看，公司三大业务齐头并进，保障公司中长期发展，维持“买进”评级。

- **MDI价格持续上涨，三季度业绩明显改善：** 三季度华东地区聚合MDI均价13985元/吨（22.2%，环比涨幅，下同）、纯MDI均价15076元/吨（11.7%）、TDI均价13195元/吨（28.9%），另外石化产品中丙烯、环氧丙烷、MTBE、丁醇等均价环比均有所回暖，其中环氧丙烷环比上涨48.3%。受价格上涨影响，三季度综合毛利率同比持平，环比增6.85个百分点至26.83%，而前三季度综合毛利率为22.58%，同比下降7.25个百分点。前三季度具体经营数据上，聚氨酯系列销量为200.3万吨（+1.96%，同比，下同），实现营收为218.2亿元（-9.3%）；石化系列产量为134.7万吨（-7.1%），实现营收159.2亿元（+26.0%）,主要系贸易量大幅增加；精细化学品及新材料系列继续放量，销量为38.2万吨（+34.9%），形成以量补价，实现营收54.2亿元（+7.6%）。另外，前三季度期间费用率同比微降0.26个百分点至10.14%。
- **聚氨酯继续上行，四季度业绩料大幅增长：** 当前聚合 MDI 价格为 21000 万元/吨、纯 MDI 价格为 34000 万元/吨、TDI 价格为 16600 万元/吨，环比三季度均价上涨 50%、126%、26%，而后市仍有上行空间。一是聚氨酯下游需求仍在恢复当中；二是继飓风影响导致的不可抗力事件后，氯气及一氧化碳原料供给问题仍在，同时四季度国内外多套装置集中检修，涉及总产能超 330 万吨，全球占比超 35%，其中中国区涉及产能 130 万吨，产能占比 35%以上；三是寡头垄断格局良好，龙头企业议价能力强。石化方面，多数产品价格处于历史低位，行业库存普遍偏低，随着下游需求恢复，产品价格将持续回暖。另外，乙烯一期项目有望年底投产，料公司四季度业绩同比、环比均有大幅增长，而全年业绩同比跌幅将明显收窄。
- **三大业务起头并进，支撑公司快速成长：** 在聚氨酯方面，公司通过技改扩产，宁波、烟台两个产能可扩产至 260 万吨/年，增幅达 40%以上，同时布局福建基地，将新增 40 万吨 MDI 产能、25 万吨 TDI 产能以及 PVC、烧碱等产能，扩产加新增可保证公司聚氨酯每年近 10%的增量产能释放。石化方面，百万吨乙烯项目有望四季度投产，并继续推动福建、眉山整合和建设，乙烯二期项目进行第一环评公示。公司石化及聚氨酯产品同时逆势扩张，加强产业链间协同效应，提高市场竞争力，除此之外，公司不断开发与拓展下游高附加值精细化学品及新材料产品，并陆续投产，如水性涂料、PC、合成香料、尼龙-12 等多个项目，形成三大业务板块齐头并进，随着三大系列增量产能不断释放，将推进公司持续成长。
- **盈利预测：** 考虑到 MDI 价格大幅上涨，我们上调公司全年盈利预测，预计公司 20/21/22 年净利 86/125/143 亿元，yoy-15%/+46%/+14%，对应 EPS 为 2.75/4.00/4.56 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 29/20/17 倍。鉴于公司全球行业龙头地位，未来业绩增长有保障，维持“买进”评级。
- **风险提示：** 1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

### 公司基本资讯

| | |
|---|---|
| 产业别 | 化工 |
| A 股价(2020/10/23) | 78.70 |
| 上证指数(2020/10/23) | 3278.00 |
| 股价 12 个月高/低 | 81.8/36.54 |
| 总发行股数(百万) | 3139.75 |
| A 股数(百万) | 1423.76 |
| A 市值(亿元) | 1120.50 |
| 主要股东 | 烟台国丰投资控股集团有限公司(21.59%) |
| 每股净值(元) | 14.00 |
| 股价/账面净值 | 5.62 |

| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
|---|---|---|---|
| 股价涨跌(%) | 4.5 | 23.6 | 84.9 |

### 近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|---|---|---|
| 2020.04.03 | 42.20 | 买入 |
| 2020.08.20 | 68.80 | 买入 |

### 产品组合

| | |
|---|---|
| 聚氨酯系列 | 44.50% |
| 石化系列 | 34.54% |
| 精细化学品及新材料系列 | 10.60% |

### 机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|---|---|
| 基金 | 1.9% |
| 一般法人 | 14.9% |

### 股价相对大盘走势

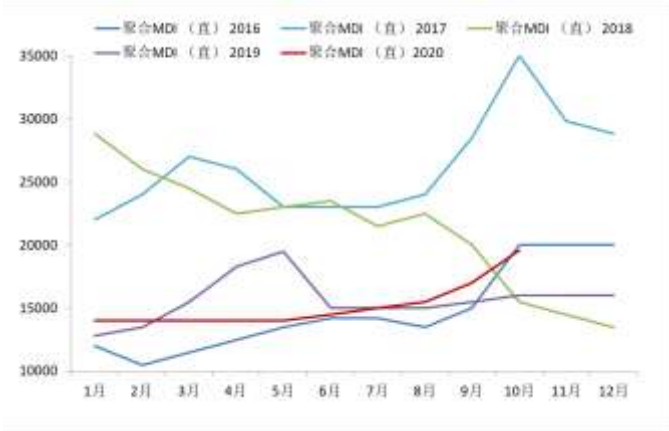


| 年度截止 12 月 31 日 | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 15,566 | 10,130 | 8,619 | 12,549 | 14,324 |
| 同比增减 | % | -1.36% | -34.92% | -14.92% | 45.59% | 14.14% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 4.96 | 3.23 | 2.75 | 4.00 | 4.56 |
| 同比增减 | % | -1.36% | -34.92% | -14.92% | 45.59% | 14.14% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 15.87 | 24.39 | 28.67 | 19.69 | 17.25 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 2.00 | 1.30 | 1.10 | 1.60 | 1.80 |
| 股息率 (Yield) | % | 2.54% | 1.65% | 1.40% | 2.03% | 2.29% |

**【投资评等说明】**

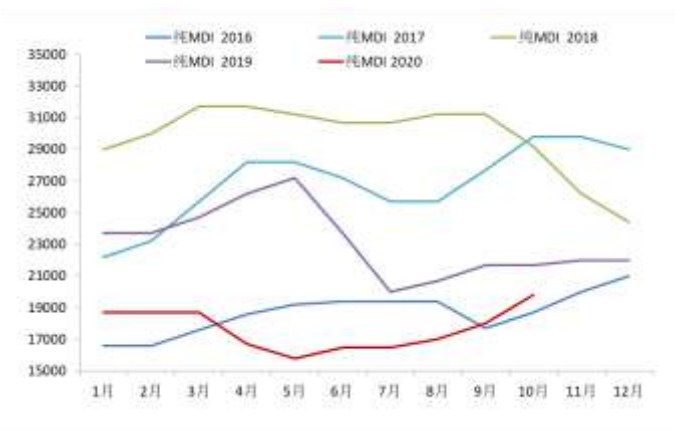
| 评等 | 定义 |
|---|---|
| 强力买进（Strong Buy） | 首次评等潜在上涨空间≥ 35% |
| 买进（Buy） | 15%≤首次评等潜在上涨空间<35% |
| 区间操作（Trading Buy） | 5%≤首次评等潜在上涨空间<15% |
| 中立（Neutral） | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

图 1：公司近年聚合 MDI 直销挂牌价格




资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 2：公司近年纯 MDI 挂牌价格




资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

| 会计年度（百万元） | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 72837 | 68051 | 68619 | 87932 | 100796 |
| 经营成本 | 46493 | 48998 | 51347 | 63769 | 73070 |
| 研发费用 | 822 | 576 | 581 | 744 | 853 |
| 营业税金及附加 | 2460 | 2783 | 2806 | 3596 | 4122 |
| 销售费用 | 1847 | 1434 | 1446 | 1853 | 2124 |
| 管理费用 | 1629 | 1705 | 1719 | 2203 | 2525 |
| 财务费用 | 1048 | 1080 | 1089 | 1395 | 1599 |
| 资产减值损失 | 182 | 284 | 290 | 296 | 302 |
| 投资收益 | 120 | 159 | 162 | 165 | 169 |
| 营业利润 | 19604 | 12297 | 10469 | 15226 | 17375 |
| 营业外收入 | 12 | 79 | 80 | 82 | 84 |
| 营业外支出 | 120 | 115 | 118 | 120 | 122 |
| 利润总额 | 19495 | 12260 | 10432 | 15188 | 17336 |
| 所得税 | 3423 | 1667 | 1418 | 2065 | 2357 |
| 少数股东损益 | 506 | 463 | 394 | 574 | 655 |
| 归属于母公司股东权益 | 15566 | 10130 | 8619 | 12549 | 14324 |

附二：合并资产负债表

| 会计年度（百万元） | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 7229 | 4566 | 3142 | 7404 | 16081 |
| 应收账款 | 3853 | 4433 | 4655 | 4794 | 4938 |
| 存货 | 8940 | 8587 | 9016 | 9197 | 9472 |
| 流动资产合计 | 30893 | 23484 | 23141 | 28600 | 37870 |
| 长期股权投资 | 708 | 718 | 340 | 357 | 375 |
| 固定资产 | 35644 | 37478 | 39725 | 41728 | 42686 |
| 在建工程 | 11340 | 24066 | 26473 | 27002 | 28352 |
| 非流动资产合计 | 56170 | 73382 | 77163 | 80440 | 83556 |
| 资产总计 | 87063 | 96865 | 100304 | 109039 | 121426 |
| 流动负债合计 | 39895 | 44800 | 42570 | 42794 | 45360 |
| 非流动负债合计 | 15072 | 13708 | 9830 | 12304 | 7586 |
| 负债合计 | 47481 | 52934 | 50814 | 51449 | 54508 |
| 少数股东权益 | 1533 | 1567 | 1961 | 2535 | 3190 |
| 股东权益合计 | 39582 | 43931 | 49491 | 57590 | 66917 |
| 负债及股东权益合计 | 87063 | 96865 | 100304 | 109039 | 121426 |

附三：合并现金流量表

| 会计年度（百万元） | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 22877 | 25933 | 22043 | 30860 | 33946 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -10570 | -18367 | -15612 | -17173 | -16314 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -9936 | -9233 | -7848 | -9418 | -8947 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 2414 | -1674 | -1424 | 4262 | 8677 |

**此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。**