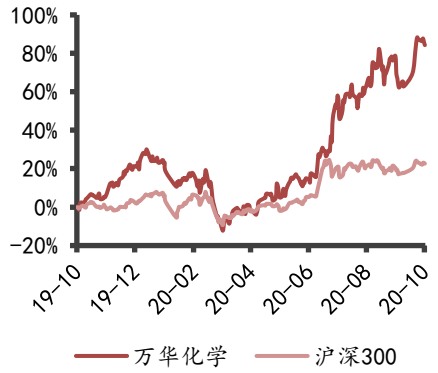
景气反转利周期，资本开支助成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-23
收盘价（元）	78.41
近 12 个月最高/最低（元）	81.80/36.54
总股本（百万股）	3140
流通股本（百万股）	1424
流通股比例（%）	45.3
总市值（亿元）	2462
流通市值（亿元）	1115

公司股价与沪深 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：

《万华化学：海外竞争对手频繁调整业务，或放弃对成本的竞争，聚焦渠道依赖的高附加值产品》2020.10.6
《万华化学：从“产品导向”向“客户导向”演化》2020.08.20
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.7.28

事件描述：

10 月 23 日，公司公告 2020 年三季报。据公告，2020 前三季度公司实现营收 492.32 亿元，同比增加 1.43%；归母净利润 53.49 亿元，同比下降 32.28%；扣非后归母净利润 49.67 亿元，同比下降 31.47%；加权平均 ROE 为 12.33%，同比减少 7.5 个百分点；经营活动现金流净额为 79.71 亿元，同比减少 39.25%。

➢ 景气度回升，逆势扩张助成长

2020 前三季度，公司实现毛利润 111.15 亿元，同比下降了 33.62 亿元。前三季度，公司财务费用 5.84 亿元，同比减少 24.22%，主要源于融资成本的下降；管理费用 8.79 亿元，同比减少 15.30%；销售费用 21.01 亿元，同比增加 3.6%。公司经营活动净现金流 79.71 亿元，同比下降 39.25%;筹资活动净现金流为 211.56 亿元,同比增长 4066.90%，主要因为本期借款增加及发行超短期融资券，有望进一步降低融资成本。公司净现比为 1.42，同比减少 0.16，仍维持较好现金流水平；存货周转天数为 60.48 天，同比减少 8.48 天，经营效率提升。公司应付票据及账款由去年同期的 146.75 亿元增加到 172.59 亿元，应收票据及账款由去年同期的 108.22 亿元减少到 50.65 亿元，应收的减少和应付的增加表明了公司对产业链的把控力增强。公司前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为 173.94 亿元，同比增加 29.7%，在建工程 341.39 亿元，比上期期末增加 41.9%，主要为本期烟台工业园工程项目投资增加所致，低成本融资和逆势扩张保障公司长期成长。

Q3 公司营收 183.25 亿元，同比增加 7.79%，环比增加 17.74%；实现毛利润 49.17 亿元，同比增加 7.68%，环比增加 57.85%、实现归母净利润 25.14 亿元，同比增加 10.35%，环比增加 72.39%。单季度财务数据大幅改善，得益于下游消费需求的回暖，成功走出上半年疫情及原油价格波动影响。

下游需求方面，20 年下半年开始 MDI 下游行业开始出现反转，需求量提升助力公司业绩环比增长。2020 年 8 月，国内家用冰箱产量 909 万台，同比增加 28.5%；房屋新开工面积 1.99 亿平方米，同比增长 2.4%，同比数据开始由负转正；乘用车产量 211.9 万辆，同比增长 6.3%。此外，我们预计无醛板、猪舍保温板的替代需求也将带来巨大的 MDI 需求增量，潜在需求增量超过 240 万吨。

➢ 聚氨酯板块：销量稳定，价格大幅反弹，盈利能力提升

2020 前三季度，聚氨酯板块实现营收 218.21 亿元，同比下降 9.29%。与去年同期相比，公司前三季度的聚氨酯板块业务有所下滑，主要因为前两个季度的均价较低。2020 前三季度公司聚氨酯板块销量为 200.33 万吨，同比增加 1.9%；其中，Q3 单季度销量为 76.10 万吨，同比上升 18.0%，环比上升 18.7%。前三季度聚氨酯板块产量为 196.81 万吨，同比上升 0.82%。聚氨酯板块单季度销量同比环比都出现上升，反映了聚氨酯行业景气度开始进入上行区间，是周期反转的重要信号。

价格方面，20Q3 华东聚合 MDI 均价（扣税）为 12468 元/吨，同比上升

11.6%，环比上升 21.2%，纯 MDI 均价（扣税）为 13352 元/吨，同比下降 17.5%，环比上升 10.1%；20Q3 华东 TDI 均价（扣税）为 11643 元/吨，同比上升 0.2%，环比上升 30.3%。2020 年下半年以来，随着全球疫情影响逐渐消退，海内外主要生产装置不可抗力频发，下游需求继续复苏迎来销售旺季，MDI 和 TDI 产品价格逐渐回弹，现均已超过去年同期水平。10 月 21 日，华东聚合 MDI、纯 MDI 扣税价格分别反弹至 18451、30088 元/吨，华东 TDI 的扣税价格达到 14336 元/吨。产品价格大幅提升，公司聚氨酯盈利能力得到恢复和增长，聚氨酯板块将持续为公司带来巨大收益。

- **石化板块：销量提高，大乙烯项目投产在即**

2020 前三季度石化板块实现营收 159.18 亿元，同比增长 25.95%，营收占比 25.67%（同比下降 0.37 个百分点）；与去年同期相比，公司前三季度的石化板块盈利能力增强，主要得益于销量大幅增长，2020 前三季度公司石化板块销量为 439.16 万吨，同比增长 71.30%，Q3 单季销量为 158.41 万吨，环比增长 3.70%，前三季度产量为 134.70 万吨，同比下降 7.07%。我们推测，20 年前三季度公司 LPG 贸易量达到 305 万吨左右，同比上升 53%；其中 Q3 单季度达到 109 万吨左右，同比上升 67%，受益于油气价格反弹。20 年下半年以来，华东环氧丙烷、正丁醇、丙烯酸丁酯、MTBE 季度均价都有所回升，20Q3 的均价分别为 13123 元/吨、5972 元/吨、7788 元/吨、3773 元/吨，环比分别上升 46.8%、9.9%、2.1%、8.0%，其中环氧丙烷的价格已实现同比上升 29.3%，其他三类产品的价格则分别同比下降 10.2%、8.9%、36.7%。随着疫情状况的改善以及原油价格的企稳，石化板块业务预计将继续回暖。

另外，总投资 168 亿元的 100 万吨乙烯项目预计将在 Q4 投产使用，这将进一步促进万华化学产业链一体化，充分发挥生产范围和规模的优势，提升该公司石化产品的成本竞争力，成为其实现盈利能力持续提升的重要引擎。

- **新材料板块：销量持续提高，未来可期**

2020 年前三个季度新材料板块实现营收 54.21 亿元，同比增长 7.07%，营收占比 11.01%（同比上升 0.63 个百分点）。与去年同期相比，公司 20 年前三个季度的新材料系列业务稳步增长，主要得益于销量的持续提升。2020 前三个季度公司新材料板块销量为 38.21 万吨，同比上升 34.87%，Q3 单季度销量为 15.75 万吨，环比增加 2.63 万吨，前三个季度的产量则为 39.31 万吨，同比增加 8.64 万吨。目前公司新材料系列产品均处于稳步增长态势，公司新材料业务将继续维持快速发展通道。

- **海外产能进入检修密集期，MDI 行业景气将持续**

近期，全球 MDI 厂商迎来密集检修期，上海亨斯迈、上海科思创、韩国巴斯夫、韩国锦湖、日本东曹均计划在 10 月到 11 月进行停工检修，美国陶氏、美国亨斯迈、美国科思创宣布不可抗力。预计未来一个月，停工检修的 MDI 产能将累计达到 347 万吨/年，占行全球总产能的 39%。下半年是传统的 MDI 需求旺季，特别是今年因疫情导致的需求积压有望随着形势的好转得到进一步释放，供求两端的利好预计将使万华在 MDI 产品上持续扩大盈利规模，有望在量价齐升中获得高额收益。

- **三季度多个相关目环评有新进展，产业链布局提速**

① 聚氨酯项目：

万华宁波 MDI/HDI 技改扩能一体化项目，建设地为宁波大榭开发区，目前在征求公众意见阶段。该项目计划对现有的 MDI 装置进行扩能改造，一期 MDI 装置产能由现有 40 万吨/年扩建至 50 万吨/年，二期 MDI 装置产能由现有 80 万吨/年扩建至 100 万吨/年，合计全厂具备 150 万吨/年的 MDI 生产能力；新建一套 5 万吨/年的 HDI 单体生产装置、6 万吨/年的加合物生产装置，使全厂具备 10 万吨/年的 HDI 单体生产能力；

配套新建 24 万吨/年氯化氢的氧化装置，新建 24 万吨/年的甲醛装置等。

② 石化项目：

裕龙岛炼化一体化项目(一期)，万华持股 20%，建设地为山东裕龙岛，投资额 1274 亿元，建设周期 24 个月，目前处于已受理阶段。项目按照炼油、芳烃、乙烯一体化的加工方式进行设计，原油加工能力 2000 万吨/年，乙烯生产能力将达到 300 万吨/年，并将配套建设下游化工装置。

万华烟台 48 万吨双酚 A 一体化项目，建设地为山东省烟台经济技术开发区，投资额为 62.4 亿元，目前处于征求意见阶段，预计于 2022 年 6 月投产。项目主要包括新建 1 套 53 万吨/年异丙苯装置、1 套 65 万吨/年苯酚丙酮装置和 2 套 24 万吨/年双酚 A 装置。

③ 新材料项目：

万华佛山聚醚混配改建项目，建设地为佛山市高明区，投资额 500 万元，目前处于二次受理阶段。该项目旨在淘汰现有半成品聚醚多元醇聚合、中和及脱水生产工序，均改为外购聚醚多元醇半成品进行生产；增加生产含发泡剂的组合聚醚多元醇，减少不含发泡剂及碳酸钙组合聚醚多元醇产能。改建后项目总体产能保持不变，仍为 30000 吨/年，其中年产含碳酸钙组合聚醚多元醇 1000 吨、不含碳酸钙及发泡剂组合聚醚多元醇 21000 吨、含发泡剂组合聚醚多元醇 8000 吨。

万华广东 9 万吨/年聚氨酯树脂（改性）装置扩能改造项目，建设地为珠海市高栏港经济区，投资额为 6840 万元。该项目在现有一期工程的基础上，对现有闲置设备进行改造并在原缓上产线区域进行扩建，将一期项目的 4 万吨/年规模扩大到 9 万吨/年聚氨酯树脂，其中改性 MDI5 万吨/年、油墨树脂 2.0 万吨/年、复膜胶组合料产线 1.5 万吨/年、固化剂产线调整为 0.5 万吨/年。

万华福建年产 40 万吨 PVC 项目，建设地为福州市福清市，投资额为 23.0 亿元，处于第一次公示阶段。该项目拟以 40 万吨/年 MDI 及 25 万吨/年 TDI（扩建）等异氰酸酯装置为核心，配套建设以煤为原料的气化装置区，提供 MDI 及 TDI 生产需要的 CO 气体、苯胺合成需要的 H2 气体，以及以甲醇为原料的空气氧化法生产的甲醛装置。

➢ 竞争对手巴斯夫、陶氏三季报业绩有所回暖，但低于去年同期水平

①巴斯夫 10 月 9 日发布 2020 年三季度初步数据，Q3 销售额为 138.12 亿欧元，同比下降 5%，息税前收益达到 5.81 亿欧元，低于去年同期的 10.6 亿欧元，主要由不利的货币因素所致。分业务看，巴斯夫上游化学品及材料业务领域收益贡献明显降低，而营养与护理、农业解决方案、工业解决方案及其他业务领域的收益也少于去年同期。巴斯夫预期 2020 年全年销售额为 570-580 亿欧元，息税前收益为 30-33 亿欧元，与 2019 年的 46.4 亿欧元相比大幅下滑。巴斯夫今年还有四项重要的投资组合管理：1）1 月 31 日，巴斯夫完成了收购 Solvay 的聚酰胺业务，以现金和无债务为基础的收购价格为 13 亿欧元。该业务将整合到巴斯夫的功能材料和单体部门；2）2019 年 8 月，巴斯夫与 DIC 就剥离巴斯夫全球颜料业务达成协议，以现金和无债务为基础的收购价格为 11.5 亿欧元。该交易预计将于 2020 年第四季度完成；3）准备 Wintershall Dea 的 IPO；4）完成了对其化学建材业务的剥离，将该业务以 31.7 亿欧元出售给全球私募股权公司 Lone Star 的关联公司。巴斯夫频繁的收购与剥离，一方面剥离协同性不强的业务，聚焦聚氨酯、工程塑料、特种尼龙和农业解决方案等核心板块；另一方面也说明巴斯夫对于仍然保留的业务未来的市场发展和盈利情况保持积极乐观态度。巴斯夫频繁的收购与剥离，一方面剥离协同性不强的业务，聚焦聚氨酯、

工程塑料、特种尼龙和农业解决方案等核心板块；另一方面也说明巴斯夫对于仍然保留的业务未来的市场发展和盈利情况保持积极乐观态度。

②陶氏 10 月 22 日发布 2020 年三季度财报，Q3 销售额为 97.12 亿美元，同比下降 9.77%，环比增长 16%，受疫情影响逐渐减弱；净利润为-100 万美元，而去年同期净利润为 3.47 亿美元；持续经营活动产生净现金 18 亿美元，同比持平；自由现金流为 15 亿美元，同比增长 1.56 亿美元。此外，陶氏还完成了对其北美铁路基础设施资产和美国墨西哥湾海岸码头的部分业务的剥离。

③科思创借收购完善涂料树脂领域领先地位。科思创与帝斯曼签署协议，同意以 16.1 亿欧元收购帝斯曼的树脂和功能材料业务，并入科思创的涂料、粘合剂及特殊化学品事业部。此次收购有助于科思创夯实在涂料树脂领域的领先地位。科思创现在是水性聚氨酯树脂领域的主要供应商，通过收购帝斯曼的树脂和功能材料业务，可为科思创增加全系列水性聚丙烯酸树脂业务。水性聚氨酯树脂和水性聚丙烯酸树脂是水性涂料最重要的两种主材。科思创可凭收购占据更多水性涂料领域。同时，帝斯曼此业务部还包括多种领先技术，包括水性技术、粉末涂料树脂以及辐射固化树脂技术等。通过收购，科思创还有助于品牌建设，以及拓展 3D 打印领域、太阳能防反射涂层领域和 5G 光纤涂料领域等。预计可为科思创的特殊化学品事业部增加约10亿欧元销售收入，及40%增长，以及 1.41 亿欧元的 EBITDA 贡献。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 89.1、144.7、165.7 亿元，同比增速为-12.0%、62.3%、14.5%。对应 PE 分别为 24、15 和 13 倍。维持“买入”评级。

风险提示

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；疫情反复的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68051	66849	85654	94738
(+/-) (%)	-6.6%	-1.8%	28.1%	10.6%
归母净利润	10130	8914	14470	16574
(+/-) (%)	-34.9%	-12.0%	62.3%	14.5%
EPS(元)	3.23	2.84	4.61	5.28
P/E	17.41	24.41	15.04	13.13

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	31797	34197	35305
现金	4566	4566	4566	4566
应收账款	4433	3819	5001	5705
其他应收款	575	401	552	660
预付账款	438	563	605	674
存货	8587	9902	11577	12611
其他流动资产	4885	12546	11896	11089
非流动资产	73382	95675	112921	133865
长期投资	718	718	718	718
固定资产	37478	49971	57425	66860
无形资产	5337	7116	8647	10486
其他非流动资产	29849	37871	46132	55802
资产总计	96865	127473	147119	169170
流动负债	44800	63402	67916	72635
短期借款	20034	41205	41076	42272
应付账款	8024	6781	8190	9723
其他流动负债	16741	15415	18650	20640
非流动负债	8134	10818	10818	10818
长期借款	5963	8646	8646	8646
其他非流动负债	2172	2172	2172	2172
负债合计	52934	74220	78734	83453
少数股东权益	1567	1975	2637	3395
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2162	2162	2162
留存收益	37063	45976	60447	77021
归属母公司股东权益	42364	51278	65748	82322
负债和股东权益	96865	127473	147119	169170

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25933	9608	28392	32641
净利润	10130	8914	14470	16574
折旧摊销	4601	9228	8550	10420
财务费用	1225	2042	2662	2689
投资损失	-159	-201	-257	-284
营运资金变动	8951	-10883	2243	2416
其他经营现金流	2365	20304	12951	14985
投资活动现金流	-18367	-31421	-25601	-31148
资本支出	-17797	-31622	-25858	-31432
长期投资	-711	0	0	0
其他投资现金流	142	201	257	284
筹资活动现金流	-9233	21813	-2791	-1493
短期借款	1165	21171	-129	1196
长期借款	238	2684	0	0
普通股增加	406	0	0	0
资本公积增加	-1542	0	0	0
其他筹资现金流	-9501	-2042	-2662	-2689
现金净增加额	-1674	0	0	0

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	66849	85654	94738
营业成本	48998	50857	61984	67955
营业税金及附加	576	535	685	758
销售费用	2783	2206	2741	3032
管理费用	1434	1070	1285	1421
财务费用	1080	1905	2525	2552
资产减值损失	-284	-58	-20	-27
公允价值变动收益	-8	0	0	0
投资净收益	159	201	257	284
营业利润	12297	10285	16671	19088
营业外收入	79	21	21	21
营业外支出	115	63	63	63
利润总额	12260	10243	16629	19047
所得税	1667	922	1497	1714
净利润	10593	9321	15132	17332
少数股东损益	463	408	662	758
归属母公司净利润	10130	8914	14470	16574
EBITDA	17156	19939	25625	29908
EPS（元）	3.23	2.84	4.61	5.28

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.6%	-1.8%	28.1%	10.6%
营业利润	-37.3%	-16.4%	62.1%	14.5%
归属于母公司净利润	-34.9%	-12.0%	62.3%	14.5%
获利能力				
毛利率（%）	28.0%	23.9%	27.6%	28.3%
净利率（%）	14.9%	13.3%	16.9%	17.5%
ROE（%）	23.9%	17.4%	22.0%	20.1%
ROIC（%）	14.8%	9.2%	12.8%	12.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	54.6%	58.2%	53.5%	49.3%
净负债比率（%）	120.5%	139.4%	115.1%	97.4%
流动比率	0.52	0.50	0.50	0.49
速动比率	0.32	0.34	0.32	0.30
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.52	0.58	0.56
应收账款周转率	15.35	17.51	17.13	16.61
应付账款周转率	6.11	7.50	7.57	6.99
每股指标（元）				
每股收益	3.23	2.84	4.61	5.28
每股经营现金流薄）	8.26	3.06	9.04	10.40
每股净资产	13.49	16.33	20.94	26.22
估值比率				
P/E	17.41	24.41	15.04	13.13
P/B	4.16	4.24	3.31	2.64
EV/EBITDA	11.72	13.35	10.38	8.94

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，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。

古　武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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 15%；

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。