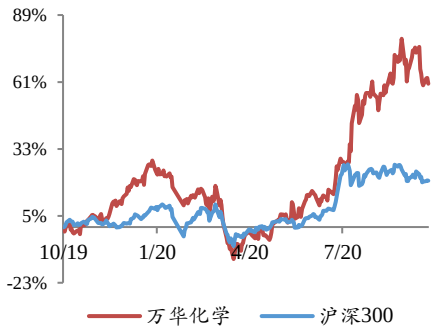
海外竞争对手频繁调整业务，或放弃对成本的竞争，聚焦渠道依赖的高附加值产品

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-6
收盘价（元）	69.30
近 12 个月最高/最低（元）	77.50/38.45
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）	2176
流通市值（亿元）	986

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：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

《标准升级系列之一：替代市场空间巨大，可降解塑料大有可为》2020.06.30

事件描述：

十一双节的前一天，聚氨酯行业的两大巨头巴斯夫和科思创相继宣布重大业务调整。

9 月 30 日，巴斯夫宣布完成了对其化学建材业务（Construction Chemicals Business）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。

同一天，科思创宣布同意收购帝斯曼的树脂和功能材料业务（RFM），旨在进一步拓展涂料树脂业务。

➢ 巴斯夫剥离化学建材业务是其投资组合管理的重要一环

2019 年 12 月 21 日，巴斯夫与 Lone Star 签署了一项剥离巴斯夫建筑化学品业务的协议。以现金和无债务为基础的收购价格为 31.7 亿欧元。巴斯夫化学建材业务部拥有超过 7500 名员工，在 60 多个国家设有生产和销售部门，2019 年销售额约为 26 亿欧元。此资产交易对手方是 Lone Star，是一家全球私募股权基金，是建材领域私募股权基金领先者，也投资房地产、股权、信贷和其他金融资产。自 1995 年成立其第一家基金以来，Lone Star 已经组织了 20 支私募股权基金，资本承诺额总计约为 850 亿美元。

除剥离化学建材业务外，巴斯夫今年还有项三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。

巴斯夫已连续三年频繁调整资产，最近的一次成功案例是 2019 年巴斯夫收购拜耳旗下的种子业务，拥有了以数字方式使作物保护和种子业务组合能够为新的数字收入来源创造机会的基础，这从根本上改变了巴斯夫进入市场的方式，成功从农作物保护产品的生产商发展成为农业解决方案的供应商。收购拜耳种子业务给巴斯夫 2019 年带来 22 亿欧元收入和 5 亿欧元 EBITDA 贡献。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。

➢ 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。

- **我们认为海外竞争者不约而同出手调整业务或因聚焦渠道领先的高附加值产品**

在化工行业，单纯追求成本领先并不一定适合通过收购或者分拆实现快速增长，因为成本领先通常来自规模化、一体化和地域优势。而这些因素通过并购是无法获得的。我们发现巴斯夫和科思创的收购与分拆最看重的是资产的渠道、技术或者补足综合解决方案中缺失的环节。这背后的原因是高附加值的产品对渠道更加依赖，客户粘性好，通过并购可以做到 1+1>2 的投资组合管理效果。根据“十四五”规划指南，我国化工产值已占全球约 40%，大部分“市场金字塔”底部领域，即市场空间大，对价格敏感的大宗化学品已被中国化工企业抢占。优秀的中国化工企业开始或已经上攻高附加值市场。未来，我国化工领域或出现资产整合的浪潮，那些具备渠道优势、品牌优势、技术优势的企业或被市场给予更高的估值溢价。

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。