业绩低点已过，聚氨酯产品企稳回升

谨慎增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 25 日
行业：基础化工

分析师： 洪麟翔
Tel： 021-53686178
E-mail： honglinxiang@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070001

基本数据（截止 2020 年 08 月 25 日）

报告日股价（元）	69.56
12mth A 股价格区间（元）	37.36/71.20
总股本（亿股）	31.40
无限售 A 股/总股本	45.35%
流通市值（亿元）	990
每股净资产（元）	13.16

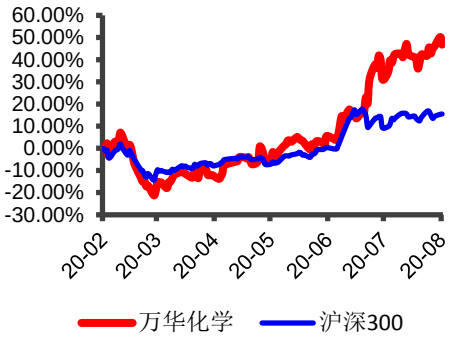
主要股东（2020H1）

烟台国丰投资控股有限公司	21.59%
Prime Partner International Limited	10.70%

收入结构（2020H1）

聚氨酯系列	43.42%
石化系列	33.69%
精细化学品及新材料	10.34%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号： HLX20-WHHX02
首次报告日期： 2019 年 11 月 18 日

相关报告：

■ 事件

万华化学发布2020年中报，公司2020年1-6月实现营业收入309.07亿元，同比减少2.00%，归属于母公司股东净利润28.35亿元，同比减少49.56%。其中Q2季度实现营收155.64亿元，同比减少0.15%，归属于母公司股东净利润14.58亿元，同比减少48.39%，降幅均有收窄，且环比略有增长。

■ 公司点评

产品价格下滑拖累毛利率，MDI、TDI 近期底部回暖

公司 2020 年上半年聚氨酯系列产品销售 124.23 万吨，同比减少 5.87%，实现营业收入 134.19 亿元，同比减少 18.59%，毛利率仅为 34.94%，为 16 年以来新低。宝思德 2020 年上半年净利润仅为 3.06 亿元，同比减少近 60%。Q2 季度纯 MDI 挂牌价有所下滑，5 月仅为 15800 元/吨，8 月恢复至 17000 元/吨左右。聚合 MDI 挂牌价格维持稳定，6 月份起开始提价，8 月挂牌价达到 15500 元/吨，较年初有 1500-2000 元涨幅。TDI 价格均价同比也有较大下跌，据百川盈孚统计，Q1、Q2 季度仅为 11552 元/吨和 10808 元/吨，同比下滑 18%和 28%，但 Q3 季度起价格逐步回暖，目前已经涨至 14000 元/吨左右；石化产品、精细化学品/新材料分别销售 280.75 万吨和 22.46 万吨，同比增长 91.65%和 27.89%，但受产品价格下滑影响（丙烯下滑 12.69%、环丙下滑 11.99%、MTBE 下滑 24.43%、丁醇下滑 18.77%、丙烯酸下滑 15.41%、NPG 进口加氢下滑 15.56%等），营收增速仅有 38.61%和-1.28%。

技术先行打造协同创新平台，持续布局精细化学品及新材料

公司在技术创新方面一直处于国内大化工行业的领先地位，2020 年上半年研发费用 8.85 亿元，同比增长 6.30%。公司开发了无醛胶合板自动施胶技术解决方案并中试成功，并且推出了多款改性 PP、改性 PC、水性树脂、TPU 等功能型材料产品，逐步建立在汽车、消费电子等领域多种材料协同创新的综合技术解决方案。同时，四川眉山高新技术产业园管委会 6 月公布两项万华项目环评信息，分别为年产 6 万吨生物降解聚酯项目及年产 1 万吨锂电池三元正极材料项目，公司在下游精细化学品及新材料相关领域持续布局。

■ 盈利预测与估值

基于 Q2 季度全球疫情扩大，产品价格下滑，我们下调公司的盈利预测，预计公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 682.72 亿、829.06 亿元和 934.64 亿元，增速分别为 0.33%、21.44%和 12.74%；归

属于母公司股东净利润分别为 75.97 亿、110.62 亿和 134.99 亿元，增速分别为-25.01%、45.61%和 22.03%；全面摊薄每股 EPS 分别为 2.42、3.52 和 4.30 元，对应 PE 为 28.7、19.7 和 16.2 倍，**未来六个月内维持“谨慎增持”评级。**

■ 风险提示

原材料价格出现波动；新项目推进不及预期；全球宏观经济下行超预期；系统性风险。

■ 数据预测与估值：

指标（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	68050.67	68271.98	82906.38	93464.54
年增长率	-6.57%	0.33%	21.44%	12.74%
归属于母公司的净利润	10129.99	7596.73	11061.60	13498.82
年增长率	-34.92%	-25.01%	45.61%	22.03%
每股收益（元）	3.23	2.42	3.52	4.30
PE（X）	21.5	28.7	19.7	16.2

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4566	4779	5803	6543
应收和预付款项	5390	4971	6574	6811
存货	8587	8808	11733	11142
其他流动资产	879	879	879	879
长期股权投资	718	808	908	1018
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	61545	63926	67132	69135
无形资产和开发支出	6694	6248	5801	5354
其他非流动资产	3646	3622	3598	3598
资产总计	96865	98169	106557	108609
短期借款	20034	30629	15464	21673
应付和预收款项	20008	8474	24889	12072
长期借款	5963	5963	5963	5963
其他负债	4179	4179	4179	4179
负债合计	52934	49245	50495	43887
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2162	2162	2162
留存收益	37063	41655	48343	56504
归属母公司股东权益	42364	46957	53644	61805
少数股东权益	1567	1967	2417	2917
股东权益合计	43931	48924	56061	64722
负债和股东权益合计	96865	98169	106557	108609

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	25933	407	27151	6199
投资活动产生现金流量	-18367	-4140	-5140	-5140
融资活动产生现金流量	-9233	5984	-20987	-320
现金流量净额	-1674	2251	1024	739

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	68272	82906	93465
营业成本	48998	51978	61381	68357
营业税金及附加	576	444	539	608
营业费用	2783	2867	3457	3879
管理费用	1434	3141	3772	4225
财务费用	1080	1492	1309	1033
资产减值损失	-284	60	35	35
投资收益	159	100	110	120
公允价值变动损益	8	0	0	0
营业利润	12297	8390	12524	15448
营业外收支净额	-37	1000	1000	1000
利润总额	12260	9390	13524	16448
所得税	1667	1394	2012	2449
净利润	10593	7997	11512	13999
少数股东损益	463	400	450	500
归属母公司股东净利润	10130	7597	11062	13499

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	28%	24%	26%	27%
EBIT/销售收入	20%	16%	18%	19%
销售净利率	16%	12%	14%	15%
ROE	24%	16%	21%	22%
资产负债率	55%	52%	49%	42%
流动比率	0.52	0.46	0.57	0.68
速动比率	0.33	0.23	0.28	0.36
总资产周转率	0.78	0.73	0.81	0.89
应收账款周转率	19.51	15.61	15.60	15.60
存货周转率	5.98	5.90	5.23	6.13

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师声明

洪麟翔

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。