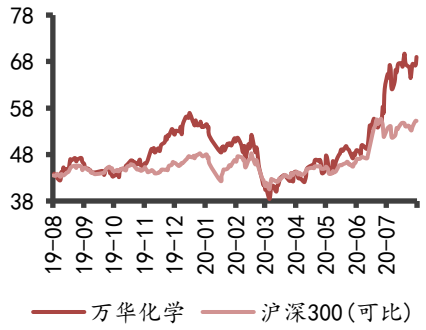
从“产品导向”向“客户导向”演化

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-08-20
近 12 个月最高/最低（元）	70.65/36.54
总股本（百万股）	3139.75
流通股本（百万股）	1423.76
流通股比例（%）	45.3%
总市值（亿元）	2166.11
流通市值（亿元）	981.2

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

相关报告：

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.8.18
《浙江龙盛：海外疫情影响持续，静待染料需求恢复》2020.8.18
《雅克科技：半导体材料持续放量，净利润水平连续跃升》2020.8.18
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.7.29
《华峰氨纶：氨纶业务优势稳定，新材料业务成主力》2020.7.29
《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》2020.6.30

核心观点：

万华化学是我们长期重点推荐的公司之一。我们认为化工的下一波行业格局取决于人才的竞争。化工行业已从单纯的资本密集型行业，变为人才密集型行业，后来者无法通过资本反超，只能瞠乎其后，化工行业的周期性也因此变弱。优秀的公司凭借有效的激励、卓越的管理和持续的创新，打造出难以撼动的优势，在全球市场中攻城略地。万华是其中的翘楚。我们对万华长期边界的判断不再局限在产业链延伸的边界，我们认为万华以后的边界是人才的边界。从这个角度看就不难理解万华布局大硅片、三元正极材料、可降解塑料和 CMP 等产品的逻辑了。现在万华强调客户导向，优化对外，以及对内的客户服务，从重视产品演变为重视人才和客户。未来万华有望打造“生产一体化”、“人才一体化”和“销售一体化”的“多元一体化”体系，成长可期。

事件描述：

8 月 20 日，公司公告 2020 年中报。据公告，2020H1 公司实现营收 309.07 亿元，同比减少 2.00%；归母净利润 28.35 亿元，同比减少 49.56%；扣非后归母净利润 30.23 亿元，同比下降 25.91 亿元；加权平均 ROE 为 6.56%，同比减少 7.37 百分点；经营活动现金流净额为 62.89 亿元，同比减少 24.09%。

➢ 上半年公司顶住了巨大的压力测试

2020H1，公司实现毛利润 61.98 亿元，同比下降了 37.12 亿元。单看盈利情况，受到疫情和油价暴跌的影响，公司受挫严重。但拆分细述，我们发现万华在上半年巨大的外部压力下经受住了抗逆测试，反映公司很强的竞争优势。

聚氨酯板块方面，我们华安化工测算万华的 MDI、TDI 均有巨大的成本优势，近一年万华每吨聚氨酯产品的盈利中大部分来自成本优势带来的超过竞争者收益，少部分来自市场价格波动的收益。因此价格波动不是万华聚氨酯板块最需要担心的问题，销量才是。由于疫情和低油价（短期油价下跌明显或影响客户采购意愿），聚氨酯下游家电、地产和汽车需求均受到重挫，即便有猪栏保温板快速增长拉动 MDI 出货量增加，也无法扭转上半年需求不佳的事实。但我们看到，万华聚氨酯板块的消费量为 124.2 万吨，相比去年同期仅减少 7.7 万吨，同比下降 5.9%。相比上半年聚氨酯板块下游需求领域平均产量同比下降的幅度 16.6%，万华的聚氨酯产品可谓逆势扩大市场份额。万华聚氨酯板块能够保持销量稳健主要有 3 方面原因：1）直销产品比例较高，销售策略稳健。例如，万华聚合 MDI 的直销比例为 80%左右，纯 MDI 几乎 100%直销。直销客户在疫情期间也推崇稳生产、稳销售的策略，采购量相比经销市场波动小。另外直销客户提前锁定采购量的模式平滑了短期冲击；2）陡峭的行业产能成本曲线为万华提供了更大的调价空间。一方面万华的低成本保障了低价格下的盈利；另一方面部分竞争者由于成本较高、频出事故，产能开工率下降。万华消化相应的市场需求；3）万华今年的管理主题为“客户导向年”，有望加强对客户服务深度、挖掘差异化

客户（例如猪栏保温，冷链运输等），从而稳住了聚氨酯产品出货量。**石化板块方面，**万华的石化产品受到油价暴跌影响最大，产量和售价均出现较大下降。上半年，万华石化产品的生产量为 84.5 万吨，同比减少了 6.4 万吨。由于上半年油气价格波动较大，万华或积极布局 LPG 贸易业务，LPG 贸易量达到 196 万吨左右，远高于去年同期 56 万吨的水平，受益于油气价格大幅波动。此外，万华与阿布扎比国家石油公司共同成立船舶运营合资公司 AW Shipping，保障万华原料 LPG 的稳定供应。我们预计下半年万华 LPG 贸易盈利能力或较强。

新材料板块方面，万华似乎没有受到疫情太大影响，销量达到 22.5 万吨，同比去年增加了 4.9 万吨。一方面对于万华，新材料市场是一个蓝海市场，可开拓客户群体庞大；另一方面，新材料业务的销售模式更贴近客户，万华主张的客户导向策略或有助于开拓客户，增加新材料产品销量。同时，万华继续加大研发投入，在大幅压缩管理和财务费用同时，万华的研发投入力度继续加码，创新基因不变。此外，万华加大了对新材料产品产能的投资力度，上半年先后布局了可降解塑料、三元正极材料、CMP 等。万华也加快了新材料产品投产进度，6 月份 PC 二期 13 万吨产能项目结项。

再看万华**财务数据**逆势改善。上半年，公司财务费用 3.94 亿元，同比减少 31.95%，主要因为融资成本下降；管理费用 5.76 亿元；销售费用 13.65 亿元。公司经营活动净现金流 62.89 亿元，其下滑幅度远小于净利润下滑幅度；筹资活动净现金流为 141.48 亿元，同比增长 917%，主要因为本期借款增加及发行超短期融资券。万华净现比为 2.08，同比增加 0.67；存货周转天数为 63.67 天，同比减少 12.13 天，盈利质量和经营效率提升。公司应付票据及账款由 2019 年年末的 164.11 亿元增加到 168.18 亿元，应收票据及账款由 2019 年年末的 44.33 亿元减少到 42.35 亿元，应收的减少和应付的增加表明了公司在困境下对产业链的把控力强。反观万华主要竞争对手巴斯夫、科思创、陶氏上半年均出现净亏损情况。各板块协同抗逆、财务数据改善、竞争者衬托，我们看到了万华抵御市场和外部环境变化带来冲击的能力，看到了万华在需求萎缩导致的加剧竞争格局中保持较好盈利的实力，看到了万华降本增效的决心，以及不忘创新的初心。我们看好万华在需求回暖后势如破竹的发展。

➢ 检修和不可抗力频出，价格有望反弹至合理价格区间

7 月以来全球 MDI 和 TDI 检修和不可抗力频出，我们在 7 月 28 日发布的*《全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》*报告中详细统计了供给侧变化。故障及检修引起全球 MDI、TDI 市场的供需关系回归紧平衡。

MDI 方面：下半年是传统的 MDI 需求旺季，加上全球多家公司装置的检修，货源限量供应，随着后期疫情逐渐好转，外贸出口订单或在下半年逐渐释放。国内政策方面，家电下乡政策有望推动农村消费升级，接下来下游市场可能会迎来需求增速的拐点。**在供需平衡下，我们华安化工预计聚合 MDI 价格有望反弹至约 12500-15500 元/吨的合理价格区间中；纯 MDI 价格有望反弹至约 14700-19700 元/吨的合理价格区间中。**

TDI 方面：随着汽车工厂开始复工复产，同时市场对家具和床上用品的需求逐渐恢复至疫情爆发前的水平，TDI 需求已开始从 5 月的低点回升。此外，多家公司陆续宣布停产检修计划，市场供应量减少，造成价格上升。目前，**虽然 TDI 价格处于行业现金成本以上，但停产产能占比超过全球 24%，供给收缩明显，我们华安化工预计下半年 TDI 价格或迎来一定程度的反弹，价格合理区间在约 9100-11500 元/吨之间。**

➢ 乙烯项目投产在即，进一步提高一体化水平

万华百万吨大乙烯项目将于 2020H2 投产，增加石化产品产能近 300 万吨，包括 100 万吨/年乙烯联合装置、40 万吨/年聚氯乙烯装置、15 万吨/年环氧乙烷装置、45 万吨/年 LLDPE 装置、30/65 万吨/年环氧丙烷/苯乙烯装置、5 万吨/年丁二烯装置及配套的辅助和公用工程设施等，进一步提高公司一体化水平，我们预计万华大乙烯一期项目净利润贡献中枢为 25 亿元左右，有望成为未来一年半万华主要增长点之一。

➢ 保持较高投资研发力度，加快布局新材料板块

万华 2020H1 研发费用率为 2.86%，同比增长 0.22 个百分点。公司 2020H1 在建工程新增投资超过 86 亿元。年产 20 万吨聚碳酸酯（PC）项目二期于 2019 年 11 月 28 日顺利中交，并于 2020 年 6 月 29 日结项，合计投资金额约 14 亿元。另外，公司还全新布局的新产品包括了可降解塑料、大硅片、三元材料、高端聚烯烃、尼龙 12、香精香料、POE、集成电路等。其中，已经进入环评建设阶段的有尼龙 12（4 万吨，25.48 亿元）、PBAT（6 万吨，3.6 亿元）、三元正极材料（1 万吨，11.6 亿元）、研磨液和 CMP pad 研磨液（1.5~2 万吨，60 万片，15.7 亿元）。随着在建和规划产品的开发投产，公司进一步提高产品附加值，实现多元化发展，打开长期成长空间。

➢ 竞争对手情况不佳，行业景气度或触底反弹

2020Q2，科思创业绩如预期的受到严重影响，各核心客户行业需求端均出现大幅下降。公司核心业务 Q2 销量同比下降 22.7%，其中 4 月销量受影响最大，但自 5 月中旬开始有所改善。因疫情对各地区的影响存在时滞，EMLA（欧洲、中东、非洲和除墨西哥以外的拉丁美洲）和北美地区在报告期内的销售额下降幅度大于亚太地区。得益于 6 月份需求端尤其是聚碳酸酯板块的加速复苏，集团 Q2 EBITDA 为 1.25 亿欧元，同比下降 72.8%，净利润为-5200 万欧元。

2020Q2，巴斯夫受到疫情期间各项封锁措施影响，业绩大幅下滑。销售额为 126.80 亿欧元，同比下降 12.4%；息税前利润为 2.26 亿欧元，虽高于市场预期，但较 19Q2 的 9.95 亿欧元有大幅下降，主要因为材料、表面处理技术、化学品和工业解决方案业务领域的收益同比显著减少。公司净亏损 8.78 亿欧元，经营活动产生的现金流 22 亿欧元。

2020Q2，陶氏各业务板块盈利能力均大幅下降。陶氏营收为 84 亿美元，同比下滑 24.2%；净亏损 2.25 亿美元，而去年同期净利润为 7500 万美元。其中，包装和特种塑料部门 EBIT 为 3.18 亿美元，同比减少 4.5 亿美元；工业中间体和基础设施运营部门 EBIT 为-2.20 亿美元，同比减少 3.74 亿美元；性能材料和涂料部门的 EBIT 为 2700 万美元，同比减少 1.87 亿美元。作为应对措施，陶氏将进一步降低成本，削减全球员工总数的 6%，约 2200 人。陶氏还将进一步削减 5 亿美元运营费用。

与以上化工巨头相比，万华依旧维持良好的盈利水平，可见万华的成本和经营优势显著。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 75.0、123.9、165.3 亿元，同比增速为-25.9%、65.1%、33.4%。对应 PE 分别为 27.8、16.8 和 12.6 倍。给予“买入”评级。

风险提示

产品价格大幅波动的风险；油价大幅波动的风险；装置不可抗力的风险；项目建设不及预期的风险；疫情影响持续的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68051	69807	84551	98644
(+/-) (%)	-6.6%	2.6%	21.1%	16.7%
归母净利润	10130	7502	12388	16528
(+/-) (%)	-34.9%	-25.9%	65.1%	33.4%
EPS(元)	3.23	2.39	3.95	5.26
P/E	17.41	27.76	16.81	12.60

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司整体经营状况与财务数据 7
2. 公司分业务经营状况 11
3. 公司上半年重大事件及项目情况 15
4. 投资建议 19
5. 风险提示 19

图表目录

图表 1 公司营收半年度变化情况 8
图表 2 公司营收季度变化情况 8
图表 3 公司毛利半年度变化情况 8
图表 4 公司毛利季度变化情况 8
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 8
图表 6 公司归母净利润季度变化情况 8
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况 9
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况 9
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况 9
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况 9
图表 11 公司现金流半年度变化情况 9
图表 12 公司现金流季度变化情况 9
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 10
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 10
图表 15 公司净现比半年度变化情况 10
图表 16 公司净现比季度变化情况 10
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 10
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 10
图表 19 各系列产品经营数据 12
图表 20 产品价格价差 13
图表 21 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件 17

1. 公司整体经营状况与财务数据

8 月 20 日，万华化学发布 2020 半年报。据公告，2020H1 公司共实现营收 309.07 亿元，同比下降 2.00%，环比下降 15.35%；实现毛利 61.98 亿元，同比下降 37.46%，环比下降 32.21%；实现归母净利润 28.35 亿元，同比下降 49.56%,环比下降 37.13%;整体毛利率为 20.05%(同比下降 11.37 个百分点)；整体净利率为 9.79%（同比下降 8.84 个百分点）；三项费用率为 10.42%（同比下降 0.54 个百分点),销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.42%、4.73%、1.27%，其中研发费用率为 3.58%（同比下降 0.27 个百分点）；经营活动现金流净额为 62.89 亿元，同比下降 24.09%，环比下降 64.36%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为 107.66 亿元，同比增长 18.62%，投资强度有所增强；净现比为 2.08，同比增加 0.67，盈利质量有所改善；存货周转天数为 63.67 天，同比下降 12.13 天，经营效率提高。

2020Q2 公司经营状况相较 Q1 有所改善，但未达到去年同期水平。据计算，2020Q2 公司共实现营收 155.64 亿元，同比下降 0.15%，环比上升 1.44%；实现毛利 31.15 亿元，同比下降 38.22%，环比上升 1.04%；实现归母净利润 14.58 亿元，同比下降 48.39%，环比上升 5.88%；整体毛利率为 20.01%（同比下降 12.34 个百分点）；整体净利率为 9.84%（同比下降 9.03 个百分点）；三项费用率为 9.79%（同比增加下降 1.84 个百分点），销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.22%、4.69%、0.88%，其中研发费用率为 2.99%（同比增加 0.37 个百分点）;经营活动现金流净额为 34.19 亿元,同比下降 9.53%，环比上升 19.13%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为 55.20 亿元，同比增长 26.52%，投资强度有所增强；净现比为 2.23，同比增加 73.74 个百分点，盈利质量有较大程度改善；存货周转天数为 70.39 天，同比减少 4.61 天，经营效率提高。

受疫情影响，同业公司科思创、巴斯夫、陶氏均面临困境。

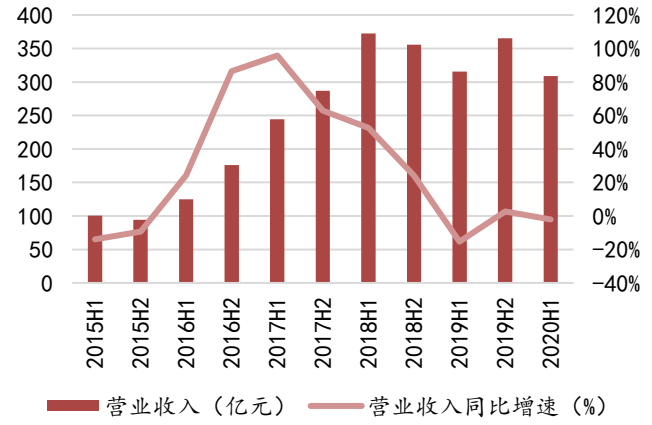
2020Q2，科思创业绩如预期的受到严重影响，各核心客户行业需求端均出现大幅下降。公司核心业务 Q2 销量同比下降 22.7%，其中 4 月销量受影响最大，但自 5 月中旬开始有所改善。因疫情对各地区的影响存在时滞，EMLA（欧洲、中东、非洲和除墨西哥以外的拉丁美洲）和北美地区在报告期内的销售额下降幅度大于亚太地区。得益于 6 月份需求端尤其是聚碳酸酯板块的加速复苏，集团 Q2 EBITDA 为 1.25 亿欧元，同比下降 72.8%，净利润为-5200 万欧元。

2020Q2，巴斯夫受到疫情期间各项封锁措施影响，业绩大幅下滑。销售额为 126.80 亿欧元，同比下降 12.4%；息税前利润为 2.26 亿欧元，虽高于市场预期，但较 19Q2 的 9.95 亿欧元有大幅下降，主要因为材料、表面处理技术、化学品和工业解决方案业务领域的收益同比显著减少。公司净亏损 8.78 亿欧元，经营活动产生的现金流 22 亿欧元。

2020Q2，陶氏各业务板块盈利能力均大幅下降。陶氏营收为 84 亿美元，同比下滑 24.2%；净亏损 2.25 亿美元，而去年同期净利润为 7500 万美元。其中，包装和特种塑料部门 EBIT 为 3.18 亿美元，同比减少 4.5 亿美元；工业中间体和基础设施运营部门 EBIT 为-2.20 亿美元，同比减少 3.74 亿美元；性能材料和涂料部门的 EBIT 为 2700 万美元，同比减少 1.87 亿美元。作为应对措施，陶氏将进一步降低成本，削减全球员工总数的 6%，约 2200 人。陶氏还将进一步削减 5 亿美元运营费用。

与以上化工巨头相比，万华依旧维持良好的盈利水平，可见万华的成本和经营优势显著。

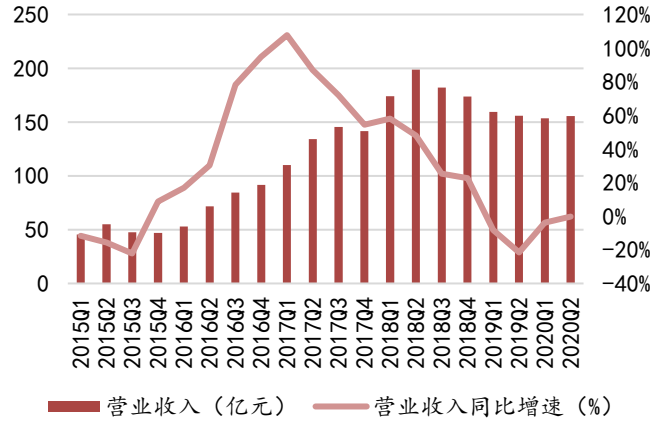
图表 1 公司营收半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

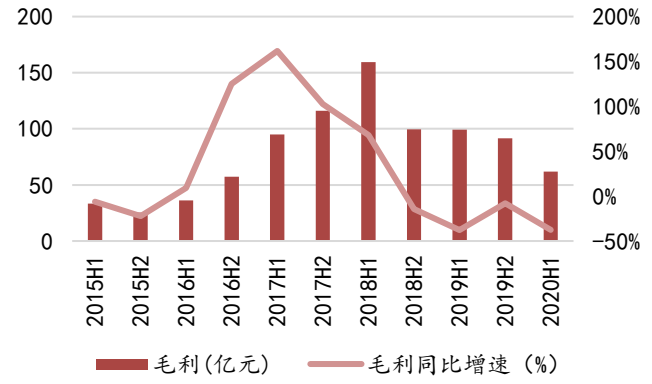
图表 2 公司营收季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

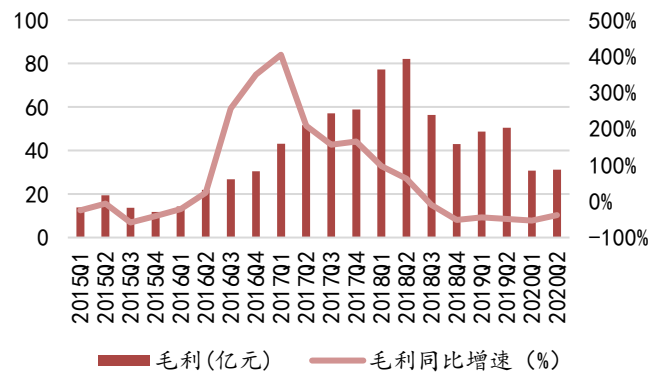
图表 3 公司毛利半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

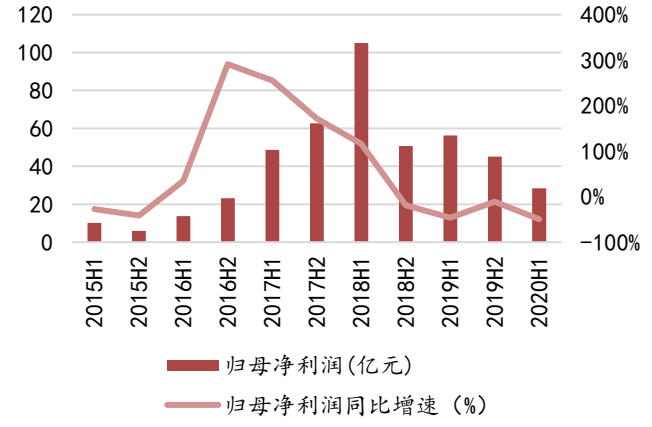
图表 4 公司毛利季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

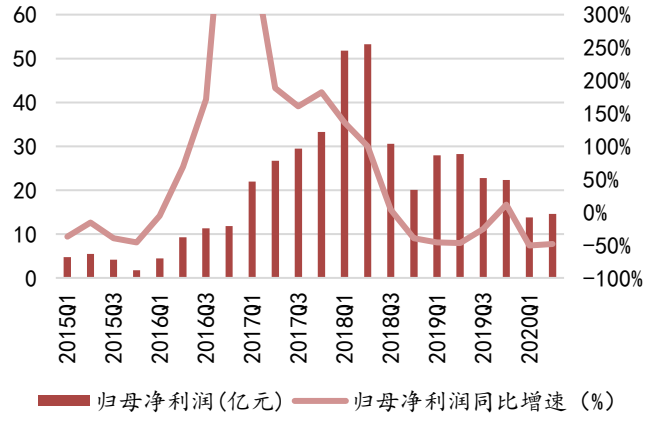
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

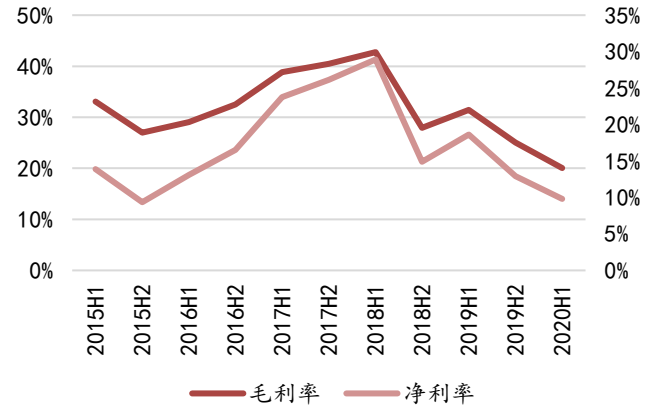
图表 6 公司归母净利润季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

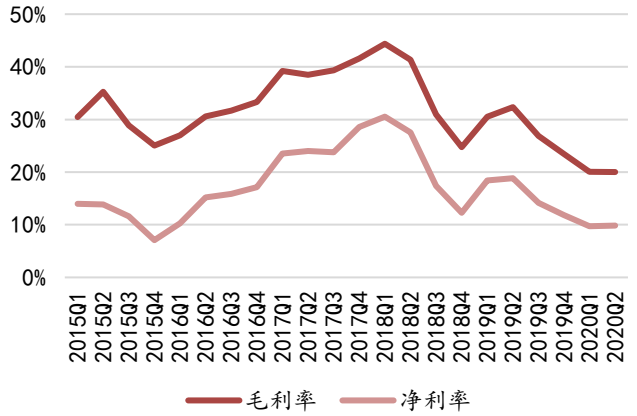
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

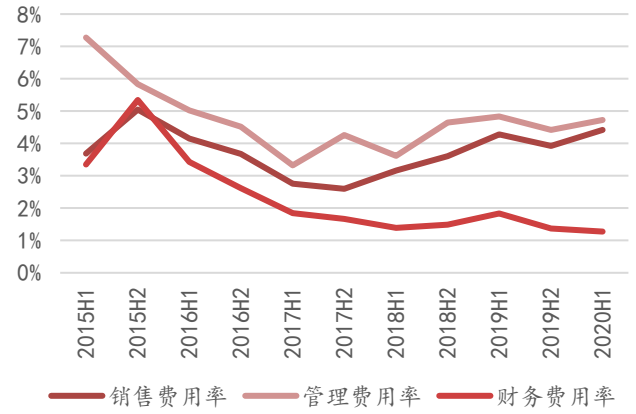
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

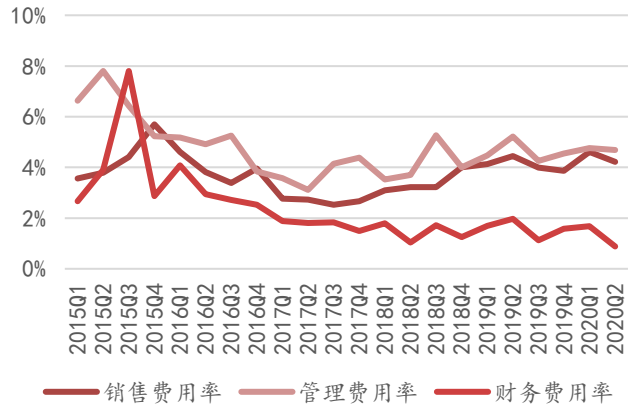
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

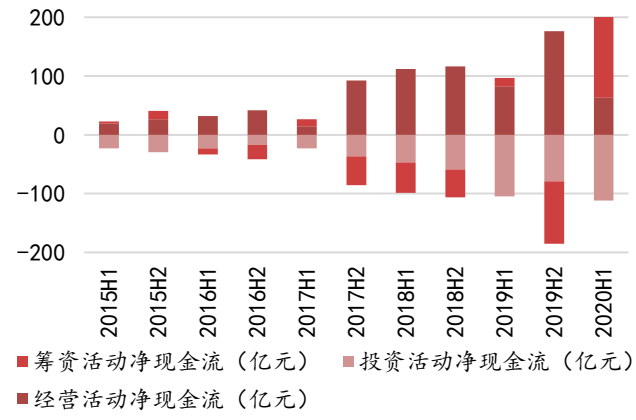
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

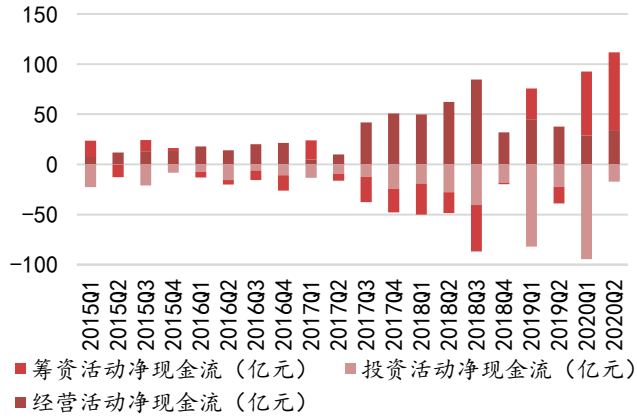
图表 11 公司现金流半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

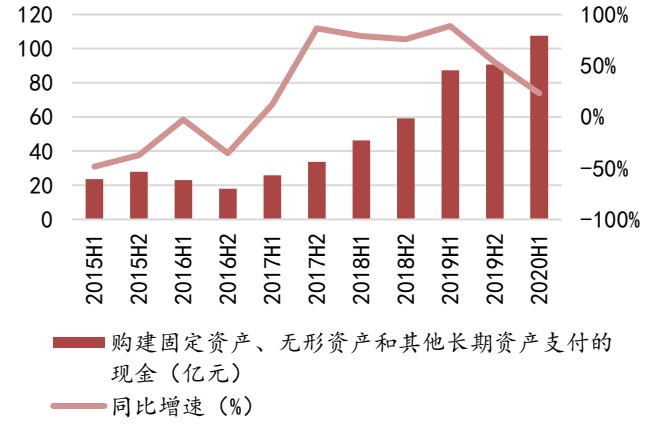
图表 12 公司现金流季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

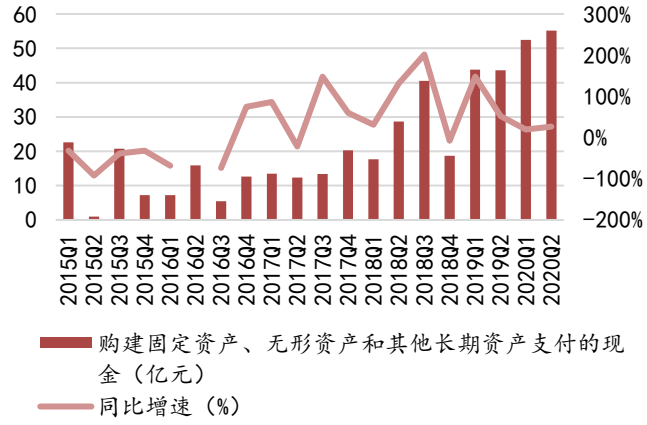
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

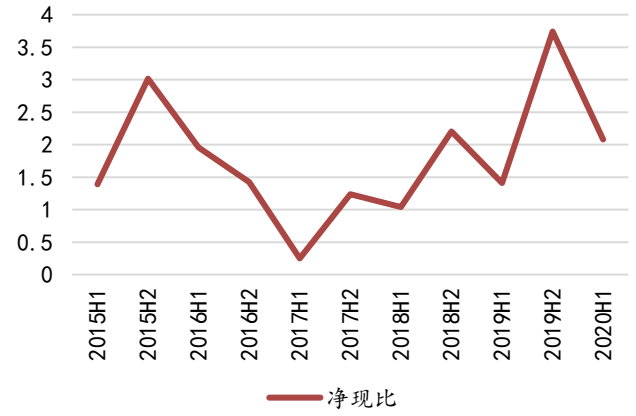
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

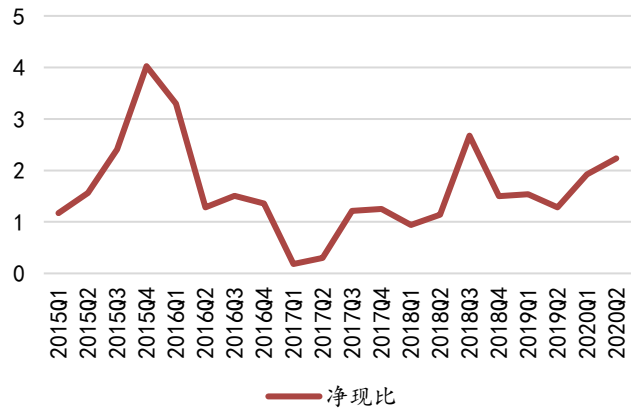
图表 15 公司净现比半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

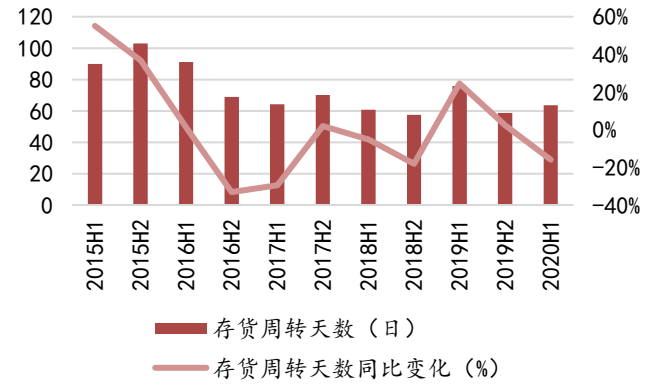
图表 16 公司净现比季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

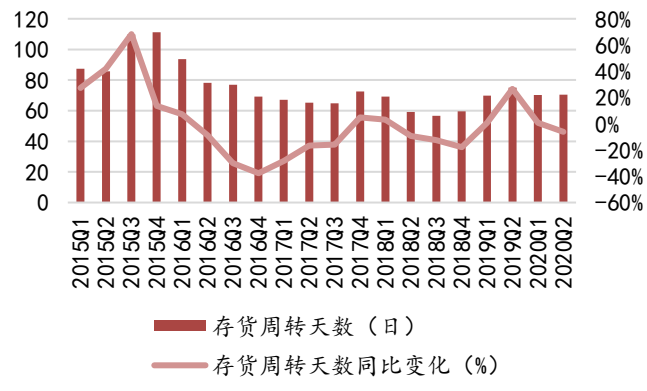
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

2. 公司分业务经营状况

聚氨酯板块一直是公司最主要的营收来源。2020H1 聚氨酯板块实现营收 134.19 亿元，同比下降 18.59%，营收占比 43.42%（同比减少 8.85 个百分点）；实现毛利润 46.89 亿元，毛利同比下降 33.29%，毛利占比 75.65%（同比增加 4.73 个百分点）。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的聚氨酯板块业务有所下滑，主要因为价格和销量均出现下跌。2020H1 公司聚氨酯板块销量为 124.23 万吨，同比减少 5.86%。20H1 华东纯 MDI 和聚合 MDI 均价分别仅为 14601 元/吨、12027 元/吨，同比分别下降 33.05%和 16.75%，环比分别下降 17.56%和 4.56%；20H1 华东 TDI 均价仅为 10569 元/吨，同比下降 24.18%，环比下降 15.20%。2020 年以来，纯 MDI 和聚合 MDI 均价从 Q1 的 15497 元/吨、12425 元/吨分别下降至 Q2 的 13704 元/吨（-11.6%）、11630 元/吨（-6.4%）；华东 TDI 均价从 Q1 的 11039 元/吨下降至 Q2 的 10098 元/吨（-8.5%），价格接近历史低点。但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 产品价格在近期逐渐回弹。8 月 17 日，华东纯 MDI、聚合 MDI 和 TDI 价格分别反弹至 14250 元/吨、13750 元/吨、14000 元/吨，价差扩大，预计未来一段时间产品价格将继续反弹趋势，三季度公司聚氨酯盈利能力将得到恢复，聚氨酯板块将逐渐回归正轨。

2020H1 石化板块实现营收 104.14 亿元，同比增长 38.61%，营收占比 33.69%（同比增加 9.87 个百分点）；实现毛利润 0.04 亿元，毛利同比下降 99.47%，毛利占比 0.06%（同比减少 7.49 个百分点）。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的石化板块盈利能力下降，主要是因为产品价格跌幅较大。2020H1 公司石化板块产量为 84.54 万吨，同比下滑 7.08%，主要由于 Q2 PDH 装置长时间停产检修所致；销量为 280.75 万吨，同比增加 91.65%，主要因为贸易量的增加。华东环氧丙烷、正丁醇、丙烯酸丁酯、MTBE 均价均有较大幅度下降，20H1 的均价分别为 9032 元/吨、5570 元/吨、7789 元/吨、4069 元/吨，同比分别下降 10.9%、18.5%、18.5%、26.3%，环比分别下降 10.5%、14.9%、6.8%、30.6%。石化板块盈利状况受到价格影响冲击较大。随着疫情状况的改善以及原油价格的企稳，石化板块业务预计也将回暖。

2020H1 新材料板块实现营收 31.96 亿元，同比下降 1.30%，营收占比 10.34%（同比增加 0.07 个百分点）；实现毛利润 6.19 亿元，毛利同比减少 27.18%，毛利占比 9.99%（同比增加 1.41 个百分点）。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的新材料系列业务保持稳定。2020H1 公司新材料板块销量为 22.46 万吨，同比上升 27.86%。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发展通道。

图表 19 各系列产品经营数据

聚氨酯板块													
	营收	产量	销量	均价	营收	成本	毛利	产量	销量	均价	单吨成本	单吨毛利	毛利率
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	亿元	亿元	万吨	万吨	元/吨	元/吨	元/吨	%
17Q1	60.80	34.88	40.08	15168	139.79	66.51	73.29	87.31	86.84	16098	7659	8440	52.43%
17Q2	79.00	52.43	46.76	16895									
17Q3	84.46	50.02	51.36	16444	158.55	66.53	92.01	94.66	96.79	16381	6874	9506	58.03%
17Q4	74.09	44.65	45.43	16309									
18Q1	81.48	42.14	44.21	18433	168.11	72.44	95.67	93.11	94.83	17727	7639	10088	56.91%
18Q2	86.63	50.97	50.63	17112									
18Q3	75.07	46.62	47.74	15723	141.41	81.40	60.01	94.31	97.29	14535	8367	6168	42.44%
18Q4	66.34	47.69	49.55	13389									
19Q1	82.41	64.47	65.79	12526	164.84	94.55	70.29	134.85	131.97	12491	7165	5326	42.64%
19Q2	82.43	70.38	66.18	12455									
19Q3	75.72	63.60	64.51	11737	153.74	92.33	61.41	133.39	129.99	11827	7103	4724	39.94%
19Q4	78.03	69.79	65.48	11916									
20Q1	63.70	61.16	60.10	10599	134.19	87.30	46.89	122.74	124.23	10802	7027	3774	34.94%
20Q2	70.49	61.58	64.13	10992									
17FY	298.34	181.97	183.63	16247	298.34	133.04	165.30	181.97	183.63	16247	7245	9002	55.41%
18FY	309.52	187.42	192.12	16110	309.52	153.84	155.68	187.42	192.12	16110	8007	8103	50.30%
19FY	318.58	268.24	261.96	12161	318.58	186.88	131.70	268.24	261.96	12161	7134	5027	41.34%
石化板块													
	营收	产量	销量	均价	营收	成本	毛利	产量	销量	均价	单吨成本	单吨毛利	毛利率
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	亿元	亿元	万吨	万吨	元/吨	元/吨	元/吨	%
17Q1	33.16	37.72	67.06	4945	69.17	59.16	10.02	86.86	151.69	4560	3900	661	14.49%
17Q2	36.01	49.15	84.64	4255									
17Q3	38.42	47.86	101.49	3785	83.90	74.81	9.08	72.70	179.91	4664	4158	505	10.82%
17Q4	45.48	24.85	78.41	5800									
18Q1	34.77	38.40	72.01	4828	83.20	73.40	9.80	75.37	182.20	4566	4029	538	11.78%
18Q2	48.43	36.97	110.19	4395									
18Q3	54.49	32.86	107.65	5062	105.88	96.81	9.06	75.51	204.50	5177	4734	443	8.56%
18Q4	51.39	42.64	96.85	5306									
19Q1	40.23	44.68	79.86	5037	75.13	67.64	7.49	90.98	146.49	5129	4617	511	9.97%
19Q2	34.90	46.30	66.63	5238									
19Q3	51.26	53.97	118.88	4312	125.89	110.96	14.93	108.03	297.48	4232	3730	502	11.86%
19Q4	74.64	54.06	178.60	4179									
20Q1	54.61	44.88	127.99	4267	104.14	104.10	0.04	84.54	280.75	3709	3708	1.42	0.04%
20Q2	49.53	39.66	152.76	3242									
17FY	153.07	159.57	331.60	4616	153.07	133.97	19.10	159.57	331.60	4616	4040	576	12.48%
18FY	189.08	150.88	386.70	4889	189.08	170.21	18.86	150.88	386.70	4890	4402	488	9.97%
19FY	201.02	199.01	443.97	4528	201.02	178.60	22.42	199.01	443.97	4528	4023	505	11.15%
新材料系列													
	营收	产量	销量	均价	营收	成本	毛利	产量	销量	均价	单吨成本	单吨毛利	毛利率
	亿元	万吨	万吨	元/吨	亿元	亿元	亿元	万吨	万吨	元/吨	元/吨	元/吨	%
17Q1	8.11	5.46	4.31	18836	17.67	12.10	5.58	11.20	9.61	18387	12591	5806	31.58%

17Q2	9.56	5.74	5.30	18032									
17Q3	12.53	6.93	7.66	16359	24.30	16.65	7.64	14.28	14.35	16935	11604	5324	31.44%
17Q4	11.76	7.35	6.69	17594									
18Q1	10.81	8.28	5.63	19191	26.86	17.88	8.98	16.88	14.07	19097	12712	6385	33.43%
18Q2	16.05	8.61	8.43	19034									
18Q3	15.07	6.46	8.04	18747	30.17	21.28	8.89	16.01	18.10	16667	11756	4911	29.47%
18Q4	15.10	9.56	10.06	15005									
19Q1	15.32	10.47	8.06	19003	32.38	23.88	8.50	19.97	17.57	18434	13595	4839	26.25%
19Q2	17.05	9.50	9.50	17947									
19Q3	18.00	10.70	10.76	16731	38.50	28.83	9.67	22.72	23.90	16108	12062	4046	25.12%
19Q4	20.50	12.02	13.14	15599									
20Q1	14.05	12.17	9.34	15044	31.96	25.77	6.19	24.93	22.46	14230	11474	2756	19.37%
20Q2	17.91	12.76	13.12	13650									
17FY	41.97	25.48	23.96	17519	41.97	28.75	13.22	25.48	23.96	17517	12000	5518	31.50%
18FY	57.03	32.90	32.17	17729	57.03	39.16	17.87	32.90	32.17	17729	12174	5555	31.33%
19FY	70.88	42.69	41.47	17093	70.88	52.71	18.17	42.69	41.47	17093	12711	4382	25.63%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 产品价格价差

	元/吨（含税价）	半年度均价													最新价格
		15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	20H1同比	20H1环比	8/17
聚氨酯板块	纯苯:华东	5439	4684	4833	5743	7098	6379	6473	6375	4620	5483	4254	-7.9%	-22.4%	3375
	聚合MDI:华东	12549	10054	10981	16522	23682	29622	22226	15350	14447	12602	12027	-16.7%	-4.6%	13750
	纯MDI:华东	17658	15173	15494	20148	27302	29551	31413	25780	21810	17711	14601	-33.1%	-17.6%	14250
	MDI综合价差：华东	10649	8634	9285	13986	20289	25576	20897	14456	13741	10675	10115	-26.4%	-5.2%	11770
	甲苯:华东	5328	5257	4745	5157	5517	5326	5756	6359	5180	5753	4061	-21.6%	-29.4%	3390
	TDI:华东	12583	12013	12326	24443	27746	35281	32757	23470	13939	12463	10569	-24.2%	-15.2%	14000
	TDI价差：华东	6403	5915	6821	18461	21347	29103	26080	16094	7930	5789	5858	-26.1%	1.2%	10068
	硬泡聚醚:华东	10746	9224	8090	9715	10013	10773	11573	10313	8803	8529	8688	-1.3%	1.9%	11300
	软泡聚醚:华东	11974	10193	8606	10815	10665	12205	12860	12558	10762	10424	9298	-13.6%	-10.8%	13250
石化板块	丙烷:CFR韩国	3209	2765	2192	2361	3012	3493	3361	3970	3230	3023	2431	-24.8%	-19.6%	2533
	丁烷:CFR韩国	3295	2912	2391	2559	3336	3501	3339	4009	3347	3165	2597	-22.4%	-17.9%	2503
	MTBE:华东	6107	5439	4876	5242	5536	5514	6144	6215	5521	5860	4069	-26.3%	-30.6%	3750
	环氧丙烷:华东	11502	9714	7985	10449	10248	11647	12093	12085	10141	10092	9032	-10.9%	-10.5%	13150
	正丁醇:华东	6846	5103	4887	5863	6354	7333	7739	7613	6838	6547	5570	-18.5%	-14.9%	5875
	丙烯酸:华东	6767	5527	5340	7362	9527	8308	7733	9030	8017	7023	6705	-16.4%	-4.5%	6320
	丙烯酸丁酯:华东	8631	7181	6557	8399	10581	10054	9769	10601	9558	8361	7789	-18.5%	-6.8%	7400
	新戊二醇:华东	9360	7817	7710	11707	14026	14919	12804	11876	9963	8427	8458	-15.1%	0.4%	7750
新材料系列	TPU:国内	-	-	-	21786	30350	25230	25830	23990	23115	22395	20050	-13.3%	-10.5%	17500
	双酚A:华东	10142	7347	7941	9196	9913	10798	13509	13773	11509	9695	10053	-12.6%	3.7%	9925
	PC:国内	18326	16800	16890	18286	20726	25053	30185	22219	17730	16305	14606	-17.6%	-10.4%	14600
	PC价差：华东	9198	10188	9743	10010	11805	15335	18027	9823	7373	7580	5558	-24.6%	-26.7%	5668
	MMA:华东	13313	11045	10908	14049	17602	20949	20612	17963	13845	11455	10018	-27.6%	-12.5%	9450
	PMMA:国内	17832	14506	12908	15393	18917	22626	25070	23335	18821	15412	13869	-26.3%	-10.0%	13600
	PMMA价差：国内	4518	3461	2000	1344	1315	1677	4458	5372	4976	3957	3851	-22.6%	-2.7%	4150
	HDI:国内	-	-	-	49938	52616	41985	46601	61038	68885	63551	53677	-22.1%	-15.5%	38800
	IPDI:华东	70108	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	0.0%	0.0%	70000
	元/吨（含税价）	季度均价													
		18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q1同比	20Q1环比	20Q2同比	20Q2环比
聚氨酯	纯苯:华东	6746	6201	6863	5887	4752	4491	5382	5584	5190	3346	9.2%	-7.1%	-25.5%	-35.5%
	聚合MDI:华东	23458	21007	18047	12593	13807	15037	12621	12583	12425	11630	-10.0%	-1.3%	-22.7%	-6.4%
	纯MDI:华东	33747	29104	28645	22852	22002	21632	18297	17126	15497	13704	-29.6%	-9.5%	-36.6%	-11.6%

板块	MDI 综合价差：华东	22288	19524	16896	11956	13267	14182	10928	10422	10072	10141	-24.1%	-3.4%	-28.5%	0.7%
	甲苯:华东	5546	5948	6575	6125	5130	5229	5753	5753	4780	3388	-6.8%	-16.9%	-35.2%	-29.1%
	TDI:华东	37989	27583	27977	18863	13513	14333	13133	11793	11039	10098	-18.3%	-6.4%	-29.5%	-8.5%
	TDI 价差：华东	31555	20683	20350	11758	7562	8267	6459	5119	5494	6169	-27.4%	7.3%	-25.4%	12.3%
	硬泡聚醚:华东	11710	11438	10566	10054	9062	8565	8375	8682	8577	8798	-5.3%	-1.2%	2.7%	2.6%
	软泡聚醚:华东	13106	12616	12877	12233	11164	10390	10288	10559	9752	8845	-12.7%	-7.6%	-14.9%	-9.3%
石化板块	丙烷:CFR 韩国	3253	3468	4189	3732	3195	3264	2676	3402	2653	2245	-17.0%	-22.0%	-31.2%	-15.4%
	丁烷:CFR 韩国	3155	3520	4390	3595	3459	3236	2709	3662	3052	2216	-11.8%	-16.7%	-31.5%	-27.4%
	MTBE:华东	6074	6203	6448	5944	5781	5281	5929	5791	4751	3493	-17.8%	-18.0%	-33.9%	-26.5%
	环氧丙烷:华东	12481	11709	12473	11688	10410	9892	10152	10033	9124	8941	-12.4%	-9.1%	-9.6%	-2.0%
	正丁醇:华东	7254	8149	8090	7056	7070	6625	6649	6445	5720	5432	-19.1%	-11.2%	-18.0%	-5.0%
	丙烯酸:华东	7773	7699	8777	9324	8416	7648	7340	6707	6691	6718	-20.5%	-0.2%	-12.2%	0.4%
	丙烯酸丁酯:华东	9326	10143	10773	10400	9948	9198	8555	8167	7964	7627	-19.9%	-2.5%	-17.1%	-4.2%
	新戊二醇:华东	11863	13714	13438	10186	10425	9524	8656	8183	8746	8188	-16.1%	6.9%	-14.0%	-6.4%
新材料系列	TPU:国内	26092	25573	24385	23562	23591	22655	22394	22396	21411	18865	-9.2%	-4.4%	-16.7%	-11.9%
	双酚 A:华东	12728	14291	14958	12588	11941	11089	9586	9804	10195	9911	-14.6%	4.0%	-10.6%	-2.8%
	PC:国内	31390	29000	24792	19434	18505	16981	16179	16440	15663	13685	-15.4%	-4.7%	-19.4%	-12.6%
	PC 价差：华东	19935	16138	11330	8104	7758	7000	7551	7617	6487	4765	-16.4%	-14.8%	-31.9%	-26.5%
	MMA:华东	19370	21836	19191	16734	14641	13049	11513	11396	9983	10052	-31.8%	-12.4%	-23.0%	0.7%
	PMMA:国内	24598	25535	24338	22249	20130	17555	15406	15418	14206	13574	-29.4%	-7.9%	-22.7%	-4.5%
	PMMA 价差：国内	5228	3699	5147	5515	5489	4506	3893	4021	4223	3523	-23.1%	5.0%	-21.8%	-16.6%
	HDI:国内	42266	50866	55024	67544	71273	66574	64212	62847	62037	46396	-13.0%	-1.3%	-30.3%	-25.2%
	IPDI:华东	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

3. 公司上半年重大事件及项目情况

（1）近期全球 MDI、TDI 检修和不可抗力频出，多地 MDI 供应趋紧

7 月以来，万华化学、科思创、巴斯夫等多家公司宣布装置停产，累计受影响 MDI 产能 110 万吨/年（占全球总产能 12.4%）、TDI 产能 81 万吨/年（占全球总产能 24.3%）。

受疫情影响，聚氨酯行业的需求萎缩较大，供给余量导致 MDI 和 TDI 价格下滑，随着疫情缓解带来的需求反弹和供给的收缩，聚氨酯相关产品价格或反弹。

MDI 方面：下半年是传统的 MDI 需求旺季，加上全球多家公司装置的检修，货源限量供应，随着后期疫情逐渐好转，外贸出口订单或在下半年逐渐释放。国内政策方面，家电下乡政策有望推动农村消费升级，接下来下游市场可能会迎来需求增速的拐点。在供需平衡下，我们华安化工预计聚合 MDI 价格有望反弹至约 12500-15500 元/吨的合理价格区间中；纯 MDI 价格有望反弹至约 14700-19700 元/吨的合理价格区间中。

TDI 方面：随着汽车工厂开始复工复产，同时市场对家具和床上用品的需求逐渐恢复至疫情爆发前的水平，TDI 需求已开始从 5 月的低点回升。此外，多家公司陆续宣布停产检修计划，市场供应量减少，造成价格上升。目前，虽然 TDI 价格处于行业现金成本以上，但停产产能占比超过全球 24%，供给收缩明显，我们华安化工预计下半年 TDI 价格或迎来一定程度的反弹，价格合理区间在约 9100-11500 元/吨之间。

（2）积极推进万华福建项目建设，进一步巩固行业地位

2020 年 3 月，公司与福建石油化工集团有限公司按照 80%、20%持股比例合资成立万华化学（福建）有限公司（万华福建）。万华福建以 0 元受让福建康乃尔 64%股权，将建设 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目。万华福建收购福建东南电化的 TDI 装置及直接配套装置（福建石化部分资产），将 TDI 产能从 10 万吨/年扩建至 25 万吨/年，并建设 40 万吨/年 PVC 项目，续建大型煤气化项目。同时，万华福建现金收购东南电化（剥离 TDI 装置和 PVC 资产后）49%股权，主要从事氯碱及热电业务，为 MDI 和 TDI 项目提供原料、公用工程配套，并将扩建烧碱产能，由目前的 12 万吨/年及在建的 30 万吨/年提升至 60 万吨/年。

公司国内三大基地布局日益完善，渗透率将进一步提升。烟台、宁波、福建三大基地的建设一方面强化公司在聚氨酯领先地位，占领国内主要市场。

（3）重视技术创新，不断开发新产品

公司建立起了完善的流程化研发框架和项目管理机制，形成了从基础研究、工程化开发、工艺流程优化到产品应用研发的创新型研发体系，已建成“国家聚氨酯工程技术研究中心”、“聚合物表面材料制备技术国家工程实验室”、“国家认定企业技术中心”、“企业博士后科研工作站”等多个具有行业影响力的创新平台，并已开始筹建国家技术标准创新基地（化工新材料）。同时，公司新建设的万华全球研发总部正式投用，研发创新环境及科研设施装备水平达到国际一流，为公司进一步吸引高端研发人才提供了条件。

2020H1，在 MDI 创新应用方面，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；在材料解决方案开发方面，公司新推出了多款改性 PP、改性 PC、水性树脂、TPU 等功能型新产品，逐步建立公司在汽车、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，公司加速布局下游精细化学品及新材料相关领域。

（4）人才是公司发展的重中之重

2020 年，公司提出万华 “六有人才”标准：有激情、有思想、有胸怀、有韧劲、有担当、有业绩，为公司人才培养指明了方向，为员工成长成才树立了标准，营造出“人人都能成为人才，人人都要成为人才”的氛围。2020 年 6 月，万华大学完成揭牌仪式。万华大学秉承“理想担当，文化自觉”的校训，与公司文化、战略、业务紧密结合，成为传播文化、分享实践、创新思想的学习平台，成为人才评估和选拔的观察平台，源源不断为公司培养和输送“六有”人才，为公司跨越式发展提供不竭动力。

（5）大乙烯项目投产在即，进一步提高一体化水平。

公司百万吨大乙烯项目预计将于 2020H2 投产，增加石化产品产能近 300 万吨，包括 100 万吨/年乙烯联合装置、40 万吨/年聚氯乙烯装置、15 万吨/年环氧乙烷装置、45 万吨/年 LLDPE 装置、30/65 万吨/年环氧丙烷/苯乙烯装置、5 万吨/年丁二烯装置及配套的辅助和公用工程设施等，预计明年净利润贡献将超过 9 亿元，推动公司业绩增长。

（6）保持较高投资研发力度，加快布局新材料板块。

公司强劲现金流支撑公司在多个新材料领域进行探索和尝试，实行横向一体化、纵向一体化战略，把握市场空间巨大的发展赛道。万华 2020H1 研发费用率为 2.86%，同比增长 0.22 个百分点。公司 2020H1 在建工程新增投资超过 86 亿元。年产 20 万吨聚碳酸酯（PC）项目二期于 2019 年 11 月 28 日顺利中交，并于 2020 年 6 月 29 日结项，合计投资金额约 14 亿元。另外，公司还全新布局的新产品包括了可降解塑料、大硅片、三元材料、高端聚烯烃、尼龙 12、香精香料、POE、集成电路等。其中，已经进入环评建设阶段的有尼龙 12（4 万吨，25.48 亿元）、PBAT（6 万吨，3.6 亿元）、三元正极材料（1 万吨，11.6 亿元）、研磨液和 CMP pad 研磨液（1.5~2 万吨，60 万片，15.7 亿元）。随着在建和规划产品的开发投产，公司进一步提高产品附加值，实现多元化发展，打开长期成长空间。

图表 21 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重点项目进展		
2020H1	大乙烯项目即将投产	万华化学百万吨大乙烯项目总投资 168 亿元，现已基本建成，正进行设备调试，计划 9 月份正式投产。
2020H1	万华化学西南基地项目（二期）	万华化学西南基地项目（二期）项目计划今年 8 月份开工建设，项目总投资 400 亿元，主要建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品四大产业链 11 个项目。
2020/6/22	生物降解聚酯项目	四川眉山政府公示万华化学年产 6 万吨生物降解聚酯项目环评信息，总投资 3.6 亿元。
2020/6/22	锂电池三元材料项目	四川眉山政府公示万华化学年产 1 万吨锂电池三元材料项目，总投资 11.6 亿元
2020/6/29	PC 二期结项	万华年产 20 万吨聚碳酸酯项目(二期)于 2019 年 11 月 28 日顺利中交，并于 2020 年 6 月 29 日结项，合计投资金额约 14 亿元。
2020/7/2	集成电路平坦化关键材料项目	万华化学集团电子材料有限公司拟在烟台经济技术开发区进出口加工区内建设大规模集成电路平坦化关键材料（CMP Pad + slurry）项目。项目总投资 15.7 亿元。
2020/8/5	成立船舶运营公司	万华化学下属子公司万华石化与阿布扎比国家石油公司旗下船运物流公司 ADNOC L&S 正式宣布成立船舶运营合资公司 AW Shipping，致力于运输 LPG 及其他石油产品，保障万华化学 C3/C4 产业链以及乙烯与下游一体化项目原料 LPG 的稳定供应。
公司重大事件		
2020/3/2	对外投资成立公司	公司与福建石油化工集团有限责任公司拟合资成立万华化学（福建）有限公司，公司以现金认缴出资额 24 亿元人民币，占注册资本的 80%。
2020/3/2	对外投资收购股权	公司与福建石化、东南电化签署股权转让协议，以现金方式收购福建石化持有的东南电化（剥离 TDI 装置和 PVC 资产）49%股权，主要从事氯碱及热电业务，为 MDI 和 TDI 项目提供原料、公用工程配套。
2020/5/11	2019 年年度权益分派	利润分配以方案实施前的公司总股本 31.40 亿股为基数，每股派发现金红利 1.30 元（含税），共计派发现金红利 40.82 亿元。
2020/5/14	聘任关键管理人员	选举廖增太先生担任公司董事长；聘任寇光武先生担任公司总裁；聘任华卫琦先生担任公司常务副总裁、聘任刘博学先生担任公司高级副总裁、聘任 Peter Pengtao Huo（霍澎涛）先生担任公司副总裁、聘任陈毅峰先生担任公司副总裁、聘任李立民先生担任公司副总裁兼财务负责人、董事会秘书。
行业重大事件		
2020H1	原油价格有所回升	原油价格触底回升，5 月起 OPEC+减产协议即将落实执行，且欧洲和美国经济渐进式重启。但面对疫情的不确定性，原油价格整体宽幅继续震荡。
2020/7	全球多地 MDI 供应趋紧	国内外不可抗力及检修或引起全球聚合 MDI 市场供应紧张。
2020/7/1	万华烟台 MDI、TDI 装置检修	万华烟台工业园 MDI 装置（60 万吨/年）、TDI 装置（30 万吨/年）开始停产检修，预计检修 45 天左右。万华烟台 MDI 装置和 TDI 装置单吨成本具有很大领先优势，产能盈利空间较大。
2020/7/17	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	九部门联合印发《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》，要求对进一步做好塑料污染治理工作。“限塑令”近年来的逐步加强推行，导致相关领域将面临聚丙烯需求缩窄问题，所涉及的聚丙烯原料也将面临转型。
2020/7/22	科思创德国 MDI 装置停产	科思创德国 MDI 装置（20 万吨/年）停产，对欧洲、非洲和中东地区宣布不可抗力，主要因为生产系统漏水产生机械故障导致的。原定于 8 月检修计划前生产的 MDI 库

		存将因此延迟，目前恢复时间暂时无法确定。2020H1，科思创德国 MDI 装置单吨成本约为 14300 元/吨，远高于我国聚合 MDI 出口均价。
2020/7/24	巴斯夫路易斯安那州工厂不可抗力	巴斯夫证实公司位于路易斯安那州盖斯马市的 TDI（16 万吨/年）工厂遭遇不可抗力。
2020/7/28	BC 公司 MDI、TDI 停车检修	万华化学公告子公司 BC 公司的 MDI 装置（30 万吨/年）、TDI 装置（25 万吨/年）将于 2020 年 8 月 8 日开始陆续停车检修，预计检修 40 天左右。

资料来源：wind，百川盈孚，卓创资讯，政府网站，华安证券研究所

4. 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 75.0、123.9、165.3 亿元，同比增速为-25.9%、65.1%、33.4%。对应 PE 分别为 27.8、16.8 和 12.6 倍。给予“买入”评级。

5. 风险提示

产品价格大幅波动的风险；油价大幅波动的风险；装置不可抗力的风险；项目建设不及预期的风险；疫情影响持续的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	28175	29165	31304
现金	4566	0	0	0
应收账款	4433	3988	4937	5940
其他应收款	575	419	545	687
预付账款	438	586	590	677
存货	8587	10297	11287	12655
其他流动资产	4885	12885	11806	11345
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	123850	142086	165169
流动负债	44800	63887	69155	74906
短期借款	20034	40920	42844	44255
应付账款	8024	7052	7985	9757
其他流动负债	16741	15915	18326	20894
非流动负债	8134	8134	8134	8134
长期借款	5963	5963	5963	5963
其他非流动负债	2172	2172	2172	2172
负债合计	52934	72022	77289	83040
少数股东权益	1567	1962	2543	3347
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2162	2162	2162
留存收益	37063	44565	56952	73480
归属母公司股东权益	42364	49866	62254	78781
负债和股东权益	96865	123850	142086	165169

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25933	7958	26261	32398
净利润	10130	7502	12388	16528
折旧摊销	4601	9228	8550	10420
财务费用	1225	1941	2511	2595
投资损失	-159	-147	-178	-212
营运资金变动	8951	-11056	2354	2201
其他经营现金流	2365	19047	10671	15192
投资活动现金流	-18367	-31469	-25673	-31214
资本支出	-17797	-31616	-25851	-31425
长期投资	-711	0	0	0
其他投资现金流	142	147	178	212
筹资活动现金流	-9233	18945	-588	-1184
短期借款	1165	20886	1924	1411
长期借款	238	0	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	-1941	-2511	-2595
现金净增加额	-1674	-4566	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	69807	84551	98644
营业成本	48998	52888	60436	68193
营业税金及附加	576	662	799	917
销售费用	2783	2862	3213	3748
管理费用	1434	1396	1606	1874
财务费用	1080	1873	2511	2595
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	147	178	212
营业利润	12297	9452	15390	20522
营业外收入	79	17	17	17
营业外支出	115	59	59	59
利润总额	12260	9409	15347	20480
所得税	1667	1513	2378	3148
净利润	10593	7897	12969	17331
少数股东损益	463	395	581	804
归属母公司净利润	10130	7502	12388	16528
EBITDA	17156	19411	25018	31963
EPS（元）	3.23	2.39	3.95	5.26

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-6.6%	2.6%	21.1%	16.7%
营业利润	-37.3%	-23.1%	62.8%	33.3%
归属于母公司净利润	-34.9%	-25.9%	65.1%	33.4%
获利能力				
毛利率（%）	28.0%	24.2%	28.5%	30.9%
净利率（%）	14.9%	10.7%	14.7%	16.8%
ROE（%）	23.9%	15.0%	19.9%	21.0%
ROIC（%）	14.8%	8.4%	11.9%	13.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	54.6%	58.2%	54.4%	50.3%
净负债比率（%）	120.5%	139.0%	119.3%	101.1%
流动比率	0.52	0.44	0.42	0.42
速动比率	0.32	0.27	0.25	0.24
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.56	0.60	0.60
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	2.39	3.95	5.26
每股经营现金流薄）	8.26	2.53	8.36	10.32
每股净资产	13.49	15.88	19.83	25.09
估值比率				
P/E	17.41	27.76	16.81	12.60
P/B	4.16	4.18	3.35	2.64
EV/EBITDA	11.72	13.32	10.41	8.19

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：化工行业首席分析师，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。

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。