2020 年 08 月 19 日
证券研究报告•2020 年中报点评
万华化学（600309）化工

买入 （维持）
当前价：67.66 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

上半年业绩符合预期，异氰酸酯价格步入上行通道

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 上半年实现营业收入 309.1 亿元，同比下降 2.0%；实现归母净利润 28.4 亿元，同比下降 49.6%。

- **疫情因素及原油价格大幅波动影响，上半年业绩整体承压。**公司二季度实现营业收入 155.6 亿元，同比下跌 0.2%，环比增长 1.4%，单季度实现归母净利润 14.6 亿元，同比下跌 48.4%，环比增长 5.9%。公司上半年整体毛利率为 20.1%，同比大幅下降 11.3 个百分点。分业务板块分析，由于受到疫情影响导致的国内外需求下滑，公司上半年聚氨酯系列产品销量同比下降 5.9%，山东地区聚合 MDI 均价为 12378.0 元/吨，同比下降 16.1%，聚合 MDI 平均毛利则同比大幅下滑 32.0%，纯 MDI 上半年均价为 15315.0 元/吨，同比下降 30.6%，平均毛利则同比大幅下降 7.7 个百分点至 37.3%，因此聚氨酯业务整体收入下滑 18.6%，整体毛利率下滑至 34.9%。石化产品业务，产品价格与去年同期相比均有明显下滑，丙烯、环氧丙烷、MTBE、正丁醇、丙烯酸价格分别同比下降 12.7%、12.0%、24.4%、18.8%、15.4%，但由于公司上半年销量同比增长 91.6%，因此整体收入增长 38.6%，但受到原材料价格大幅波动影响，毛利率下滑至仅为 0.04%。精细化学品及新材料业务，上半年销量同比增长 27.9%，整体业务收入也下降 1.3%，同时毛利率下滑约 7 个百分点至 19.3%。

- **国内外异氰酸酯装置多发不可抗力，MDI、TDI 价格进入上涨周期。**近期国内外不可抗力及检修或引起全球聚合 MDI 市场供应紧张，科思创德国装置因不可抗力进入检修阶段，将影响欧洲、中东地区供应，因此欧洲、中东地区价格也上涨至 1600 美元/吨以上，近两周价格上涨超过 300 美元/吨，目前日韩货源价格也在 1600-1650 美元/吨，万华烟台及匈牙利博苏化学合计 90 万吨装置正值检修，重庆巴斯夫 40 万吨装置也处于停车状态，而未来亚太地区的韩国锦湖及日本东曹装置也均有检修计划，全球聚合 MDI 下游需求继续复苏，国内开工率保持低位，社会库存相较于前期有一定的消耗，而聚氨酯的销售旺季即将来到，万华化学 8 月份上调聚合 MDI 挂牌价 1500 元至 15500 元/吨，而海外地区聚合 MDI 价格也出现了明显的上涨，部分地区价格近半个月上涨达到 20%，因此我们判断全球 MDI 价格有望进入趋势性上涨阶段，而异氰酸酯的另一主要产品 TDI 也出现了海内外包括巴斯夫、科思创等主要生产装置不可抗力频发的状态，因此 TDI 价格也和 MDI 价格保持了步调一致，目前市场价格已经由前期不到 10000 元/吨上涨至 13300-13800 元/吨，未来产品价格仍然处于上涨周期，公司 MDI、TDI 产能分别达到 210 万吨和 75 万吨产能，业绩弹性巨大。

- **设立万华福建合资公司，建设 MDI、扩产 TDI 项目。**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。合资公司以零价格受让福建康乃尔聚氨酯有限责任公司 64%股权，将建设 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目；合资公司收购福建省东南电化股份有限公司的 TDI 装置及直接配套装置，将扩建 TDI 产能至 25 万吨/年，建设 40 万吨/年 PVC 项目，此举进一步垄断国内 MDI 新增产能，并进一步巩固国内 MDI 技术上的核心护城河，同时实现了万华化学在东南地区生产基地的布局，同时也将进一步垄断国内 TDI 市场，未来扩产项目建成后，国内市场份额将进一步提升至 40%，TDI

西南证券研究发展中心

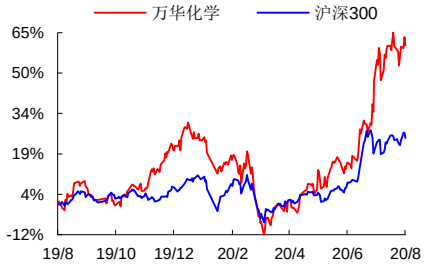
分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
电话：0755-23614278
邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：薛聪
执业证号：S1250520070004
电话：010-58251919
邮箱：xuec@swsc.com.cn

分析师：周峰春
执业证号：S1250519080005
电话：021-58351839
邮箱：zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通 A 股(亿股)	14.24
52 周内股价区间(元)	38.45-69.7
总市值(亿元)	2,124.35
总资产(亿元)	1,077.54
每股净资产(元)	13.92

相关研究

1. 万华化学（600309）：短期业绩承压，不改长期成长 (2020-04-25)
2. 万华化学（600309）：业绩保持稳健，看好未来发展 (2020-03-31)

行业集中度将大幅提高，也巩固了全球异氰酸酯行业龙头地位。

- **乙烯一期项目 2020 年迎来投产，二期项目进一步延伸产业链。**公司一期 100 万吨乙烯项目将在 2020 年四季度投产。山东烟台市生态环境局发布了万华化学集团股份有限公司聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目环境影响评价第一次公示，将新建 120 万吨/年乙烯及下游一体化项目，该项目以石脑油、混合丁烷为原料，经 120 万吨/年乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品，主要包括乙烯裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚烯烃塑性体/弹性体、聚丙烯等装置以及配套的公用工程和辅助生产设施。随着一期 100 万吨乙烯项目在 2020 年的投产，公司将开始建设二期乙烯项目，进一步延伸上游产业链，并实现下游产品的丰富多元化。乙烯项目的建设有利于完善万华烟台工业园聚氨酯产业链一体化，有利于解决工业园聚醚多元醇生产过程中需要的原料环氧乙烷、环氧丙烷，并可以消耗异氰酸酯产业链的副产品盐酸，推动产业的平衡发展。此外，该项目还采用国际最先进工艺和万华自主研发的环保法 PO/SM 环氧丙烷生产技术，将打造国内最高水平的乙烯产业链，填补国内领域的空白，打破国外技术垄断。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.59 元、3.38 元和 3.78 元，对应 PE 分别为 26X、20X 和 18X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**MDI 价格大幅下滑的风险；福建康乃尔项目建设进度或不及预期的风险；乙烯项目投产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	68050.67	72692.70	82549.15	93487.30
增长率	12.26%	6.82%	13.56%	13.25%
归属母公司净利润（百万元）	10129.99	8132.46	10620.55	11859.58
增长率	-4.53%	-19.72%	30.59%	11.67%
每股收益 EPS（元）	3.23	2.59	3.38	3.78
净资产收益率 ROE	24.11%	16.83%	18.51%	17.65%
PE	21	26	20	18
PB	5.01	4.38	3.69	3.16

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	68050.67	72692.70	82549.15	93487.30
营业成本	48997.61	56683.04	62947.08	71577.33
营业税金及附加	576.01	617.89	701.67	794.64
销售费用	2782.91	2980.40	3301.97	3739.49
管理费用	1433.85	1526.55	1650.98	1869.75
财务费用	1079.75	1090.39	1155.69	1215.33
资产减值损失	-284.17	100.00	100.00	100.00
投资收益	158.92	100.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	7.79	3.90	4.54	4.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	12296.96	9798.32	12796.31	14295.62
其他非经营损益	-36.60	25.80	33.47	30.91
利润总额	12260.36	9824.12	12829.77	14326.54
所得税	1667.04	1326.26	1732.02	1934.08
净利润	10593.32	8497.87	11097.75	12392.45
少数股东损益	463.33	365.41	477.20	532.88
归属母公司股东净利润	10129.99	8132.46	10620.55	11859.58

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	10593.32	8497.87	11097.75	12392.45
折旧与摊销	4600.77	4823.64	5753.28	6324.06
财务费用	1079.75	1090.39	1155.69	1215.33
资产减值损失	-284.17	100.00	100.00	100.00
经营营运资本变动	13554.59	3141.93	956.67	1141.22
其他	-3611.32	-214.23	-223.03	-193.90
经营活动现金流净额	25932.94	17439.60	18840.35	20979.17
资本支出	-22859.41	-5000.00	-5000.00	-2000.00
其他	4492.55	103.90	104.54	104.87
投资活动现金流净额	-18366.86	-4896.10	-4895.46	-1895.13
短期借款	2622.32	-3481.36	-10177.07	-6375.61
长期借款	2145.09	0.00	0.00	0.00
股权融资	174.44	0.00	0.00	0.00
支付股利	-4101.02	-2026.00	-1626.49	-2124.11
其他	-10073.87	-4333.19	-1155.69	-1215.33
筹资活动现金流净额	-9233.04	-9840.55	-12959.25	-9715.05
现金流量净额	-1673.93	2702.94	985.65	9368.98

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4566.33	7269.27	8254.92	17623.90
应收和预付款项	5390.17	4947.28	5697.84	6588.33
存货	8586.88	9948.94	11069.15	12576.07
其他流动资产	4940.20	996.47	1127.46	1272.83
长期股权投资	717.59	717.59	717.59	717.59
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	60040.17	60476.09	59982.38	55917.88
无形资产和开发支出	6694.39	6439.69	6184.99	5930.29
其他非流动资产	5929.60	5924.74	5919.88	5915.01
资产总计	96865.32	96720.06	98954.19	106541.90
短期借款	20034.04	16552.68	6375.61	0.00
应付和预收款项	20041.78	19975.87	22742.03	26197.57
长期借款	5962.60	5962.60	5962.60	5962.60
其他负债	6895.65	3744.46	3918.24	4157.67
负债合计	52934.06	46235.60	38998.48	36317.84
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75
资本公积	2161.53	2161.53	2161.53	2161.53
留存收益	37144.14	43250.60	52244.66	61980.13
归属母公司股东权益	42364.09	48551.88	57545.94	67281.41
少数股东权益	1567.16	1932.57	2409.78	2942.65
股东权益合计	43931.26	50484.45	59955.72	70224.06
负债和股东权益合计	96865.32	96720.06	98954.19	106541.90

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	12.26%	6.82%	13.56%	13.25%
营业利润增长率	-23.55%	-20.32%	30.60%	11.72%
净利润增长率	-17.43%	-19.78%	30.59%	11.67%
EBITDA 增长率	-10.40%	-12.60%	25.41%	10.81%
获利能力				
毛利率	28.00%	22.02%	23.75%	23.44%
三费率	7.78%	7.70%	7.40%	7.30%
净利率	15.57%	11.69%	13.44%	13.26%
ROE	24.11%	16.83%	18.51%	17.65%
ROA	10.94%	8.79%	11.22%	11.63%
ROIC	18.12%	13.93%	18.28%	21.13%
EBITDA/销售收入	26.42%	21.61%	23.87%	23.36%
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.75	0.84	0.91
固定资产周转率	2.04	1.67	1.55	1.66
应收账款周转率	19.51	17.18	19.00	18.63
存货周转率	5.96	6.10	5.98	6.05
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	131.34%	—	—	98.16%
资本结构				
资产负债率	54.65%	47.80%	39.41%	34.09%
带息债务/总负债	49.11%	48.70%	31.64%	16.42%
流动比率	0.52	0.61	0.85	1.35
速动比率	0.33	0.35	0.49	0.90
股利支付率	40.48%	24.91%	15.31%	17.91%
每股指标				
每股收益	3.23	2.59	3.38	3.78
每股净资产	13.49	15.46	18.33	21.43
每股经营现金	8.26	5.55	6.00	6.68
每股股利	1.31	0.65	0.52	0.68

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	17977.48	15712.35	19705.27	21835.02
PE	20.97	26.12	20.00	17.91
PB	5.01	4.38	3.69	3.16
PS	3.12	2.92	2.57	2.27
EV/EBITDA	12.86	14.11	10.69	8.92
股息率	1.93%	0.95%	0.77%	1.00%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn