证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

万华化学（600309） 买入

重大事件快评 （维持评级）

2020 年 05 月 29 日

上调 6 月 MDI 挂牌价，疫情过后行业景气有望复苏

证券分析师： 龚诚 010-88005306 gongcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001
证券分析师： 商艾华 shangaihua@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

事项：

2020 年 5 月 28 日，万华化学发布公告上调 6 月 MDI 挂牌价，6 月聚合 MDI 挂牌价上调 500 元/吨，纯 MDI 挂牌价上调 700 元/吨。

国信化工观点:

1）**万华化学上调 2020 年 6 月 MDI 挂牌价。**万华 6 月聚合 MDI 分销市场挂牌价较 5 月上调 500 元/吨至 14000 元/吨，直销市场挂牌价为 14500 元/吨，较 5 月上调 500 元/吨；6 月纯 MDI 挂牌价 16500 元/吨，比 5 月价格上调 700 元/吨。上海亨斯迈 6 月对分销商聚合 MDI 市场挂牌价执行 14500 元/吨（与 5 月持平），上海巴斯夫聚合 MDI6 月上调 500 元/吨至 14500 元/吨。

2）**伴随着国际油价回暖，近两周 MDI 价格小幅上涨。**年后疫情影响 MDI 国内和出口需求大幅降低，年后最低价格相比 19 年均价降幅超 30%，近两周 MDI 价格略有回升，当前华东纯 MDI 价格为 1.385 万元，较两周前上涨 1100 元/吨。5 月以来随着原油减产和需求恢复，国际原油价格大幅上涨，5 月以来布伦特原油价格涨幅接近 60%，纯苯外盘价格坚挺。聚氨酯需求端逐渐恢复，但前期采购库存充裕，需求有限。供给端商家挺市态度坚决，当前聚合 MDI 开工率降为 40%。

3）**公司产业链成本优势显著，产业链下游拓展将巩固龙头地位。**当前公司核心聚氨酯产品正在扩大产能，加强在国内外的影响力，在烟台、宁波、匈牙利和美国继续扩建或新建聚氨酯产能。公司大力发展 C2 乙烯和衍生物产业链，正在建设的百万吨级乙烯产业链项目预计 2020 年下半年建成，另外公司烟台工业园 PC 二期 13 万吨产能也预计 2020 年 6 月建成，届时将不断拓展公司高端新材料下游应用。

投资建议:

虽然疫情对公司短期业绩冲击较大，但是公司核心 MDI 等聚氨酯系列产品成本优势显著，加上公司向石化下游新材料领域不断延伸，我们预计随着原油价格恢复和需求回暖，公司将继续保持快速增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别达到 89/138/157 亿元，同比-12/55/14%，EPS=2.84/4.39/5.00 元/股，对应当前 PE 分别为 16.4/10.6/9.3 倍。我们看好公司在聚氨酯行业的龙头地位，以及在石化及新材料产业链上的拓展延伸，维持“买入”评级。

风险提示:

1）疫情影响聚氨酯产品下游需求持续低迷;

2）油价巨幅震荡导致石化产品盈利受影响;

3）新建项目投产速度低于预期。

评论:

■ **万华化学上调 6 月 MDI 挂牌价**

万华化学上调 2020 年 6 月 MDI 挂牌价。万华 6 月聚合 MDI 分销市场挂牌价较 5 月上调 500 元/吨至 14000 元/吨，直销市场挂牌价为 14500 元/吨，较 5 月上调 500 元/吨；6 月纯 MDI 挂牌价 16500 元/吨，比 5 月价格上调 700 元/吨。上海亨斯迈 6 月对分销商聚合 MDI 市场挂牌价执行 14500 元/吨（与 5 月持平），上海巴斯夫聚合 MDI6 月上调 500 元/吨至 14500 元/吨。

■ **伴随着国际油价回暖，近两周 MDI 价格小幅上涨。**

伴随着国际油价回暖，近两周 MDI 价格小幅上涨。年后疫情影响 MDI 国内和出口需求大幅降低，年后最低价格相比 19 年均价降幅超 30%，近两周 MDI 价格略有回升，当前华东纯 MDI 价格为 1.385 万元，较两周前上涨 1100 元/吨。5 月以来随着原油减产和需求恢复，国际原油价格大幅上涨，5 月以来布伦特原油价格涨幅接近 60%，纯苯外盘价格坚挺。聚氨酯需求端逐渐恢复，但前期采购库存充裕，需求有限。供给端商家挺市态度坚决，当前聚合 MDI 开工率降为 40%。

■ **公司产业链成本优势显著，产业链下游拓展将巩固龙头地位**

公司在行业下行周期表现良好的盈利能力，静待油价和需求回暖。当前公司核心聚氨酯产品正在扩大产能，加强在国内外的影响力，在烟台、宁波、匈牙利和美国继续扩建或新建聚氨酯产能。公司大力发展 C2 乙烯和衍生物产业链，正在建设的百万吨级乙烯产业链项目预计 2020 年下半年建成，另外公司烟台工业园 PC 二期 13 万吨产能预计 2020 年 6 月建成，届时将不断拓展公司高端新材料下游应用，加深成本优势，增强盈利能力。

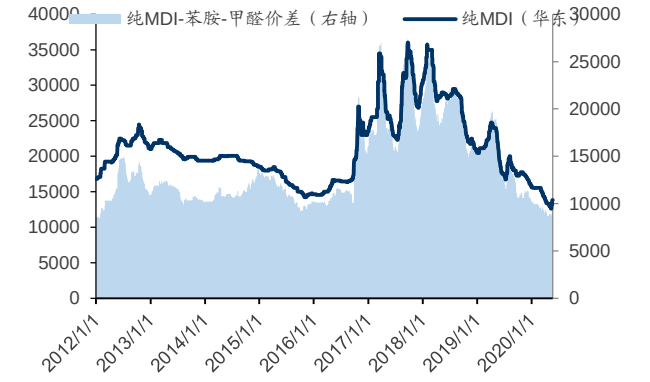
图 1：布伦特原油现货价格（美元/桶）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：华东地区 MDI 市场主流价（元/吨）

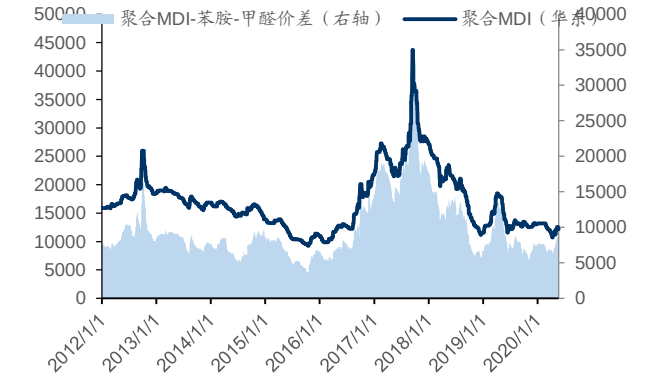
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：纯 MDI 价格和价差走势（元/吨）



资料来源：BAIINFO，国信证券经济研究所整理

图 4：聚合 MDI 价格和价差走势（元/吨）



资料来源：BAIINFO，国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：**

虽然疫情对公司短期业绩冲击较大，但是公司核心 MDI 等聚氨酯系列产品成本优势显著，加上公司向石化下游新材料领域不断延伸，我们预计随着原油价格恢复和需求回暖，公司将继续保持快速增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别达到 89/138/157 亿元，同比-12/55/14%，EPS=2.84/4.39/5.00 元/股，对应当前 PE 分别为 16.4/10.6/9.3 倍。我们看好公司在聚氨酯行业的龙头地位，以及在石化及新材料产业链上的拓展延伸，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**

1）疫情影响聚氨酯产品下游需求持续低迷；

2）油价巨幅震荡导致石化产品盈利受影响；

3）新建项目投产速度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4566	500	500	11475
应收款项	4952	4763	5989	6604
存货净额	8587	8200	10066	11267
其他流动资产	5348	5143	6467	7131
流动资产合计	**23484**	**18637**	**23052**	**36506**
固定资产	61545	66593	65590	62208
无形资产及其他	5337	5123	4910	4696
投资性房地产	5783	5783	5783	5783
长期股权投资	718	718	718	718
资产总计	**96865**	**96854**	**100052**	**109911**
短期借款及交易性金融负债	23358	19420	5672	0
应付款项	16411	15672	19238	21532
其他流动负债	5031	4959	11326	16570
流动负债合计	**44800**	**40051**	**36236**	**38102**
长期借款及应付债券	5963	6163	6163	6163
其他长期负债	2172	2172	2172	2172
长期负债合计	**8134**	**8334**	**8334**	**8334**
负债合计	**52934**	**48386**	**44570**	**46436**
少数股东权益	1567	1644	1763	1899
股东权益	42364	46824	53719	61575
负债和股东权益总计	**96865**	**96854**	**100052**	**109911**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	3.23	2.84	4.39	5.00
每股红利	2.63	1.42	2.20	2.50
每股净资产	13.49	14.91	17.11	19.61
ROIC	19%	14%	22%	27%
ROE	24%	19%	26%	26%
毛利率	28%	28%	29%	28%
EBIT Margin	21%	18%	21%	22%
EBITDA Margin	28%	26%	29%	29%
收入增长	12%	-4%	26%	10%
净利润增长率	-5%	-12%	55%	14%
资产负债率	56%	52%	46%	44%
息率	5.7%	3.1%	4.7%	5.4%
P/E	14.4	16.4	10.6	9.3
P/B	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.5	11.5	8.0	7.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**68051**	**65453**	**82293**	**90743**
营业成本	48998	47436	58366	65035
营业税金及附加	576	576	724	799
销售费用	2783	2945	2880	2722
管理费用	1434	2504	2682	2482
财务费用	1080	908	663	358
投资收益	159	(100)	0	0
资产减值及公允价值变动	292	0	0	0
其他收入	(1334)	0	0	0
营业利润	12297	10982	16977	19347
营业外净收支	(37)	0	0	0
利润总额	**12260**	**10982**	**16977**	**19347**
所得税费用	1667	1647	2547	2902
少数股东损益	463	415	642	731
归属于母公司净利润	**10130**	**8920**	**13789**	**15714**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10130	8920	13789	15714
资产减值准备	342	199	15	(16)
折旧摊销	4595	4967	6202	6611
公允价值变动损失	(292)	0	0	0
财务费用	1080	908	663	358
营运资本变动	13460	168	5533	5043
其它	(256)	(122)	104	151
经营活动现金流	**27980**	**14132**	**25643**	**27504**
资本开支	(27082)	(10000)	(5000)	(3000)
其它投资现金流	(30)	0	0	0
投资活动现金流	**(27188)**	**(10000)**	**(5000)**	**(3000)**
权益性融资	63	0	0	0
负债净变化	2145	200	0	0
支付股利、利息	(8249)	(4460)	(6895)	(7857)
其它融资现金流	**10824**	**(3938)**	**(13748)**	**(5672)**
融资活动现金流	(1322)	(8198)	(20643)	(13529)
现金净变动	(530)	(4066)	0	10975
货币资金的期初余额	5096	4566	500	500
货币资金的期末余额	4566	500	500	11475
企业自由现金流	3295	5327	21729	25404
权益自由现金流	16264	817	7417	19427

相关研究报告

《万华化学-600309-2019 年财报点评：聚氨酯阶段性景气低迷，产业链延伸巩固行业地位》 ——2020-04-17
《万华化学-600309-2018 年半年报点评：上半年盈利创新高，新业务仍可期待》 ——2018-08-01

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032