

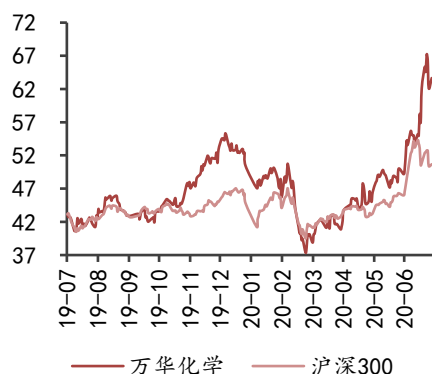
## 全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-07-29

近 12 个月最高/最低 (元)	68.66/36.54
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)	1998
流通市值 (亿元)	905

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：

《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

《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：

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%）。

### 全球 MDI、TDI 检修和不可抗力频出

7月1日，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。

7月22日，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。

7月24日，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。

8月，甘肃银光两套 TDI 装置（共 10 万吨/年）计划停车检修，7月限量供应，2020H1 公司装置单吨成本约为 9500 元/吨。

7月28日，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。

### 国内 MDI、TDI 价格有望反弹至合理价格区间。

故障及检修引起全球 MDI、TDI 市场的供需关系回归紧平衡。2020 年至今，华东聚合 MDI 均价为 10600 元/吨（扣税），纯 MDI 均价为 12773 元/吨（扣税），TDI 均价为 9309 元/吨（扣税），聚合 MDI 出口均价为 1273 美元/吨（8923 元/吨），纯 MDI 出口均价为 1729 美元/吨（12120 元/吨），TDI 出口均价为 1302 美元/吨（9127 元/吨）。受疫情影响，聚氨酯行业的需求萎缩较大，供给缩量导致 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。

➤ 受疫情影响，科思创、陶氏面临困境。

科思创 2020 年第二季度所有业务板块销售额下滑。六月份由于需求的加速复苏，息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 为 1.25 亿欧元。受疫情影响，聚氨酯业务板块销量同比下降 25.9%，下游主要客户也均受影响所致。由于总销量和平均售价的下降，销售额减少 38.7% 至 9.13 亿欧元，EBITDA 减少至 -2400 万欧元。

陶氏化学计划裁员 6%，并退出无竞争力的资产，以应对新冠疫情带来的持续影响。公司二季度营收 83.54 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。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。

投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 698 亿元、846 亿元、986 亿元，归母净利润分别为 75、124、165 亿元，同比增速为 -25.9%、65.1%、33.4%。对应 PE 分别为 28、17 和 13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

项目投产进度不及预期；并购项目未能达到承诺业绩；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	69807	84551	98644
(+/-) (%)	-6.6%	2.6%	21.1%	16.7%
归母净利润	10593	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. 万华上市以来百倍增长，已成为化工巨头.....	5
2. 近期全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或出现反弹.....	8
3. 风险提示.....	9

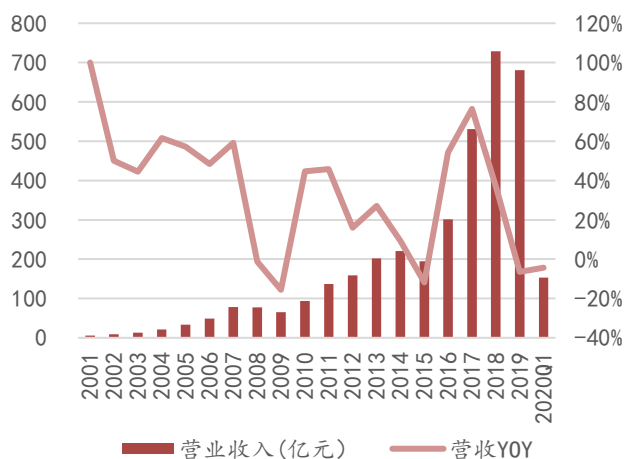
## 图表目录

图表 1 公司营业收入及变化 .....	5
图表 2 公司毛利润及变化 .....	5
图表 3 公司归母净利润变化 .....	5
图表 4 公司毛利率和净利率变化 .....	5
图表 5 公司各业务销售收入和占比变化 .....	6
图表 6 公司各业务毛利率变化 .....	6
图表 7 公司现金流变化 .....	7
图表 8 公司净现比变化 .....	7
图表 9 公司存货周转天数 .....	7
图表 10 公司资产负债率 .....	7
图表 11 公司三项费用率 .....	7
图表 12 公司 ROE 和 ROIC 变化 .....	7

## 1. 万华上市以来百倍增长，已成为化工巨头

公司自 2001 年上市，目前已实现营收百倍增长，凸显化工巨头实力，经历了时间的考验。公司 2001 年营收仅为 5.7 亿元，毛利为 2.1 亿元；到 2018 年，公司并表后的营收达到了 728 亿元，毛利达到了 263 亿元，营收年复合增长率达到 33.0%，毛利年复合增长率达到 32.9%。公司整体毛利率和净利率分别一直维持在 20% 和 10% 以上，在周期性行业中，公司的盈利能力彰显其行业龙头的地位。2019 年以来，受到了产品价格下行的影响，公司盈利能力有所下降。2019 年，公司实现营收 680.51 亿元，同比下降 6.57%；实现归母净利润 101.30 亿元，同比下降 34.92%，整体毛利率为 28.0%，净利率为 15.6%。2020Q1，公司实现营收 153.43 亿元，同比减少 3.82%；归母净利润 13.77 亿元，同比减少 50.74%，毛利率 20.1%，净利率 9.7%。

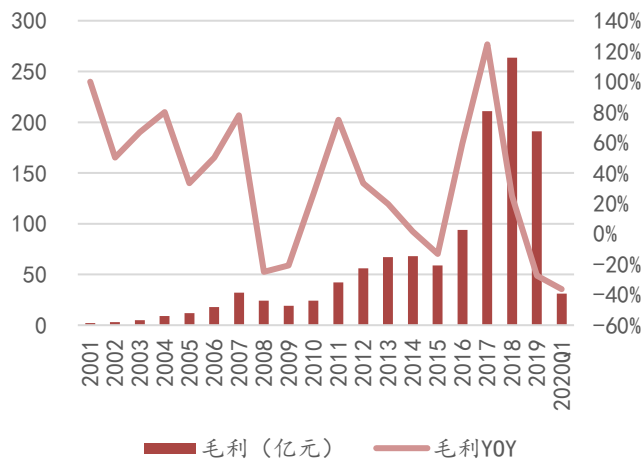
图表 1 公司营业收入及变化



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

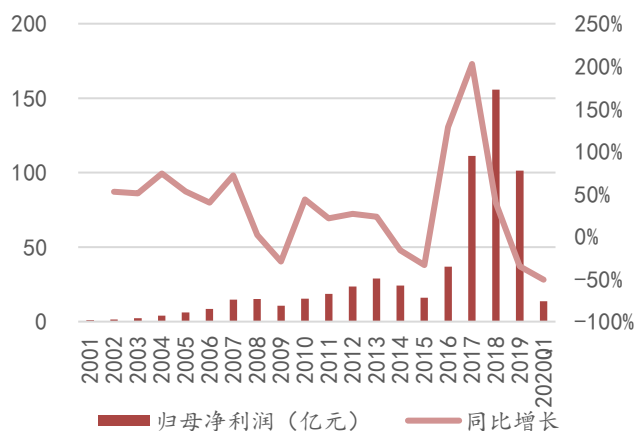
图表 2 公司毛利润及变化



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

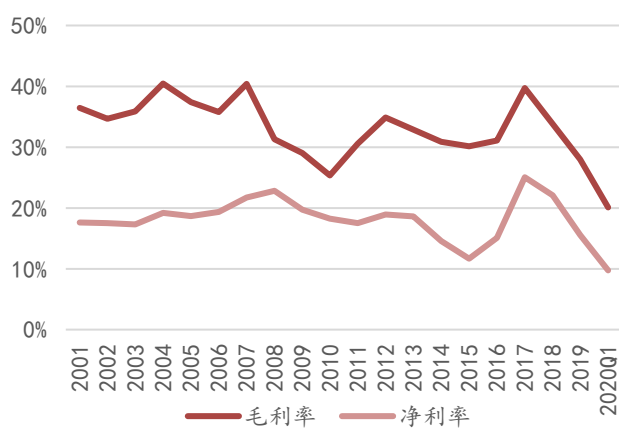
图表 3 公司归母净利润变化



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 公司毛利率和净利率变化

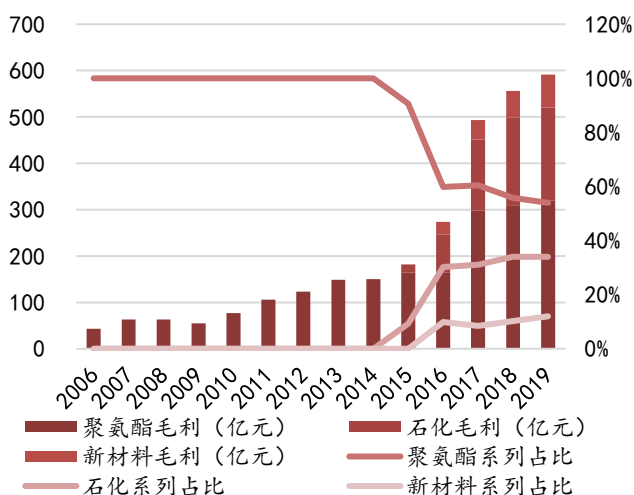


注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

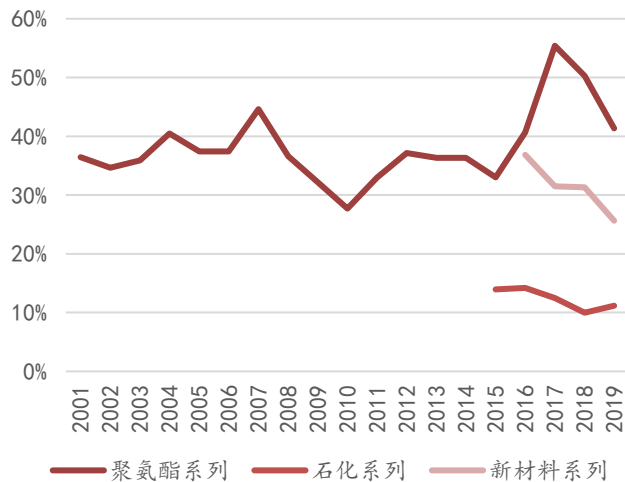
公司的多元化布局开始体现在业绩上，盈利结构优化。公司的石化系列产品 2015 年开始分拆成单独的系列贡献收入利润，而新材料系列产品也从 2016 年开始拆成单独的系列贡献收入利润。聚氨酯系列产品毛利在三大业务板块中的占比逐年降低，从 14 年的 100% 下降到 19 年的 54%，收入来源更多元化，带来了新的业绩增长点，提高了抗风险能力。2017 年以来，随着行业景气度下降，公司三大业务板块毛利率都出现了下降，2019 年公司聚氨酯板块毛利率为 41%，石化板块毛利率为 11.2%，新材料板块毛利率为 25.6%。

图表 5 公司各业务销售收入和占比变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

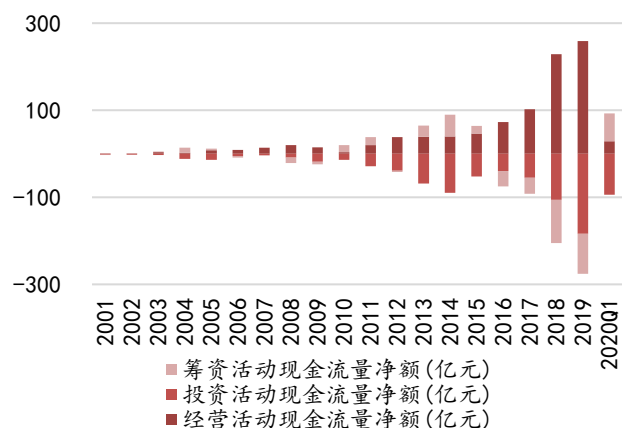
图表 6 公司各业务毛利率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

上市以来，公司经营状况良好，经营活动现金流基本均为正值，净现比高于行业平均水平；存货周转天数基本都在 70 天以内，营运能力出色；资产负债率维持在合理水平；三项费用占比较为稳定，其中管理费用占比整体呈下降趋势，管理效率不断提升；ROE 水平基本维持在 20% 以上，ROIC 维持在 10% 以上，盈利能力出色。2019 年，公司经营活动现金流净额为 259.33 亿元，同比上升 13.36%；净现比为 2.45，盈利质量较好；存货周转天数 60.2，是近 5 年来的最低值；ROE 为 25.44%，同比减少 25.39 个百分点。2020Q1，公司经营活动产生的现金流量净额 28.7 亿元，同比减少 36.3%；净现比为 1.92，略有下降，但仍处于历史高位；存货周转天数为 70.4，比 19 年增加 10.4 天，仍在合理范围内；资产负债率仍较低，为 57.9%（同比+4 个百分点），产销正常，石化和新材料的产量大幅提升，聚氨酯产量也仅下滑 5.1%。2020Q1 国内的新冠疫情对公司的冲击较大，公司的毛利率、净利率、ROE 都创了上市以来的单季度新低，但是公司的经营健康，随着疫情影响的减小和产品价格的回暖，公司盈利能力有望恢复。

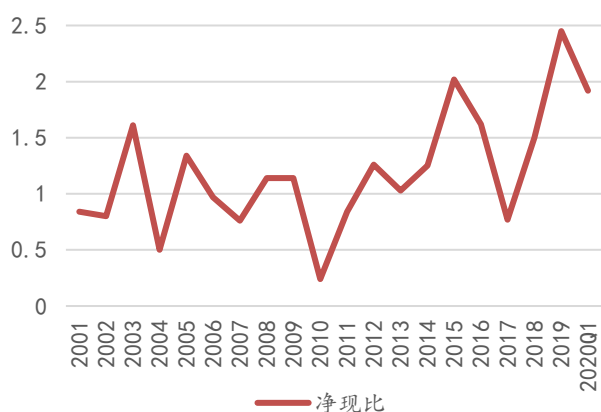
图表 7 公司现金流变化



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

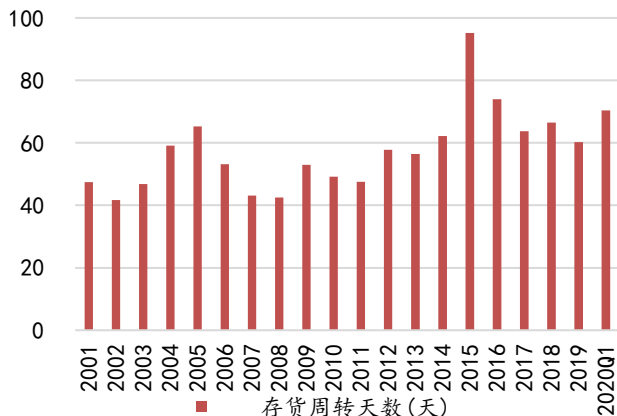
图表 8 公司净现比变化



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 公司存货周转天数



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

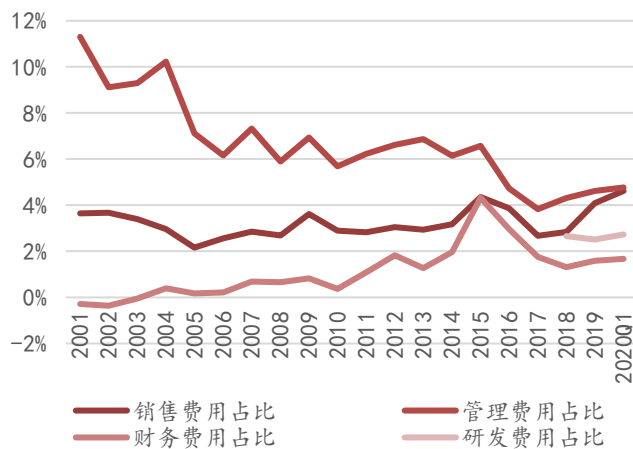
图表 10 公司资产负债率



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

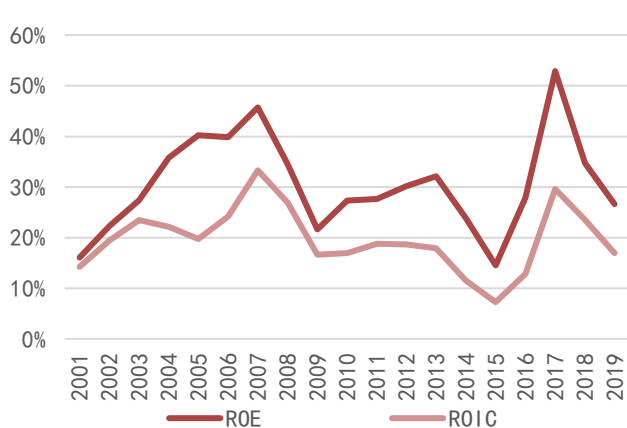
图表 11 公司三项费用率



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 ROE 和 ROIC 变化



注：2018 年采用并表后数据

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2. 近期全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或出现反弹

2020 年 7 月以来，全球 MDI、TDI 检修和不可抗力频出，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%）。7 月 1 日，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。7 月 22 日，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。7 月 24 日，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。8 月，甘肃银光两套 TDI 装置（共 10 万吨/年）计划停车检修，7 月限量供应，2020H1 公司装置单吨成本约为 9500 元/吨。7 月 28 日，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。

国内 MDI、TDI 价格有望反弹至合理价格区间。故障及检修引起全球 MDI、TDI 市场的供需关系回归紧平衡。2020 年至今，华东聚合 MDI 均价为 10600 元/吨（扣税），纯 MDI 均价为 12773 元/吨（扣税），TDI 均价为 9309 元/吨（扣税），聚合 MDI 出口均价为 1273 美元/吨（8923 元/吨），纯 MDI 出口均价为 1729 美元/吨（12120 元/吨），TDI 出口均价为 1302 美元/吨（9127 元/吨）。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。

受疫情影响，科思创、陶氏等公司都面临困境。科思创 2020 年第二季度所有业务板块销售额下滑。六月份由于需求的加速复苏，息税折旧摊销前利润（EBITDA）为 1.25 亿欧元。受疫情影响，聚氨酯业务板块销量同比下降 25.9%，下游主要客户也均受影响所致。由于总销量和平均售价的下降，销售额减少 38.7% 至 9.13 亿欧元，EBITDA 减少至 -2400 万欧元。陶氏化学计划裁员 6%，并退出无竞争力的资产，以应对新冠疫情带来的持续影响。公司二季度营收 83.54 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。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。

### 3. 风险提示

项目投产进度不及预期；并购项目未能达到承诺业绩；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。

**附录：公司财务预测表**

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	96865	123850	142086	165169
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	8134	8134	8134	8134
长期借款	5963	5963	5963	5963
其他非流动负债	2172	2172	2172	2172
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	96865	123850	142086	165169

现金流量表				
会计年度	2019	2020	2021	2022
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-1674	-4566	0	0

资料来源: wind, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	12297	9452	15390	20522
营业外收入	79	17	17	17
营业外支出	115	59	59	59
<b>利润总额</b>	12260	9409	15347	20480
所得税	1667	1513	2378	3148
<b>净利润</b>	10593	7897	12969	17331
少数股东损益	463	395	581	804
<b>归属母公司净利润</b>	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	2020	2021	2022
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
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

## 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。