

## 证券研究报告—公司快评

基础化工

化学原料

万华化学 (600309)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年09月25日

# 万华化学 10 月 MDI 挂牌价大幅上调

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

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

联系人：万里明 010-88005329

wanliming@guosen.com.cn

## 事项：

2020年9月25日，万华化学再次上调MDI挂牌价，10月聚合MDI分销市场挂牌价环比上调2600元/吨，直销市场挂牌价上调2600元/吨，纯MDI挂牌价上调1800元/吨，涨幅环比均显著增大。

## 国信化工观点：

1) 万华化学上调2020年10月MDI挂牌价。万华10月聚合MDI分销市场挂牌价较9月上调2600元/吨至19600元/吨，直销市场挂牌价为19600元/吨，较9月上调2600元/吨；10月纯MDI挂牌价19800元/吨，比9月价格上调1800元/吨。海外生产商近期也纷纷上调挂牌价，9月17日上海巴斯夫9月聚合MDI挂牌价较月初上调1000元/吨至18500元/吨，上海科思创纯MDI新单一口价较前期上调700元/吨至17300元/吨。

2) 国内外需求支撑显著，四季度检修价格将会持续坚挺。出口需求方面，2019年国内聚合MDI出口量占比达到27%，疫情影响下4月国内聚合MDI出口同比降低50%，截止7月国内聚合MDI降幅收窄至15%，TDI降幅转正至11%。国内需求方面，伴随着下游基建地产、汽车和家具等需求回暖，行业库存已显著消化，后续四季度历史看行业内装置将进入检修季，供需端双重利好下，未来四季度价格仍有上涨空间。

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。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。当前基建地产需求复苏在即，MDI产品逐步走出低谷。需求端，房地产、汽车和家电需求持续回暖，价格端，在检修和需求双重利好下MDI价格从6月开始持续上涨，预计下半年将带来盈利修复。公司眉山项目稳步推进，公司眉山一期25万吨高性能改性树脂项目将于2020年建成，二期项目开始启动，公司沿新材料方向拓展的战略将逐步落地。

## 投资建议：

虽然全球经济受疫情影响，对化工品的需求较为低迷，但是当前国内多套MDI装置处于检修阶段，MDI价格6月份以来保持坚挺。在下半年基建需求逐步复苏的预期之下，我们对公司全年业绩保持乐观预期，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分别为2.84/4.39/5.00元/股，对应当前PE分别为25/16/14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增长不及预期；
- 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。

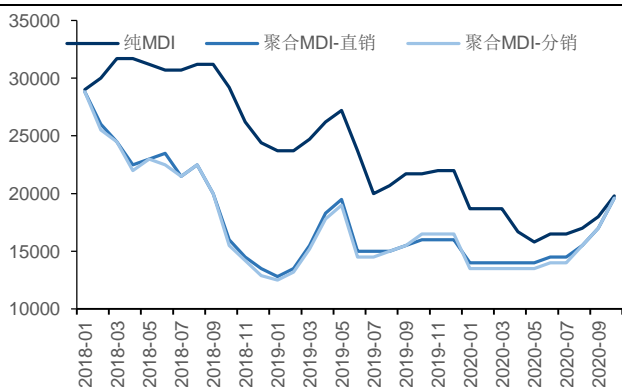
评论:

■ 万华化学大幅上调 10 月 MDI 挂牌价

万华化学上调 2020 年 10 月 MDI 挂牌价。万华 10 月聚合 MDI 分销市场挂牌价较 9 月上调 2600 元/吨至 19600 元/吨，直销市场挂牌价为 19600 元/吨，较 9 月上调 2600 元/吨；10 月纯 MDI 挂牌价 19800 元/吨，比 9 月价格上调 1800 元/吨。海外生产商近期也纷纷上调挂牌价，9 月 17 日上海巴斯夫 9 月聚合 MDI 挂牌价较月初上调 1000 元/吨至 18500 元/吨，上海科思创纯 MDI 新单一口价较前期上调 700 元/吨至 17300 元/吨。

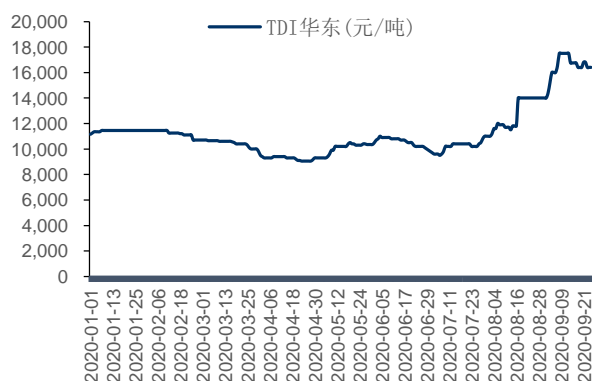
前期海外大厂检修叠加金九银十需求旺季，导致 TDI 价格增长迅猛。9 月 7 日上海巴斯夫将 TDI 的 9 月挂牌价格上调 4000 元/吨，调整至 22000 元/吨（桶装），国内华东 TDI 价格已经从 7 月初的 9600 元/吨上涨 9 月中旬 17500 元/吨的高点，涨幅达到了 82%。主要是 9 月以来，巴斯夫和科思创 TDI 设备因原料短期或其他不可抗拒因素关停设备，国内万华和沧州大化等大厂设备平稳运行，国内万华化学沧州大化产能分别达到 210 万吨和 75 万吨，8 月底都已完成设备检修，当前设备平稳运行。

图 1：万华化学持续上调挂牌价（元/吨）



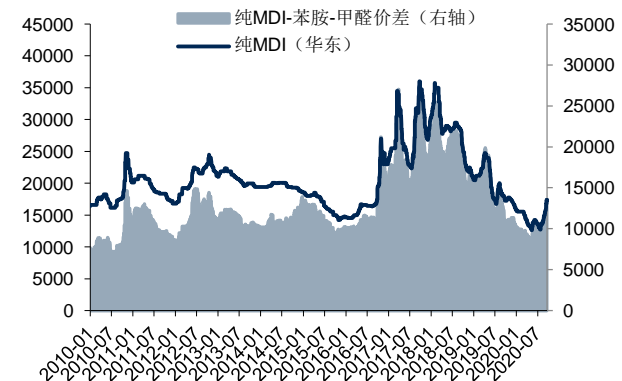
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：国内华东市场 TDI 涨势迅猛



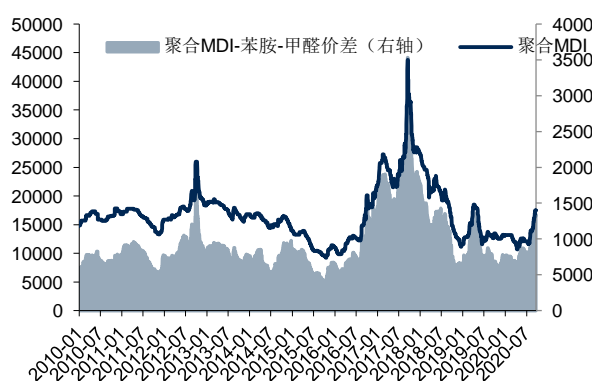
资料来源：BAIINFO，国信证券经济研究所整理

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）

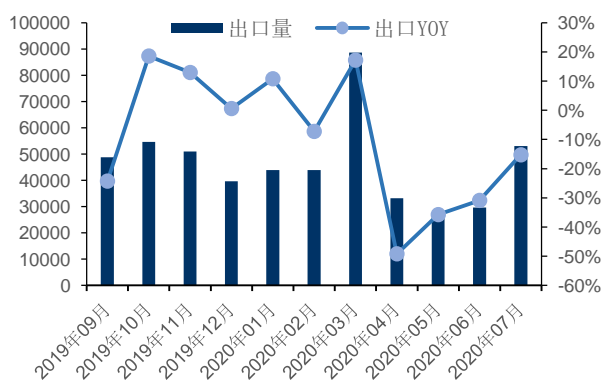


资料来源：BAIINFO，国信证券经济研究所整理

■ 国内外需求支撑显著，四季度检修价格将会持续坚挺

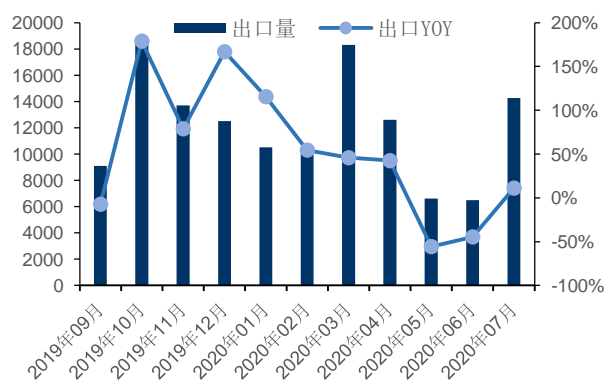
出口需求方面，2019年国内聚合MDI产量为230万吨，出口量接近63万吨，占比达到27%，2019年TDI出口占比达到16.4%。国内聚氨酯出口正在快速恢复，疫情影响下4月国内聚合MDI出口同比降低50%，5月TDI出口降低56%，截止7月，国内聚合MDI降幅收窄至15%，TDI降幅转正至11%，对应国内MDI从6月开始持续上涨。

图 5：国内聚合 MDI 出口量和增速（吨、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

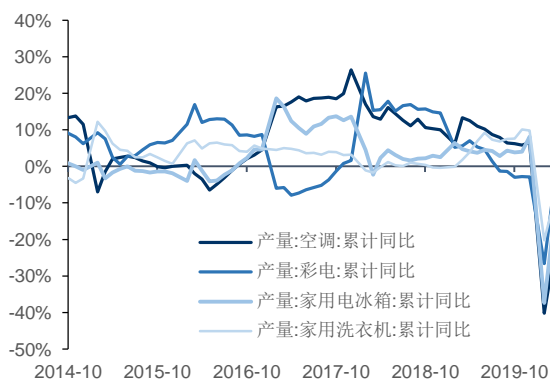
图 6：国内 TDI 出口量和增速（吨、%）



资料来源：BAIINFO，国信证券经济研究所整理

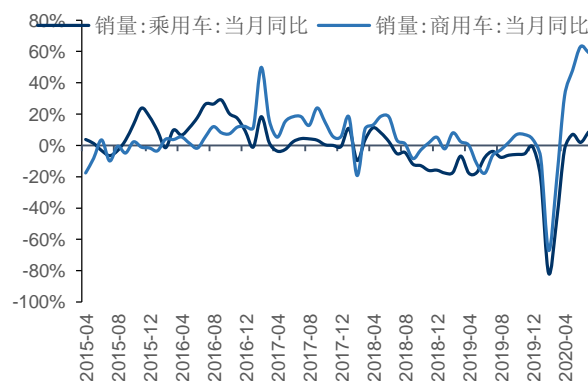
国内需求方面，MDI下游需求中家电、建筑和汽车占据主要份额，TDI下游中70%以上的聚氨酯软泡，直接应用于家具、床垫和汽车坐垫等领域。伴随着下游基建地产、汽车和家具等需求回暖，行业库存已显著消化，后续四季度历史看行业内装置将进入检修季，供需端双重利好下，未来四季度价格仍有上涨空间。

图 7：国内主要家电产量累计同比（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 8：国内汽车销售持续恢复（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

■ 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。当前基建地产需求复苏在即，MDI产品逐步走出低谷。需求端，房地产、汽车和家电需求持续回暖，价格端，在检修和需求双重利好下MDI价格从6月开始持续上涨，预计下半年将带来盈利修复。公司眉山项目稳步推进，公司眉山一期25万吨高性能改性树脂项目将于2020年建成，二期项目开始启动，公司沿新材料方向拓展的战略将逐步落地。

**■ 投资建议：**

虽然全球经济受疫情影响，对化工品的需求较为低迷，但是当前国内多套 MDI 装置处于检修阶段，MDI 价格 6 月份以来保持坚挺。在下半年基建需求逐步复苏的预期之下，我们对公司全年业绩保持乐观预期，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 分别为 2.84/4.39/5.00 元/股，对应当前 PE 分别为 25/16/14 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增速不及预期；
- 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	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4566	500	500	11475	营业收入	68051	65453	82293	90743
应收款项	4952	4763	5989	6604	营业成本	48998	47436	58366	65035
存货净额	8587	8200	10066	11267	营业税金及附加	576	576	724	799
其他流动资产	5348	5143	6467	7131	销售费用	2783	2945	2880	2722
<b>流动资产合计</b>	<b>23484</b>	<b>18637</b>	<b>23052</b>	<b>36506</b>	管理费用	1434	2504	2682	2482
固定资产	61545	66593	65590	62208	财务费用	1080	908	663	358
无形资产及其他	5337	5123	4910	4696	投资收益	159	(100)	0	0
投资性房地产	5783	5783	5783	5783	资产减值及公允价值变动	292	0	0	0
长期股权投资	718	718	718	718	其他收入	(1334)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>96865</b>	<b>96854</b>	<b>100052</b>	<b>109911</b>	营业利润	12297	10982	16977	19347
短期借款及交易性金融负债	23358	19420	5672	0	营业外净收支	(37)	0	0	0
应付款项	16411	15672	19238	21532	<b>利润总额</b>	<b>12260</b>	<b>10982</b>	<b>16977</b>	<b>19347</b>
其他流动负债	5031	4959	11326	16570	所得税费用	1667	1647	2547	2902
<b>流动负债合计</b>	<b>44800</b>	<b>40051</b>	<b>36236</b>	<b>38102</b>	少数股东损益	463	415	642	731
长期借款及应付债券	5963	6163	6163	6163	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10130</b>	<b>8920</b>	<b>13789</b>	<b>15714</b>
其他长期负债	2172	2172	2172	2172					
<b>长期负债合计</b>	<b>8134</b>	<b>8334</b>	<b>8334</b>	<b>8334</b>					
<b>负债合计</b>	<b>52934</b>	<b>48386</b>	<b>44570</b>	<b>46436</b>					
少数股东权益	1567	1644	1763	1899					
股东权益	42364	46824	53719	61575					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>96865</b>	<b>96854</b>	<b>100052</b>	<b>109911</b>					

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>27980</b>	<b>14132</b>	<b>25643</b>	<b>27504</b>
资本开支	(27082)	(10000)	(5000)	(3000)
其它投资现金流	(30)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(27188)</b>	<b>(10000)</b>	<b>(5000)</b>	<b>(3000)</b>
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	<b>10824</b>	<b>(3938)</b>	<b>(13748)</b>	<b>(5672)</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1322)</b>	<b>(8198)</b>	<b>(20643)</b>	<b>(13529)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(530)</b>	<b>(4066)</b>	<b>0</b>	<b>10975</b>
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

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	3.8%	2.0%	3.2%	3.6%
P/E	21.6	24.5	15.8	13.9
P/B	5.2	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	14.4	15.7	11.0	10.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

- 《万华化学-600309-2020 半年度财报点评：景气低点已过，新材料大有可为》——2020-08-27
- 《万华化学-600309-重大事件快评：眉山基地新项目启动，化工巨头继续向新材料迈进》——2020-06-23
- 《万华化学-600309-重大事件快评：上调 6 月 MDI 挂牌价，疫情过后行业景气有望复苏》——2020-05-29
- 《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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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