中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　化学制品

MDI 价格走低，19Q3 业绩环比下降

万华化学(600309)

事件

公司发布 2019 年三季度报告

2019 年前三季度公司实现营收 485.39 亿元，同比下降 12.48%；实现归母净利润 78.99 亿元，同比下降 41.75%；实现加权平均净资产收益率 19.86%，同比减少 25.70 个百分点；EPS 为 2.52 元/股，同比减少 41.67%。

简评

MDI 价格走低，业绩环比下降，符合预期

2019 年前三季度公司实现归母净利润 78.99 亿元，同比下降 41.75%；其中 Q3 单季度实现归母净利润 22.78 亿元，环比下降 19.36%。前三季度扣非后净利润为 72.47 亿元，同比下降 43.52%，Q3 单季度扣非后净利润为 22.05 亿元，环比下降 16.03%。三季度业绩基本符合预期，业绩环比下滑主要由于 MDI 价格下跌，产品利润空间缩窄所致。

公司 MDI 挂牌价 Q3 下行趋势明显

2019Q3，公司纯 MDI 挂牌价均价 20800 元，环比下降 19.07%，同比下降 32.98%；聚合 MDI 直销挂牌价均价 15167 元，环比下降 13.83%，同比下降 28.91%；聚合 MDI 分销挂牌价均价 15000 元，环比下降 12.28%，同比下降 29.69%。

石化产品方面，Q3 价格较 Q2 有所反弹，但同比仍然下降

19Q3 山东丙烯价格 7749 元，同比下跌 14.7%；山东 PO 价格 9851 元，同比下跌 18.9%；山东丙烯酸价格 7336 元，同比下跌 15.7%；山东丁醇价格 6423 元，同比下跌 18.35%；山东丙烯酸丁酯价格 8562 元，同比下跌 19.1%；NPG 华东加氢价格 8951 元，同比下跌 35.2%；山东 MTBE 价格 5874 元，同比下跌 7.2%。

从产销量来看，Q3 聚氨酯产品销量环比略降

19Q3 聚氨酯系列产品产量 63.60 万吨，环比减少 9.64%，销量为 64.51 万吨，环比减少 2.52%；石化系列产品产量 53.97 万吨，环比增长 16.56%，销量为 118.88 万吨，环比增长 78.43%，销量增长幅度大于产量增长幅度预计主要是贸易量增加所致；精细化学品及新材料系列产品产量 10.66 万吨，环比增长 12.55%，销量 10.76 万吨，环比增长 13.24%万吨。

维持　　买入

郑勇
zhengyong@csc.com.cn
010-85130262
执业证书编号：S1440518100005
于洋
010-86451150
执业证书编号：S1440518080001

发布日期：2019 年 10 月 28 日

当前股价：43.12 元

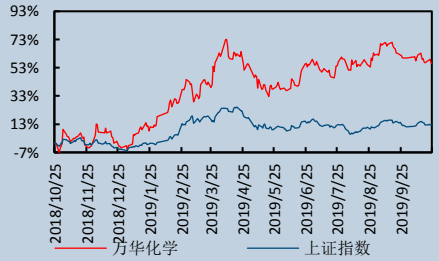
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-3.56/-2.07	1.13/0.52	53.52/40.55

12 月最高/最低价（元）	52.16/26.8
总股本（万股）	313,974.66
流通 A 股（万股）	142,375.64
总市值（亿元）	1,353.86
流通市值（亿元）	613.92
近 3 月日均成交量（万）	1,431.71
主要股东	
烟台国丰投资控股有限公司	21.59%

股价表现



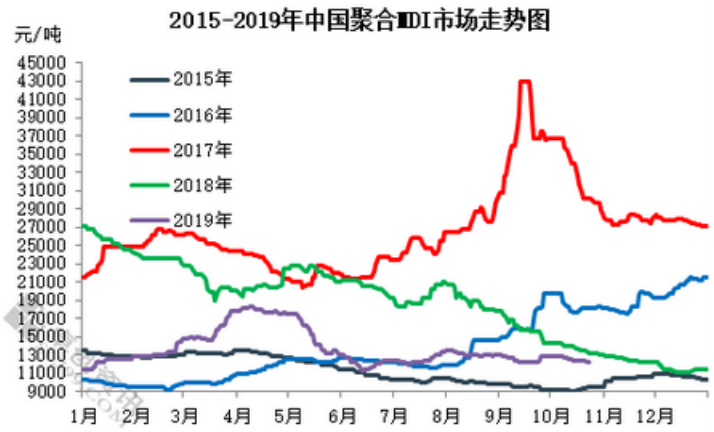
相关研究报告

19.08.29	【中信建投化学制品】万华化学(600309):福建康乃尔股权落地，上调 9 月 MDI 挂牌价
19.08.21	【中信建投化学制品】万华化学(600309):半年报简评：19H1 实现净利润 56 亿，业绩符合预期

下游需求疲软，MDI 价格已至底部区域

国内聚合 MDI 价格在经历了 2018 年的深跌之后，12 月中旬触底反弹，进入 1 月之后由于万华宁波二期 80 万吨、重庆巴斯夫 40 万吨装置重启延迟，造成市场供货减少，库存紧张，价格持续拉涨，春节之后下游需求逐步启动，价格中枢继续持续上移，聚合 MDI 价格从 1 月初的 11000 元上涨至 4 月初的 19000 元附近，之后价格回落至 6 月初的约 12000 元。8 月初伴随部分装置降负，产品价格再次回升至 14000 元，近期下游需求整体疲软，产品价格在 11000-12000 元徘徊。纯 MDI 价格在进入 2019 年以来也呈现出整体下降趋势，虽然在 4、7 月份出现过阶段性反弹，但近期价格也在 17000-18000 元位置震荡。

图 1：聚合 MDI 价格已至底部区间（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研究发展部

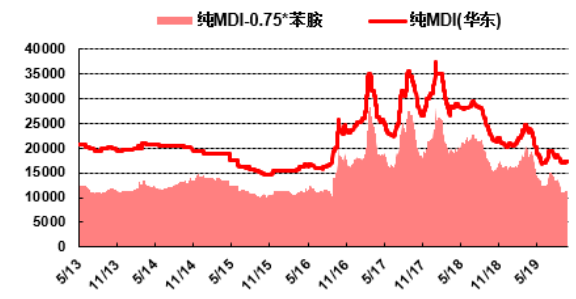
静待新产能投放，带动业绩中枢上涨

2018 年 12 月，公司烟台工业园 30 万吨 TDI 装置顺利投产，与 MDI 行业类似，TDI 行业壁垒较高，2017 年全球总产能 270 万吨，巴斯夫和科思创产能占比 58%，集中度高、行业格局稳定；2019 年 1 月，5 万吨 MMA、8 万吨 PMMA 装置顺利投产，公司产业链继续向下游延伸，将低附加值 MTBE 产品转化为高附加值 MMA，提升盈利能力。同时，公司 MDI 产能亦有大幅扩张计划，烟台八角工业园计划扩能 50 万吨，宁波园区计划扩能 30 万吨，美国 MDI 项目 40 万吨即将开建，上述产能全部投产后，规模优势将进一步显现。另外，公司 3 万吨 SAP 项目预计 2019 年 10 月投产，PC 二期 13 万吨预计 19 年 12 月投产，100 万吨大乙烯项目预计 2020 年 10 月投产，水性涂料树脂、ADI、TPU 等新材料产品不断落地，带动产业链延伸和附加值提升。

投资建议

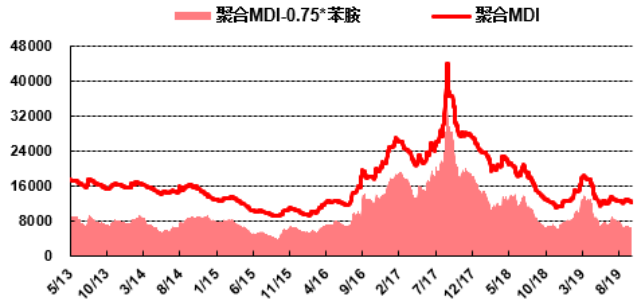
预计公司 2019、2020 年实现归母净利润 111、131 亿元，EPS 分别为 3.53、4.19 元，对应 PE 12X、10X，维持“买入”评级。

图 1：纯 MDI 价格价差（元/吨）



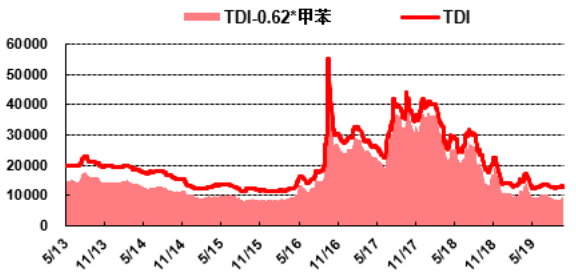
资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 2：聚合 MDI 价格价差（元/吨）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 3：TDI 价格价差（元/吨）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 4：环氧丙烷价格价差（元/吨）

资料来源：Wind，中信建投研究发展部

表1：预测和比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	**53,123.2**	**60,621.2**	**67,710.7**	**73,827.9**	**86,586.6**
主营收入增长率	76.5%	14.1%	11.7%	9.0%	17.3%
EBITDA（百万元）	**20,163.1**	**20,544.0**	**20,906.4**	**23,545.5**	**28,912.4**
EBITDA 增长率	116.8%	1.9%	1.8%	12.6%	22.8%
净利润（百万元）	**11,134.8**	**10,610.4**	**11,087.6**	**13,140.1**	**17,336.3**
净利润增长率	202.6%	-4.7%	4.5%	18.5%	31.9%
ROE	40.8%	31.4%	25.1%	23.1%	23.6%
EPS（元）	3.55	3.38	3.53	4.19	5.53
P/E	12.2	12.8	12.2	10.3	7.8
P/B	5.0	4.0	3.1	2.4	1.8
EV/EBITDA	7.3	7.2	6.6	5.4	3.7

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

于洋：香港大学工学硕士，4 年化工行业工作经验，16 年开始从事卖方研究工作，2017 年新财富环保行业入围团队成员。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15％以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15％；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5％之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15％；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15％以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859