

证券研究报告
化工行业
2020年07月01日

万华化学深度报告之七： 聚氨酯板块的攻与守

首席分析师：李永磊
分析师：董伯骏

执业证书编号：S1220517110004
执业证书编号：S1220520060003

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

研究目的：

未来3年万华化学在聚氨酯板块的业绩增量有多少？

全球聚氨酯板块的空间有多大？

万华竞争力如何？竞争格局如何演变？

➤ 不同于市场的认识

市场一些观点认为，万华化学已经成为MDI行业的龙头，市占率在1/4左右，未来在聚氨酯板块的增长有限。我们认为，万华化学在聚氨酯领域仍有巨大空间，未来仍将保持快速增长。

- 1) 万华化学通过配套TDI、聚醚多元醇、向聚氨酯下游延伸等措施，正在由全球1000亿市场空间的MDI行业扩大至4000亿元市场空间的聚氨酯行业，市场空间扩大了4倍。
- 2) 万华化学在聚氨酯板块具有明显的成本和质量优势，通过大规模新建、扩建MDI、TDI、聚醚多元醇及下游产品的产能，公司提前锁定了未来的行业增量。
- 3) 聚氨酯行业仍在快速增长，下游的冰箱冰柜、服装鞋帽、建筑保温、环保板材等领域仍有较大的成长空间。

➤ 万华化学从MDI龙头向聚氨酯龙头挺进

万华化学是全球聚氨酯产业链一体化程度最高的企业之一，正从MDI全球龙头向聚氨酯全球龙头挺进，未来3年，万华化学的聚氨酯产能有望从315万吨增长至524万吨，其中MDI从210万吨/年增长至335万吨/年，TDI从55万吨/年增长至86万吨/年，聚醚多元醇从50万吨/年增长至103万吨/年。

➤ 2019年聚氨酯板块的市场空间高达4442亿元

根据我们估算，2019年全球聚氨酯制品市场规模大约为4442亿元，国内聚氨酯制品市场规模约为1909亿元。2019年万华化学聚氨酯板块营业收入为318.58亿元，万华化学全球市占率仅为7%，万华化学聚氨酯板块未来发展空间仍巨大。

➤ 万华化学盈利能力高于竞争对手

全球MDI、TDI产能较为集中，产能增加主要以龙头企业扩产为主。2019年巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏等企业聚氨酯相关业务盈利下滑幅度均超过30%，而万华化学毛利下滑幅度仅为15.41%，远低于其他公司。万华化学表现出了很强的竞争优势和抗风险能力。万华化学聚氨酯板块毛利率优于国际同行。

➤ 低谷期协同效应明显，万华化学未来市场率将持续提升

疫情之下，万华化学、亨斯迈、巴斯夫、科思创、陶氏等头部企业的MDI及TDI产品的出厂价较为同步，龙头企业产品价格协同性较强。当前，聚氨酯板块发展的主要矛盾从供给端转移到需求端，未来随着市场需求的恢复，万华化学的盈利将逐渐提升。

聚氨酯板块盈利将持续提升

图表1：万华化学聚氨酯板块盈利将持续提升

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
聚氨酯 板块 合计	产能 (万吨/年)	200	200	205	220	315	324	439	484	524
	销量 (万吨)	135	144	184	192	262	241	314	372	421
	单吨毛利 (元/吨)	3575	4633	9002	8103	5027	4590	4783	5090	5575
	毛利 (亿元)	48	67	165	156	132	111	150	190	235
MDI	产能 (万吨/年)	180	180	180	180	210	213	265	295	335
	单吨毛利 (元/吨)	3650	4373	10198	8541	5970	5463	5800	6000	6500
TDI	产能 (万吨/年)					55	61	71	86	86
	单吨毛利 (元/吨)					3261	2000	3000	4000	5000
多元醇	产能 (万吨/年)	20	20	25	40	50	50	103	103	103

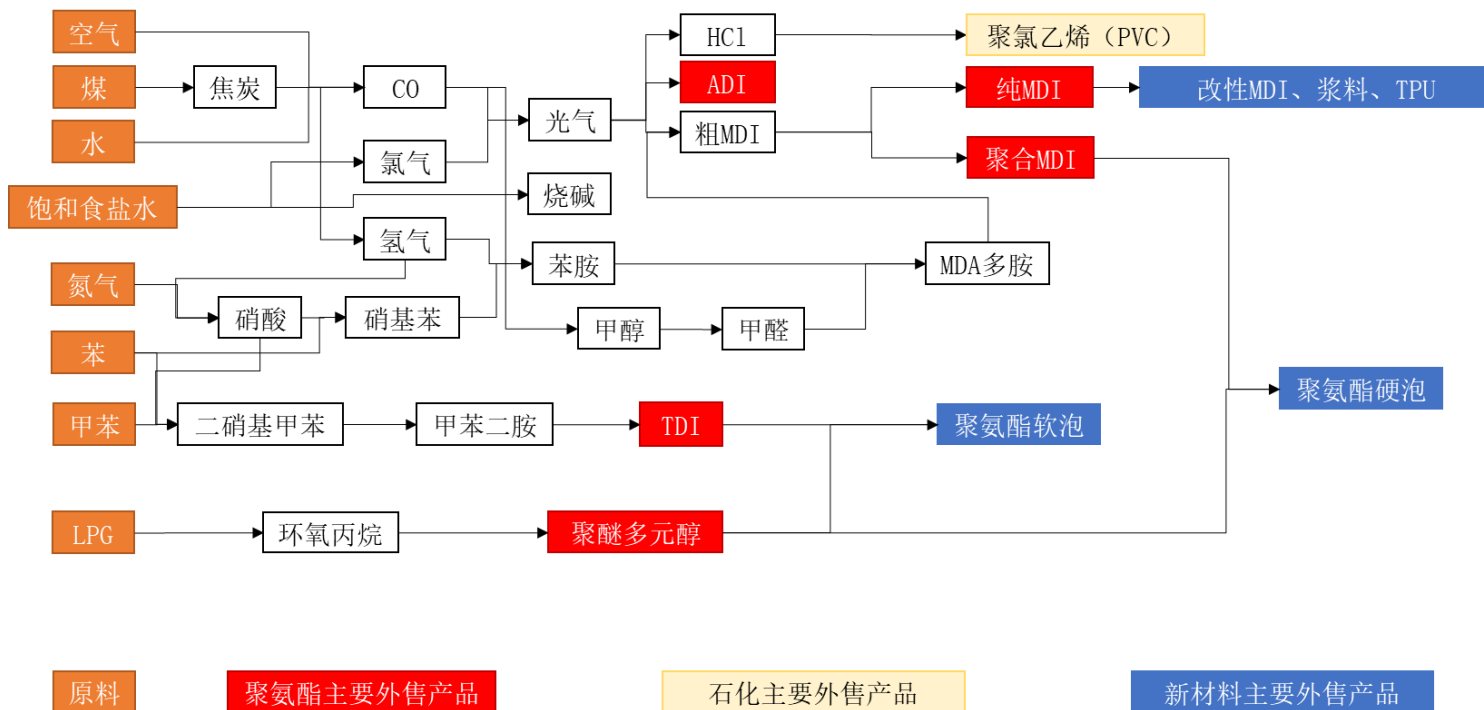
资料来源：公司公告，Wind，方正证券研究所

- 万华化学持续扩张
- 聚氨酯板块空间巨大
- 万华化学优势明显
- 价差维持，静待需求回升
- 投资建议
- 风险提示

全球聚氨酯产业链一体化程度最高企业之一

- 万华在全球聚氨酯生产商中成本具有明显领先优势，因其规模化生产、一体化生产、协同生产。
- 相比竞争对手，万华单位生产基地产能最大（宁波120万吨/年产能），单套装置产能最大（拟建的第六代MDI技术，年产能达110万吨）；万华聚氨酯工艺流程更长，多胺的原材料用煤（C1）和纯苯（C6）替代了竞争者外购的甲醛和苯胺；光气的原材料用煤（C1）和MDI副产盐水代替了竞争者外购的氯气和一氧化碳；万华聚氨酯产品与石化和新材料产品线高度耦合。

图表2：公司聚氨酯产业链布局



资料来源：公司公告，环评报告，方正证券研究所

正从MDI全球冠军向聚氨酯全球龙头挺进

- 万华是全球MDI产能最大生产商，现有产能210万吨/年，全球市占率约25%，全部扩能后产能可达375万吨/年；万华TDI现有产能65万吨/年，全球市占率约19%，全部扩能后产能将达86万吨/年，成全球最大TDI生产商；万华HDI、HMDI、IPDI产能分别为5、1、1.5万吨/年，全球市占率分别为12%、18%、21%；万华聚醚多元醇现有产能为50万吨/年，全球市占率约为4.3%。
- 因为部分在建项目（如美国MDI项目）建设进展不能确定，我们预计未来3年，万华化学的聚氨酯产能有望从315万吨增长至524万吨，其中MDI从210万吨/年增长至335万吨/年，TDI从55万吨/年增长至86万吨/年，聚醚多元醇从50万吨/年增长至103万吨/年。

图表3：公司聚氨酯产品现有和在建产能分布

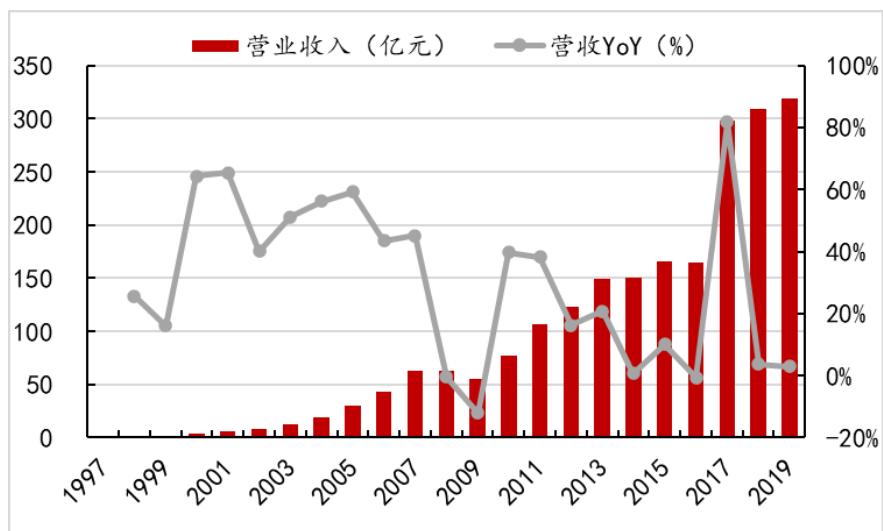
产品	生产基地	现有产能（万吨）	在建拟建产能（万吨）	预计投产时间	备注
MDI	烟台	60	50	2020年	财务上属聚氨酯板块
	宁波	120	30	2021年以后	
	福建		40（权益20.4）	待定	
	匈牙利	30	5	待定	
	美国		40	待定	
合计		210	165		
TDI	烟台	30			
	福建	10（权益8）	15（权益12）	待定	
	匈牙利	25	6	2021年	
合计		65	21		
HDI	烟台	5			财务上属新材料板块
HMDI	烟台	1			
IPDI	烟台	1.5			
合计		7.5			
改性MDI	烟台	4			
聚醚多元醇	烟台	50	53	2020年	财务上属聚氨酯板块

资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司聚氨酯系列产品盈利增长

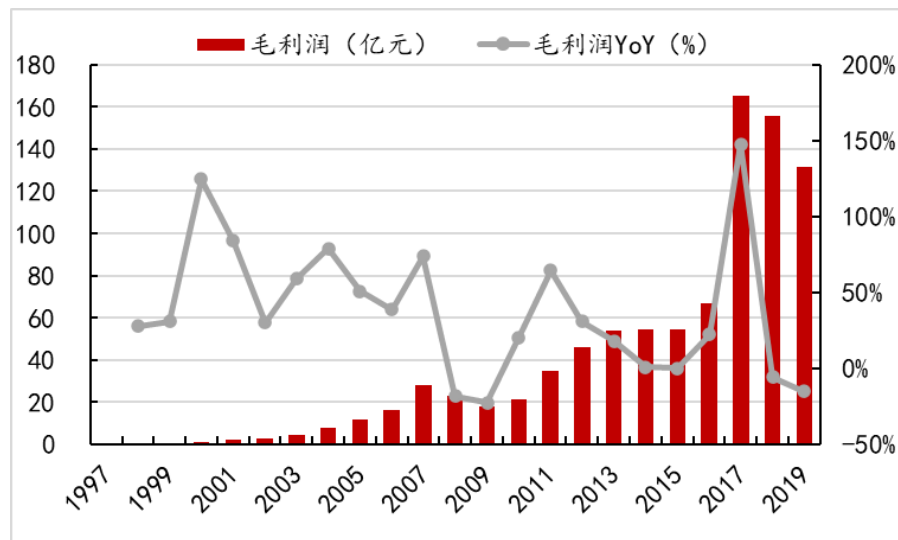
- 万华1997年利润全部来自聚氨酯产品，营业收入为1.4亿元，毛利润为0.3亿元；从1997年至2019年期间共经历三轮周期，虽然业绩出现过调整，但整体盈利持续向上。到2019年，公司营业收入为318.58亿元，年均增速28%，毛利润131.70亿元，年均增速32%。

图表4：万华化学聚氨酯产品营收持续增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

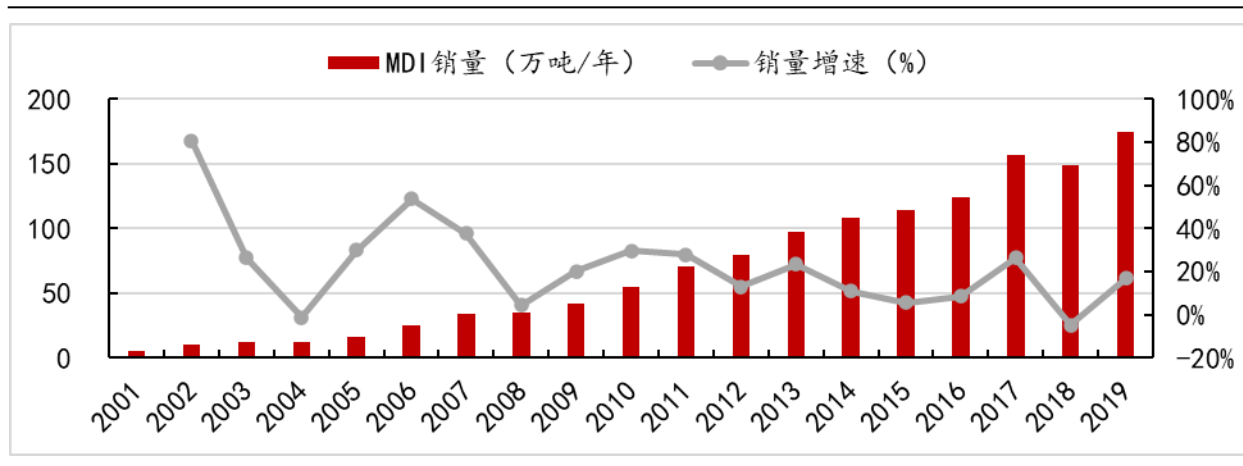
图表5：万华化学聚氨酯产品毛利润增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

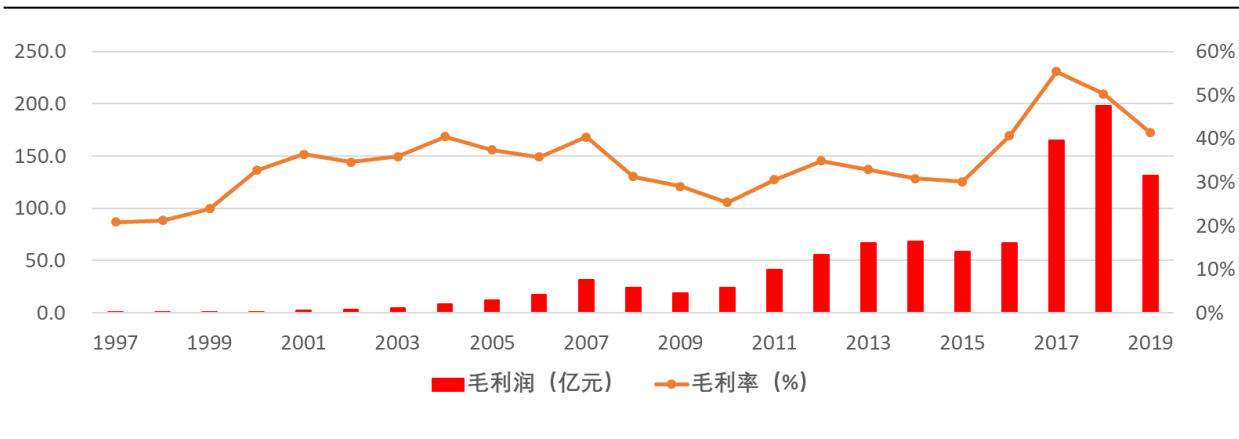
盈利持续增长源自销量和盈利能力的不断提升

图表6: 公司国内MDI销量变化



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表7: 公司聚氨酯产品毛利润与毛利率变化



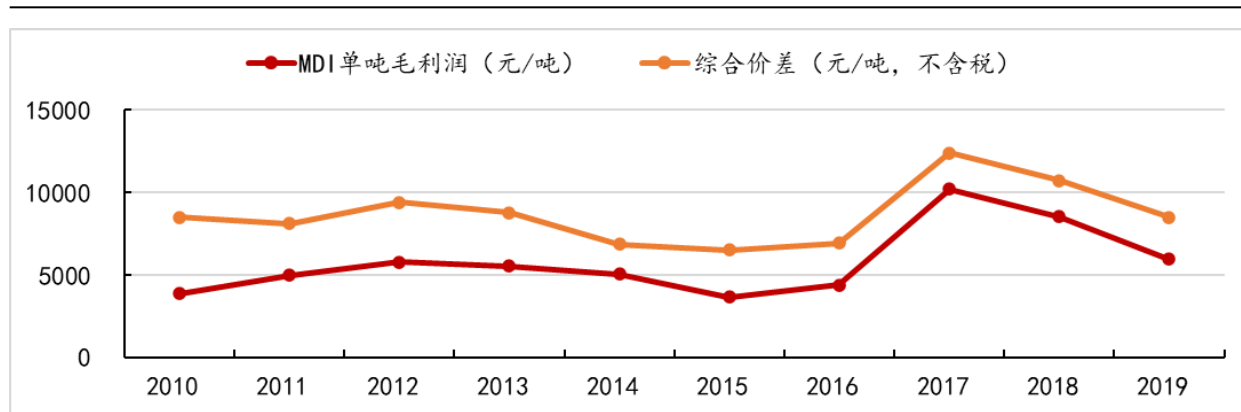
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

● 万华持续性的盈利增长一方面来自销量的增长。万华MDI的销量从2001年的5.5万吨, 增加到2019年的175万吨左右, 年均增速为21%。

● 另一方面源自其盈利能力的增强。万华聚氨酯业务经历的三轮周期中, 每轮周期的底部盈利都得到抬升, 主要因为万华不断优化产能, 降低成本所致。

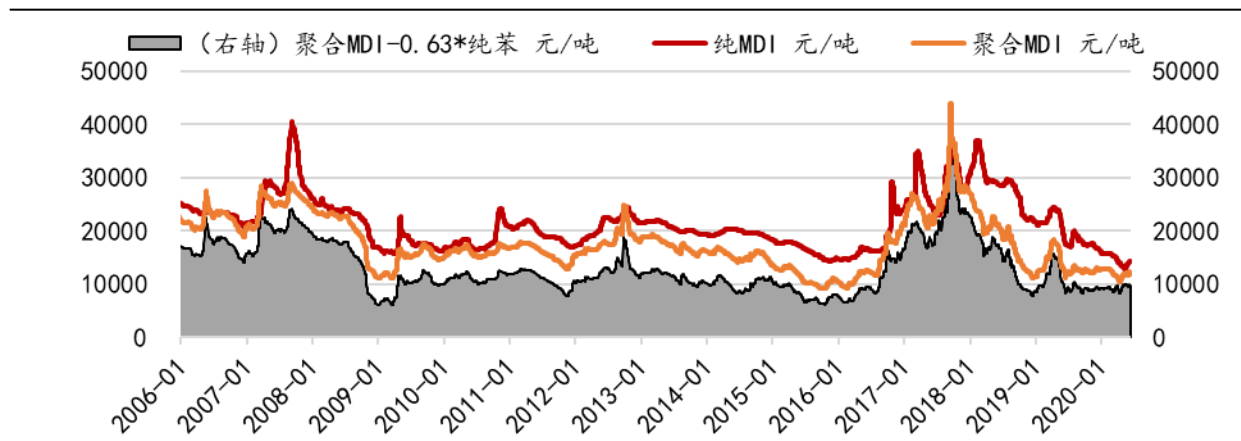
盈利能力既随行就市，又内在增长

图表8：公司国内MDI单吨毛利润



资料来源：公司公告，卓创资讯，方正证券研究所

图表9：MDI价格与价差



资料来源：公司公告，方正证券研究所

● 从万华的单吨毛利和MDI市场价对比可见，万华盈利能力整体趋势与MDI价格变化趋势相同。

● 随着MDI规模化增大、开工率提升（2019年达到85%）、配套工艺的完善（相比2016年，公司苯胺和甲醛已具备完全自给），MDI生产成本下降，2019年MDI均价虽已回到2016年水平，但万华单吨毛利仍达到6025元/吨，高于2016年的5215元/吨。

持续投资，投资强度随规模化不断下降

图表10：公司部分聚氨酯产品产能和投资情况

建设情况	项目名称	产能 (万吨/年)	投资额 (亿元)	投产时间	备注
已投项目	烟台八角化工园区（新建）	60	81	2010年	MDI产能新建或技改项目
	宁波一期（新建）	16	23	2006年	
	宁波一期（第一次技改）	8	1.1	2007年	
	宁波一期（第二次技改）	6	1	2011年	
	宁波二期（新建）	30	37	2012年	
	宁波二期（第一次技改）	10	18	2013年	
		50			
	氯碱项目一期二期项目	-	13	2013年	配套装置技改项目
	宁波HCl氧化装置	-	5	2013年	
	宁波2014年技改	-	3	2014年	
	宁波热电三期改扩建项目	-	7	2015年	
	宁波2015年技改	-	2	2015年	
	年产30万吨氯碱工程	-	6	2016年	
	宁波2017年技改	-	6	2017年	
	万华匈牙利	30	-	2016年	匈牙利项目
合计	210	202	-		
在建项目	烟台八角化工园区（扩能）	50	36	预计2020年	投资额包括MDI扩能、苯胺、氯化羟氧化装置
	宁波二期（第二次技改）	30	20	预计2021年以后	
	福建康乃尔（新建）	65	-	待定	
	万华美国（新建）	40	76	待定	
	万华匈牙利	5	-	待定	
	合计	190	132	-	

资料来源：公司公告，方正证券研究所

● 聚氨酯系列产品全球竞争优势明显

万华化学在聚氨酯系列产品上反映了其全面的竞争优势，包括一体化生产带来的成本优势；持续有效的研发投入带来的技术优势；提升产品直销比例带来的客户优势；高于市场均价反映出的质量优势。

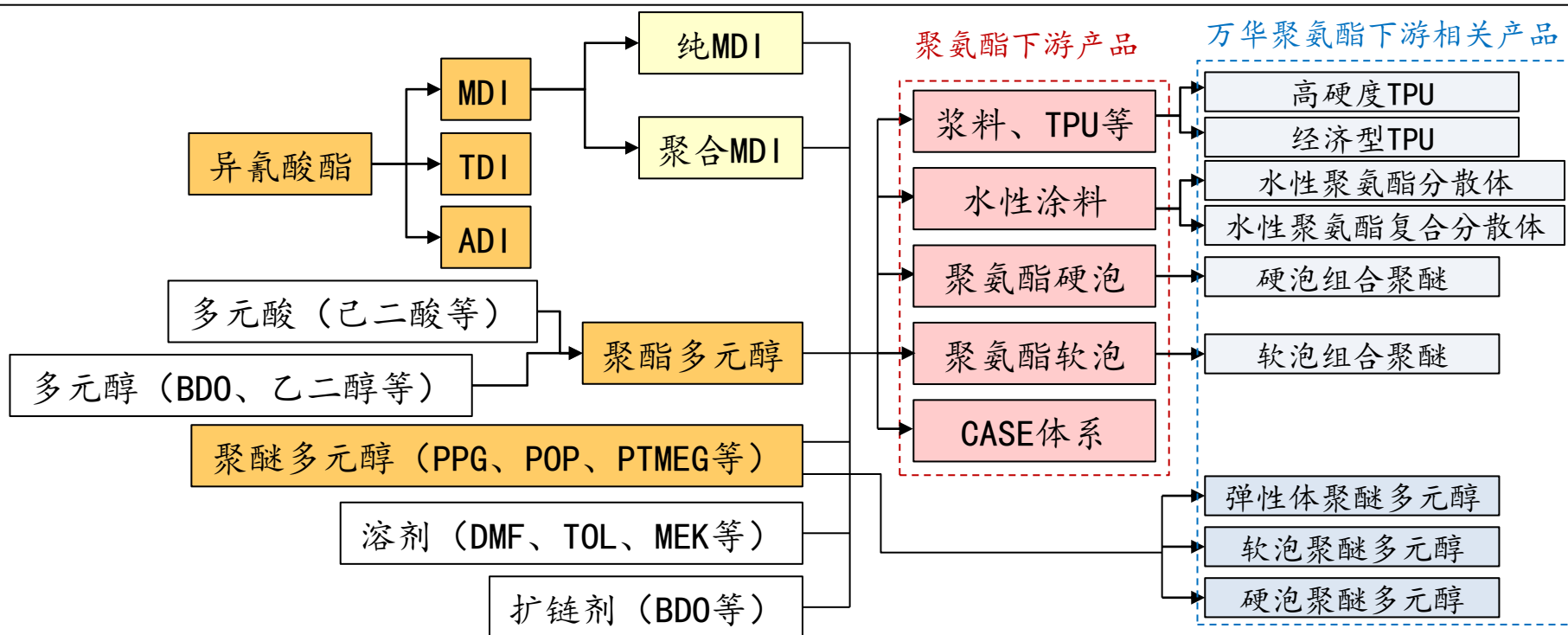
- **一体化生产带来的成本优势：**万华是全球MDI生产成本最低的企业之一，且其成本还在不断下降，主要因为一体化、规模化、园区化、低投资强度优势；同时也得益于中国大陆完善的制造业生态、原材料生态、能源生态和物流生态。
- **持续有效的研发投入带来的技术优势：**万华自主研发的第五代光气化反应新技术，极大地增强了公司竞争力；此外，万华第6代MDI技术已经基本成熟，可以实现单套装置产能高达110万吨/年，远超竞争者40万吨/年单套装置产能技术水平。
- **提升产品直销比例带来的客户优势：**目前万华聚合MDI直销比例为80%，纯MDI已实现100%直销。直销客户占比高可提升万华产品需求稳定性，保持稳定的价格策略，同时有利于向客户导入新产品。
- **高于市场均价反映出的市场优势：**万华MDI市场营销价格高于竞争者1000元/吨左右，反映公司产品质量更高，对市场有更强议价权。

- 万华化学持续扩张
- 万华化学聚氨酯板块空间巨大
- 万华化学优势明显
- 价差维持，静待需求回升
- 投资建议
- 风险提示

聚氨酯生产原料主要为MDI、TDI和聚醚多元醇

- 聚氨酯一般由异氰酸酯（以MDI和TDI为主）和聚醚多元醇反应获得。
- 在MDI的生产过程中，会同时生成聚合MDI和纯MDI（比例约为2：1）。聚合MDI具有良好的隔热性及高黏结性，主要应用于保温材料（冰箱冷柜、建筑保温）和胶粘剂等领域。纯MDI具有良好的流动性和回弹性，主要应用于鞋底原液、PU浆料、氨纶和TPU材料等。
- TDI的下游领域主要有聚氨酯软泡、涂料、胶粘剂、密封剂和弹性体等。

图表11：聚氨酯产品上下游关系

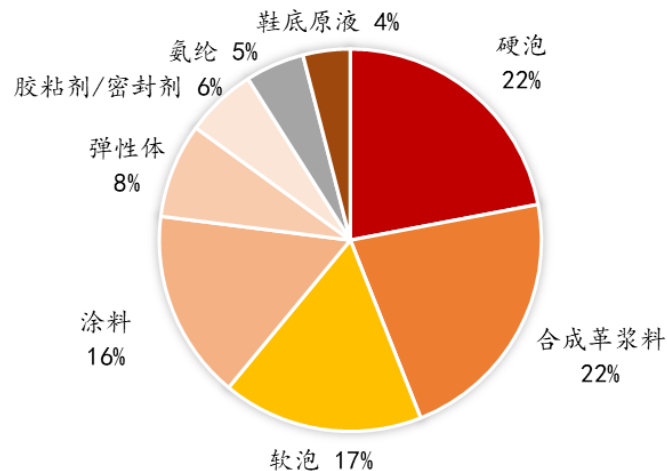


资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：ADI-脂肪族异氰酸酯；PPG-聚醚多元醇；POP-聚合物多元醇；PTMEG-聚四亚甲基醚乙二醇；BDO-1,4-丁二醇；TOL-甲苯；MEK-丁酮；DMF-二甲基甲酰胺

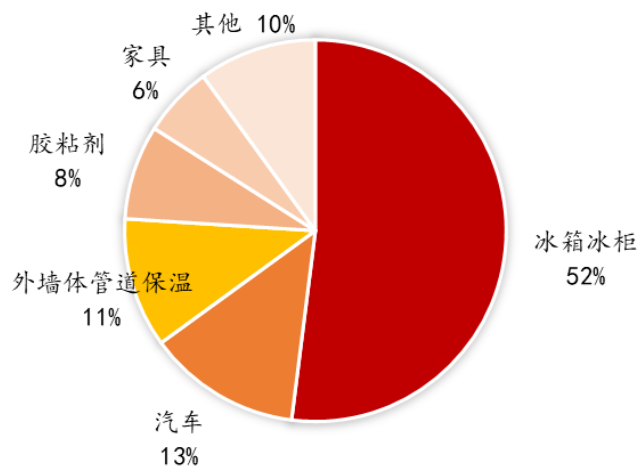
- 聚氨酯（PU）全名为聚氨基甲酸酯，是一类产品形态多样的多用途合成树脂，以泡沫、弹性体、涂料、胶粘剂、合成革等多种产品形式，广泛地应用于家电、交通运输、建筑、纺织服装等领域。

图表12：聚氨酯下游消费结构



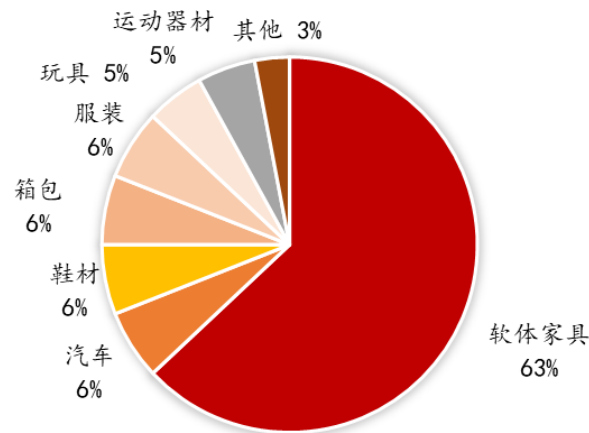
资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表13：聚氨酯硬泡下游消费结构



资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

图表14：聚氨酯软泡下游消费结构



资料来源：中国产业信息网，方正证券研究所

- 根据我们估算，2019年全球聚氨酯制品市场规模约为4442亿元，国内聚氨酯制品市场规模约为1909亿元。2019年万华化学聚氨酯板块营业收入为318.58亿元，万华化学聚氨酯板块未来发展空间仍巨大。
- 聚氨酯制品主要包括：泡沫塑料（硬泡、软泡、半硬泡）、弹性体（TPU、CPU等）、纤维（氨纶）、涂料、革鞋树脂（鞋底原液、合成革浆料）、密封剂、胶粘剂等。
- 聚氨酯市场规模估算假设条件：1) 扩链剂单耗按照0.5计算；2) 假设国内聚氨酯制品毛利率30%，国外为20%，产品生产成本中原材料成本占比80%。

图表15：2019年国内聚氨酯市场规模估算

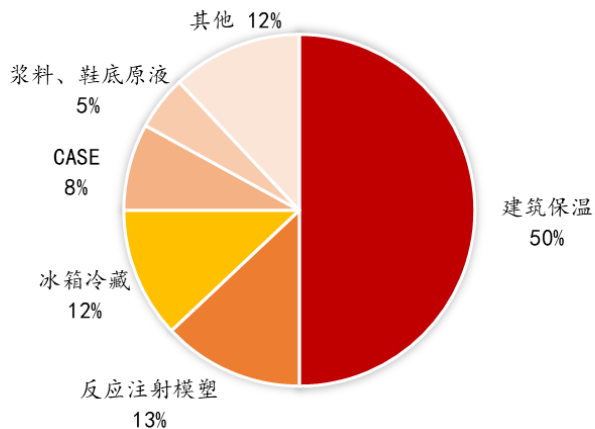
原料	2019年均价（元/吨）	2019年需求量（万吨）	2019年需求额（亿元）
纯MDI	19358	69	133
聚合MDI	13235	137	182
TDI	13014	91	119
聚醚多元醇	15565	318	494
扩链剂	8875	159	141
原料需求额估算（亿元）		1069	
聚氨酯市场规模估算（亿元）		1909	

图表16：2019年全球聚氨酯市场规模估算

原料	2019年均价（元/吨）	2019年需求量（万吨）	2019年需求额（亿元）
纯MDI	19358	251	486
聚合MDI	13235	502	664
TDI	13014	278	361
聚醚多元醇	15565	665	1036
扩链剂	8875	333	295
原料需求额估算（亿元）		2843	
聚氨酯市场规模估算（亿元）		4442	

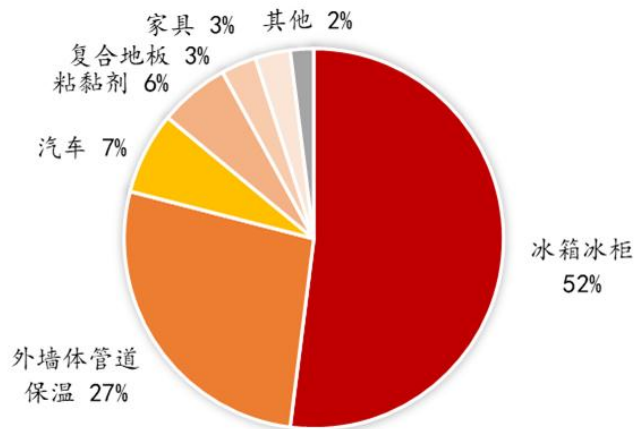
MDI下游主要为建筑保温材料、冰箱冷柜、弹性体

图表17: 全球MDI下游需求结构



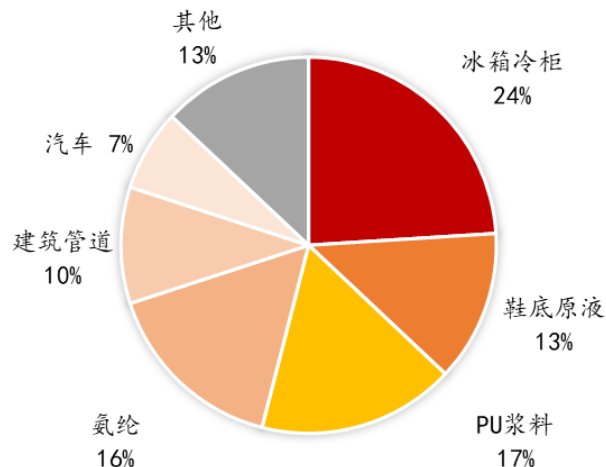
资料来源: 卓创资讯, 方正证券研究所

图表19: 国内聚合MDI下游需求占比



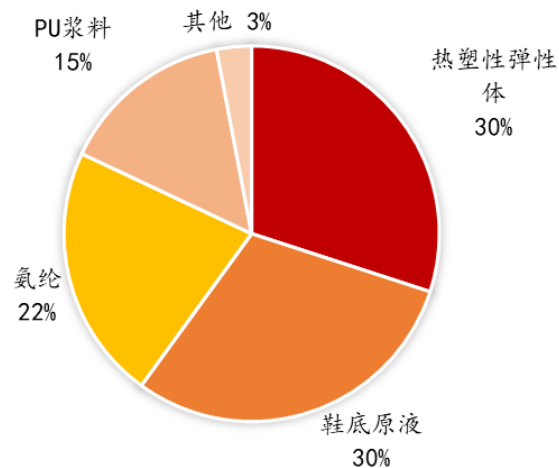
资料来源: 卓创资讯, 方正证券研究所

图表18: 国内MDI下游需求结构



资料来源: 卓创资讯, 方正证券研究所

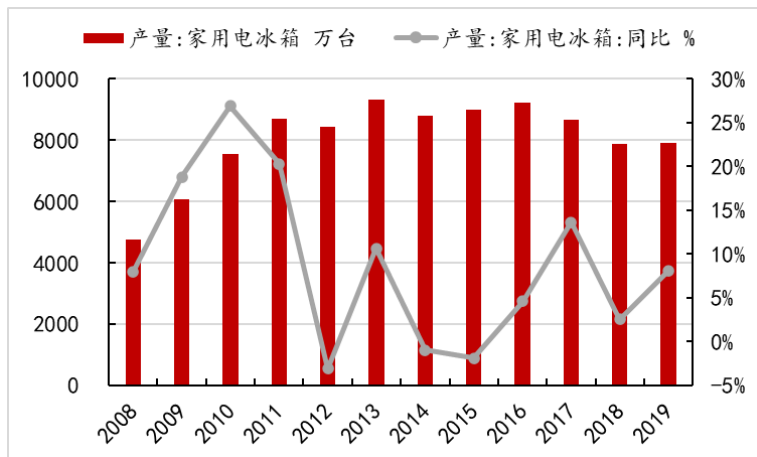
图表20: 国内纯MDI下游需求占比



资料来源: 卓创资讯, 方正证券研究所

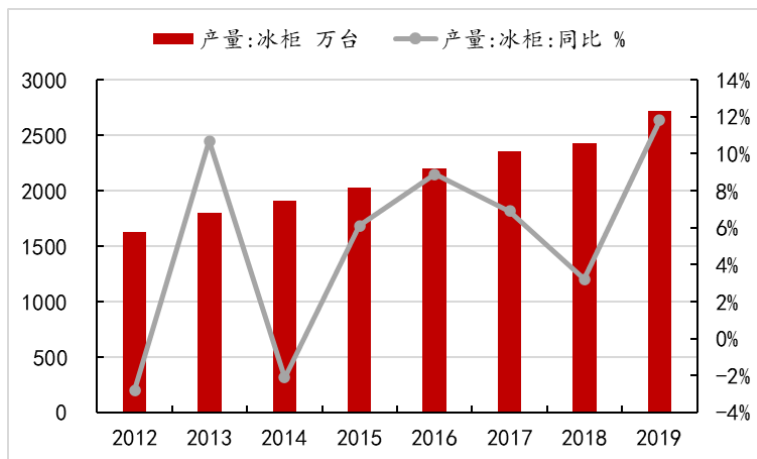
MDI下游冰箱冷柜、地产仍具备较强增长潜力

图表21：2019年国内家用电冰箱产量增速8.1%



资料来源: wind, 方正证券研究所

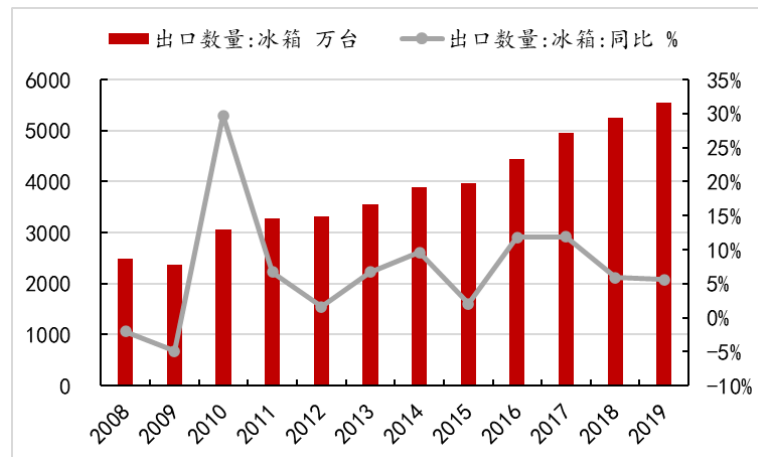
图表23：国内冰柜产量增长较快



资料来源: wind, 方正证券研究所

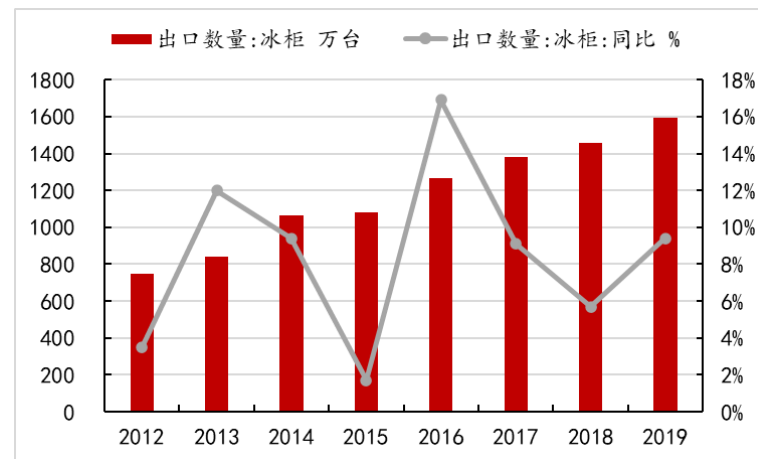
注：计算得到同比数据和官方披露数据不一致主要原因是统计数据去水分、统计口径调整、规模以上工业企业数量调整等（下同）

图表22：2019年冰箱出口增速5.6%



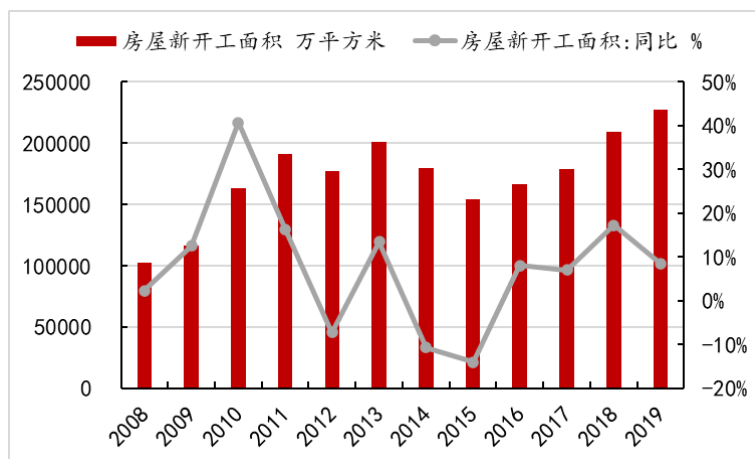
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表24：国内冰柜出口数量持续增长



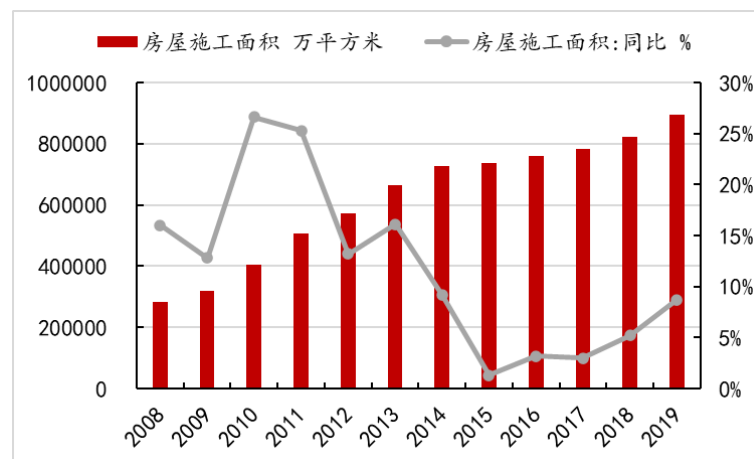
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表25: 中国房屋新开工面积回暖



资料来源: wind, 方正证券研究所

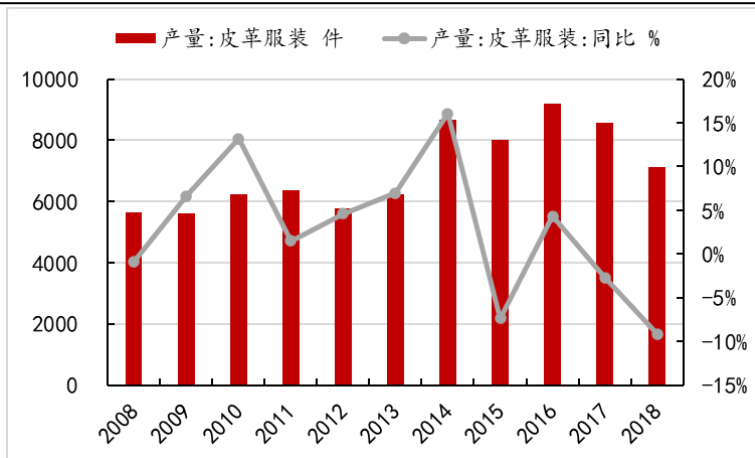
图表26: 中国房屋施工面积增长



资料来源: wind, 方正证券研究所

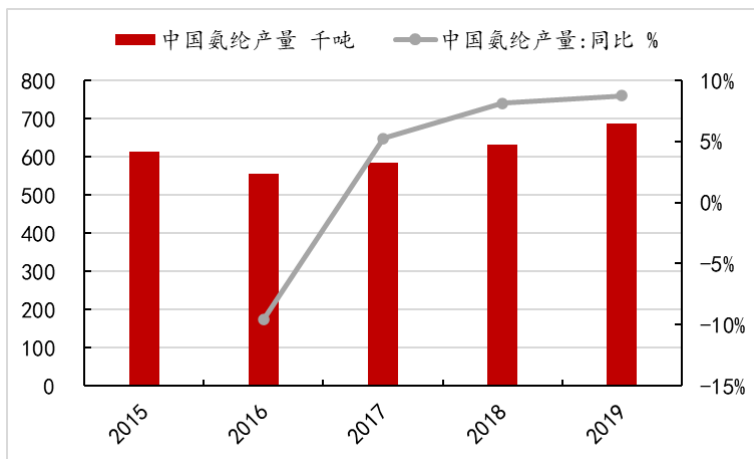
MDI下游皮革服装、鞋靴、汽车产量有所下滑

图表27：国内皮革服装行业下滑



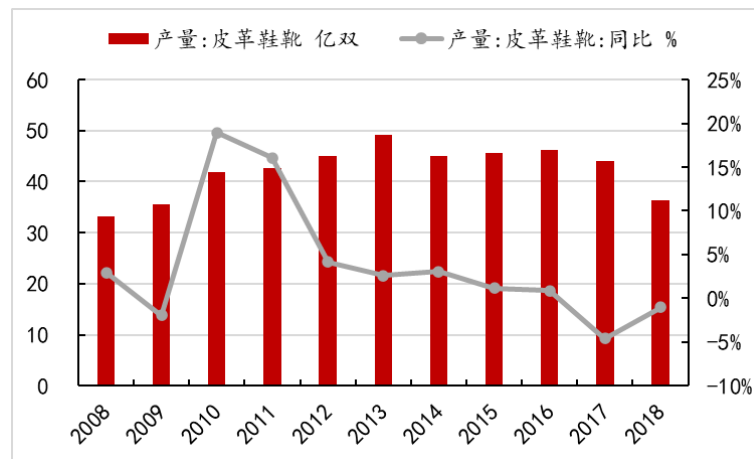
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表29：2019年国内氨纶产量增速较快



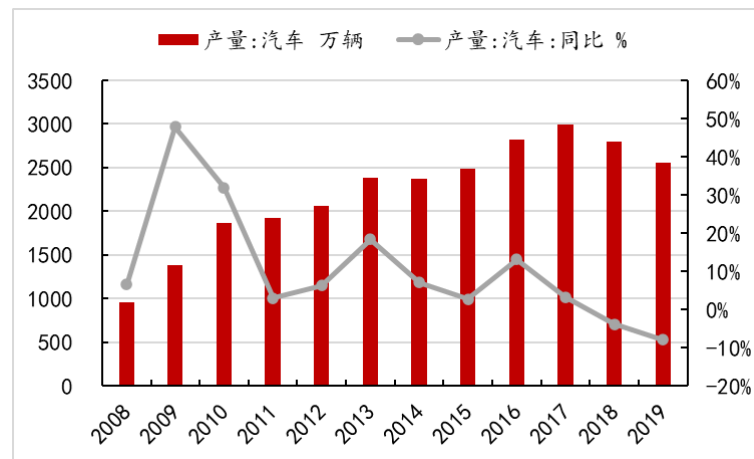
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表28：国内皮革鞋靴行业下滑



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表30：国内汽车产量持续下滑



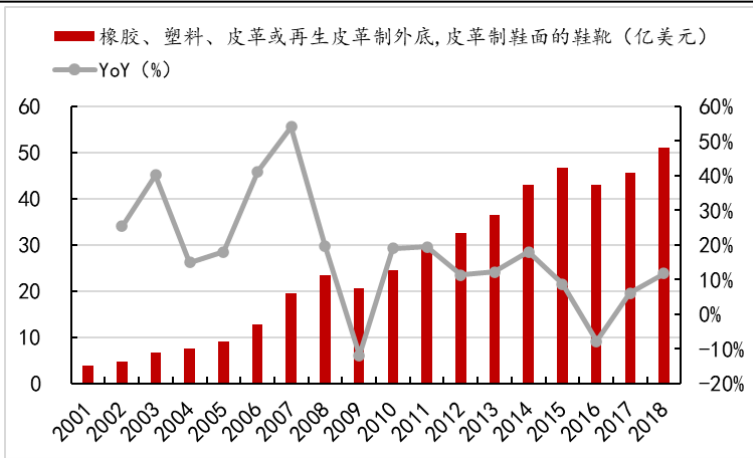
资料来源: wind, 方正证券研究所

注：计算得到同比数据和官方披露数据不一致主要原因是统计数据去水分、统计口径调整、规模以上工业企业数量调整等

国内皮革服装和鞋靴制造基地向东南亚转移

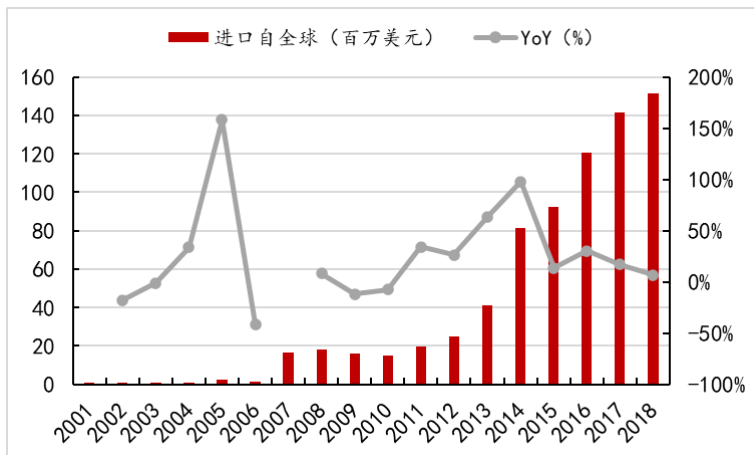
我们方正化工认为，国内皮革服装和皮革鞋靴产量下滑并不是因为实际需求下降，而是相关产业链向东南亚转移明显。以越南为例：

图表31：越南皮革鞋靴出口额呈增长趋势



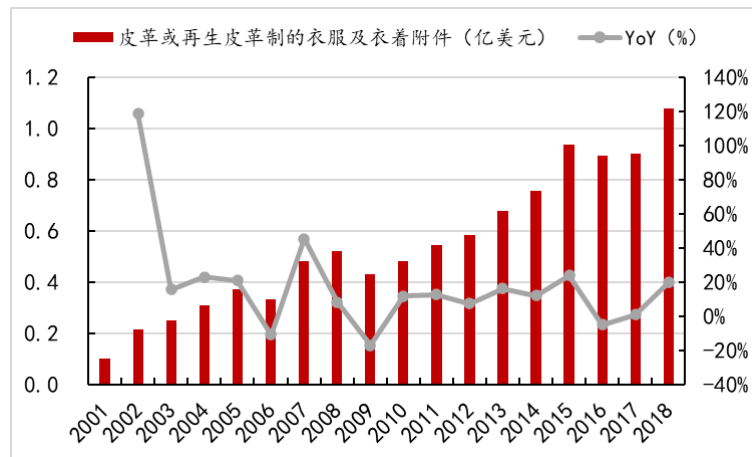
资料来源：Trade Map, 方正证券研究所

图表33：越南聚氨酯制人造革及合成革进口金额增长



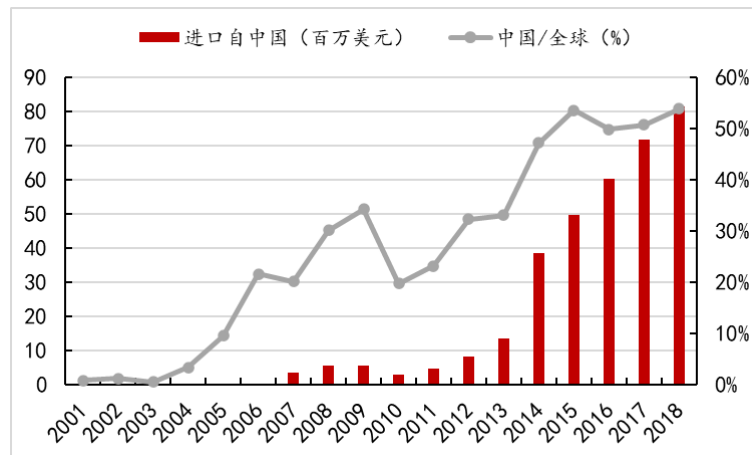
资料来源：wind, 方正证券研究所

图表32：越南皮革服装出口额呈增长趋势



资料来源：wind, 方正证券研究所

图表34：越南聚氨酯制人造革及合成革从中国进口提升



资料来源：wind, 方正证券研究所

万华未来持续提升MDI市占率，市场空间仍较大

- 2019年全球MDI产能926万吨，国内MDI产能387万吨，万华化学MDI产能210万吨，万华化学MDI产能全球占比为23%，国内占比54%。
- 预计2023年全球MDI产能将达到1101万吨，国内MDI产能507万吨，万华化学MDI产能353.4万吨，万华化学MDI产能全球占比为29%，国内占比63%。

图表35：全球MDI供需平衡表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
名义产能（万吨）	821	896	926	1006	1041	1041	1101
产能利用率	82%	79%	81%	69%	70%	74%	73%
全球消费量（万吨）	675	705	753	697	732	768	806
全球消费量增速		4.44%	6.81%	-7.48%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：wind，卓创资讯，中国产业信息网，方正证券研究所

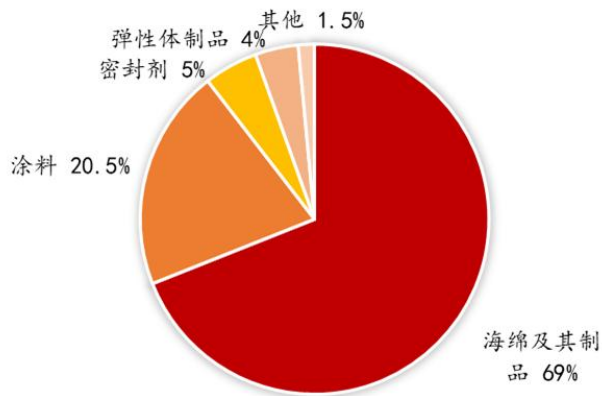
图表36：全国MDI供需平衡表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
名义产能（万吨）	246	302	302	337	337	387	437	467	467	507
产能利用率	62%	61%	71%	71%	77%	62%	57%	57%	61%	61%
产量（万吨）	153	183	214	240	260	240	249	267	286	307
进口量（万吨）	42	37	30	30	41	40	40	40	40	40
出口量（万吨）	39	44	50	66	73	74	75	75	75	75
表观消费量（万吨）	156	176	194	204	228	206	214	232	251	272
表观消费量增速		12.85%	9.87%	5.45%	11.57%	-9.49%	3.76%	8.32%	8.37%	8.43%

资料来源：wind，卓创资讯，百川盈孚，中国产业信息网，方正证券研究所

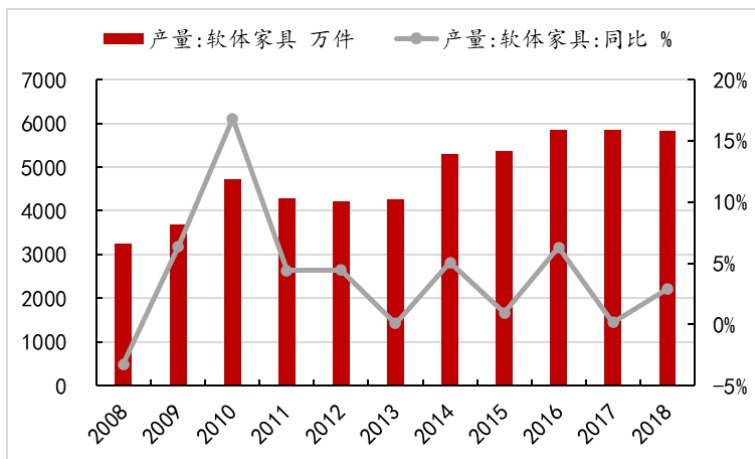
TDI下游软体家具持续增长

图表37：国内TDI下游需求以软泡（海绵及其制品）为主



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

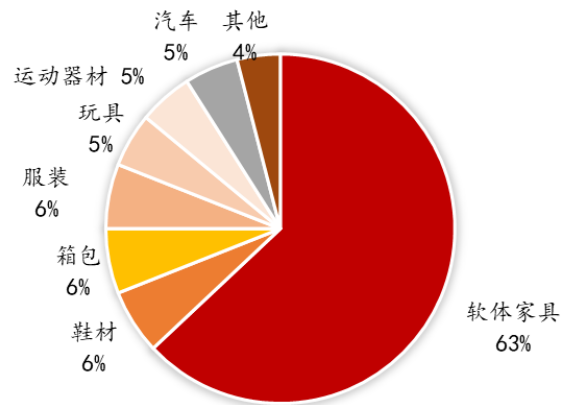
图表39：软体家具产量持续增长



资料来源：wind，方正证券研究所

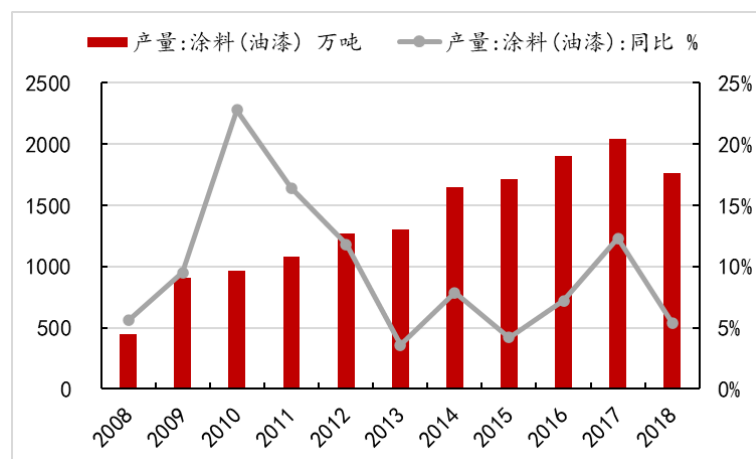
注：计算得到同比数据和官方披露数据不一致主要原因是统计数据去水分、统计口径调整、规模以上工业企业数量调整等

图表38：软泡下游应用以软体家具为主



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

图表40：涂料产量持续增长



资料来源：wind，方正证券研究所

TDI开工率较高，高景气有望持续，万华空间仍巨大

- 2019年全球TDI产能334.5万吨，国内TDI产能122万吨，万华化学TDI产能63万吨，万华化学TDI产能全球占比为19%，国内占比52%。
- 预计2023年全球TDI产能将达到388万吨，国内TDI产能170万吨，万华化学TDI产能81万吨，万华化学TDI产能全球占比为21%，国内占比48%。

图表41：全球TDI供需平衡表

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
全球名义产能（万吨/年）	254.3	279.3	302	334.5	334.5	355.5	355.5	388
产能同比		9.83%	8.13%	10.76%	0.00%	6.28%	0.00%	9.14%
全球消费量（万吨）	210	223	250	278	269	284	299	315
消费量同比		5.99%	12.11%	11.05%	-3.00%	5.31%	5.31%	5.31%
名义产能利用率	83%	80%	83%	83%	81%	80%	84%	81%

资料来源：wind，卓创资讯，中国产业信息网，方正证券研究所

图表42：全国TDI供需平衡表

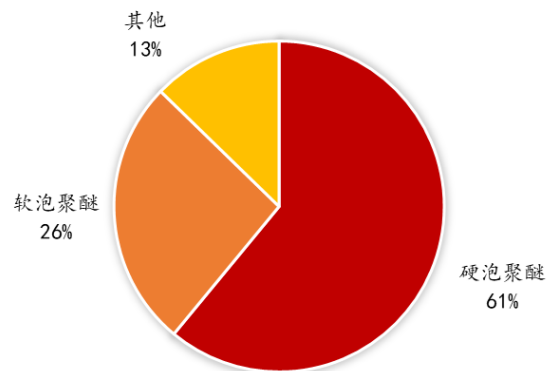
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
名义产能（万吨）	89	89	84	84	119	122	122	137	137	170
产能利用率	87%	86%	95%	91%	63%	82%	81%	76%	80%	68%
产量（万吨）	77	76	80	76	75	100	98.64	103.89	109.42	115.24
进口量（万吨）	4	4	3	4	7	5	5	5	5	40
出口量（万吨）	7	6	14	10	9	14	14	14	14	14
表观消费量（万吨）	74	74	69	70	73	91	90	95	100	141
表观消费量增速（%）		-0.02%	-6.30%	1.28%	4.07%	25.22%	-1.77%	5.86%	5.83%	40.66%

资料来源：wind，卓创资讯，中国产业信息网，方正证券研究所

聚醚多元醇未来开工率持续提升，万华空间仍大

图表43：国内聚醚多元醇下游需求以硬泡聚醚为主

- 2019年国内聚醚多元醇产能534万吨，万华化学聚醚多元醇产能50万吨，万华化学占比9.36%。
- 预计2023年国内聚醚多元醇产能将达到657万吨，万华化学聚醚多元醇产能103万吨，万华化学占比15.68%。



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

图表44：全国聚醚多元醇供需平衡表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
名义产能（万吨）	434	451	487	550	550	534	647	647	657	657
产能利用率	55%	54%	55%	54%	55%	62%	52%	56%	59%	63%
产量（万吨）	240	244	270	298	305	332	340	363	387	413
进口量（万吨）	33	41	48	53	60	61	61	61	61	61
出口量（万吨）	44	42	52	50	55	75	76	78	80	82
表观消费量（万吨）	229	243	265	301	311	318	325	345	368	392
表观消费量增速		6.34%	8.89%	13.44%	3.34%	2.21%	2.19%	6.41%	6.50%	6.57%

资料来源：wind，卓创资讯，中国产业信息网，方正证券研究所

- 万华化学持续扩张
- 万华化学聚氨酯板块空间巨大
- **万华化学优势明显**
- 价差维持，静待需求回升
- 投资建议
- 风险提示

图表45：全球MDI产能分布

公司名称	现有产能 (万吨/年)	地区	公司名称	现有产能 (万吨/年)	地区
万华化学 (210万吨/年)	60	中国烟台	亨斯迈 (127万吨/年)	37	中国漕泾
	120	中国宁波		50	美国盖斯马
	30	匈牙利		40	荷兰鹿特丹
巴斯夫 (173万吨/年)	40	中国重庆	陶氏 (113万吨/年)	20	葡萄牙埃斯塔雷雅
	25	韩国丽水		19	德国施塔德
	22	中国上海		34	美国德克萨斯州
	56	比利时安特卫普		40	沙特
	30	美国盖斯马			
科思创 (176万吨/年)	60	中国上海	日本东曹 (48万吨/年)	40	日本南阳
	32	美国德克萨斯州		8	浙江瑞安
	40	德国布伦斯比特			
	20	德国克雷菲尔德			
	17	西班牙塔拉戈那	锦湖三井 (40万吨/年)	40	韩国丽水
	7	日本新居滨			
合计	887				

资料来源：公司公告，环评公示，方正证券研究所

MDI主要以头部企业扩产为主

图表46：全球MDI在建产能，以万华化学为主

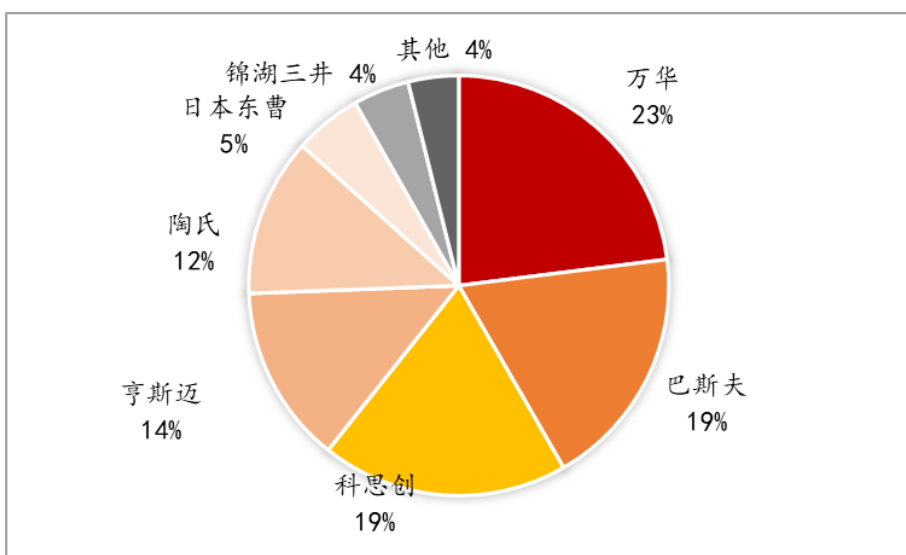
公司名称	在建产能 (万吨/年)	地区	预计投产时间	投资额
万华化学	40	美国路易斯安那	暂未确定	12.5亿美元
	40 (权益20.5)	中国福建	暂未确定	56.05亿元 (福建康乃尔MDI项目一期投资额)
	50	中国烟台	2020年	36亿元 (投资额包括MDI扩能、苯胺、氯化氢氧化装置)
	30	中国宁波	2021年以后	20亿元
	5	匈牙利	暂未确定	
科思创	10	中国上海	一期预计2019Q3；二期预计2021Q1	1000万欧元
	50	美国德克萨斯州	原预计2024年，受疫情影响可能推迟	15亿欧元
	5	西班牙塔拉戈那	预计2020年之后	2亿欧元
巴斯夫	30	美国盖斯马	预计2020年	第一阶段：1.5亿美元，二期扩建：8700万美元
亨斯迈	40	美国路易斯安那	预计2023年	2.7亿美元
新疆巨力	40	中国新疆	原预计2020年5月，2020年1月新疆发改委核准项目申请	46.64亿元
锦湖三井	20	韩国丽水	公司长期扩能计划	
合计	360			

资料来源：公司公告，百川资讯，环评公示，方正证券研究所

万华化学MDI产能占比大幅增加

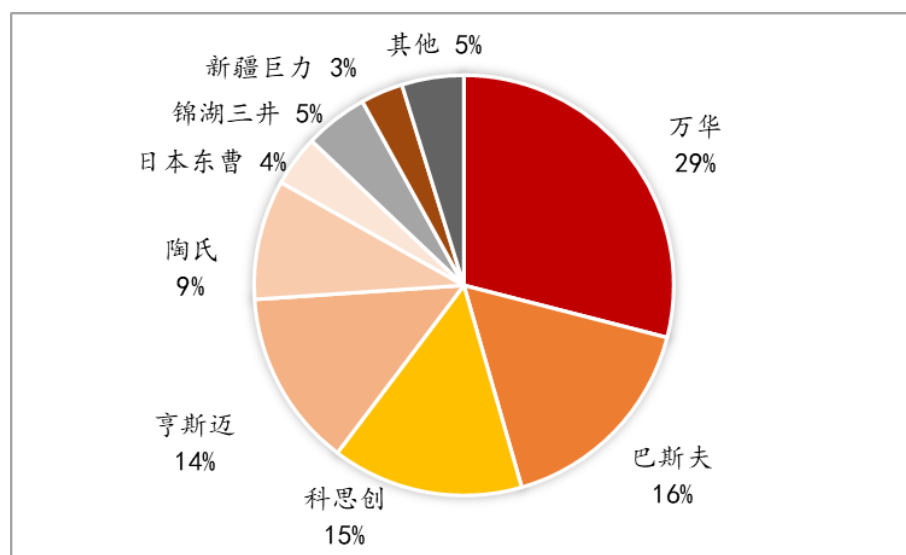
- 目前万华化学MDI总产能210万吨，占比大约23%，现有在建产能145.5万吨，在建项目完全投产后产能占比将达到29%左右，将大幅增加其市占率，巩固其龙头地位。

图表47：2019年头部企业MDI产能分布



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表48：2023年头部企业MDI产能分布



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表49：TDI全球产能分布，集中度较高

公司名称	现有产能 (万吨/年)	地区	公司名称	现有产能 (万吨/年)	地区
巴斯夫 (78万吨/年)	16	美国盖斯马	Sadara	20	沙特
	30	德国路德维希港	沧州大化	12	中国沧州
	16	韩国丽水	甘肃银光	10	中国甘肃
	16	中国上海	GNFC	6.7	印度
科思创 (75万吨/年)	20	美国德克萨斯州	连石化工	5	中国辽宁
	30	德国多马根	KPX	5	韩国
	25	中国上海	OCI	5	韩国
万华化学 (63万吨/年)	30	中国烟台	Karoon	4	伊朗
	8 (权益)	中国福建	福建石化	2 (权益)	中国福建
	25	匈牙利	Petroquimica RioTercero	2.8	阿根廷
烟台巨力	23	烟台和新疆	NPU	2.5	日本南阳
合计	314				

资料来源：公司公告，环评公示，方正证券研究所

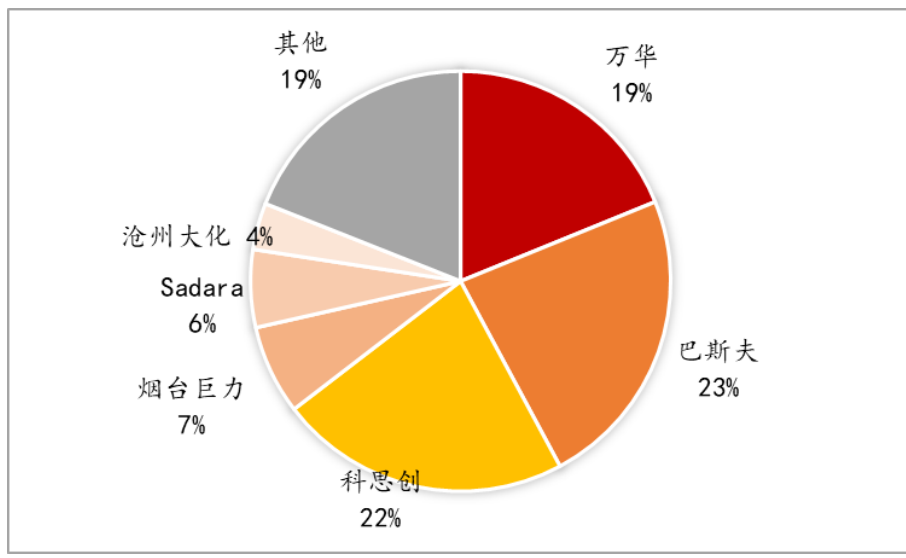
注：Sadara为陶氏与沙特阿美公司合资企业

图表50：全球TDI在建产能

公司名称	在建产能 (万吨/年)	地区	预计投产时间	投资额
万华化学	6	匈牙利	预计2021年	
沧州大化	26.5	河北沧州	预计2023年7月	45亿元
巴斯夫	6	中国上海		4亿元
万华化学	12 (权益)	中国福建	预计2021年9月	38亿元
福建石化	3 (权益)			
合计	53.5			

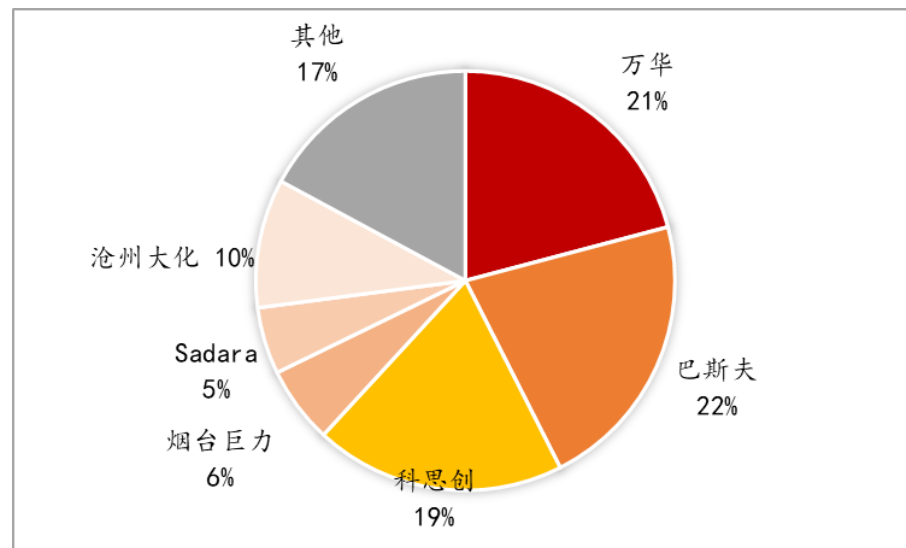
资料来源：公司公告，百川资讯，环评公示，方正证券研究所

图表51：2019年头部企业TDI产能分布



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表52：2023年头部企业TDI产能分布



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表53：国内聚醚多元醇产能较为分散

公司名称	硬泡聚醚产能 (万吨/年)	公司名称	软泡聚醚产能 (万吨/年)
河北亚东	20	万华化学	38
宁武化工	20	中海壳牌	32
红宝丽	15	山东东大	25
宁波容威聚氨酯	14	德信联邦	23
万华化学	12	无棣鑫岳	20
吉林神华	10	吉林神华	18.5
常熟一统	8	佳化化学	18
佛山容威聚氨酯	5	航锦科技	13
江苏盈恒	5	江苏钟山	13
山东滨化	5	容威聚氨酯	12
滨州佳化	5	山东隆华	11
佳化化学	4	南京金浦	10
容威聚氨酯	3	宁武化工	10
淄博诺立	3	江苏长华	10
昆山国都	3	天津三石化	10
联创节能	3	昆山国都	9
中化国际	2	上海东大	8
航锦科技	2	中化国际	8
江苏绿源	2	福建湄洲湾	5
上海东大	2	山东滨化	3
江苏钟山	2		
合计	145		296.5

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

图表54：国内聚醚在建产能

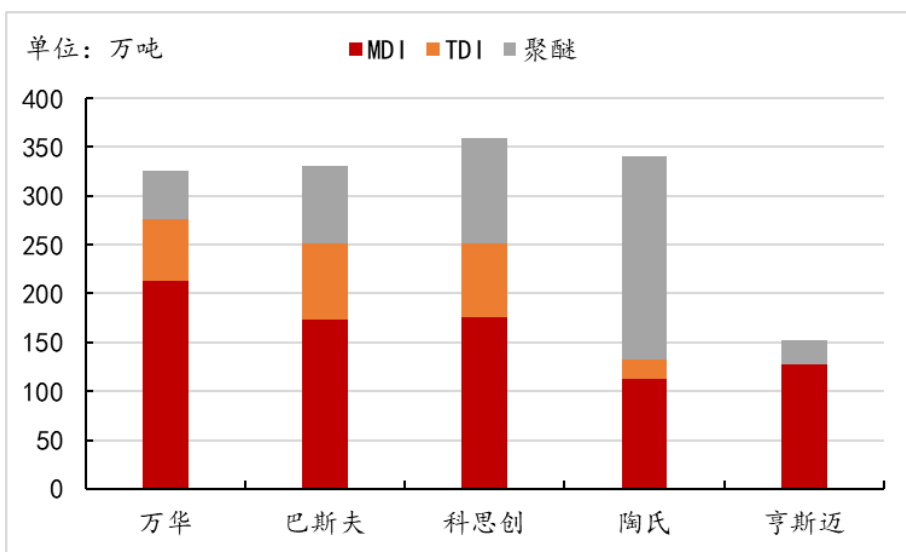
公司名称	产能（万吨/年）	预计投产时间	地区	投资为（亿元）
广东中海壳牌	60	预计2020年12月	广东惠州	59.81（惠州中海壳牌石油化工有限公司SMPO/POD项目总投资额）
万华化学	53	预计2020年	山东烟台	9.17
佳化化学	10	暂未确定	山东滨州	1.31
合计	123			

资料来源：公司公告，环评公示，卓创资讯，方正证券研究所

万华化学进一步优化聚氨酯产品布局

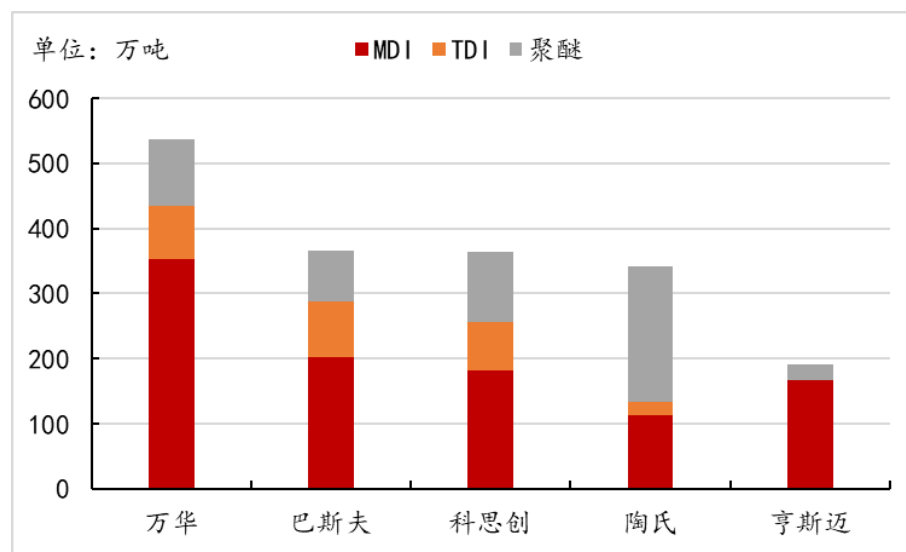
- 目前，虽然万华化学聚氨酯总产能居于龙头地位，但是与全球其他巨头相比，其产能分布不尽合理，聚醚产能与全球前列聚醚厂家仍有一定的差距，与MDI/TDI产能相差较大。万华化学在不断扩大MDI、TDI产能的同时，也进一步投资建设聚醚生产装置，充分发挥聚醚与MDI/TDI的战略协同作用，扩大万华化学市场份额。目前在建项目完全投产后，万华化学聚氨酯相关产品产能将超过500万吨，居于全球首位。

图表55： 2019年聚氨酯头部企业产能布局



资料来源：公司公告，观研天下，方正证券研究所

图表56： 2023年聚氨酯头部企业产能布局



资料来源：公司公告，观研天下，方正证券研究所

- 2019年全球化工行业不景气，巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏等企业聚氨酯相关业务营收均出现不同程度的下滑，而万华化学仍保持了2.93%的营收同比增速；
- 2019年巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏等企业聚氨酯相关业务盈利下滑幅度均超过30%，而万华化学毛利润下滑幅度仅为15.41%，远低于其他公司。万华化学表现出了很强竞争优势和抗风险能力。
- 万华化学聚氨酯板块毛利率优于国际同行

图表57：聚氨酯业务所在版块营业收入对比

公司名称	2020Q1	2019Q1	同比 (%)	2019	2018	同比 (%)
万华化学 (亿元)				318.58	309.5	2.93%
巴斯夫 (亿欧元)	28.74	29.31	-1.94%	114.66	132.7	-13.59%
科思创 (亿欧元)	12.74	14.76	-13.69%	57.79	73.62	-21.50%
亨斯迈 (亿美元)	8.88	9.24	-3.90%	39.11	42.82	-8.66%
陶氏 (亿美元)	30.45	34.8	-12.50%	134.49	154.65	-13.04%
日本东曹 (亿日元)	737	834	-11.63%	2974	3374	-11.86%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：以上使用数据为：万华-聚氨酯；巴斯夫-材料；科思创-聚氨酯；亨斯迈-聚氨酯；陶氏：工业中间体；东曹-氯碱

万华化学聚氨酯业务盈利优于其他公司

图表58：聚氨酯业务所在版块盈利情况对比

公司名称	项目	2020Q1	2019Q1	同比 (%)	2019	2018	同比 (%)
万华化学 (亿元)	毛利润				131.70	155.70	-15.41%
巴斯夫 (亿欧元)	EBITDA	3.25	4.91	-33.81%	16.91	29.93	-43.50%
科思创 (亿欧元)	EBITDA	0.5	1.57	-68.15%	6.48	17.63	-63.24%
亨斯迈 (亿美元)	EBITDA	0.84	1.24	-32.26%	5.48	8.09	-32.26%
陶氏 (亿美元)	EBIT	1.75	2.77	-36.82%	8.45	17.67	-52.18%
日本东曹 (亿日元)	营业利润	64	134	-52.24%	282	460	-38.70%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表59：聚氨酯业务所在版块利润率对比

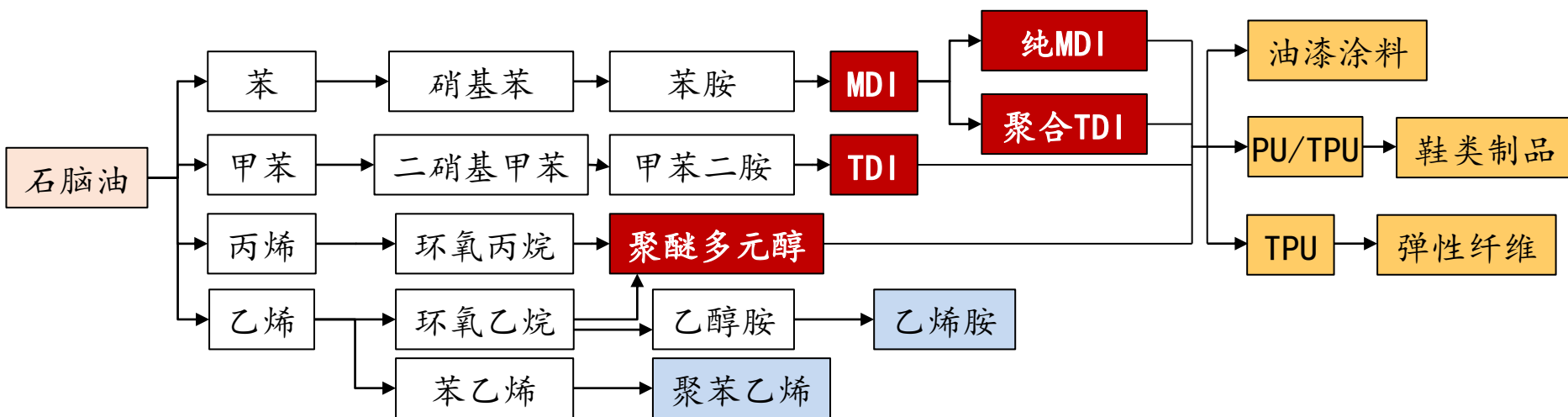
公司名称	项目	2020Q1	同比	2019	同比
万华化学	毛利率			41.34%	-8.97%
巴斯夫	EBITDA/营业收入	11.31%	-5.44%	14.75%	-7.81%
科思创	EBITDA/营业收入	3.92%	-6.71%	11.21%	-12.73%
亨斯迈	EBITDA/营业收入	9.46%	-3.96%	14.01%	-4.88%
陶氏	EBIT/营业收入	5.75%	-2.21%	6.28%	-5.14%
日本东曹	营业利润/营业收入	8.68%	-7.38%	9.48%	-4.15%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：以上使用数据为：万华-聚氨酯；巴斯夫-材料；科思创-聚氨酯；亨斯迈-聚氨酯；陶氏：工业中间体；东曹-氯碱

- 巴斯夫是聚氨酯领域的头部企业，拥有完整的聚氨酯产业链（MDI、TDI、聚醚多元醇），产能规模较大，拥有很强的竞争优势。

图表60：巴斯夫聚氨酯业务产业链



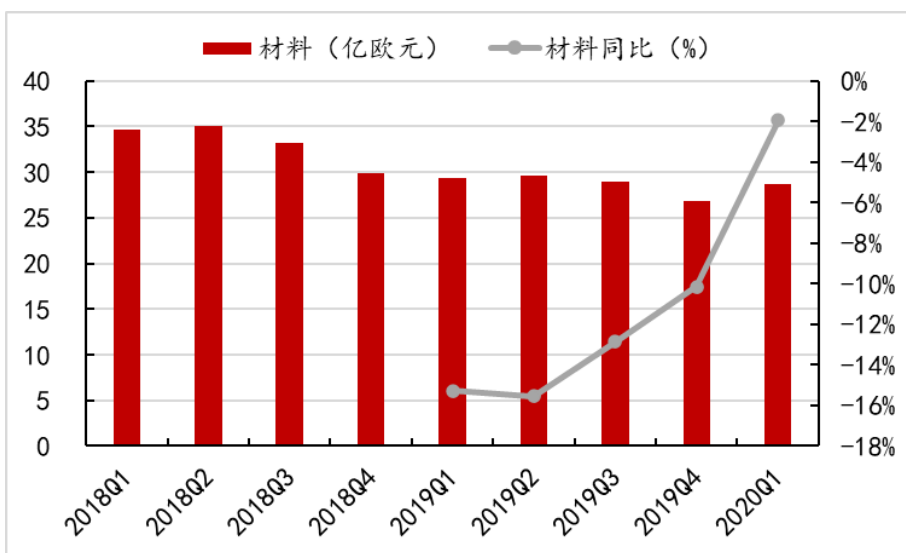
巴斯夫外购原料
 中间产品
 巴斯夫聚氨酯产品
 巴斯夫聚氨酯下游产品
 巴斯夫其他业务产品

资料来源：公司公告，方正证券研究所

巴斯夫聚氨酯相关产品业绩大幅下滑

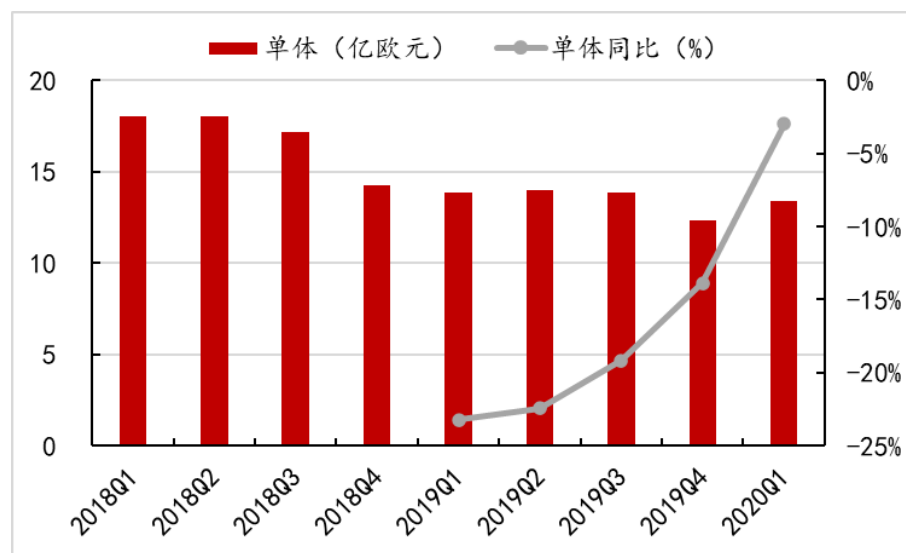
- 2019年巴斯夫重新划分了业务板块，聚氨酯业务划入材料板块中的单体业务部门，2019年材料板块实现营收114.66亿欧元，同比减少13.59%，其中单体业务部门实现营收54.02亿欧元，同比减少20.01%。2020Q1业绩下滑幅度减小，材料板块实现营收28.74亿欧元，同比减少1.94%，其中单体业务部门实现营收13.43亿欧元，同比减少2.96%。
- 2019年材料板块实现EBITDA 16.91亿欧元，同比减少43.50%；2020Q1材料板块实现EBITDA 3.25亿欧元，同比减少33.81%。

图表61： 2019巴斯夫材料板块营业收入下滑



资料来源：公司公告，方正证券研究所

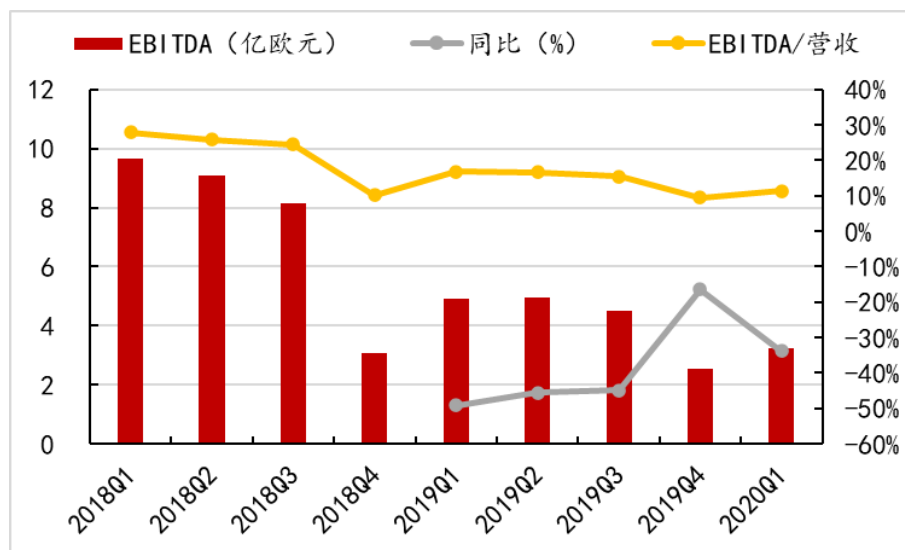
图表62： 2019年巴斯夫单体业务营业收入下滑



资料来源：公司公告，方正证券研究所

- 巴斯夫计划2020年在路易斯安那州的盖斯马尔建成新的MDI合成装置，以提高其在北美的MDI生产能力，满足北美市场日益增长的需求，从而巩固巴斯夫在北美市场的地位。
- 中国是世界上最大的化工市场，占全球化工市场的40%以上。巴斯夫预计，到2030年，中国的份额将占到50%以上。巴斯夫计划2022年在广东省湛江市建成一体化基地，其中包括热塑性聚氨酯弹性体生产装置。

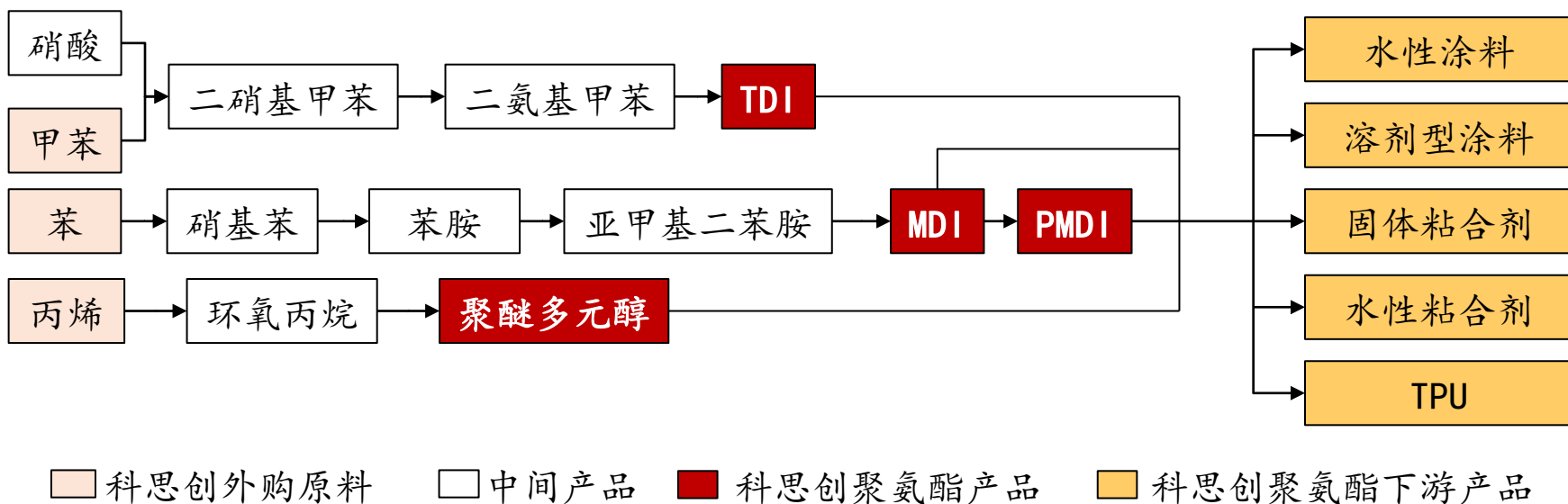
图表63：2019年巴斯夫材料板块盈利下滑



资料来源：公司公告，方正证券研究所

- 科思创是聚氨酯领域的头部企业，拥有完整的聚氨酯产业链（MDI、TDI、聚醚多元醇），产能均居于全球前三名，科思创有一半的营业收入来自聚氨酯业务。

图表64：科思创聚氨酯业务产业链

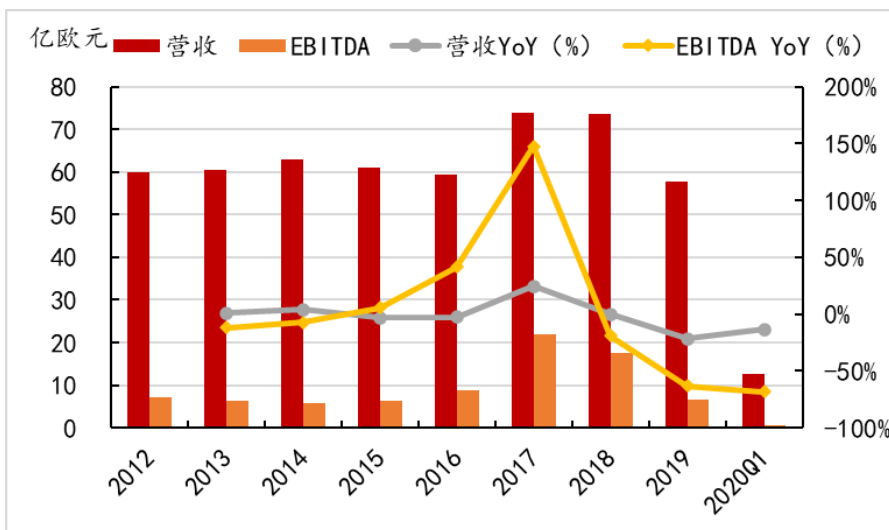


资料来源：公司公告，方正证券研究所

科思创：聚氨酯板块业绩大幅下滑

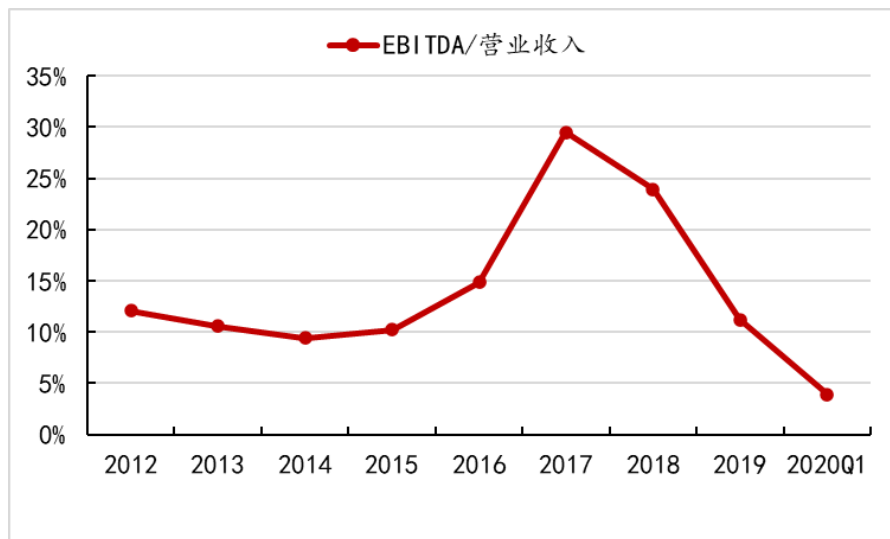
- 2019年科思创聚氨酯板块实现营收57.79亿欧元，同比减少21.50%；实现EBITDA 6.48亿欧元，同比减少63.24%。
- 2020Q1科思创聚氨酯板块实现营收12.74亿欧元，同比减少13.69%；实现EBITDA 0.50亿欧元，同比减少68.15%。
- 未来科思创将继续扩大MDI产能，进一步拓展聚氨酯业务在建筑行业以及可持续发展领域的应用，将产品用于满足节能和改善居住环境的需求。

图表65：科思创聚氨酯板块业务营收和EBITDA下滑



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表66：科思创聚氨酯板块业务盈利能力下降

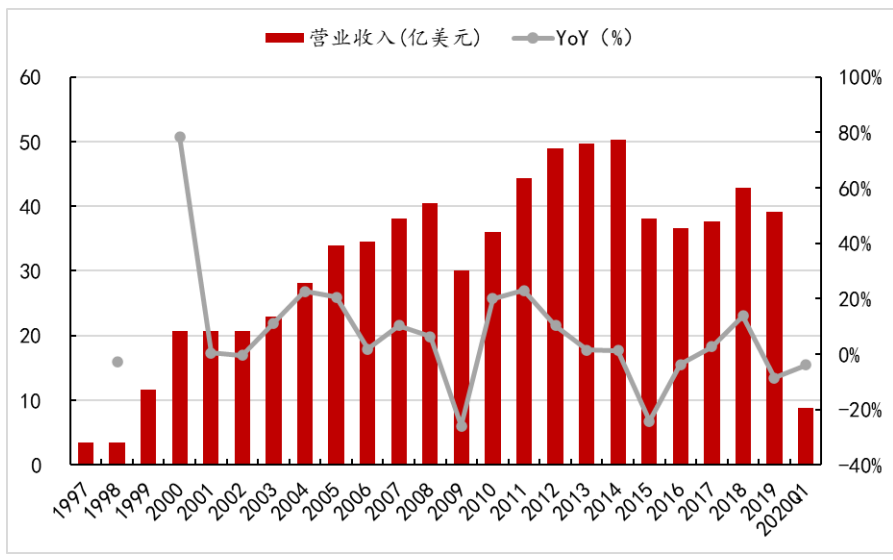


资料来源：公司公告，方正证券研究所

亨斯迈：聚氨酯板块业绩下滑

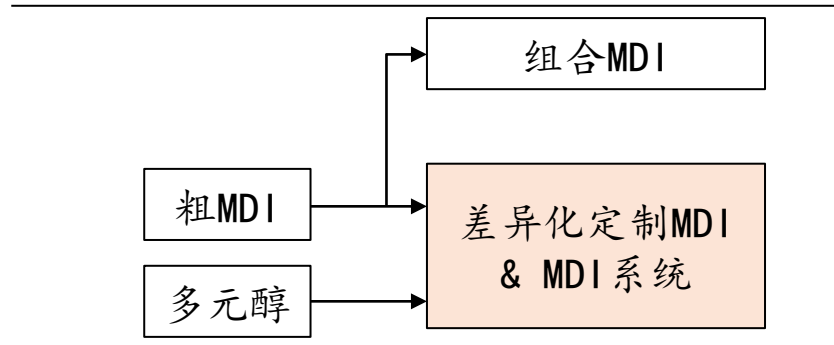
- 2019年亨斯迈聚氨酯板块实现营收39.11亿美元，同比减少8.66%；实现EBITDA 5.48亿美元，同比减少32.26%。2020Q1亨斯迈聚氨酯板块实现营收8.88亿美元，同比减少3.90%；实现EBITDA 0.50亿美元，同比减少32.26%。
- 亨斯迈战略集中在发展差异化定制产品（专业的MDI和多元醇、定制MDI和TPU），满足下游客户应用所需的效果，产品利润率更高，对工业利用率的依赖性更小。亨斯迈战略性进行了许多“补强”收购，增加下游设施的数量，完善产业链。

图表68：亨斯迈聚氨酯板块业务营业收入下滑



资料来源：公司公告，方正证券研究所

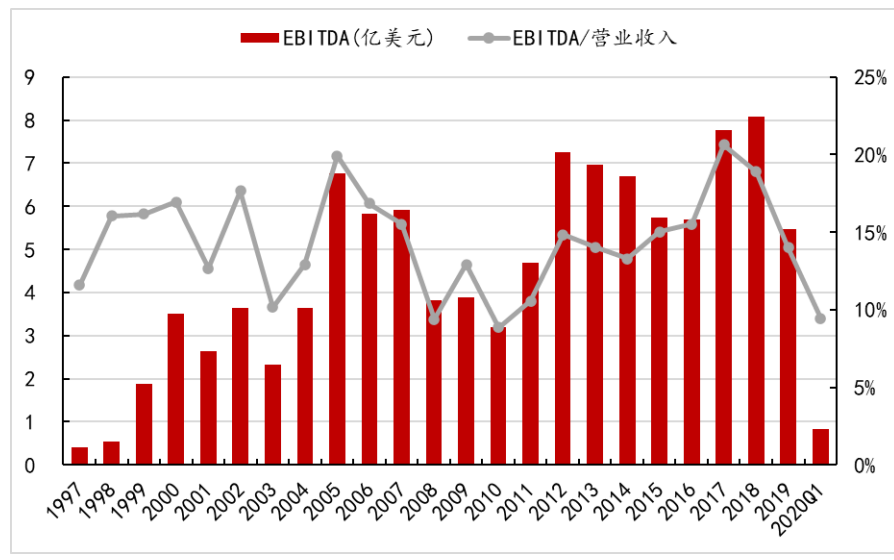
图表67：亨斯迈聚氨酯重点发展差异化定制产品



资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：图中均为亨斯迈实际生产产品

图表69：亨斯迈聚氨酯板块业务盈利下滑

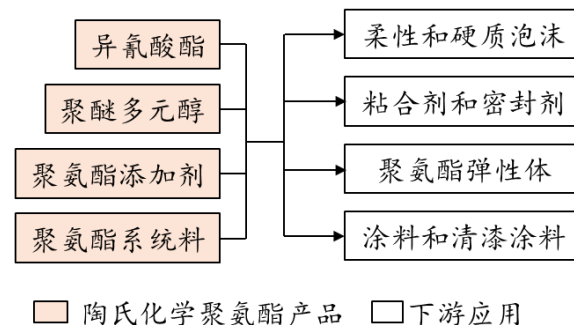


资料来源：公司公告，方正证券研究所

陶氏化学：聚氨酯业绩下滑

- 陶氏化学的聚氨酯业务属于工业中间体及基础设施板块中的聚氨酯&建筑化学品业务部门，2019年工业中间体及基础设施板块实现营业收入134.49亿美元，同比减少13.04%，其中聚氨酯&建筑化学品业务部门实现营收91.17亿美元，同比减少14.11%；工业中间体及基础设施板块实现EBIT 8.45亿美元，同比减少52.18%。2020Q1工业中间体及基础设施板块实现营业收入30.45亿美元，同比减少12.50%，其中聚氨酯&建筑化学品业务部门实现营收19.88亿美元，同比减少15.40%；工业中间体及基础设施板块实现EBIT 1.75亿美元，同比减少36.82%。
- 未来五年将增加投资，增强公司在聚氨酯、建筑化学品和工业解决方案业务方面的竞争力。

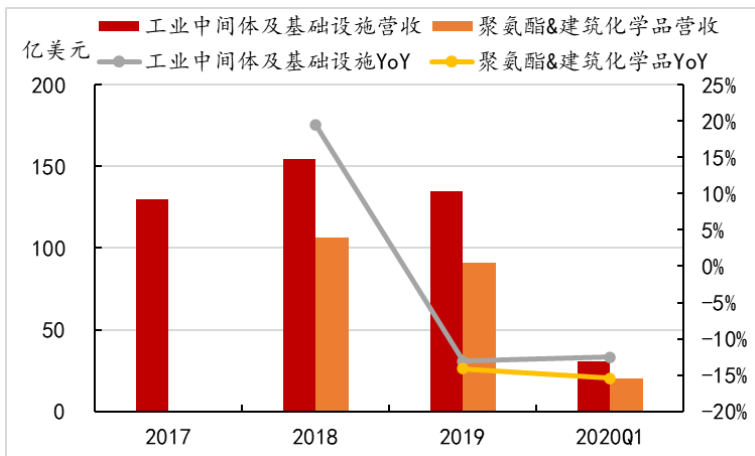
图表70：陶氏化学聚氨酯产业链



资料来源：公司官网，方正证券研究所

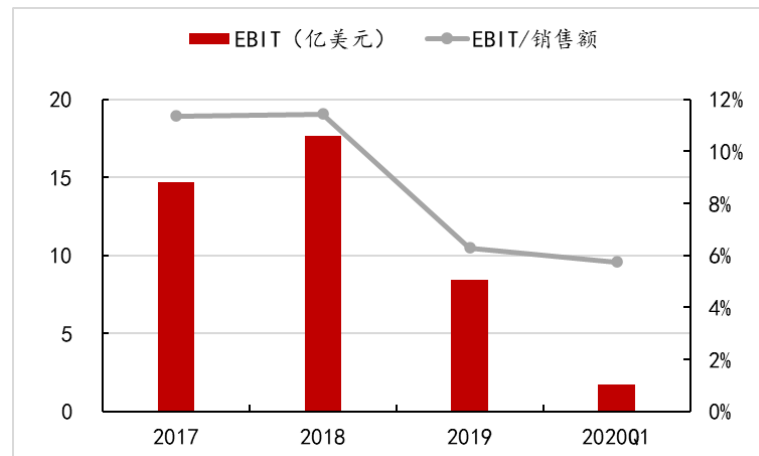
注：图中产品均为陶氏化学实际生产产品

图表71：陶氏化学聚氨酯相关业务营收下滑



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表72：陶氏化学聚氨酯相关业务盈利下滑

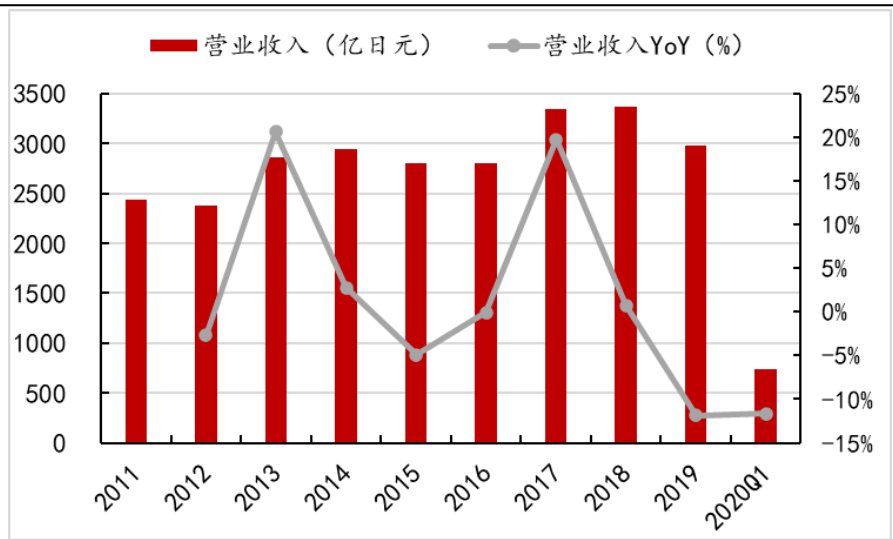


资料来源：公司公告，方正证券研究所

日本东曹：聚氨酯（氯碱板块）盈利下降

- 日本东曹聚氨酯业务属于氯碱板块，产品包括MDI、TDI、聚醚多元醇、油漆用多异氰酸酯、胶粘树脂、涂料树脂、聚氨酯弹性体等。
- 2019年氯碱板块实现营收2974亿日元，同比减少11.86%；实现营业利润282亿日元，同比减少38.70%。2020Q1氯碱板块实现营收737亿日元，同比减少11.63%；实现营业利润64亿日元，同比减少52.24%。

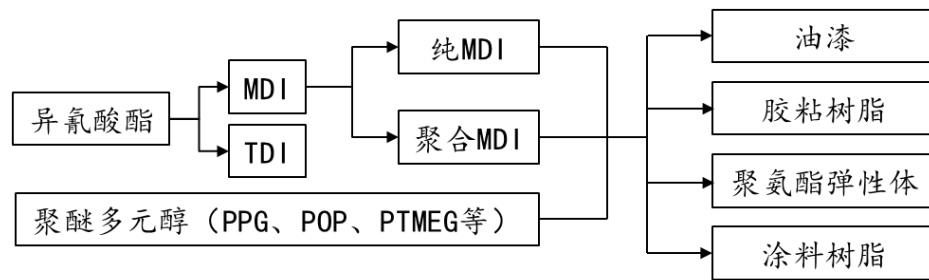
图表74：日本东曹氯碱板块营收



资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：日本东曹财务报表以上一年4月-下一年3月为一个财年

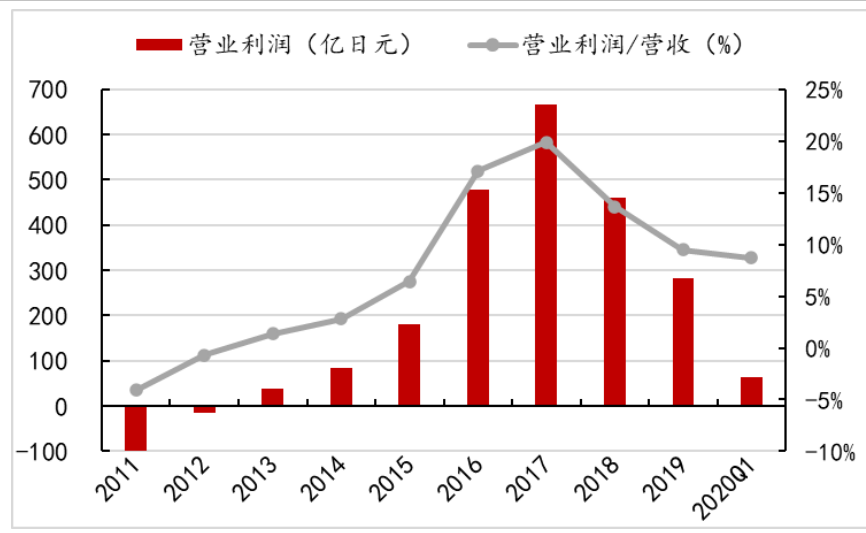
图表73：日本东曹聚氨酯产业链



资料来源：公司官网，方正证券研究所

注：图中产品均为公司实际生产产品

图表75：日本东曹氯碱板块营业利润

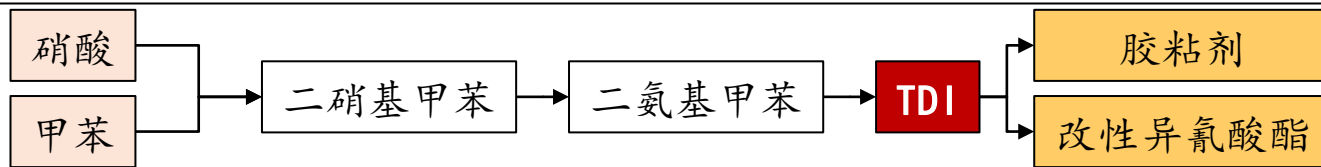


资料来源：公司公告，方正证券研究所

沧州大化：继续扩大TDI产能

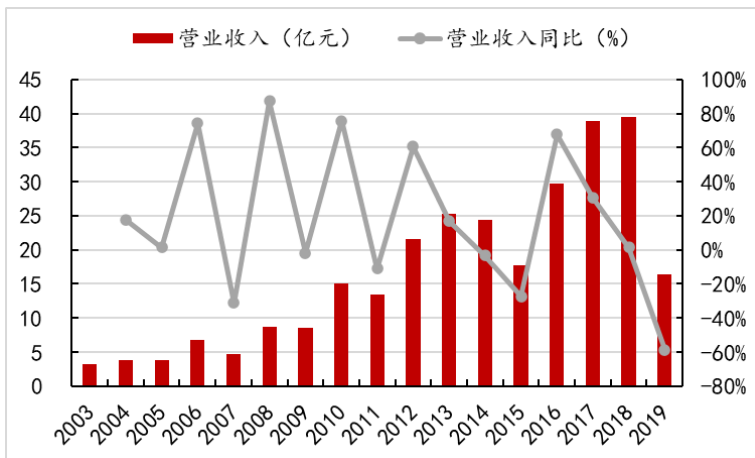
- 沧州大化是国内TDI产业头部企业，正在扩建其TDI产能，项目建成后TDI产能将增加26.5万吨/年。
- 2019年国内环保和安全生产检查工作持续推进，下游海绵等行业的规范度进一步提升，一些小微型作坊被淘汰，中国楼市车市表现低迷，此外中美贸易争端影响了下游出口，TDI市场供过于求，TDI市场价下行。沧州大化TDI产品实现营收16.36亿元，同比减少58.59%，实现毛利0.77亿元，同比减少96.16%，毛利率为4.69%。

图表76：沧州大化TDI产业链



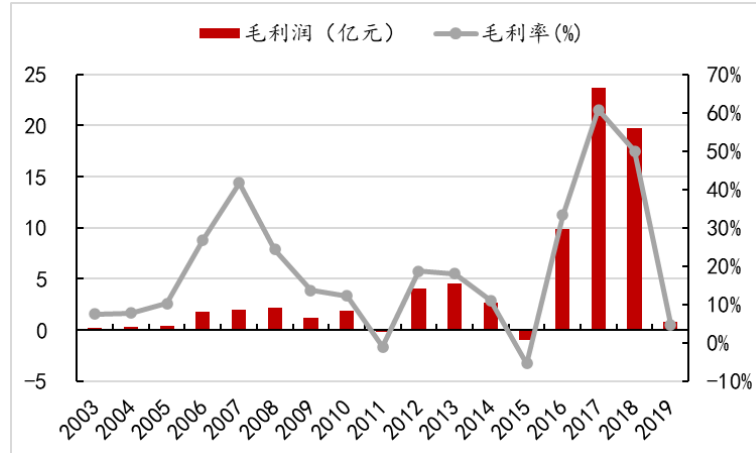
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表77：沧州大化TDI产品营业收入



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表78：沧州大化TDI产品毛利率周期波动

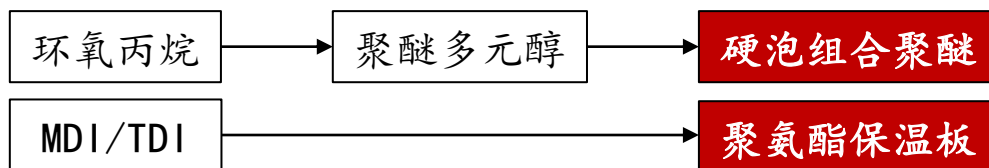


资料来源：公司公告，方正证券研究所

红宝丽：国内硬泡组合聚醚头部企业

- 2019年红宝丽聚醚产品（主要产品为硬泡组合聚醚）实现营收14.55亿元，同比减少5.82%。
- 红宝丽全资子公司南京红宝丽聚氨酯有限公司2019年实现营收10.15亿元，同比减少13.63%；实现营业利润0.19亿元，营业利润率1.83%，营业利润由2018年的-0.03亿元转负为正。

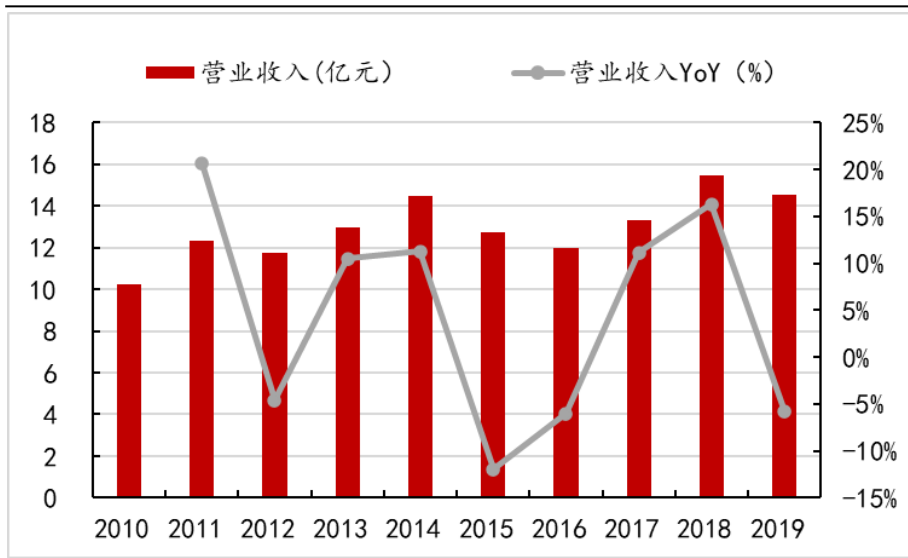
图表79：红宝丽聚氨酯产品产业链



资料来源：公司公告，方正证券研究所

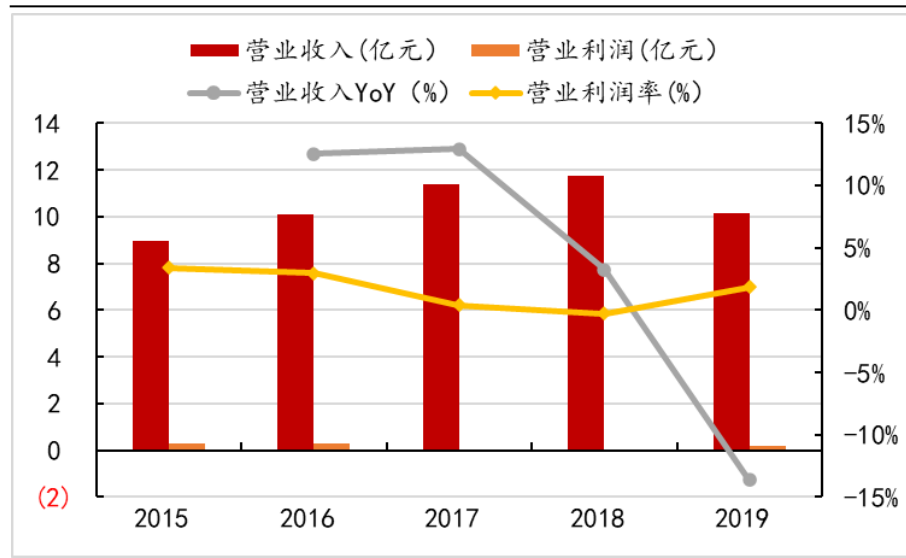
注：图中除MDI/TDI外均为公司实际生产产品

图表80：红宝丽聚醚产品营业收入



资料来源：公司公告，方正证券研究所

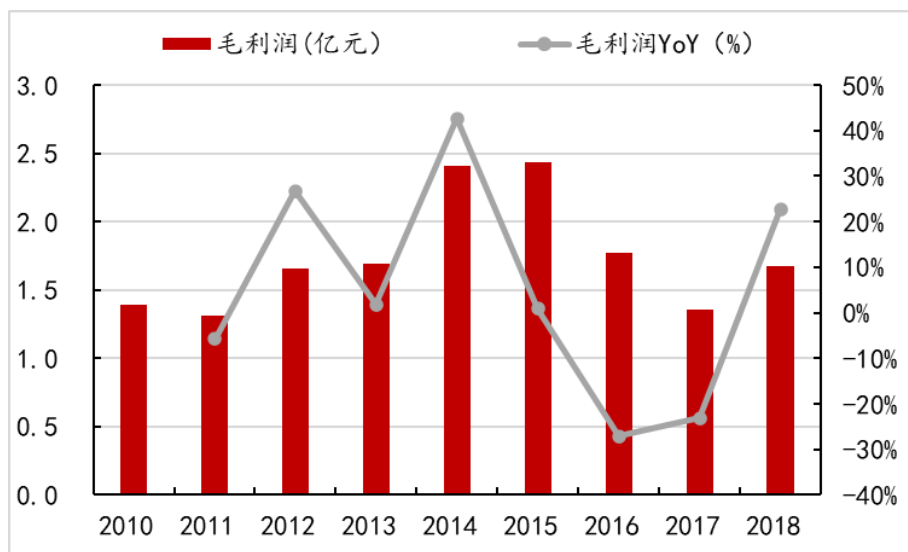
图表81：南京红宝丽聚氨酯有限公司盈利情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

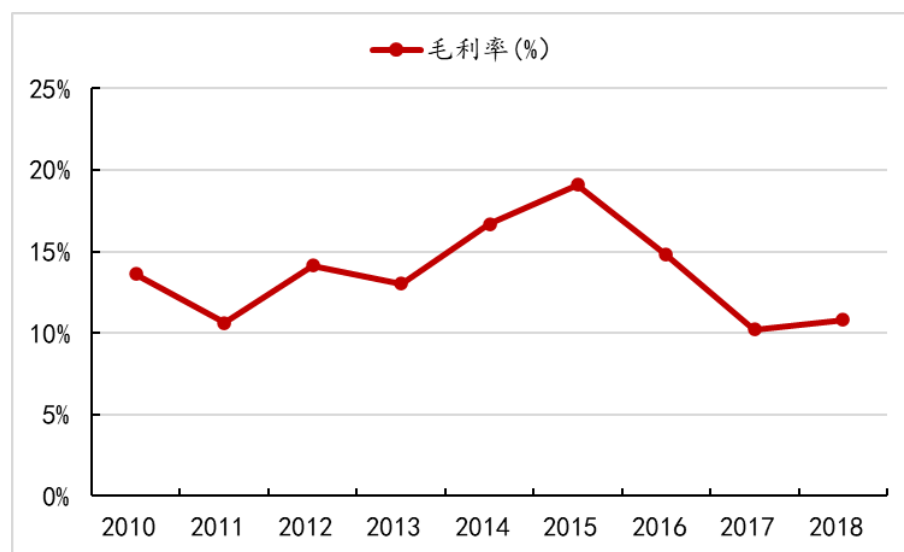
- 红宝丽聚醚产品毛利润呈现周期性波动，2017年降至低点后开始反弹，2018年毛利润1.67亿元，同比增长22.79%，毛利率10.8%。

图表82：红宝丽聚醚产品毛利润



资料来源：公司公告，方正证券研究所

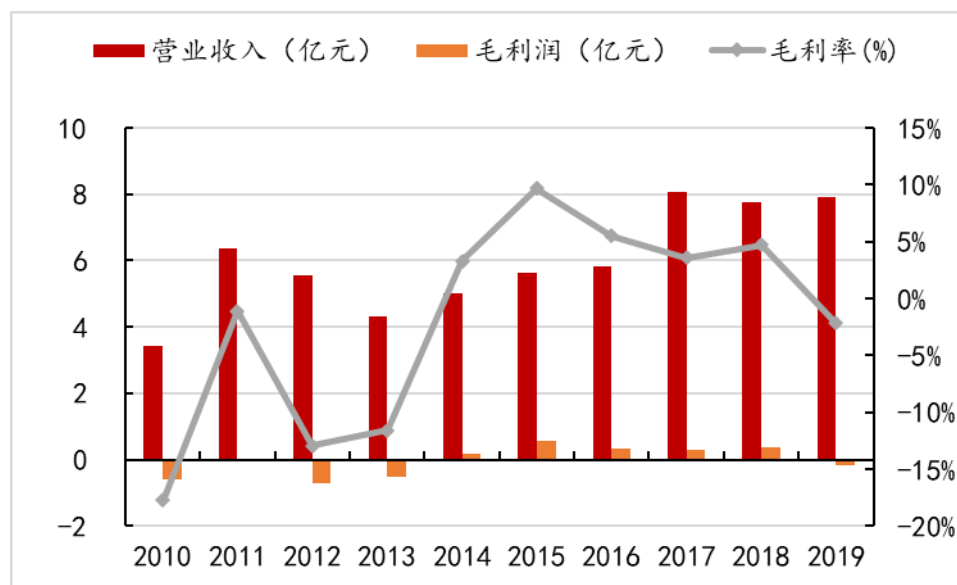
图表83：红宝丽聚醚产品毛利率



资料来源：公司公告，方正证券研究所

- 2019年航锦科技聚醚产品实现营业收入7.93亿元，同比增加2.45%；实现毛利润-0.17亿元。

图表84：航锦科技聚醚产品营业收入及毛利润



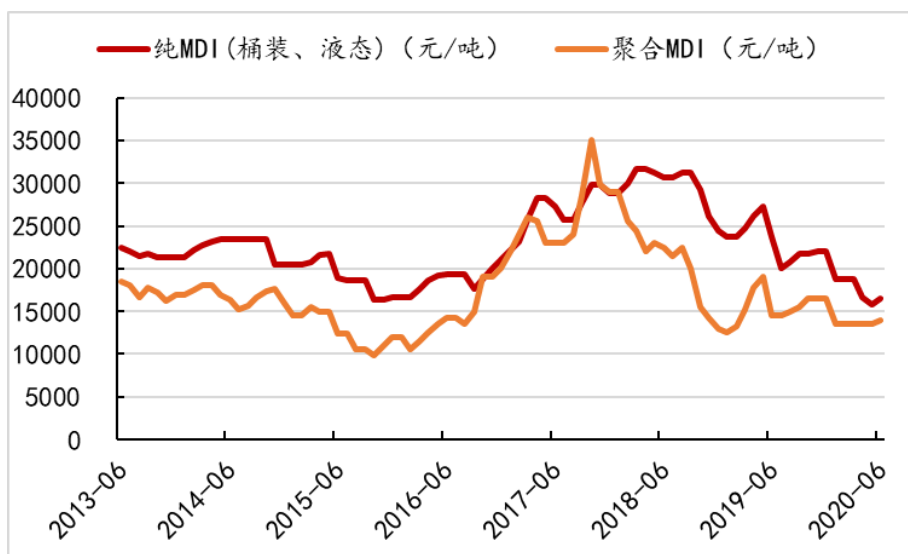
资料来源：公司公告，方正证券研究所

- 万华化学持续扩张
- 万华化学聚氨酯板块空间巨大
- 万华化学优势明显
- **价差维持，静待需求回升**
- 投资建议
- 风险提示

万华化学6月份挂牌价开始上涨

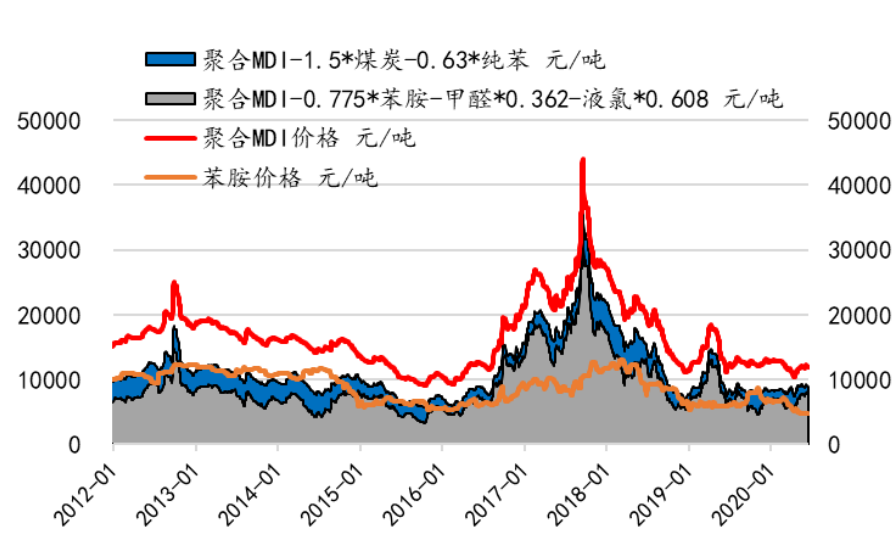
- 自2020年6月份开始，万华化学集团股份有限公司中国地区聚合MDI分销市场挂牌价14000元/吨（比5月份价格上调500元/吨），直销市场挂牌价14500元/吨（比5月份价格上调500元/吨）；纯MDI挂牌价16500元/吨（比5月份价格上调700元/吨）。
- 2020年1-5月万华化学MDI挂牌价一直维持在13500元/吨，而聚合MDI则出现了大幅下跌，1月份为18700元/吨，5月份跌至最低15800元/吨。

图表85：万华化学纯MDI和聚合MDI挂牌价开始上涨



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

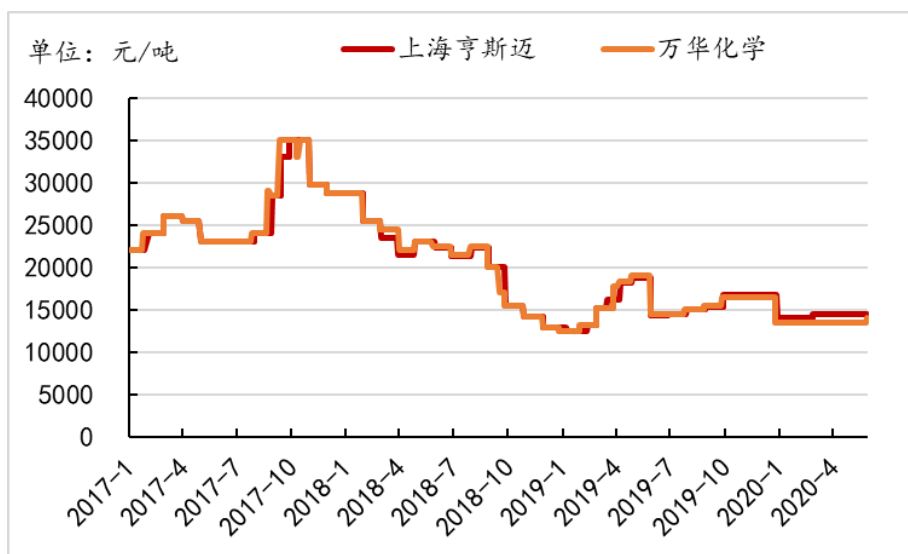
图表86：聚合MDI价格价差



资料来源：wind，卓创资讯，方正证券研究所

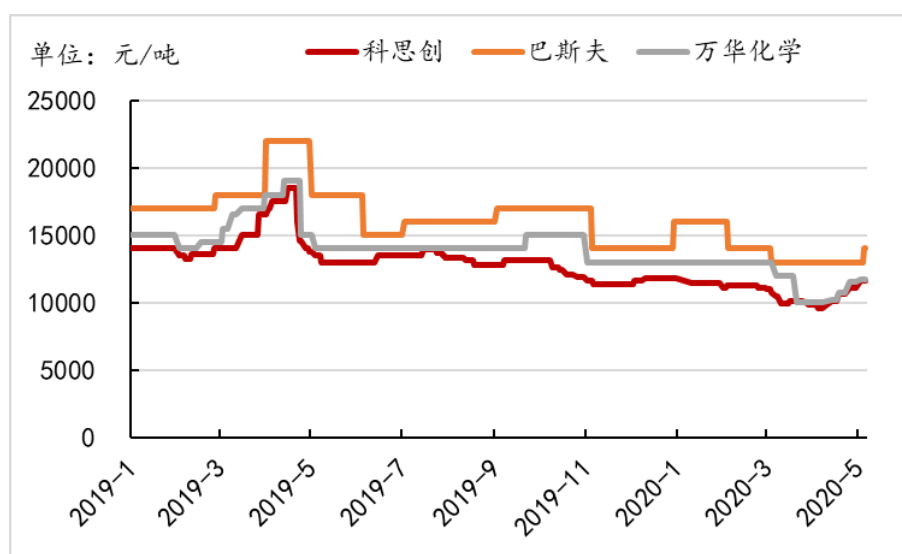
● 万华化学、亨斯迈、巴斯夫和科思创的MDI及TDI产品的出厂价较为同步。

图表87：亨斯迈和万华化学聚合MDI出厂价一致



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

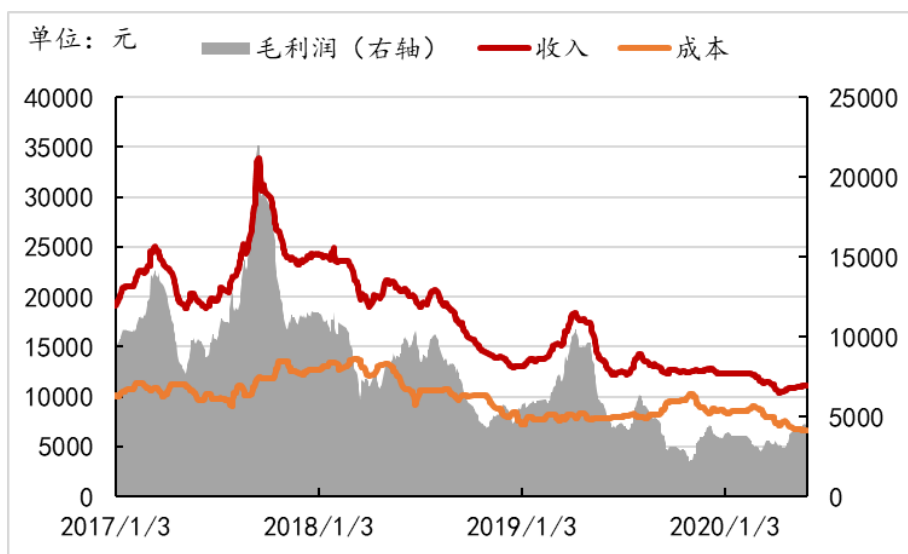
图表88：科思创、巴斯夫和万华化学TDI出厂价接近



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

- 根据卓创资讯信息，2019年10月底，MDI单吨毛利跌至底部2208元/吨，仅行业龙头企业保持盈利，我们判断已为行业盈利底部。
- 随着近期需求企稳复苏，纯MDI和聚合MDI价格开始反弹，伴随原材料价格下行，价差反弹明显，行业MDI单吨毛利润和毛利率上涨，盈利情况改善明显。

图表89：行业MDI单吨毛利润开始上涨



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

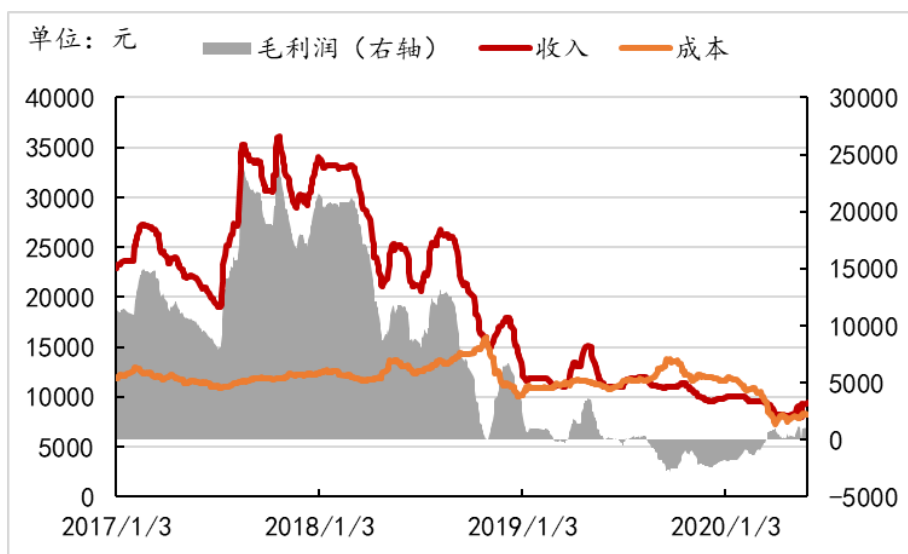
图表90：行业MDI毛利率开始上涨



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

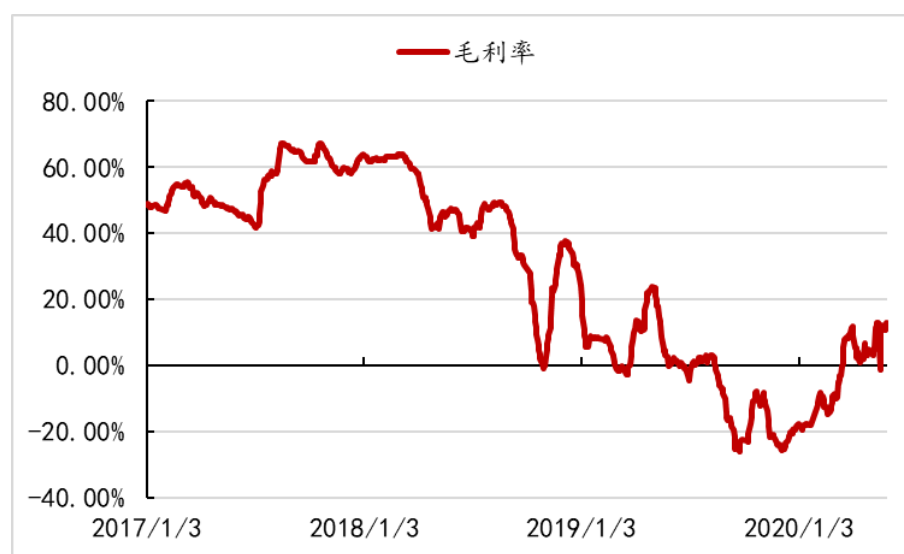
- 随着目前需求企稳复苏，终端需求逐步增加，TDI价格开始反弹，原材料价格有所回落，TDI价格逐渐高于原料价格，单吨毛利润转负为正，TDI盈利情况逐渐变好。

图表91：行业TDI单吨毛利润转负为正



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

图表92：行业TDI单吨毛利率

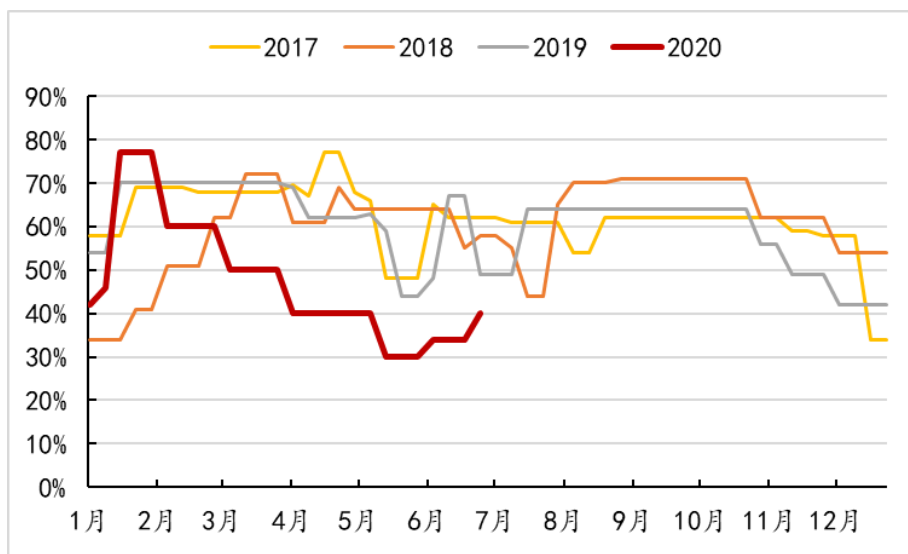


资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

2020年开工率低于往年同期

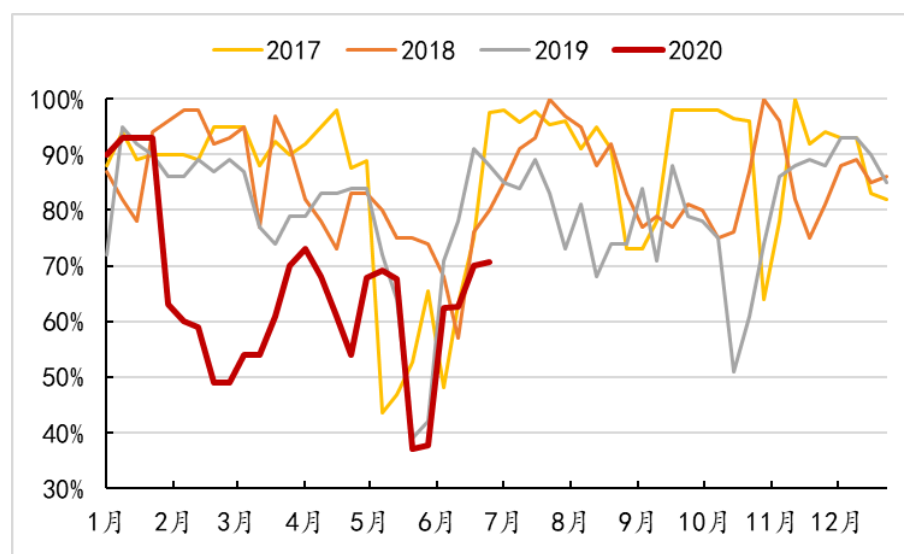
- 受新冠肺炎疫情的影响，2020年MDI和TDI开工率均低于往年同期水平。
- 2月份国内聚合MDI的产量为8.4万吨左右，开工负荷为60%左右；3月份国内聚合MDI的产量为7万吨左右，开工负荷为50%；4月开工负荷为40%左右；5月份部分企业装置开始停车检修，整体开工负荷在32.5%左右。
- TDI开工略好于MDI，2月份综合开工率56%，3月份综合开工率66.1%，4月份综合开工率61.92%，5月份综合开工率53.31%。

图表93：2020年MDI开工率低于往年同期



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

图表94：2020Q1 TDI开工率低于往年同期



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

2020年各企业装置开工负荷较低

图表95：2020年聚合MDI国内装置低负荷运行

聚合MDI	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月
万华烟台	低负荷运行	低负荷运行	低负荷运行	低负荷运行
万华宁波	低负荷运行	低负荷运行	二期80万吨低负荷运行，一期40万吨装置4月2日起停车	二期80万吨低负荷运行，一期40万吨装置4月2日起停车
上海科思创	开工负荷在四成附近	开工负荷在四成附近	开工负荷三成附近	开工负荷三成附近
上海巴斯夫	开工负荷在七成附近	开工负荷在七成附近	开工负荷在五成附近	开工负荷在五成附近，5月20日开始停车检修，预计6月3日重启
重庆巴斯夫	开工负荷在四成附近	开工负荷在四成附近	开工负荷在四成附近	开工负荷在四成附近
上海亨斯迈	开工负荷在六成附近	开工负荷在五成附近	开工负荷在三成附近	开工负荷在三成附近，5月20日开始停车检修，预计6月3日重启
东曹瑞安	开工负荷在四成附近	前期停车，目前低负荷运行	极低负荷运行	极低负荷运行

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

图表96：2020年TDI国内装置低负荷运行

TDI	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月
万华化学	恢复至70%附近	装置满负荷运行	装置满负荷运行	6月存检修计划，或超过45天，具体时间待定
上海科思创	恢复至70%附近	高负荷开工	满负荷平稳运行，5月中旬停车检修3周左右	5.15-5.28停车
上海巴斯夫	恢复至45%附近	高负荷开工	4.4-4.23停车检修，5月下旬仍有三周左右的检修计划	5.15-6.5停车检修
沧州大化	恢复至50%附近	45%附近	五成左右稳定运行	五成左右稳定运行
甘肃银光	26日起暂时停车	重启后高负荷开工	满负荷平稳运行	满负荷平稳运行
烟台巨力	2月中旬开始停车	停车	停车	停车
东南电化	恢复至45%附近	45%附近	4.10-5.10停车检修，5月中旬或仅重启一条生产线	4.10停车，重启时间待定

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

图表97：2020年聚醚国内装置负荷不高

聚醚	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月
辽宁方大锦化	装置负荷不高	装置负荷不高	装置负荷不高	装置负荷五成
山东东大	装置负荷稳定	装置负荷不高	装置负荷不高	装置稳定运行
山东隆华	装置负荷稳定	装置负荷不高	装置负荷不高	装置稳定运行
山东德信联邦	装置负荷稳定	装置负荷不高	装置负荷不高	装置稳定运行
滨化集团	装置负荷稳定	装置负荷不高	装置负荷不高	装置稳定运行
一诺威	装置负荷平稳	装置负荷不高	装置负荷不高	装置稳定运行
无棣德信	装置负荷稳定	装置负荷不高	装置负荷不高	装置稳定运行
江苏金浦锦湖	低负荷运行	低负荷运行	低负荷运行	低负荷运行
江苏钟山	装置稳定运行	装置稳定运行	装置稳定运行	装置稳定运行
福建石化	装置负荷稳定	装置负荷不高	装置负荷不高	装置负荷不高
广东中海壳牌	装置负荷满开	装置负荷不高	装置负荷不高	装置负荷不高
烟台万华	装置负荷正常	装置负荷不高	装置负荷不高	装置停车检修

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所

- 万华化学持续扩张
- 万华化学聚氨酯板块空间巨大
- 万华化学优势明显
- 价差维持，静待需求回升
- **投资建议**
- 风险提示

预计公司2020-2022年归母净利润分别为84.22、140.95、174.95亿元，对应PE分别为19、11、9倍，维持“强烈推荐”评级。

图表98：盈利预测

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68050.67	73139.00	97012.00	106487.00
(+/-) (%)	12.26	7.48	32.64	9.77
净利润	10129.99	8422.21	14095.06	17494.99
(+/-) (%)	-4.53	-16.86	67.36	24.12
EPS(元)	10.52	2.68	4.49	5.57
P/E	2.63	18.64	11.14	8.97

资料来源：wind，方正证券研究所

图表99：可比公司估值

证券代码	公司名称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002165	红宝丽	4.52	27.21	0.15	0.25	0.43	0.46	29	18.22	10.44	9.91
000818	航锦科技	22.39	154.47	0.44	0.62	0.76	1.04	44.95	36.19	29.65	21.54
002648	卫星石化	16.33	174.03	1.19	1.31	2.34	2.95	13.69	12.29	6.88	5.45
600143	金发科技	12.96	333.54	0.48	0.61	0.68	0.82	15.05	21.32	18.94	15.88
	平均值			0.57	0.70	1.05	1.32	25.67	22.01	16.48	13.20
600309	万华化学	52.05	1634.24	10.52	2.68	4.49	5.57	2.63	18.64	11.14	8.97

资料来源：wind，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23483.58	19829.83	25964.68	31162.96	营业总收入	68050.67	73139.00	97012.00	106487.00
现金	4566.33	-3641.81	-1435.91	1520.86	营业成本	48997.61	56297.00	71107.00	75725.00
应收账款	4433.08	3429.33	4616.06	5094.94	营业税金及附加	576.01	877.67	1164.14	1277.84
其它应收款	575.00	325.61	453.93	490.20	营业费用	2782.91	2194.17	2910.36	3194.61
预付账款	437.78	526.72	655.30	701.40	管理费用	1433.85	1170.22	1552.19	1703.79
存货	8586.88	9699.63	12195.02	12925.35	财务费用	1079.75	1042.39	1169.69	1042.71
其他	4884.51	9490.35	9480.29	10430.21	资产减值损失	-284.17	0.00	0.00	0.00
非流动资产	73381.75	85909.69	100127.82	112765.59	公允价值变动收益	7.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	1509.49	1641.03	1775.36	1912.85	投资净收益	158.92	131.54	134.32	137.50
固定资产	61544.55	73200.37	85831.02	97052.70	营业利润	12296.96	10692.84	17717.70	21914.95
无形资产	6743.02	7483.61	8936.76	10215.36	营业外收入	78.80	0.00	0.00	0.00
其他	3584.68	3584.68	3584.68	3584.68	营业外支出	115.40	0.00	0.00	0.00
资产总计	96865.32	105739.52	126092.50	143928.55	利润总额	12260.36	10632.71	17665.41	21860.04
流动负债	44799.57	44826.25	50377.56	49844.21	所得税	1667.04	1785.19	2863.74	3490.65
短期借款	20034.04	19149.13	17746.68	15449.15	净利润	10593.32	8847.52	14801.67	18369.39
应付账款	8024.42	6287.80	8088.84	8562.01	少数股东损益	463.33	425.31	706.62	874.40
其他	16741.11	19389.32	24542.04	25833.05	归属母公司净利润	10129.99	8422.21	14095.06	17494.99
非流动负债	8134.50	8134.50	8134.50	8134.50	EBITDA	17156.29	15891.03	24046.51	28964.35
长期借款	5962.60	5962.60	5962.60	5962.60	EPS (元)	10.52	2.68	4.49	5.57
其他	2171.90	2171.90	2171.90	2171.90					
负债合计	52934.06	52960.75	58512.06	57978.71	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1567.16	1992.47	2699.09	3573.49	成长能力				
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	营业收入	0.12	0.07	0.33	0.10
资本公积	2161.53	2161.53	2161.53	2161.53	营业利润	-0.24	-0.13	0.66	0.24
留存收益	37144.14	45566.35	59661.41	77156.40	归属母公司净利润	-0.05	-0.17	0.67	0.24
归属母公司股东权益	42364.09	50786.30	64881.36	82376.35	盈利能力				
负债和股东权益	96865.32	105739.52	126092.50	143928.55	毛利率	0.28	0.23	0.27	0.29
					净利率	0.15	0.12	0.15	0.16
					ROE	0.24	0.17	0.22	0.21
					ROIC	0.16	0.11	0.16	0.17
					偿债能力				
					资产负债率	0.55	0.50	0.46	0.40
					净负债比率	0.69	0.56	0.42	0.30
					流动比率	0.52	0.44	0.52	0.63
					速动比率	0.33	0.23	0.27	0.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.72	0.84	0.79
					应收账款周转率	19.51	18.60	24.12	21.93
					应付账款周转率	11.62	10.22	13.50	12.79
					每股指标(元)				
					每股收益	10.52	2.68	4.49	5.57
					每股经营现金	26.92	12.02	26.08	26.96
					每股净资产	43.98	52.72	67.35	85.51
					估值比率				
					P/E	2.63	18.64	11.14	8.97
					P/B	0.63	0.95	0.74	0.58
					EV/EBITDA	6.50	2.02	1.18	0.80

数据来源: wind 方正证券研究所

- 万华化学持续扩张
- 万华化学聚氨酯板块空间巨大
- 万华化学优势明显
- 价差维持，静待需求回升
- 投资建议
- 风险提示

- 经济下行风险
- 项目建设不及预期风险
- 市场大幅波动风险
- 原材料价格上涨风险
- 环保及安全生产风险
- 同行业竞争加剧风险

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有**20%**以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有**10%**以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在**-10%**和**10%**之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有**10%**以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深**300**指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深**300**指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深**300**指数。

专注 专心 专业

方正化工 李永磊 (liyonglei@foundersc.com)
董伯骏 (dongbojun@foundersc.com)
研究支持 赵小燕、刘康康、张迪



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层
上海市浦东新区新上海国际大厦33层
广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼
湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层