

万华化学(600309)/化工
检修季供方延续挺市，六月 MDI 挂牌价同步上涨
评级：买入(维持)

市场价格：45.05

股价取自 2019 年 5 月 28 日

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

电话：17701739936

Email: xienan@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,621	68,051	61,232	85,476	97,857
增长率 yoy%	14.11%	12.26%	-10.02%	39.59%	14.48%
净利润	10,610	10,130	8,028	16,067	19,196
增长率 yoy%	-4.71%	-4.53%	-20.75%	100.15%	19.47%
每股收益(元)	3.38	3.23	2.56	5.12	6.11
每股现金流量	6.13	8.26	-3.08	15.49	-1.03
净资产收益率	31.41%	23.91%	17.60%	31.00%	26.48%
P/E	13.33	13.96	17.62	8.80	7.28
P/B	4.19	3.34	3.10	2.73	1.95

备注：2019 年起为合并报表后数据

投资要点

■ **事件：**公司发布 2020 年 6 月中国地区 MDI 价格公告，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）。

■ **点评：**

■ **检修季供方延续挺市，公司聚合 MDI 与纯 MDI 挂牌价同步上涨。**随着一季度疫情冲击逐渐被市场消化，5 月以来聚合 MDI 与纯 MDI 价格均出现不同程度上涨。截止 5 月 28 日，聚合 MDI 华东市场价为 11750 元/吨，较月初上涨 0.4%，纯 MDI 华东市场价为 13750 元/吨，较月初上涨 3.8%。目前亨斯迈装置仍处于检修中，巴斯夫即将检修，工厂控量发货，整体货源偏紧。公司虽未公布检修计划，但按往年来看烟台一般于 6 月检修，供给存进一步收紧预期。

■ **需求端仍未实质性转好，4 月聚合 MDI 出口量大幅下滑，中期价格或盘整为主。**聚合 MDI 国内主要用于白电，据国家统计局数据，2020 年 4 月家用冰箱产量为 701.5 万台，同比下降 3.3%，内需仍在筑底阶段；海关数据显示 4 月冰箱出口 534 万台，同比上升 13%，终端出口存改善预期。然而原料端 4 月份聚合 MDI 出口量仅为 3.3 万吨，同比大幅下滑 49%，海外需求疲软仍是压制聚合 MDI 价格继续上涨的主要因素。纯 MDI 方面，近期价格上涨主要为供给收缩与厂家挺价所致，随着下游鞋底原液、浆料进入淡季，海外纺服订单尚未修复，价格后续上涨动力有限。预计中期 MDI 价格仍将盘整为主。

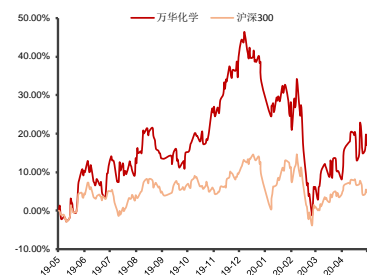
■ **公司作为 MDI 龙头将充分受益于价差修复带来的盈利能力改善。**MDI 行业由于具有很高的进入壁垒，长期属于供方主导的市场，本轮厂家挺价将产品售价拉回盈亏平衡线上方；而 MDI 的主要原料纯苯在油价的影响下，价格处于历史低位，有助于 MDI 利润空间的修复。公司目前拥有 MDI 产能 210 万吨/年，价差每扩大 100 元/吨，理论上增厚公司业绩 2.1 亿元，公司凭借一体化成本优势与行业首位的规模优势，有望充分受益于 MDI 价差修复。

■ **风险提示：**MDI 价格大幅波动，原油价格大幅变动，石化与新材料项目投产进度不达预期，全球疫情发酵导致需求大幅下滑。

■ **盈利预测：**预测 2020-2022 年公司净利润分别为 80.28 亿、160.67 亿和 191.96 亿元，EPS 分别为 2.56 元、5.12 元和 6.11 元，对应 PE 为 18/9/7 倍。

基本状况

总股本(百万股)	3,139.7
流通股本(百万股)	1,423.8
市价(元)	45.05
市值(亿元)	1,414
流通市值(亿元)	641

股价与行业-市场走势对比

相关报告

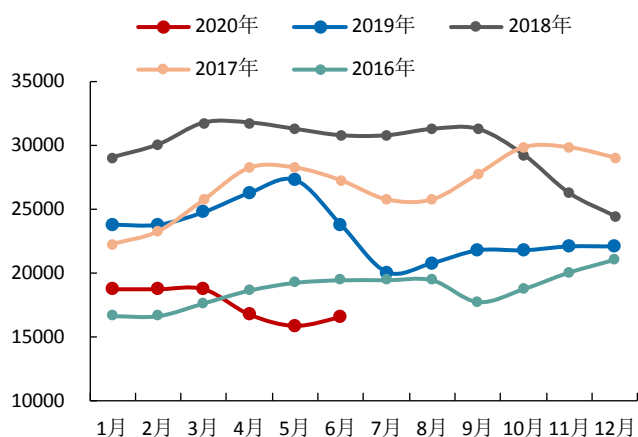
1. 万华化学深度报告(一)聚氨酯业务前景广阔，石化&新材料助力腾飞
2. 万华化学深度报告(二)从海外竞争者产能布局，看万华石化盈利和发展可能性
3. 从海外企业年报看未来三年 MDI 供需格局

图表 1: 聚合 MDI 市场价走势

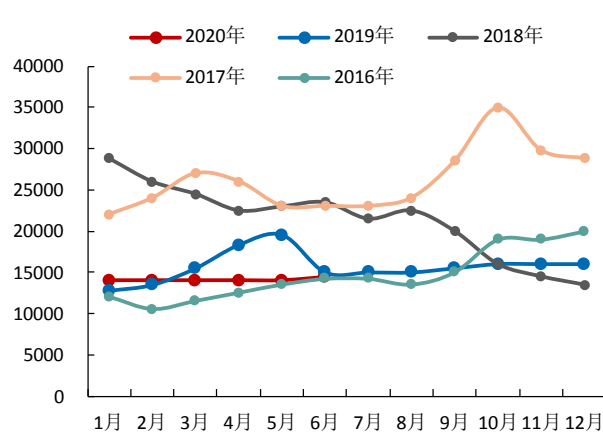

来源: wind、中泰证券研究所

图表 2: 纯 MDI 市场价走势

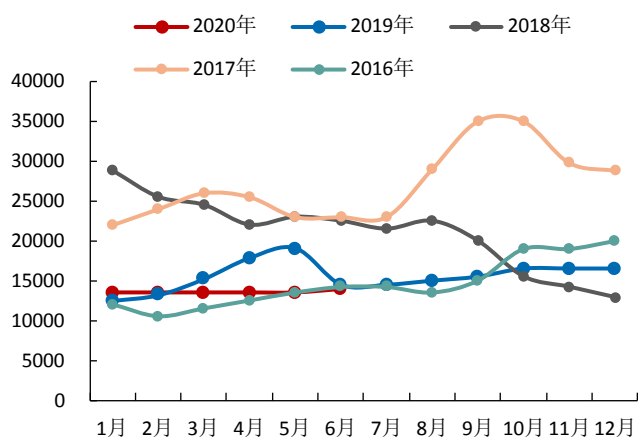

来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 公司纯 MDI 市场挂牌价 (元/吨)


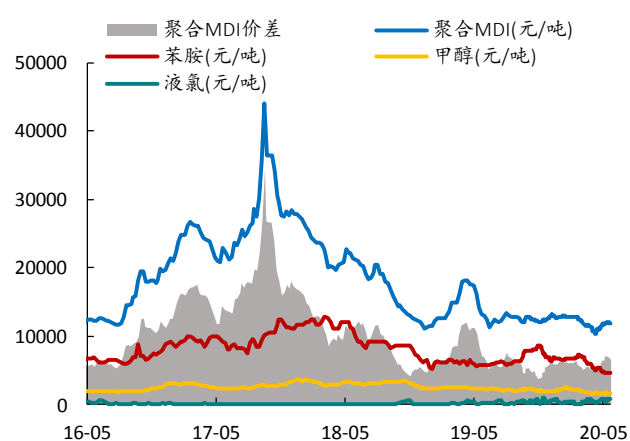
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 公司聚合 MDI 直销市场挂牌价 (元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 公司聚合 MDI 分销市场挂牌价趋势 (元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 聚合 MDI 价差变化


来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	68,051	61,232	85,476	97,857	货币资金	4,566	4,109	5,736	6,566
增长率	12.3%	-10.0%	39.6%	14.5%	应收款项	4,952	16,206	9,344	22,189
营业成本	-48,998	-46,132	-59,095	-66,789	存货	8,587	7,648	12,639	10,577
% 销售收入	72.0%	75.3%	69.1%	68.3%	其他流动资产	5,378	5,035	5,357	5,306
毛利	19,053	15,100	26,381	31,068	流动资产	23,484	32,998	33,075	44,639
% 销售收入	28.0%	24.7%	30.9%	31.7%	% 总资产	24.2%	29.9%	29.0%	34.8%
营业税金及附加	-576	-535	-735	-848	长期投资	718	718	718	718
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	37,478	39,082	44,370	48,069
营业费用	-2,783	-2,504	-3,496	-4,002	% 总资产	38.7%	35.4%	38.9%	37.5%
% 销售收入	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	无形资产	5,337	6,972	8,440	9,741
管理费用	-1,434	-1,290	-1,801	-2,062	非流动资产	73,382	77,458	81,069	83,490
% 销售收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	% 总资产	75.8%	70.1%	71.0%	65.2%
息税前利润 (EBIT)	14,260	10,771	20,349	24,156	资产总计	96,865	110,456	114,144	128,129
% 销售收入	21.0%	17.6%	23.8%	24.7%	短期借款	20,034	44,865	23,738	36,484
财务费用	-1,080	-1,080	-985	-1,048	应付款项	20,008	6,037	29,879	9,705
% 销售收入	1.6%	1.8%	1.2%	1.1%	其他流动负债	4,757	4,569	4,309	4,439
资产减值损失	-284	14	14	14	流动负债	44,800	55,472	57,926	50,627
公允价值变动收益	8	-30	0	0	长期贷款	5,963	5,963	0	0
投资收益	159	108	108	108	其他长期负债	2,172	1,519	1,845	1,682
% 税前利润	1.2%	1.1%	0.6%	0.5%	负债	52,934	62,953	59,771	52,309
营业利润	13,063	9,783	19,486	23,230	普通股股东权益	42,364	45,610	51,830	72,501
营业利润率	19.2%	16.0%	22.8%	23.7%	少数股东权益	1,567	1,894	2,543	3,319
营业外收支	-37	-88	-110	-85	负债股东权益合计	96,865	110,456	114,144	128,129
税前利润	13,026	9,695	19,376	23,144					
利润率	19.1%	15.8%	22.7%	23.7%					
所得税	-1,667	-1,314	-2,631	-3,143					
所得税率	12.8%	13.6%	13.6%	13.6%					
净利润	10,593	8,352	16,717	19,972					
少数股东损益	463	325	650	776					
归属于母公司的净利润	10,130	8,028	16,067	19,196					
净利率	14.9%	13.1%	18.8%	19.6%					
现金流量表 (人民币百万元)					比率分析				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	10,593	8,352	16,717	19,972	每股指标				
加: 折旧和摊销	4,601	4,774	5,767	6,693	净资产收益率	23.91%	17.60%	31.00%	26.48%
资产减值准备	307	0	0	0	总资产收益率	10.94%	7.56%	14.65%	15.59%
公允价值变动损失	-8	-30	0	0	投入资本收益率	21.58%	14.57%	19.04%	29.61%
财务费用	1,225	1,080	985	1,048	增长率				
投资收益	-159	-108	-108	-108	营业总收入增长率	12.26%	-10.02%	39.59%	14.48%
少数股东损益	463	325	650	776	EBIT增长率	-15.29%	-26.36%	88.69%	18.62%
营运资金的变动	7,817	-23,750	25,288	-30,848	净利润增长率	-4.53%	-20.75%	100.15%	19.48%
经营活动现金净流	25,933	-9,681	48,648	-3,242	总资产增长率	25.94%	14.03%	3.34%	12.25%
固定资本投资	-22,174	-7,000	-7,000	-7,000	资产管理能力				
投资活动现金净流	-18,367	-9,039	-9,100	-9,100	应收账款周转天数	20.2	18.6	19.4	19.0
股利分配	-6,279	-4,864	-9,847	-11,698	存货周转天数	43.4	47.7	42.7	42.7
其他	-2,954	23,126	-28,075	24,870	应付账款周转天数	43.0	39.6	41.3	40.5
筹资活动现金净流	-9,233	18,263	-37,922	13,172	固定资产周转天数	176.2	225.1	175.7	170.0
现金净流量	-1,667	-458	1,627	831	偿债能力				
					净负债/股东权益	57.39%	100.46%	36.42%	40.22%
					EBIT利息保障倍数	13.6	10.0	20.8	23.1
					资产负债率	54.65%	56.99%	52.36%	40.83%

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。