

方正证券研究所证券研究报告

万华化学(600309)

公司研究

化工行业

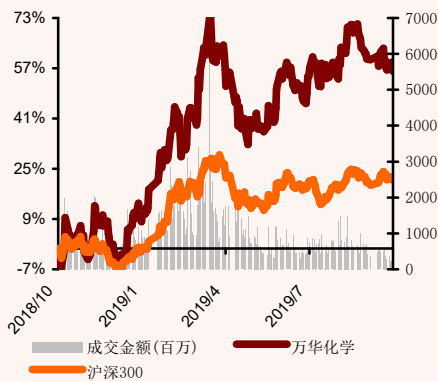
公司财报点评

2019.10.25/强烈推荐(维持)

首席化工分析师：李永磊
 执业证书编号：S1220517110004
 TEL：
 E-mail liyonglei@foundersc.com

联系人：刘万鹏
 TEL：18811591551
 E-mail liuwanpeng@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《万华化学深度报告之三：万华BC公司能否兑现业绩承诺？》2019.09.10
 《二季度聚氨酯系列企稳，新材料销量大幅增长》2019.08.21
 《收购瑞典化工100%股权，巩固万华MDI竞争优势》2019.07.30

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件描述：

10月25日，公司公告2019年三季报。前三季度公司实现营业收入485.39亿元，同比减少12.48%；归母净利润78.99亿元，同比减少41.75%；扣非后归母净利润72.47亿元，同比下降43.52%；ROE（加权）为19.86%，同比减少25.7个百分点；经营活动现金流净额为131.22亿元，同比减少33.32%。

事件分析：

● Q3 新材料继续环比放量，聚氨酯量价下降，石化大幅反弹

2019Q3，公司实现营业收入170亿元，环比增加9.1%；归母净利润22.78亿元，环比减少19.4%；整体销售毛利率为26.9%，环比下降5.5个百分点，同比下降3.7个百分点；期间三项费用率为9.38%，环比下降2.26个百分点，同比下降0.34个百分点。Q3，公司聚氨酯板块收入75.7亿元，环比下滑8.1%；石化板块收入51.3亿元，环比上涨46.9%，同比下滑5.9%；新材料板块收入18.0亿元，环比上涨5.6%，同比大幅增长19.5%；其他收入25.0亿元，环比上涨16.5%。公司Q3归母净利润环比下滑主要因为占比最大的聚氨酯板块量价齐降，虽然石化板块环比大幅反弹，新材料第三季度继续快速增长，但难敌主要业务需求不振。

● 聚氨酯系列：接近周期底部，风险基本释放

Q3公司聚氨酯板块产量为63.6万吨（环比-9.6%），销量为64.5万吨（环比-2.5%），营收为75.7亿元（环比-8.1%），单价为11737元/吨（环比-5.8%），主要因为全球经济走弱导致MDI景气度下行。虽然，MDI市场价环比降幅明显，聚合MDI华东中间价为12621元/吨，环比下降16.07%；纯MDI华东中间价为18297元/吨，环比下降15.42%，但万华售价环比仅下降5.8%，彰显公司较强的市场定价权。

我们预计Q4 MDI供给收缩。万华宁波两套MDI装置预计从10月底开始陆续检修，MDI一期装置（40万吨/年）将于10月26日开始检修，二期装置（80万吨/年）将于11月15日开始检修，检修期均为55天左右。万华宁波120万吨MDI产能约占全球总产能的14%，此次停产检修对MDI供给产生较大影响。且根据我们估算，国内MDI边际产能成本超过12000元/吨（纯MDI和聚合MDI综合成本，不含税），当前MDI价格已接近竞争对手成本线，价格向下空间有限，MDI盈利性接近周期底部，行业下行风险基本释放。

未来三年MDI行业处于供需平衡局面。未来三年全球主要供应商对MDI新增产能投放较为谨慎，供给增速放缓。且全球超过15年的老旧产能占比近50%，频繁的检修也会降低开工率，2019-2021年全球MDI开工率预计分别为74%、76%、75%，较

2015-2018 年有所下降。

● 石化系列：Q3 产销大幅增长

2019 年 Q3 石化系列的产量为 54.0 万吨（环比+16.6%），销量为 118.9 万吨（环比+78.4%），营收为 51.3 亿元（环比+46.9%），单价为 4312 元/吨（环比-17.7%），主要因为贸易量增加，以及三季度 PDH 装置恢复生产，较二季度产量回升有关。2019 年三季度石化产品价格虽然较二季度出现明显反弹（不考虑贸易产品），但产品价格同比仍有明显下滑。

● 精细化工及新材料系列：继续放量，未来增长可期

2019 年 Q3 该系列的产量为 10.7 万吨（环比+12.6%），销量为 10.8 万吨（环比+13.2%），营收为 18.0 亿元（环比+5.6%），单价为 16731 元/吨（环比-6.8%）。公司第三季度 MMA/PMMA 装置恢复生产，销量快速提升。但受到部分产品价格（例如 PC）环比下行影响，新材料业务综合价格环比略有下降。新材料项目逐渐发力，与前期公司大力投入研发密不可分。今年前三季度研发费用支出 12.12 亿元，同比增长 3.67%；今年前三季度万华共申请发明专利 384 项，较去年同期 216 项增长 77.78%，研发投入卓有成效。在产品研发方面持续性的高投入，保障公司新业务持续增长和综合竞争力不断提升。

● 大批高附加值新增项目为万华的成长赋能

万华在建工程包括：聚氨酯产业链延伸及配套项目（175 亿元）、大乙烯项目（175 亿元）、美国一体化项目（86 亿元）、BC 系列项目（27 亿元）、热电二期项目（14 亿元）等。此外，根据环评公告，公司还拟建多项附加值更高的项目：35/30 万吨高密度聚乙烯/聚丙烯项目（27 亿元）、4 万吨尼龙 12 项目（25.5 亿元）、50 万吨/年聚醚多元醇扩建项目（9.17 亿元）、合成香料一体化项目（5.76 亿元）、4000 吨丙二胺系列产品建设项目（3.19 亿元）、3 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目（1.55 亿元）等。新产品线的布局，有利于与原有产业链形成互补发展的局面，延长产业链，提高产品附加值和抗风险能力。

● 投资评级与估值

我们方正化工利用周期概率的方法，预测了未来三年公司 MDI 单吨净利润有 80% 概率保持在 3454 元/吨以上，对应 2019-2021 年万华中国区 MDI 业务净利润有 80% 概率分别保持在 53、64、72 亿元。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 103.04、126.63、157.83 亿元，EPS 分别为 3.28、4.03、5.03，对应 PE 分别为 13.14、10.69、8.58，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示

MDI 价格大幅波动，项目投产进度不及预期；并购项目未能达到承诺业绩；油价大幅波动。

盈利预测:

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	60621.19	66000.00	77067.00	92581.00
(+/-) (%)	14.11	8.87	16.77	20.13
净利润	10610.38	10303.60	12663.45	15782.85
(+/-) (%)	-4.71	-2.89	22.90	24.63
EPS(元)	3.88	3.28	4.03	5.03
P/E	11.11	13.14	10.69	8.58

数据来源: 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				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	29744.58	42594.57	56449.91	75806.22	营业总收入	60621.19	66000.00	77067.00	92581.00
现金	5096.04	17409.79	23155.03	31259.29	营业成本	40114.36	44100.00	52400.00	63785.00
应收账款	2542.57	2836.19	3340.89	3995.93	营业税金及附加	545.97	594.00	693.60	925.81
其他应收款	133.38	216.01	245.14	298.75	营业费用	1721.46	2698.00	2757.88	2777.43
预付账款	409.13	567.38	604.77	766.48	管理费用	1001.51	1452.00	1618.41	1851.62
存货	7810.18	8025.93	9561.06	11444.26	财务费用	795.02	973.55	700.14	-128.31
其他	13753.29	13539.26	19543.03	28041.51	资产减值损失	-35.68	0.00	0.00	0.00
非流动资产	47168.08	47505.26	48991.34	49771.98	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1122.76	1216.23	1309.70	1403.17	投资净收益	93.47	93.47	93.47	93.47
固定资产	39370.89	35674.25	40690.73	41234.74	营业利润	16084.98	14097.92	16447.24	20407.75
无形资产	3461.40	3520.60	3777.88	3921.03	营业外收入	9.80	0.00	0.00	0.00
其他	3213.03	7094.18	3213.03	3213.03	营业外支出	117.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	76912.66	90099.82	105441.25	125578.20	利润总额	15977.78	13197.92	16247.24	20207.75
流动负债	32979.57	35211.44	37564.47	41514.42	所得税	3148.14	2630.36	3258.84	4020.75
短期借款	17411.71	24759.91	24759.91	24759.91	净利润	12829.64	10567.56	12988.39	16187.00
应付账款	3688.53	4949.57	5549.24	6851.00	少数股东损益	2219.26	263.96	324.94	404.15
其他	11879.33	5501.97	7255.33	9903.51	归属母公司净利润	10610.38	10303.60	12663.45	15782.85
非流动负债	4682.67	4682.67	4682.67	4682.67	EBITDA	18812.52	18302.80	20439.54	23672.17
长期借款	3817.50	4255.29	4255.29	4255.29	EPS(元)	3.88	3.28	4.03	5.03
其他	865.17	427.38	427.38	427.38					
负债合计	37662.25	39894.12	42247.14	46197.09	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	5471.68	2174.52	3560.58	4064.72	成长能力				
股本	2734.01	3139.75	3139.75	3139.75	营业收入	0.14	0.09	0.17	0.20
资本公积	2392.83	2392.83	2392.83	2392.83	营业利润	-0.05	-0.12	0.17	0.24
留存收益	28652.54	38956.14	51619.59	67402.44	归属母公司净利润	-0.05	-0.03	0.23	0.25
归属母公司股东权益	33778.74	44470.08	57133.53	72916.37	获利能力				
负债和股东权益	76912.66	90099.82	105441.25	125578.20	毛利率	0.34	0.32	0.31	0.31
					净利率	0.18	0.16	0.16	0.17
					ROE	0.31	0.23	0.22	0.22
					ROIC	0.22	0.21	0.32	0.38
					偿债能力				
					资产负债率	0.49	0.44	0.40	0.37
					净负债比率	0.69	0.52	0.41	0.32
					流动比率	0.90	1.21	1.50	1.83
					速动比率	0.67	0.98	1.25	1.55
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.79	0.79	0.80
					应收账款周转率	22.56	24.54	24.95	25.24
					应付账款周转率	15.01	15.28	14.68	14.93
					每股指标(元)				
					每股收益	3.88	3.28	4.03	5.03
					每股经营现金	6.13	4.04	9.51	6.42
					每股净资产	10.76	12.54	16.11	20.57
					估值比率				
					P/E	11.11	13.14	10.69	8.58
					P/B	4.01	3.44	2.68	2.10
					EV/EBITDA	7.23	0.49	-0.91	-1.52

数据来源：wind 方正证券研究所

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

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告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。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com