

万华化学 (600309)

证券研究报告

2020年10月23日

需求恢复带动三季度显著改善，产品价格走势向好

事件：万华化学发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 492.32 亿元，同比增长 1.43%；实现营业利润 64.48 亿元，同比下降 35.68%；归属于上市公司股东的净利润 53.49 亿元，同比下降 32.28%，扣除非经常性损益后的净利润 49.67 亿元，同比下降 31.47%。按 31.40 亿股的总股本计算，实现摊薄每股收益 1.70 元（扣非后为 1.58 元），每股经营现金流为 2.54 元。其中第三季度实现营业收入 183.25 亿元，同比增长 7.79%；实现归属于上市公司股东的净利润 25.14 亿元，同比增长 10.35%；单季度 EPS 0.80 元。

终端需求逐步恢复，产品销量提升是三季度业绩环比大幅改善的核心。2020 年前三季度，聚氨酯系列实现营业收入 218 亿元（yoy-22 亿元）；石化系列实现营业收入 159 亿元（yoy+33 亿元）；精细化学品及新材料系列实现营业收入 54 亿元（yoy+3.8 亿元）。

从量的角度，各业务板块前三季度销量同比均有提升，且三季度单季度同、环比均改善：聚氨酯板块前三季度销量 200 万吨，yoy+3.8 万吨；三季度单季度销量 76 万吨，同、环比分别+11.6%、+12 万吨。石化板块前三季度销量 439 万吨，yoy+173.8 万吨；三季度单季度销量 158 万吨，同、环比分别+39.5%、5.7 万吨；但值得注意的是，前三季度产量为 135 万吨，yoy-10.2 万吨；三季度单季度产量 50.2 万吨，同比-3.8 万吨，环比+10.5 万吨。我们推测石化系列销量的大幅提升主要源自 LPG 贸易量增长，而三季度产量环比有明显提升或说明公司自产石化产品销售亦在三季度有所改善。精细化学品及新材料系列前三季度销量 38 万吨，yoy+9.9 万吨；三季度单季度销量 15.74 万吨，同、环比分别+5.0%、2.6 万吨。

从价格角度，各业务板块前三季度销售均价同比均有两位数下滑，但三季度主要产品价格走势良好。2020 年前三季度，公司聚氨酯业务均价 YOY-11.0%、石化业务均价 YOY-23.9%（推测其中亦有贸易业务规模显著扩大因素）、精细化学品及新材料业务均价 YOY-20.2%。三季度以来，伴随国内疫情得到有效控制后，下游市场需求增长，公司主要产品价格实现良好上涨，核心聚氨酯业务销售均价环比提升约 0.4%，石化业务销售均价环比提升约 7.2%，精细化学品及新材料系列销售均价环比提升约 3.5%。

MDI 等核心产品价格大幅上涨，未来业绩有望迎来新中枢。下游需求逐步恢复叠加 7 月以来国内外 MDI、TDI 主要厂商密集检修、不可抗力等因素，MDI、TDI 国内库存水平 7 月以来下滑明显，产品价格已自底部大幅反弹。经历供需再平衡期，我们判断在供给集中，需求有望持续增长的情况下，四季度至明年产品价格有望维持在较为坚挺区间范围，为公司提供较好利润。此外，公司其他多数产品价格亦自三季度以来有不同程度的上涨，叠加公司烟台工业园 100 万吨/年乙烯项目有望年内投产，亦将贡献增量，有望推升公司业绩再上新台阶。

盈利预测与估值：考虑公司产品价格变化，维持公司 2020 年净利润为 90 亿元的预测，上调 2021、2022 年净利润预测至 139、164 亿元（前值为 124、145 亿元），对应 2020~2022 年 EPS 分别为 2.87、4.43、5.21，维持“买入”的投资评级。

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,621.19	68,050.67	71,575.04	88,393.87	98,314.91
增长率(%)	14.11	12.26	5.18	23.50	11.22
EBITDA(百万元)	20,544.04	19,306.45	14,912.77	21,158.50	24,144.06
净利润(百万元)	10,610.38	10,129.99	9,011.07	13,907.67	16,356.85
增长率(%)	(4.71)	(4.53)	(11.05)	54.34	17.61
EPS(元/股)	3.38	3.23	2.87	4.43	5.21
市盈率(P/E)	23.20	24.30	27.32	17.70	15.05
市净率(P/B)	7.29	5.81	5.14	4.38	3.73
市销率(P/S)	4.06	3.62	3.44	2.79	2.50
EV/EBITDA	4.69	10.27	18.39	12.84	10.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	78.41 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,139.75
流通 A 股股本(百万股)	1,423.76
A 股总市值(百万元)	246,187.53
流通 A 股市值(百万元)	111,636.74
每股净资产(元)	14.00
资产负债率(%)	63.48
一年内最高/最低(元)	81.80/37.60

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《万华化学-半年报点评:二季度经营平稳运行，疫情影响逐步减弱》2020-08-20
- 《万华化学-季报点评:2020 年逆风开局，项目、研发投入力度依旧》2020-04-26
- 《万华化学-年报点评报告:业绩符合预期，扎实推进高质量发展》2020-03-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,096.04	4,566.33	5,010.25	6,187.57	6,882.04
应收票据及应收账款	12,081.63	4,433.08	11,472.49	10,060.41	13,889.27
预付账款	409.13	437.78	438.18	726.09	479.77
存货	7,810.18	8,586.88	4,552.48	15,219.87	7,110.63
其他	4,347.60	5,459.51	3,360.90	4,522.80	4,392.30
流动资产合计	29,744.58	23,483.58	24,834.30	36,716.73	32,754.02
长期股权投资	642.77	717.59	717.59	717.59	717.59
固定资产	29,119.84	37,478.29	48,207.48	55,701.27	61,513.82
在建工程	10,251.05	24,066.27	19,239.76	15,143.86	13,286.31
无形资产	3,129.31	5,336.64	4,932.14	4,527.65	4,123.15
其他	4,025.11	5,782.97	4,868.41	5,234.98	5,285.12
非流动资产合计	47,168.08	73,381.75	77,965.38	81,325.34	84,926.00
资产总计	76,912.66	96,865.32	102,799.68	118,042.08	117,680.01
短期借款	17,411.71	20,034.04	25,929.38	26,564.90	17,109.60
应付票据及应付账款	7,835.34	16,410.80	9,867.92	18,027.80	15,016.66
其他	7,732.52	8,354.73	9,875.37	9,477.24	10,889.90
流动负债合计	32,979.57	44,799.57	45,672.67	54,069.95	43,016.17
长期借款	3,817.50	5,962.60	6,009.34	3,800.00	3,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	865.17	2,171.90	1,322.98	1,453.35	1,649.41
非流动负债合计	4,682.67	8,134.50	7,332.32	5,253.35	5,449.41
负债合计	37,662.25	52,934.06	53,004.99	59,323.29	48,465.58
少数股东权益	5,471.68	1,567.16	1,942.63	2,522.11	3,203.65
股本	2,734.01	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75
资本公积	2,392.83	2,161.53	2,161.53	2,161.53	2,161.53
留存收益	31,045.37	39,305.67	44,712.32	53,056.92	62,871.03
其他	(2,393.47)	(2,242.86)	(2,161.53)	(2,161.53)	(2,161.53)
股东权益合计	39,250.41	43,931.26	49,794.69	58,718.78	69,214.43
负债和股东权益总计	76,912.66	96,865.32	102,799.68	118,042.08	117,680.01

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	12,829.64	10,593.32	9,011.07	13,907.67	16,356.85
折旧摊销	3,184.74	4,600.77	2,501.81	3,006.61	3,449.48
财务费用	962.19	1,224.50	1,504.05	1,602.01	1,252.24
投资损失	(93.47)	(158.92)	(125.98)	(126.12)	(137.01)
营运资金变动	(3,768.81)	7,877.14	(5,202.45)	(3,166.99)	2,975.94
其它	6,143.20	1,796.13	355.22	582.86	686.03
经营活动现金流	19,257.49	25,932.94	8,043.71	15,806.04	24,583.55
资本支出	8,424.12	28,824.59	8,848.92	5,869.63	6,803.94
长期投资	117.15	74.81	0.00	0.00	0.00
其他	(18,859.29)	(47,266.26)	(16,682.45)	(11,750.25)	(13,675.93)
投资活动现金流	(10,318.02)	(18,366.86)	(7,833.53)	(5,880.62)	(6,871.99)
债权融资	23,163.36	29,320.76	34,581.65	32,998.64	23,776.53
股权融资	(805.18)	(985.99)	(1,422.72)	(1,602.01)	(1,252.24)
其他	(30,295.51)	(37,567.81)	(32,925.19)	(40,144.72)	(39,541.38)
筹资活动现金流	(7,937.33)	(9,233.04)	233.74	(8,748.10)	(17,017.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,002.14	(1,666.96)	443.93	1,177.32	694.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	60,621.19	68,050.67	71,575.04	88,393.87	98,314.91
营业成本	40,114.36	48,997.61	52,557.45	62,187.65	68,679.68
营业税金及附加	545.97	576.01	630.32	774.25	853.04
营业费用	1,721.46	2,782.91	2,863.00	3,535.75	3,932.60
管理费用	1,001.51	1,433.85	1,431.50	1,767.88	1,966.30
研发费用	1,610.12	1,704.77	1,793.06	2,214.39	2,462.93
财务费用	795.02	1,079.75	1,504.05	1,602.01	1,252.24
资产减值损失	(35.68)	(284.17)	(5.51)	(108.45)	(132.71)
公允价值变动收益	0.00	7.79	(20.24)	3.37	4.50
投资净收益	93.47	158.92	125.98	126.12	137.01
其他	(1,310.02)	(703.73)	(211.48)	(259.00)	(283.02)
营业利润	16,084.98	12,296.96	10,906.91	16,549.88	19,442.34
营业外收入	9.80	78.80	35.76	41.45	52.00
营业外支出	117.00	115.40	153.55	128.65	132.54
利润总额	15,977.78	12,260.36	10,789.12	16,462.68	19,361.81
所得税	3,148.14	1,667.04	1,402.59	1,975.52	2,323.42
净利润	12,829.64	10,593.32	9,386.53	14,487.16	17,038.39
少数股东损益	2,219.26	463.33	375.46	579.49	681.54
归属于母公司净利润	10,610.38	10,129.99	9,011.07	13,907.67	16,356.85
每股收益(元)	3.38	3.23	2.87	4.43	5.21

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	14.11%	12.26%	5.18%	23.50%	11.22%
营业利润	-5.16%	-23.55%	-11.30%	51.74%	17.48%
归属于母公司净利润	-4.71%	-4.53%	-11.05%	54.34%	17.61%
获利能力					
毛利率	33.83%	28.00%	26.57%	29.65%	30.14%
净利率	17.50%	14.89%	12.59%	15.73%	16.64%
ROE	31.41%	23.91%	18.83%	24.75%	24.78%
ROIC	28.83%	21.58%	16.81%	21.06%	22.31%
偿债能力					
资产负债率	48.97%	54.65%	51.56%	50.26%	41.18%
净负债率	46.03%	56.35%	59.39%	45.66%	24.41%
流动比率	0.90	0.52	0.54	0.68	0.76
速动比率	0.67	0.33	0.44	0.40	0.60
营运能力					
应收账款周转率	4.62	8.24	9.00	8.21	8.21
存货周转率	8.19	8.30	10.89	8.94	8.81
总资产周转率	0.85	0.78	0.72	0.80	0.83
每股指标(元)					
每股收益	3.38	3.23	2.87	4.43	5.21
每股经营现金流	6.13	8.26	2.56	5.03	7.83
每股净资产	10.76	13.49	15.24	17.90	21.02
估值比率					
市盈率	23.20	24.30	27.32	17.70	15.05
市净率	7.29	5.81	5.14	4.38	3.73
EV/EBITDA	4.69	10.27	18.39	12.84	10.87
EV/EBIT	5.55	13.47	22.09	14.96	12.68

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com