

Q3 量价齐升业绩修复，中长期景气回归、产能释放

万华化学 (600309)

事件

2020年三季报：前三季度合计实现营业收入 492.32 亿元，同比增长 1.43%，实现归母净利润 53.49 亿元，同比减少 32.28%。对应 Q3 单季实现净利 25.14 亿元，同比增长 10%，环比 Q2 增长 72%。

简评

MDI、聚醚景气大幅回升，业绩明显修复

聚氨酯系列：Q3 起 MDI、聚醚价格启动，盈利大幅好转；产销量同样提升。据公司经营数据，Q3 单季公司聚氨酯板块实现营业收入 84.02 亿元，环比提升达 19%，同比提升 11%；**价格方面**，Q3 以来，行业需求端伴随全球疫情带来的冲击趋于消退，下游市场需求改善明显；另一方面，产业链需求旺季逐步到来，下游逐步开启季节性备货。行业供给端则由于年度检修计划与不可抗力相叠加，Q3 全球主力装置停工情况较多。行业景气因此出现明显反转，从供需宽松进入供应紧张状态，全产业链价格均有大幅上涨：纯 MDI Q3 均价 15092 元/吨、平均价差 11788 元/吨，分别较 Q2 上涨 1386、2005 元/吨；TDI Q3 均价、平均价差分别为 13392、6272 元/吨，分别较 Q2 上涨 3004、3152 元/吨；PO、聚醚多元醇等产品价格价差同样有大幅上涨。公司聚氨酯系列利润率整体取得大幅改善。

产销量方面，Q3 实际上公司聚氨酯装置检修较多，6-7 月公司烟台万华 MDI、TDI 检修，8-9 月匈牙利 BC 的 MDI、TDI 检修，但从疫情影响中恢复后公司聚氨酯系列产销量仍有较大增长。Q3 公司聚氨酯板块产量 74.06 万吨、销量 76.10 万吨，产销量分别环比 Q2 提升 20%、19%。

石化系列：油价低位徘徊利润率仍承压，自产产量环比大幅提升。Q3 布伦特原油均价 43 美元/桶，比 Q2 的 33 美元/桶有所回升，但仍处于较低区间。公司石化所用原料以进口 LPG 为主，在国际油价走低之下原料及外售产品价格均有所下滑，但外售产品与油价挂钩更为紧密，价格下滑较大，使得石化系列盈利继续承压：据经营数据，Q3 公司产品端丙烯、PO、MTBE、丁醇、丙烯酸、NPG 价格分别同比下跌 9.7%、36.1%、9.5%、7.5%、11.2%，而原料端丙烷 CP、丁烷 CP 价格分别仅下跌 0.5%、3.3%。产销量方面，Q3 石化系列产量、销量分别为 50.17 万吨、158.41 万吨，其中产量相比 Q2 单季大幅提升 26%，表明公司石化装置开工率大幅回升。

维持
买入
郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号：S1440518100005

研究助理：邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期：2020 年 10 月 22 日

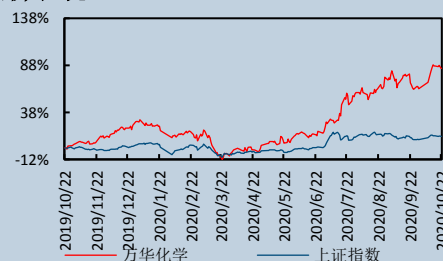
当前股价：78.41 元

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 |
|-----------------|----------|-------------|-------------|
| | 3.17/3.3 | 21.43/21.69 | 84.65/71.96 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | | 81.8/37.6 |
| 总股本 (万股) | | | 313,974.66 |
| 流通 A 股 (万股) | | | 142,375.64 |
| 总市值 (亿元) | | | 2,461.88 |
| 流通市值 (亿元) | | | 1,116.37 |
| 近 3 月日均成交量 (万股) | | | 1,856.8 |
| 主要股东 | | | |
| 烟台国丰投资控股集团有限公司 | | | 21.59% |

股价表现



相关研究报告

- 20.09.07 【中信建投化学制品】万华化学 (600309):ADI 及特种胺篇：壁垒更高，冲刺第一
- 20.08.26 【中信建投化学制品】万华化学 (600309):再度大幅上调 MDI 挂牌价，聚氨酯产业链供需进入紧平衡

精细化学品及新材料系列：新产品扩能，产销量和营收表现亮眼。 Q3 公司该系列合计实现营收 22.24 亿元，实现销量 15.75 万吨，环比及同比均有大幅上涨，且再次突破历史最高单季水平。根据公司产能规划，该系列 Q3 的亮眼表现应主要得益于今年 ADI 系列产品（2019 年末投产 5 万吨 HDI 技改项目，今年产能爬坡）、改性树脂系列产品（眉州金象一期 25 万吨，包含改性 PP、水性树脂、改性 PC）等持续放量。

费用率方面：公司 Q3 销售、管理、财务费用率分别为 4.02%、1.65%、1.04%，分别同比+0.03、-0.38、-0.09pct，大体与同期持平。

现金流方面，公司 Q3 实现经营性净现金流 16.82 亿元，环比 Q2 下滑 62%，主要由于 MDI 等产品订单现金收付与收入确认进度不一致。

MDI 现已进入高价区间，Q4 业绩有望充分反映；长周期而言，公司市占率有望达到全球三分之一以上

8-9 月，聚氨酯产业链已实质性进入系统性供应短缺，场内货源稀缺，加之外围消息面不断利好刺激（海外下游家具需求持续旺盛，飓风影响美国聚氨酯供应等），MDI、TDI 开始猛烈涨价。**目前纯 MDI 市场成交价已超过 30000 元/吨、聚合 MDI 成交价超过 20000 元/吨，较 Q3 平均水平涨价 10000 元/吨，已经进入高价区间，Q4 业绩有望充分体现。**

长期来看，MDI 会逐渐回归中枢水平。而对于万华自身而言则仍有长期扩大市占率逻辑：2019 年万华持续推进控制康乃尔股权事宜，福建康乃尔将建设 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目（截止 2020H1 进度 5.47%），2019 年万华全球市占率为 25%左右；如果万华宁波+烟台 80 万吨（烟台工业园项目进度 99.83%）、美国 40 万吨（当前进度 10.77%）、福建 40 万吨，以及国外客户规划产能全部投产，到 2024 年万华的市占率将达到 34%，控制地位进一步提升。

大乙烯项目正式投产在即；石化-精细化工延伸，产业链优势持续增强

石化板块，公司 100 万吨大乙烯项目应能按原计划在 2020 年内投产，带来新的增量；乙烯项目二期已经一次公示，乙烯二期项目以石脑油、混合丁烷为原料，经 120 万吨/年乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品，主要包括乙烯裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚烯烃塑性体/弹性体、聚丙烯等装置；

新材料业务：精细化学品业务充分利用公司现有石化业务平台，向下游延伸，拓宽了产业链，发挥公司技术创新优势，进一步向 TDI、DIB、MIBK 等领域进行拓展。2019 年，万华 25 万吨/年高性能改性树脂一期项目在四川省眉山市金象化工产业园顺利开工，二期项目目前也已启动。眉山基地未来作为乙烯项目聚烯烃产品和 PC 树脂向下游延伸的重要支撑，将在万华向化工新材料行业战略转型的过程中发挥重要的作用；西南基地项目总投资 400 亿元，主要建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品四大产业链 11 个项目。

我们预测公司 2020-2022 年分别实现净利润 94.87 亿、159.38 亿、206.38 亿，对应 PE 分别为 26X、15X、12X，维持买入评级。

风险提示：全球疫情影响继续扩散导致 MDI 价格大幅波动的风险；原油价格大幅波动对公司石化项目盈利的风险，投产项目不达预期的风险。

表 1：万华化学 MDI 1-10 月挂牌价
单位：元/吨

| | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | 6 月 | 7 月 | 8 月 | 9 月 | 10 月 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯 MDI | 18700 | 18700 | 18700 | 16700 | 15800 | 16500 | 16500 | 17000 | 18000 | 19800 |
| 聚合 MDI(直销) | 14000 | 14000 | 14000 | 14000 | 14000 | 14500 | 14500 | 15500 | 17000 | 19600 |
| 聚合 MDI(经销) | 13500 | 13500 | 13500 | 13500 | 13500 | 14000 | 14000 | 14500 | 17000 | 19600 |

数据来源：公司公告，中信建投研究发展部

表 2：万华化学产品单季度销量
单位：万吨

| | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 聚氨酯系列 | 65.79 | 66.18 | 64.51 | 65.48 | 60.10 | 64.13 | 76.10 |
| 石化系列 | 79.86 | 66.63 | 118.88 | 178.60 | 127.99 | 152.76 | 158.41 |
| 新材料系列 | 8.06 | 9.50 | 10.76 | 13.14 | 9.34 | 13.12 | 15.75 |

数据来源：Wind，百川，中信建投研究发展部

表 3：预测和比率

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 主营收入（百万元） | 60,621.19 | 68,050.67 | 70,108.20 | 91,337.03 | 102,718.52 |
| 主营收入增长率 | 14.11% | 12.26% | 3.02% | 30.28% | 12.46% |
| 净利润（百万元） | 10,610.38 | 10,129.99 | 9,487.13 | 15,937.57 | 20,637.65 |
| 净利润增长率 | -4.71% | -4.53% | -6.35% | 67.99% | 29.49% |
| ROE | 31.41% | 23.91% | 18.28% | 23.50% | 23.33% |
| EPS（元） | 3.880 | 3.230 | 3.022 | 5.076 | 6.573 |
| P/E | 20.21 | 24.28 | 25.95 | 15.45 | 11.93 |
| P/B | 6.35 | 5.81 | 4.74 | 3.63 | 2.78 |

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。

研究助理 邓天泽：人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

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
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:杨洁
 邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
 浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
 电话:(8621) 6882-1612
 联系人:翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:陈培楷
 邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk