

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

2016年业绩靓丽，产品高景气有望继续维持

——万华化学（600309）年报点评报告

证券研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期：2017年4月11日

报告关键要素：

2016年以来，受益于行业供需好转，MDI价格大幅上涨，行业景气大幅提升。受益于此，公司业绩表现靓丽。公司全年实现收入301亿元，同比增长54.42%，实现净利润36.79亿元，同比增长128.57%。公司石化项目于2016年6月步入正轨，下半年以来主要产品丙烯酸、丙烯酸酯和环氧丙烷价格上涨，亦是公司业绩增长的重要动力。2017年以来聚氨酯产品价格进一步上涨，行业景气度有望维持高位，公司作为行业龙头将充分受益。目前PDH项目盈利较好，丙烯酸及丙烯酸酯行业景气度有望继续提升，石化项目盈利可观。新材料业务则有望成为公司未来业绩的重要增长点。预计公司2017、2018年EPS分别为2.40元和2.67元，以4月10日收盘价28.90元计算，对应PE分别为12.04倍和10.84倍，维持“买入”的投资评级。

事件：

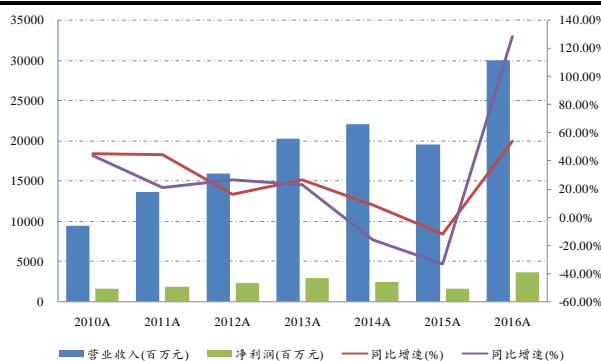
- **万华化学（600309）发布2016年年报。**2016年公司实现营业收入301亿元，同比增长54.42%，实现归属于上市公司股东的净利润36.79亿元，同比增长128.57%。以增发后股本计算的每股收益为1.61元。其中四季度公司实现净利润11.79亿元，同比大幅增长577.72%，单季度利润再创新高。

点评：

- **MDI高景气与石化项目投产带来全年业绩高增长。**MDI价格自2016年1季度跌至历史低位后，在部分海外生产装置停产、生产商协同加强等因素带动下，MDI价格底部回升。截至2016年底，纯MDI和聚合MDI价格分别为23000元/吨和22000元/吨，同比分别上涨57%和98%，行业景气大幅好转，盈利大幅提升。公司全年MDI业务收入164.17亿元，同比持平，贡献毛利66.69亿元，增长22.34%。此外PDH项目去年底投产，下半年开始满负荷生产，成为公司另一项核心业务，石化业务收入82.61亿元，同比增长389%，贡献毛利11.73亿元，同比增长396.86%。在MDI景气提升和石化项目的推动下，公司全年实现收入301亿元，增长54.42%，净利润36.79亿元，大幅增长128.57%。

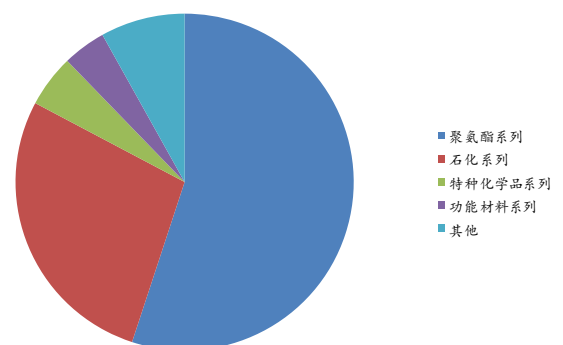
进入四季度以来，MDI价格进一步上涨，此外石化产品中的丙烯酸、丙烯酸酯、环氧丙烷价格也均呈上涨态势。其中丙烯酸、丙烯酸酯价格上涨幅度较大。两业务的景气进一步提升带动四季度业绩靓丽。四季度公司收入91.68亿元，同比增长95%，实现净利润11.79亿元，同比增长577.72%。

图1：公司历年业绩增长



资料来源：中原证券、wind

图2：公司主营产品收入结构



资料来源：中原证券、wind

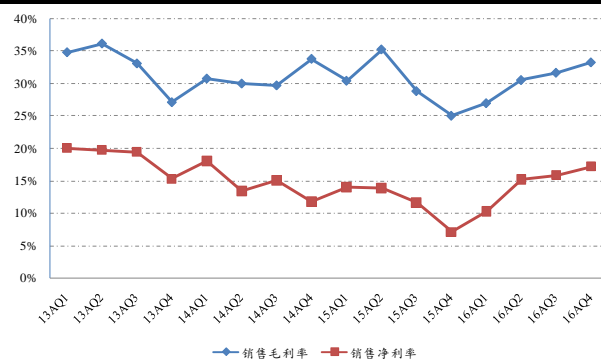
- **盈利能力有所提升。**公司全年综合毛利率31.08%，同比提升0.95个百分点。分产品看，受益于行业景气的提升，聚氨酯业务毛利率40.62%，大幅提升7.63个百分点。石化业务毛利率14.20%，提升0.23个百分点。今年一季度以来，公司MDI等产品价差进一步扩大，盈利能力有望维持在较高水平。

图3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券、wind

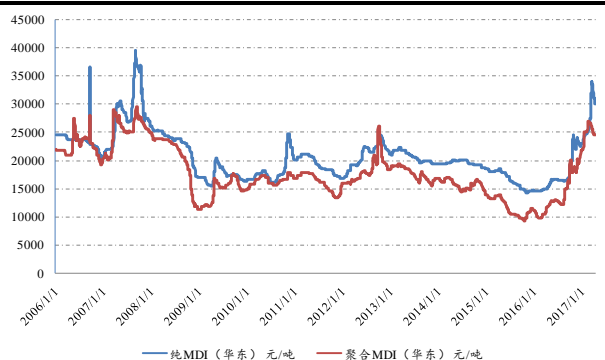
图4：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券、wind

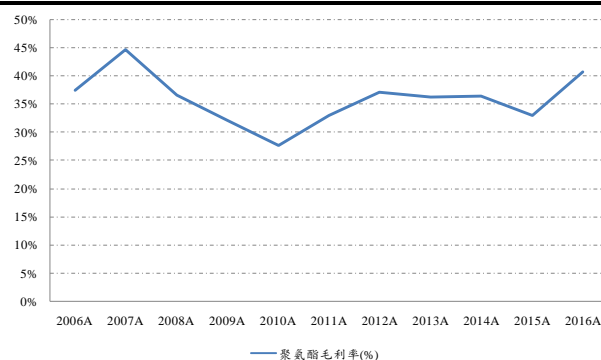
- **MDI供需改善景气提升，业绩有望维持高增长。**MDI行业长期以来呈现寡头垄断格局，行业竞争有序，盈利能力较好。2015年受多套产能集中投产影响，MDI价格大幅下滑，景气陷入低谷。经过去年的集中投产后，行业今明两年没有新增产能，而需求仍保持稳定增长，供需格局继续逐步好转，推动景气继续提升。2017年以来，纯MDI和聚合MDI价格进一步上涨了30.43%和11.36%，产品价差进一步拉大。万华化学拥有180万吨MDI产能，占了全球市场的25%，国内的50%以上，有望充分受益MDI价格的上涨。

图3：MDI价格走势



资料来源：中原证券、wind

图4：公司聚氨酯业务毛利率



资料来源：中原证券、百川资讯

- **石化业务顺利达产，未来盈利可观。**公司石化项目主要为75万吨丙烷脱氢和100万吨C4深加工，终端产品包括24万吨环氧丙烷、75万吨 MTBE、32万吨丙烯酸酯和30万吨正丁醇等。该项目经过前期调试后，于2016年6月顺利实现满产，为公司下半年业绩贡献了大额利润。全年石化业务共实现收入82.61亿元，同比增长397%，占比由8.67%提升至27.45%。下半年以来丙烯酸及丙烯酸酯涨幅接近50%，环氧丙烷亦上涨20.5%，有望进一步提升对公司的业绩贡献。公司石化项目一体化程度高，成本优势大，产品附加值较高，未来在油价复苏的背景下，盈利前景可观。
- **大力发展新材料业务，未来成长前景可观。**在聚氨酯石化业务两大核心业务之外，公司成立了六大事业部，大力发展特种化学品业务。包括新材料事业部（TPU、SAC、PC）、ADI事业部、特种胺事业部、表面材料事业部、改性MDI事业部和聚醚事业部。这些新材料品种多为细分领域稀缺品种，毛利率较高，进口替代空间广阔。目前新材料业务已成为公司重要盈利来源，2016年特殊化学品与功能材料共贡献收入27.32亿元，占比9.08%，贡献毛利10.02亿元，占比10.71%。未来公司新材料板

块仍有较多产品投产，包括1.5万吨IPDI装置、20万吨PC、10万吨水性表面材料树脂、3万吨SAP等，为公司业绩增长增添新的动力。

- **盈利预测和投资建议：**预计公司2017、2018年EPS分别为2.40元和2.67元，以4月10日收盘价28.90元计算，对应PE分别为12.04倍和10.84倍，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**新项目进度低于预期、市场拓展进度低于预期。

#### 盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	30099.86	37400.00	41837.00	47421.25
增长比率（%）	54.42	24.25	11.86	13.35
净利润（百万元）	3679.42	5188.65	5763.82	6699.38
增长比率（%）	128.57	41.02	11.09	16.23
每股收益（元）	1.61	2.40	2.67	3.10
市盈率（倍）	17.95	12.04	10.84	9.33

资料来源：中原证券、wind

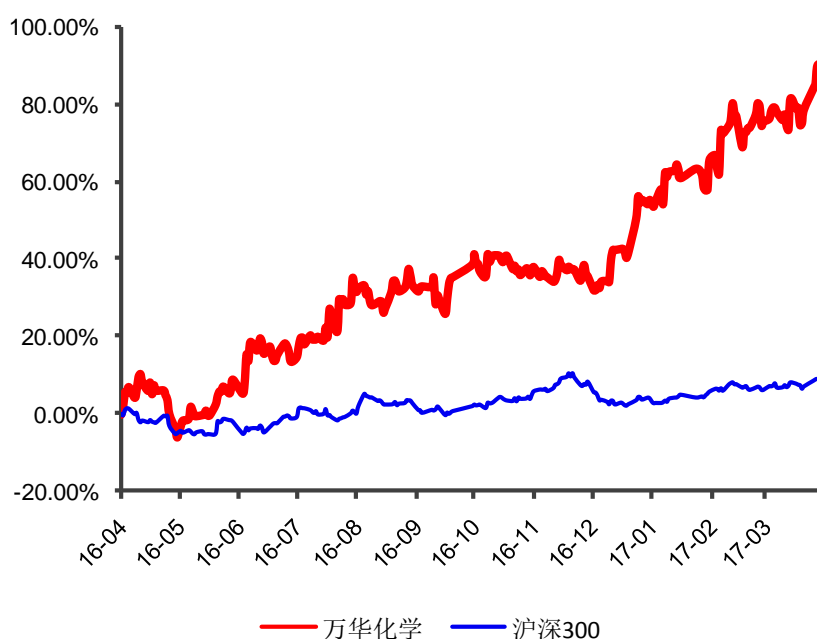
#### 市场数据（2017年4月10日）

收盘价（元）	28.90 元
一年内最高/最低（元）	25.77/13.56
沪深300指数	3505.14
市净率（倍）	4.22
流通市值（亿元）	624.91

#### 基础数据（2016年12月31日）

每股净资产（元）	6.85
每股经营现金流（元）	3.40
毛利率（%）	31.08
净资产收益率（%）	24.83
资产负债率（%）	63.88
总股本/流通股（万股）	227834/216233
B股/H股（万股）	/

#### 个股相对沪深300走势



附表：财务报表预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元					单位：百万元				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	30099.86	37400.00	41837.00	47421.25	流动资产	13235.80	15437.69	17569.08	27232.65
营业成本	20744.81	25417.50	28685.85	32485.19	现金	1986.80	2618.00	3223.07	11046.58
营业税金及附加	203.76	261.80	292.86	331.95	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	1165.98	1421.20	1589.81	1802.01	应收票据	3608.30	3740.00	4183.70	4742.13
管理费用	1423.28	1757.80	1966.34	2228.80	应收账款	1840.94	2406.69	2692.21	3051.56
财务费用	889.95	709.07	589.98	431.57	存货	4337.35	5083.50	5737.17	6497.04
资产减值损失	74.30	24.31	27.19	30.82	其他	1462.41	1589.50	1732.93	1895.35
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	37529.22	34902.66	32516.90	30113.36
投资收益	52.75	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	363.30	0.00	0.00	0.00
营业利润	5650.53	7808.32	8684.97	10110.91	投资				
营业外收入	89.75	200.00	200.00	200.00	固定资产	28467.94	28362.88	27125.03	25320.80
营业外支出	87.20	100.00	100.00	100.00	无形资产	2611.56	2480.98	2356.93	2239.09
利润总额	5653.08	7908.32	8784.97	10210.91	其他	6086.41	4058.80	3034.94	2553.47
所得税	1105.01	1502.58	1669.15	1940.07	资产总计	50765.02	50340.35	50085.98	57346.00
净利润	4548.07	6405.74	7115.83	8270.84	流动负债	22601.41	17338.10	11697.06	12696.05
少数股东权益	868.65	1217.09	1352.01	1571.46	短期借款	8501.47	6499.69	0.00	0.00
归属母公司净利	3679.42	5188.65	5763.82	6699.38	应付款项	3467.15	3812.63	4302.88	4872.78
每股收益(元)	1.70	2.40	2.67	3.10	预收账款	1496.70	1511.30	1520.18	1531.34
					其他	9136.09	5514.48	5874.00	6291.93
					长期负债	48.34	9829.67	9826.77	9826.77
					长期借款	0.00	9333.34	9333.34	9333.34
					其他	496.33	493.43	493.43	493.43
					负债合计	32431.08	27164.87	21523.83	22522.83
					股本	2162.33	2162.33	2162.33	2162.33
					资本公积	48.41	48.41	48.41	48.41
					未分配利润	11023.92	14137.11	17595.40	21615.03
					少数股东权益	3512.35	4729.44	6081.45	7652.91
					母公司所有者权益	14813.98	18446.03	22480.71	27170.27
					负债及股东权益	50765.02	50340.34	50085.99	57346.01

资料来源：中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。