



2017年04月14日

买入(首次评级)

当前价: 29.29 元

联讯基础化工行业研究组

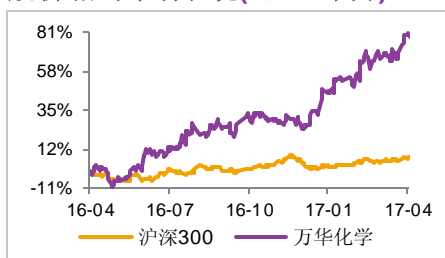
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 陈博

电话: 010-64408516  
邮箱: chenbo@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	30100	40174	45888	50424
(+/-)	54.4%	33.5%	14.2%	9.9%
净利润	4548.1	7805.7	9047.3	10329
(+/-)	99.5%	71.6%	15.9%	14.2%
EPS(元)	1.61	2.59	3.01	3.51
P/E	18.14	11.31	9.74	8.35

资料来源: 联讯证券研究院

万华化学(600309.SH)

# 【联讯化工公司点评】万华化学：不止于做 MDI 龙头，石化、新材料和特种化学品业务将持续爆发

投资要点

事件:

公司发布 2016 年年报：实现营业总收入 301.00 亿元，同比增长 54.42%；归母净利润 36.79 亿元，同比增长 128.57%；基本每股收益 1.70 元，同比增长 129.73%。公司拟每 10 股派现金 5 元（含税），送红股 2 股。

点评:

◇ MDI 量价齐升，石化、特种化学品及功能材料全面开花

国内纯 MDI 月均价格自年初 15700 元/吨上涨至年底 21500 元/吨，涨幅高达 37%，聚合 MDI 月均价格自年初 10670 元/吨上涨至年底 20840 元/吨，涨幅高达 95%，主要原因是国内外装置故障和事故，导致供应紧张，引起价格上涨。公司全年聚氨酯系列产品销售量 143.94 万吨，同比增长 6.86%；营业收入 164.17 亿元，该业务占公司营业收入 54.54%，同比增长 12.91%，毛利率 40.62%，同比增长 7.50%；聚氨酯系列产品销量和毛利增长是公司业绩增长重要支撑。

石化系列产品营收 82.61 亿元，同比增长 1433%，主要是烟台工业园部分石化装置部分投产，形成丙烷-丙烯-丙烯酸及酯-高吸水性树脂产业链。

特种化学品和功能材料营收分别 14.97 亿元和 12.35 亿元，分别同比增长 53.93%和 22.32%，毛利率分别达 46.03%和 25.36%。

◇ 公司为 MDI 产能居全球首位，进一步受益出口增长和退税

MDI 门槛高，国外主要企业为巴斯夫、陶氏化学和亨斯迈等。公司 MDI 产能 180 万吨/年，居全球首位，占国内产能 50%以上，占全球产能近 30%。近 3 年，聚合 MDI 进口递减，出口递增，净出口倍增，2 月聚合 MDI 出口同比上升 39%。此外，聚合 MDI 出口退税从 13%提高至 17%，利好出口。

◇ 获得 CP 价格推荐权，LPG 供应稳定，石化装置稳定运行有原料保障

报告期内烟台工业园石化装置投产，包括 75 万吨 PDH、24 万吨 PO、78 万吨 MTBE、30 万吨聚醚及 45 万吨丙烯酸及酯等。LPG 作为主要原料，采购极其重要。公司与中东、北美等地供应商建立良好的合作关系，并成为第一家获得沙特阿美 CP 价格推荐权的中国企业，与沙特阿美的 FOB 合约已经生效，有利于获得稳定的 LPG 供应，保障石化装置稳定运行。

◇ TDI 新建产能和匈牙利 BC 公司注入产能或将公司 TDI 产能提至 55 万吨

烟台工业园 30 万吨/年 TDI 项目将于 2018 年 6 月建成。公司同时托管着控股股东万华实业的子公司匈牙利 BC 公司，该公司拥有 25 万吨 TDI 产能。万华实业承诺将在 BC 公司业绩好转后的 18 个月内将 BC 公司注入公司，



届时公司将成为 TDI 领域全球龙头。

2016 年，TDI 价格涨幅巨大，预计今后价格仍将维持在 2.5 万元/吨以上。

#### ✧ 功能材料业务多点开花，成为新的利润支撑点

功能材料业务主要包括 TPU、SAP、PC。TPU 下游市场主要是汽车、电子等消费品领域，公司市场份额国内领先。SAP 主要用于婴儿和成人纸尿裤、妇女卫生巾和农林保水材料，随着二胎政策的放开，城市化和老龄化的发展，纸尿裤产品的渗透率还将持续扩大。公司现有 SAP 产能 3 万吨，2018 年将新增 3 万吨产能。PC 主要用于汽车、电子产品、光学器件、包装等领域，是中国自给化率最低的工程塑料品种。公司首套 7 万吨装置将于 2017 年上半年投产，2018 年底产能将达到 20 万吨。

#### ✧ 高壁垒、高毛利的特种化学品业务有望成为公司新的“护城河”

公司特种化学品系列主要包括特种异氰酸酯、特种胺。特种异氰酸酯业务是异氰酸酯领域的皇冠明珠，即脂肪族和脂环族二异氰酸酯（ADI），主要包括 HDI、H<sub>12</sub>MDI、IPDI，这三类占全球 ADI 产量的 85%以上，其中 HDI 约占 2/3 左右，ADI 广泛用广泛应用于汽车涂料、木器涂料、轨道交通涂料、高性能弹性体、水性聚氨酯树脂、聚氨酯胶粘剂等高端领域。公司自主研发的 IP、IPDA 和 IPDI 工业化装置陆续投产后，形成“IP-IPN-IPDA-IPDI”全产业链，将打破该领域拜耳和赢创德固赛的垄断。

特种胺类产品涉及环氧固化剂和 PU 助剂两大领域，随着高端的风电、电器、饰品等高端环氧领域持续发展，预计未来 5 年需求仍将快速增长。

#### ✧ 盈利预测

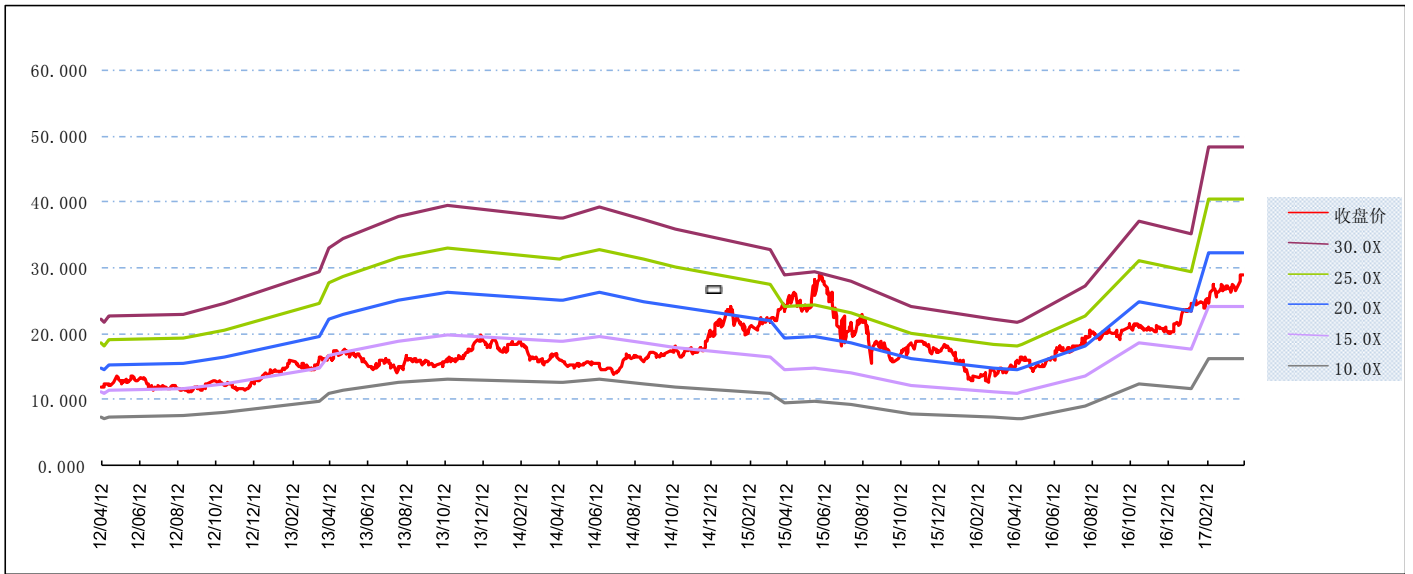
我们认为 MDI 中期价格仍温和上涨，公司作为 MDI 龙头盈利有保障；石化板块业务在原油价格上涨预期及上下游一体化基础下，整体盈利不断增强；而公司的特种化学品及功能材料具有较高壁垒，竞争力较强，在不断有新产能释放情况下，这两个领域增长潜力最大。基于公司众多优势，我们预测公司 2017/2018/2019 营业收入分别为 401.74/458.88/504.24 亿元，归母净利润分别为 58.99/68.48/79.93 亿元，EPS 分别为 2.59/3.01/3.51 元，对应最新收盘价 PE 分别为 11x/10x/8x，首次覆盖给予买入评级。

#### ✧ 风险提示

原材料价格大幅波动、下游需求低迷、新建项目投产进度不及预期。

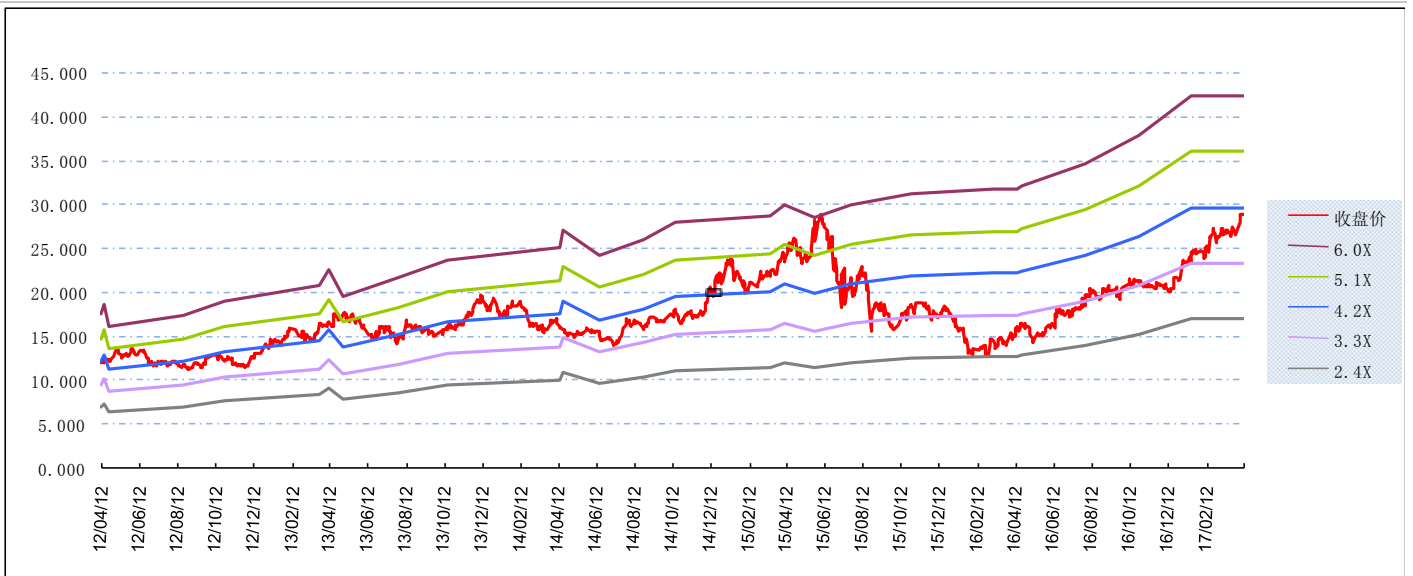


图表1: 公司 PE Band



资料来源: wind, 联讯证券

图表2: 公司 PB Band



资料来源: wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	12,178.73	23,592.29	26,670.92	40,543.24	经营活动现金流	7,221.74	12,472.66	11,611.23	16,432.39
货币资金	929.74	7,641.59	12,000.89	23,243.67	净利润	4,580.34	7,738.85	8,971.43	10,274.07
应收账款	5,323.17	6,975.38	6,356.11	7,932.48	折旧摊销	2,762.47	3,048.90	3,302.24	3,537.45
其它应收款	126.06	293.67	198.05	304.09	资产减值	74.30	46.74	37.56	52.87
预付账款	239.23	875.97	309.08	887.81	财务费用	889.95	877.75	683.45	451.23
存货	4,337.35	6,704.82	6,816.02	7,283.50	投资损失	-52.75	-20.00	-20.00	-20.00
其他	1,223.18	1,100.86	990.78	891.70	营运资金变动	-926.76	723.28	-1,368.35	2,119.09
非流动资产	37,074.11	37,938.57	38,197.80	36,670.33	其它	-116.96	37.14	-15.10	-2.31
长期投资	363.30	378.30	393.30	408.30	投资活动现金流	-3,969.58	-3,929.45	-3,508.10	-2,005.60
固定资产	28,467.94	30,382.57	31,154.28	31,526.67	资本支出	4,114.81	3,799.00	3,660.00	2,000.00
无形资产	2,611.56	2,308.84	2,006.12	1,703.41	长期投资	15.00	0.00	0.00	0.00
其他	340.59	522.84	431.77	477.31	其他	66.95	21.75	280.83	114.57
资产总计	49,252.83	61,530.86	64,868.72	77,213.57	筹资活动现金流	-3,504.27	-1,831.37	-3,743.84	-3,184.01
流动负债	21,582.85	26,507.84	23,658.82	28,607.45	短期借款	-1,136.40	-500.00	-200.00	200.00
短期借款	8,501.47	8,001.47	7,801.47	8,001.47	长期借款	-2,106.89	-700.00	-800.00	-800.00
应付账款	5,327.97	10,853.15	7,617.57	12,651.42	现金净增加额	-226.55	6,711.85	4,359.30	11,242.78
其他	7,753.41	7,653.22	8,239.78	7,954.57					
非流动负债	9,336.05	8,637.05	7,837.05	7,037.05	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	9,333.34	8,633.34	7,833.34	7,033.34	成长能力				
其他	2.71	3.71	3.71	3.71	营业收入增长率	54.42%	33.47%	14.22%	9.89%
负债合计	30,918.90	35,144.89	31,495.87	35,644.50	营业利润增长率	100.73%	61.48%	15.89%	14.49%
少数股东权益	3,512.35	5,419.27	7,618.14	9,953.65	归母净利润增长率	128.57%	60.32%	16.10%	16.72%
归属母公司股东权益	14,821.59	20,966.70	25,754.71	31,615.42	获利能力				
负债和股东权益	49,252.83	61,530.86	64,868.72	77,213.57	毛利率	31.08%	33.88%	33.92%	34.01%
					净利率	15.11%	19.43%	19.72%	20.48%
<b>利润表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	总资产净利率	13.54%	16.34%	17.45%	16.32%
营业收入	30,099.86	40,173.51	45,887.65	50,423.85	ROE	24.82%	28.13%	26.59%	25.28%
营业成本	20,744.81	26,563.83	30,322.56	33,274.70	偿债能力				
营业税金及附加	203.76	221.67	263.00	302.86	资产负债率	62.77%	57.11%	48.55%	46.16%
营业费用	1,165.98	1,525.44	1,838.19	1,962.61	投资资本/总资产	72.11%	57.37%	58.89%	44.09%
管理费用	1,423.28	2,337.44	2,618.86	2,731.96	流动比率	56.43%	89.00%	112.73%	141.72%
财务费用	889.95	373.87	252.86	11.71	速动比率	30.66%	59.55%	79.73%	113.15%
资产减值损失	74.30	46.74	37.56	52.87	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.61	0.65	0.71	0.65
投资净收益	52.75	20.00	20.00	20.00	固定资产周转率	1.06	1.32	1.47	1.60
营业利润	5,650.53	9,124.53	10,574.63	12,107.14	应收账款周转率	5.65	5.76	7.22	6.36
其他非经营损益	2.55	55.07	65.69	41.10	每股指标(元)				
利润总额	5,653.08	9,179.59	10,640.31	12,148.24	每股收益	1.61	2.59	3.01	3.51
所得税	1,105.01	1,373.94	1,593.05	1,819.24	每股经营现金	3.17	5.47	5.10	7.21
净利润	4,548.07	7,805.65	9,047.26	10,329.00	每股净资产	6.51	9.20	11.30	13.88
少数股东损益	868.65	1,906.92	2,198.87	2,335.51	估值比率				
归属母公司净利润	3,679.42	5,898.73	6,848.39	7,993.49	P/E	18.14	11.31	9.74	8.35
EBITDA	9,432.61	13,106.25	14,626.00	16,136.92	P/B	4.50	3.18	2.59	2.11
EPS (元)	1.61	2.59	3.01	3.51	EV/EBITDA	8.91	6.19	5.41	4.29

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)