

万华化学(600309)/化学制品

Q1 业绩超市场预期, 继续坚定看好

评级: 买入(维持)

市场价格: 29.53

目标价格: 40

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r qlzq.com.cn

分析师: 孙琦祥

执业证书编号: S0740517020007

Email: sunqx@ qlzq.com.cn

分析师: 罗雅婷

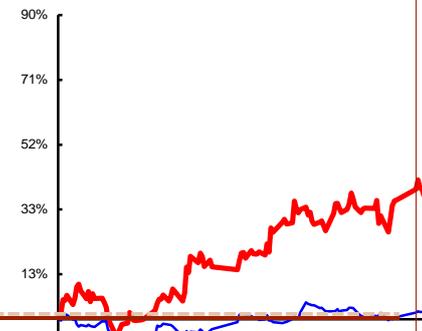
执业证书编号: S0740517030002

Email: luoyt@r qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 2,278 |
| 流通股本(百万股) | 2,162 |
| 市价(元) | 29.53 |
| 市值(百万元) | 67,279 |
| 流通市值(百万元) | 63,854 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 寡头业务贡献较高的常态利润, 石化及新材料打开成长空间, 继续看好

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 19,492.4 | 30,099.9 | 40,634.8 | 47,949.1 | 55,141.4 |
| 增长率 yoy% | -11.75% | 54.42% | 35.00% | 18.00% | 15.00% |
| 净利润 | 1,609.7 | 3,679.4 | 6,235.8 | 7,227.2 | 8,302.5 |
| 增长率 yoy% | -33.46% | 128.57% | 69.48% | 15.90% | 14.88% |
| 每股收益(元) | 0.71 | 1.62 | 2.74 | 3.17 | 3.64 |
| 净资产收益率 | 13.9% | 24.8% | 31.1% | 27.6% | 24.7% |
| P/E | 40.9 | 17.9 | 10.8 | 9.3 | 8.1 |
| PEG | 0.7 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| P/B | 5.8 | 4.5 | 3.4 | 2.6 | 2.0 |

备注:

投资要点

- **事件:** 公司发布 17 年一季报: 17 年一季度实现营业收入 110.07 亿元, 同比增加 107.70%; 实现归属于上市公司股东的净利润 21.95 亿元, 同比增长 394.78%, 折合 EPS0.96 元。加权平均 ROE 为 12.84%, 同比增加 9.08 个百分点。公司业绩超市场预期。
- **MDI 高景气延续, 石化及新材料项目发力:** 一季度公司业绩同比继续大幅增长, 主要原因在于: 1) 一季度 MDI 价格及毛利同比继续大幅增长, 根据隆众资讯数据, 一季度华东地区聚合 MDI 均价 25522 元/吨, 同比增加 148%, 纯 MDI 均价 26978 元/吨, 同比增加 83%。与此同时, MDI 主要原料苯胺、甲醇等价格同比去年也有较大增长, 但是在增速还不及 MDI 价格增速, 从价差上来看, 17 年聚合 MDI 价差达到 15395 元/吨, 同比增长 208%, 纯 MDI 价差达到 16638 元/吨, 同比增长 90%, 使得一季度 MDI 吨毛利大幅提升; 2) 公司石化项目 16 年年中开始运行, 销量同比去年同期预计有了大幅增长, 同时由于原油价格大幅上涨, 各石化产品价格同步大幅上涨, 一季度山东丙烯均价 7630 元/吨, 同比上涨 46.92%; 华东环氧丙烷均价 10590 元/吨, 同比上涨 37.57%; 山东 MTBE 均价 5214 元/吨, 与去年同期相比上涨 15.57%; 3) 公司新材料、特种化学板块逐步进入收获期, 产销量预计实现了大幅的增长。费用方面, 一季度公司三项费用率 8.22%, 同比去年下降 5.64 个百分点。
- **17 年以来产品价差进一步扩大, 看好万华具备中长期维持较高常态利润的定价能力:** 17 年以来 MDI 环比整体维持向上走势, 而主要原料苯胺及甲醇的价格却逐步走低, 因此一季度 MDI 价差继续扩大, 这足以显示 MDI 寡头格局下强大的定价能力。MDI 均价价差达到 15768 元/吨 (按照 0.75 吨苯胺和 0.16 吨甲醇单耗测算), 较 Q4 和 Q3 均价分别扩大 3430 元/吨和 7515 元/吨。虽然近期聚合 MDI 市场价格小幅走低, 但最新价差仍然在 16438 元/吨的较高水平, 较一季度均价还在扩大, 充分体现在行业格局维持的情况下, 万华是具备中长期维持高盈利水平的能力的。
- **核心价值链在不断延伸:** MDI 是万华核心的价值链, 目前看未来的万华在 MDI 上将充分挖掘, 一个是保证现有产品的利润最大化, 另外一个向同类型新材料挺进, 增加产品附加值 (如 HDI、ADI) 等等。而石化项目是另外一个价值链的开始, 其核心价值来自于上游低价资源的获取 (如中东合约 LPG 货源) 以及非常长同时协同较好的产业链, 我们看好公司在这个领域成为中国的巴斯夫。
- **投资建议:** 持续扩张高壁垒下的垄断利润是投资超额回报的重大来源, MDI 每年 1500 亿市场的最大寡头以及后续在包括上游石化链 (丙烯、乙烯)、丙烯酸及下游产业链、聚氨酯 (TDI、环氧丙烷) 等都是未来有望延伸核心价值获取超额利润的来源。目前万华的市值仅对应常态利润的 10 倍, 对标海外估值低估, 内生性的成长性未来持续快速释放, 因此我们继续坚定看好。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别 2.74、3.17、3.64 元, 维持买入评级, 6 个月目标价 40 元。
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑, 下游行业需求不及预期, 环保及安全生产风险, 原料价格波动等。

图表：万华化学盈利预测

| 利润表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|-----------|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 | 19,492.4 | 30,099.9 | 40,634.8 | 47,949.1 | 55,141.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 13,620.0 | 20,744.8 | 26,412.6 | 31,262.8 | 36,393.4 | 营业收入增长率 | -11.8% | 54.4% | 35.0% | 18.0% | 15.0% |
| 营业税费 | 95.7 | 203.8 | 224.2 | 274.8 | 331.2 | 营业利润增长率 | -32.1% | 100.7% | 81.6% | 15.7% | 12.6% |
| 销售费用 | 847.3 | 1,166.0 | 1,544.1 | 2,013.9 | 2,426.2 | 净利润增长率 | -33.5% | 128.6% | 69.5% | 15.9% | 14.9% |
| 管理费用 | 1,281.5 | 1,423.3 | 1,422.2 | 1,822.1 | 2,095.4 | EBITDA增长率 | -6.4% | 78.8% | 43.2% | 11.7% | 8.8% |
| 财务费用 | 841.2 | 890.0 | 747.5 | 691.3 | 505.6 | EBITDA增长率 | -20.2% | 78.9% | 68.3% | 14.1% | 10.5% |
| 资产减值损失 | -8.4 | 74.3 | 46.7 | 37.6 | 52.9 | NOPLAT增长率 | -20.2% | 86.5% | 67.3% | 14.1% | 10.5% |
| 加:公允价值变动收益 | -3.5 | - | 3.9 | -2.6 | 0.4 | 投资资本增长率 | 12.8% | 0.3% | -1.1% | -6.0% | -6.6% |
| 投资和汇兑收益 | 3.4 | 52.8 | 18.3 | 24.8 | 32.0 | 净资产增长率 | 11.6% | 23.7% | 39.0% | 33.1% | 28.8% |
| 营业利润 | 2,815.0 | 5,650.5 | 10,259.5 | 11,868.9 | 13,369.3 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 139.4 | 2.6 | 55.1 | 65.7 | 41.1 | 毛利率 | 30.1% | 31.1% | 35.0% | 34.8% | 34.0% |
| 利润总额 | 2,954.4 | 5,653.1 | 10,314.6 | 11,934.6 | 13,410.4 | 营业利润率 | 14.4% | 18.8% | 25.2% | 24.8% | 24.2% |
| 减:所得税 | 674.9 | 1,105.0 | 2,062.9 | 2,386.9 | 2,682.1 | 净利润率 | 8.3% | 12.2% | 15.3% | 15.1% | 15.1% |
| 净利润 | 1,609.7 | 3,679.4 | 6,235.8 | 7,227.2 | 8,302.5 | EBITDA/营业收入 | 26.7% | 30.9% | 32.8% | 31.0% | 29.4% |
| 资产负债表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EBIT/营业收入 | 18.8% | 21.7% | 27.1% | 26.2% | 25.2% |
| 货币资金 | 2,066.4 | 1,986.8 | 3,250.8 | 3,835.9 | 14,507.5 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | 2.5 | 0.8 | 1.1 | 固定资产周转天数 | 325 | 290 | 243 | 189 | 150 |
| 应收账款 | 1,356.0 | 1,840.9 | 3,167.4 | 2,817.4 | 3,694.4 | 流动营业资本周转天数 | 40 | 18 | 18 | 23 | 20 |
| 应收票据 | 1,224.0 | 3,608.3 | 4,517.4 | 4,173.3 | 5,784.5 | 流动资产周转天数 | 192 | 145 | 149 | 152 | 179 |
| 预付账款 | 371.0 | 239.2 | 959.9 | 369.7 | 1,053.8 | 应收账款周转天数 | 26 | 19 | 22 | 22 | 21 |
| 存货 | 4,193.9 | 4,337.4 | 6,981.5 | 7,281.7 | 8,440.5 | 存货周转天数 | 67 | 51 | 50 | 54 | 51 |
| 其他流动资产 | 1,815.3 | 1,223.2 | 1,529.1 | 1,522.5 | 1,424.9 | 总资产周转天数 | 826 | 589 | 472 | 408 | 387 |
| 可供出售金融资产 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 投资资本周转天数 | 645 | 443 | 327 | 267 | 218 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | 186.1 | 363.3 | 363.3 | 363.3 | 363.3 | ROE | 13.9% | 24.8% | 31.1% | 27.6% | 24.7% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROA | 4.8% | 9.0% | 14.8% | 18.0% | 16.4% |
| 固定资产 | 20,046.3 | 28,467.9 | 26,294.9 | 24,121.9 | 21,948.9 | ROIC | 8.6% | 14.2% | 23.7% | 27.4% | 32.2% |
| 在建工程 | 12,409.2 | 4,244.6 | 4,244.6 | 4,244.6 | 4,244.6 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 2,252.0 | 2,611.6 | 2,472.5 | 2,333.5 | 2,194.4 | 销售费用率 | 4.3% | 3.9% | 3.8% | 4.2% | 4.4% |
| 其他非流动资产 | 1,864.2 | 1,821.8 | 1,943.4 | 1,925.7 | 1,886.4 | 管理费用率 | 6.6% | 4.7% | 3.5% | 3.8% | 3.8% |
| 资产总额 | 47,804.4 | 50,765.0 | 55,747.3 | 53,010.4 | 65,564.4 | 财务费用率 | 4.3% | 3.0% | 1.8% | 1.4% | 0.9% |
| 短期债务 | 9,637.9 | 8,501.5 | 10,052.3 | 1,350.3 | - | 三费/营业收入 | 15.2% | 11.6% | 9.1% | 9.4% | 9.1% |
| 应付账款 | 3,676.2 | 3,978.7 | 6,551.4 | 6,434.4 | 7,917.4 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 2,221.3 | 1,860.8 | 4,957.4 | 3,047.1 | 5,577.6 | 资产负债率 | 69.0% | 63.9% | 54.3% | 36.0% | 33.4% |
| 其他流动负债 | 3,738.0 | 8,260.4 | 5,729.7 | 6,793.6 | 7,181.8 | 负债权益比 | 222.5% | 176.9% | 118.8% | 56.3% | 50.1% |
| 长期借款 | 11,440.2 | 9,333.3 | 1,312.8 | - | - | 流动比率 | 0.57 | 0.59 | 0.75 | 1.13 | 1.69 |
| 其他非流动负债 | 2,267.7 | 496.3 | 1,666.3 | 1,476.8 | 1,213.1 | 速动比率 | 0.35 | 0.39 | 0.49 | 0.72 | 1.28 |
| 负债总额 | 32,981.2 | 32,431.1 | 30,269.9 | 19,102.2 | 21,889.9 | 利息保障倍数 | 4.35 | 7.35 | 14.72 | 18.17 | 27.44 |
| 少数股东权益 | 3,252.3 | 3,512.4 | 5,427.4 | 7,709.3 | 10,081.1 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 2,162.3 | 2,162.3 | 2,278.3 | 2,278.3 | 2,278.3 | DPS(元) | 0.19 | - | 0.49 | 0.47 | 0.40 |
| 留存收益 | 9,404.6 | 12,651.6 | 17,771.7 | 23,920.6 | 31,315.0 | 分红比率 | 26.9% | 0.0% | 17.9% | 14.9% | 10.9% |
| 股东权益 | 14,823.2 | 18,333.9 | 25,477.5 | 33,908.2 | 43,674.5 | 股息收益率 | 0.6% | 0.0% | 1.7% | 1.6% | 1.3% |
| 现金流量表 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 业绩和估值指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 2,279.6 | 4,548.1 | 6,235.8 | 7,227.2 | 8,302.5 | EPS(元) | 0.71 | 1.61 | 2.74 | 3.17 | 3.64 |
| 加:折旧和摊销 | 1,546.0 | 2,762.5 | 2,312.1 | 2,312.1 | 2,312.1 | BVPS(元) | 5.08 | 6.51 | 8.80 | 11.50 | 14.74 |
| 资产减值准备 | -8.4 | 74.3 | - | - | - | PE(X) | 41.8 | 18.3 | 10.8 | 9.3 | 8.1 |
| 公允价值变动损失 | 3.5 | - | 3.9 | -2.6 | 0.4 | PB(X) | 5.8 | 4.5 | 3.4 | 2.6 | 2.0 |
| 财务费用 | 694.3 | 975.4 | 747.5 | 691.3 | 505.6 | P/FCF | 59.1 | -567.7 | 140.1 | -105.5 | 7.3 |
| 投资收益 | -3.4 | -52.8 | -18.3 | -24.8 | -32.0 | P/S | 3.5 | 2.2 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |
| 少数股东损益 | 669.8 | 868.6 | 2,015.9 | 2,320.5 | 2,425.8 | EV/EBITDA | 12.3 | 7.4 | 6.3 | 5.1 | 4.1 |
| 营运资金的变动 | -359.9 | 2,303.8 | -2,025.6 | -89.7 | 9.3 | CAGR(%) | 61.2% | 33.1% | 36.9% | 61.2% | 33.1% |
| 经营活动产生现金流 | 4,602.4 | 7,348.8 | 9,271.3 | 12,433.9 | 13,523.7 | PEG | 0.7 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| 投资活动产生现金流 | -5,224.6 | -3,969.6 | 13.3 | 28.2 | 31.4 | ROIC/WACC | 0.9 | 1.5 | 2.5 | 2.9 | 3.4 |
| 融资活动产生现金流 | 1,756.3 | -3,504.3 | -8,020.6 | -11,877.0 | -2,883.5 | REP | 1.9 | 1.2 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。