

公司研究/季报点评

2017年04月16日

基础化工/化工新材料 II

投资评级：增持（维持评级）

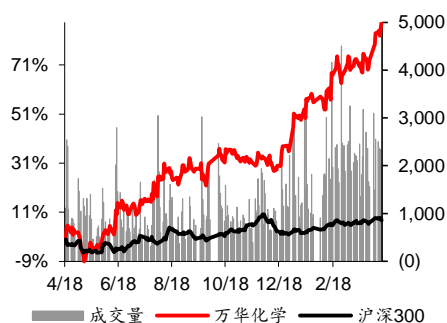
当前价格(元): 29.53
合理价格区间(元): 32.9-38.0

刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

相关研究

- 1 《万华化学(600309,增持): 年报符合预期, 2017 有望再上台阶》2017.04
- 2 《万华化学(600309,增持): 2016 年净利润增长 129%, MDI 高景气延续》2017.02
- 3 《万华化学(600309,增持): 全年业绩超预期, Q4 净利再创新高》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

Q1 业绩超预期, 全年确定性高增长

万华化学(600309)

2017 年一季度净利再创新高, 超过市场预期

万华化学发布 2017 年一季度报, 实现营收 110 亿元, 同比增 108%, 净利 22 亿元, 同比增 395%, 环比增 86%, 再创历史新高, 以最新股本 22.78 亿股计算, 对应 EPS 0.96 元, 超市场预期。

MDI 盈利大增是业绩增长主因

2017Q1 公司聚氨酯系列产品实现营收 60.8 亿元 (去年同期总营收 53.0 亿元), 销量为 40 万吨。受益于行业格局深度优化, 2017Q1 纯 MDI/聚合 MDI 均价大幅上涨, 华东市场价分别为 2.78/2.55 万元/吨, 同比提升 89%/145%, 环比提升 19%/31%, 而原料纯苯均价同比涨幅仅 67%, MDI 盈利大幅改善, 推动业绩增长。

石化项目景气回升, PDH 盈利有望持续改善

2017Q1 公司石化系列产品实现营收 33.2 亿元, 销量 67 万吨 (2016 全年为 128 万吨), 油价回升背景下, 主要石化产品价格出现不同程度回升: 山东地区丙烯/MTBE 均价同比上涨 47%/16%, 华东地区环氧丙烷/丙烯酸均价同比上涨 38%/80%, 石化项目开工率及产品价格同步提升带动公司业绩上行。进入二季度, 伴随 LPG 消费淡季来临, 原油价格强势状态下, 原料丙烷价格阶段性下行有利于公司 PDH 环节盈利改善。

匈牙利博苏资产存注入预期

2017 年 4 月 13 日, 公司发布公告, 根据目前市场状况及匈牙利 BorsodChem (博苏) 的运营情况, 预计其未来 12 个月内不会出现正常的经营性亏损, 经上市公司与大股东万华实业集团协商, 拟在 2018 年底之前提出解决同业竞争方案, 以解决同业竞争问题。博苏目前具备 MDI/TDI 产能分别为 32/25 万吨。

拟在美国新建 MDI 装置

近期, 公司宣布计划在美国路易斯安那州合资建设 40 万吨/年 MDI 装置, 项目总投资 11.2 亿美元, 其中公司预计将投资 9.54 亿美元, 项目有望于 2020 年建成; 该装置着眼路易斯安那州丰富的天然气及其他原料供应、密西西比河提供的天然深水码头, 有望形成较强竞争优势; 公司正在进行项目选址并开展前期工作, 预计于年内确定具体场址。

重申“增持”评级

我们预计公司 MDI 业务将延续强势, 石化业务逐步进入良性发展阶段; 水性涂料、聚碳酸酯等高附加值项目也将有序进入产出期; 鉴于公司一季度业务好于预期, 且 MDI 价格维持强势、石化业务盈利改善, 我们上调公司 2017、2018 年 EPS 至 3.15/3.60 元, 重申“增持”评级。考虑可比公司估值水平、MDI 历史价格情况及后续趋势, 给予 2017 年 10.5-12 倍 PE, 维持对应目标价格区间 32.9-38.0 元。

风险提示: 原料价格上涨风险、下游需求持续低迷风险、新项目投产不达预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,278
流通 A 股(百万股)	2,162
52 周内股价区间(元)	14.29-29.53
总市值(百万元)	67,279
总资产(百万元)	56,918
每股净资产(元)	8.55

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19,492	30,100	44,150	51,738	62,042
+/-%	(11.75)	54.42	46.68	17.19	19.92
净利润(百万元)	1,610	3,679	7,178	8,196	9,404
+/-%	(33.46)	128.57	95.09	14.18	14.74
EPS (元, 最新摊薄)	0.71	1.62	3.15	3.60	4.13
PE (倍)	41.80	18.29	9.37	8.21	7.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测调整

鉴于公司一季度业务好于预期，且 MDI 价格维持强势、石化业务盈利改善，我们上调公司盈利预测，预计 17/18 年实现归母净利润 71.8/82.0 亿元，对应 EPS 3.15/3.60 元（调整前为 2.53/2.95 元），重申“增持”评级。考虑可比公司估值水平、MDI 历史价格情况及后续趋势，给予 2017 年 10.5-12 倍 PE，对应目标价格区间 32.9-38.0 元。

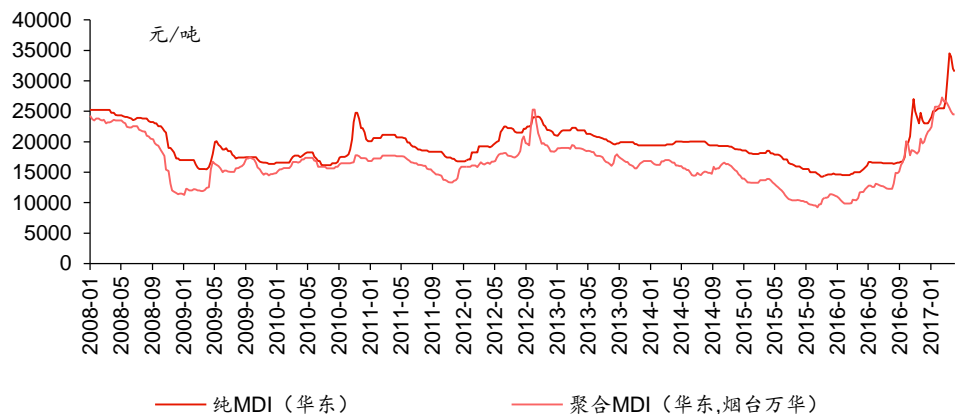
图表1：盈利预测调整详情

		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	调整前	19,492	30,100	40,700	47,800	55,938
	调整后	19,492	30,100	44,150	51,738	62,042
	(+/-) %	-	-	8.5%	8.2%	10.9%
毛利润（百万元）	调整前	13,620	20,745	25,906	30,742	36,308
	调整后	13,620	20,745	27,461	32,678	39,790
	(+/-) %	-	-	6.0%	6.3%	9.6%
归母净利润（百万元）	调整前	1,610	3,679	5,768	6,731	7,719
	调整后	1,610	3,679	7,178	8,196	9,404
	(+/-) %	-	-	24.4%	21.8%	21.8%
EPS（元）	调整前	0.71	1.62	2.53	2.95	3.39
	调整后	0.71	1.62	3.15	3.60	4.13
	(+/-) %	-	-	24.4%	21.8%	21.8%

资料来源：华泰证券研究所

核心产品价格走势

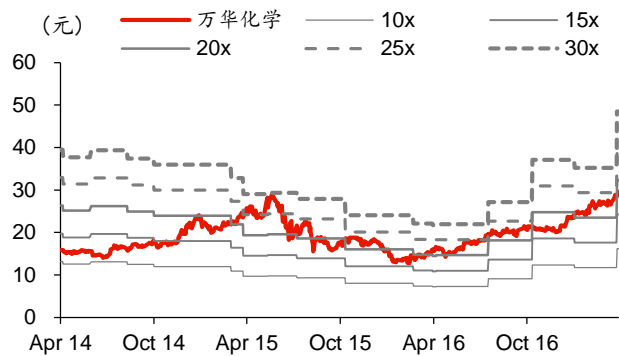
图表2：MDI 价格走势



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

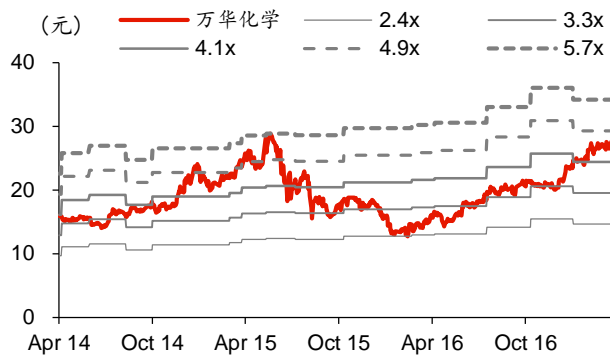
PE/PB- Bands

图表3: 万华化学历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 万华化学历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,027	13,236	19,606	28,351	35,958
现金	2,066	1,987	3,396	9,447	13,654
应收账款	1,214	1,715	2,744	3,217	3,859
其他应收账款	142.15	126.06	397.35	465.64	558.37
预付账款	370.99	239.23	549.22	653.56	795.79
存货	4,194	4,337	6,605	7,893	9,386
其他流动资产	3,039	4,831	5,915	6,674	7,704
非流动资产	36,778	37,529	38,352	42,718	50,833
长期投资	186.13	363.30	363.30	363.30	363.30
固定投资	20,046	28,468	30,087	34,180	41,261
无形资产	2,252	2,612	2,938	3,272	3,586
其他非流动资产	14,293	6,086	4,964	4,903	5,622
资产总计	47,804	50,765	57,958	71,069	86,791
流动负债	19,273	22,601	19,030	21,927	25,288
短期借款	9,638	8,501	2,500	3,000	3,300
应付账款	3,400	3,467	6,865	8,170	9,947
其他流动负债	6,235	10,633	9,665	10,758	12,040
非流动负债	13,708	9,830	8,175	6,709	5,237
长期借款	11,440	9,333	7,833	6,333	4,833
其他非流动负债	2,268	496.33	341.84	375.86	403.26
负债合计	32,981	32,431	27,206	28,637	30,524
少数股东权益	3,252	3,512	6,292	9,776	14,206
股本	2,162	2,162	2,278	2,278	2,278
资本公积	48.34	48.41	2,393	2,393	2,393
留存公积	9,356	12,603	19,789	27,985	37,389
归属母公司股	11,571	14,822	24,460	32,656	42,061
负债和股东权益	47,804	50,765	57,958	71,069	86,791

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	4,602	7,349	11,656	14,954	17,547
净利润	2,280	4,548	9,958	11,680	13,834
折旧摊销	1,546	2,762	2,605	3,071	3,805
财务费用	841.24	889.95	1,048	604.41	295.13
投资损失	(3.39)	(52.75)	(40.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(22.46)	(926.76)	(1,922)	(490.76)	(494.40)
其他经营现金	(38.58)	127.86	6.02	100.09	117.37
投资活动现金	(5,225)	(3,970)	(3,383)	(7,428)	(11,910)
资本支出	5,160	4,113	3,000	7,000	11,500
长期投资	100.00	15.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	35.86	158.88	(382.64)	(427.90)	(409.76)
筹资活动现金	1,756	(3,504)	(6,864)	(1,475)	(1,431)
短期借款	5,141	(1,136)	(6,001)	500.00	300.00
长期借款	(1,397)	(2,107)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
普通股增加	0.00	0.00	116.01	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.07	2,344	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,988)	(261.05)	(1,823)	(475.42)	(230.58)
现金净增加额	1,068	(99.44)	1,409	6,051	4,207

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,492	30,100	44,150	51,738	62,042
营业成本	13,620	20,745	27,461	32,678	39,790
营业税金及附加	95.65	203.76	264.90	310.43	372.25
营业费用	847.27	1,166	1,280	1,552	1,892
管理费用	1,282	1,423	1,678	2,018	2,451
财务费用	841.24	889.95	1,048	604.41	295.13
资产减值损失	(8.35)	74.30	75.00	50.00	40.00
公允价值变动收益	(3.47)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.39	52.75	40.00	10.00	10.00
营业利润	2,815	5,651	12,383	14,535	17,212
营业外收入	302.31	89.75	155.00	165.00	181.50
营业外支出	162.88	87.20	90.00	100.00	100.00
利润总额	2,954	5,653	12,448	14,600	17,293
所得税	674.89	1,105	2,490	2,920	3,459
净利润	2,280	4,548	9,958	11,680	13,834
少数股东损益	669.82	868.65	2,780	3,484	4,430
归属母公司净利润	1,610	3,679	7,178	8,196	9,404
EBITDA	5,202	9,303	16,036	18,210	21,312
EPS (元)	0.71	1.62	3.15	3.60	4.13

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(11.75)	54.42	46.68	17.19	19.92
营业利润	(32.09)	100.73	119.15	17.38	18.42
归属母公司净利润	(33.46)	128.57	95.09	14.18	14.74
获利能力 (%)					
毛利率	30.13	31.08	37.80	36.84	35.87
净利率	8.26	12.22	16.26	15.84	15.16
ROE	13.91	24.82	29.35	25.10	22.36
ROIC	7.54	13.99	26.73	26.92	26.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.99	63.88	46.94	40.29	35.17
净负债比率 (%)	71.53	67.47	50.03	44.49	38.01
流动比率	0.57	0.59	1.03	1.29	1.42
速动比率	0.35	0.39	0.68	0.93	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.61	0.81	0.80	0.79
应收账款周转率	13.49	18.26	17.61	15.42	15.58
应付账款周转率	4.53	6.04	5.32	4.35	4.39
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.71	1.62	3.15	3.60	4.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.02	3.23	5.12	6.56	7.70
每股净资产 (最新摊薄)	5.08	6.51	10.74	14.33	18.46
估值比率					
PE (倍)	41.80	18.29	9.37	8.21	7.15
PB (倍)	5.81	4.54	2.75	2.06	1.60
EV_EBITDA (倍)	17.29	9.67	5.61	4.94	4.22

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com