

强烈推荐-A (维持)

万华化学 600309.SH

当前股价: 29.53 元

2017 年 04 月 16 日

1Q17 净利润同比增加 398%，彰显超强盈利能力

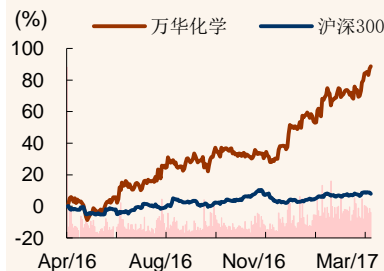
万华化学报告之十四

基础数据

上证综指	3246
总股本 (万股)	227834
已上市流通股 (万股)	216233
总市值 (亿元)	673
流通市值 (亿元)	639
每股净资产 (MRQ)	8.6
ROE (TTM)	27.9
资产负债率	58.9%
主要股东	万华实业集团有限公
主要股东持股比例	47.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	40	86
相对表现	10	35	80



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万华化学 (600309) — 管理不断优化, 业务全面开花, 业绩大幅提升, 万华化学报告之十三》2017-04-11
- 2、《万华化学 (600309) — 16 年业绩快报实现净利润 36.8 亿元 万华化学报告之十二》2017-02-16
- 3、《万华化学 (600309) — 17 年 2 月聚合 MDI 挂牌价为 24000 元/吨。

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn

S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn

S1090516110001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

公司公布 2017 年一季报: 报告期内实现营业总收入 110.07 亿元, 同比增长 107.70%; 营业利润 32.98 亿元, 同比增长 404.28%; 归母扣非净利润 21.67 亿元, 同比增长 397.66%。实现每股收益 0.96 元 (去年同期 0.21 元), 每股净资产 8.55 元。公司加权平均净资产收益率 12.84%, 较去年同期增加 9.08 个百分点。

评论:

1、2017 年一季度业绩同比大幅增长主要是 MDI 价格上涨和石化产品销售增加。

1Q2017 实现收入 100.07 亿元, 同比增长 107.70%, 环比增长 20.07%。从主要产品价格变动看, MDI 方面, 1Q2017 纯 MDI 市场均价 27422 元/吨 (4Q2016 均价 23085 元/吨, 1Q2016 是 15300 元/吨), 同比增长 79.23%, 环比增长 18.78%; 聚合 MDI 市场均价 24855 元/吨, 同比增长 158.20%, 环比增长 30.77%。石化业务是去年二季度负荷开始缓慢提升, 因此报告内公司收入同比大幅增长主要是 MDI 价格同比变化较大且石化装置投产带来, 环比增长主要是 MDI 价格上涨带来。报告期内净利润实现 25.88 亿元, 归母净利润实现 21.95 亿元, 环比增长 86.17%, 且高于 16 年任何单季净利润。从主要产品盈利空间观察, 我们认为净利润增长的主要贡献依然是 MDI 业务, 产品和原材料的价差环比增加 30% 以上。

2、MDI 行业维持景气, 石化业务综合盈利较强, 六大事业部仍保持快速增长。

报告期内, 公司聚氨酯系列实现收入 60.80 亿元, 销量 40 万吨, 在有春节影响的情况下实现了较高的产销水平, 显示出行业的高景气。石化系列实现收入 33.16 亿元 (2016 年收入 82.60 亿元), 由于 16 年尚未全年满负荷运行, 因此 17 年该业务销量有望翻倍增长。同时假设原油价格 17 年均衡在 55 美元/桶, 将会推升丙稀全年价格中枢, 而丙烷的生产格局不支持同比例上涨的情况下, 我们看好今年公司石化装置的综合盈利水平。另外, 公司功能材料板块实现收入 3.85 亿元 (2016 年收入 12.35 亿元), 特种化学品板块实现收入 4.26 亿元 (14.97 亿元), 这两大业务产品周期性偏弱, 技术壁垒较高, 盈利能力平稳且较高, 未来有望继续保持快速增长。

3、公司新建项目在 17-18 年陆续投产。

公司年产 30 万吨 TDI 项目将于 2018 年 6 月份完工。烟台工业园 20 万吨 PC 项目一期 7 万吨于 17 年 5 月完工, 二期项目将在 19 年 3 月完工。3 万吨 SAP 项目将在 18 年 3 月完工。

#### 4、维持“强烈推荐-A”的投资评级。

我们上篇报告曾预计 17Q1 净利润有望历史新高，目前实际数据符合预期。根据我们的假设，2017-2018 年公司每股收益分别为 3.95 元和 4.21 元，对应市盈率分别为 7.5 和 7.0 倍，维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。

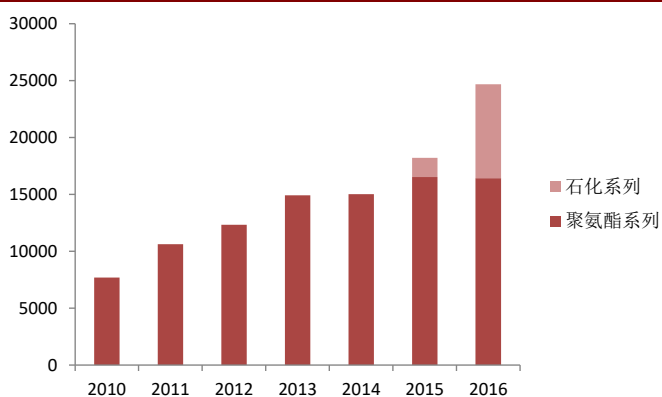
**5、风险提示。**公司 MDI 产品价格大幅下跌风险；石油价格大幅下跌风险；特种化工产品市场推广低于预期风险；

表 1：万华化学单季度归属净利润及同比增速

项目		绝对额 (百万元)				同比增速			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
归属净利润	2013	742	796	799	555	68%	47%	20%	-21%
	2014	753	652	693	322	1%	-18%	-13%	-42%
	2015	471	548	417	174	-37%	-16%	-40%	-46%
	2016	444	924	1132	1179	-6%	69%	171%	578%
	2017	2195				395%			
收入	2013	4776	5200	5398	4864	46%	34%	27%	8%
	2014	5136	6528	6095	4328	8%	26%	13%	-11%
	2015	4536	5507	4746	4704	-12%	-16%	-22%	9%
	2016	5300	7176	8456	9168	17%	30%	78%	95%
	2017	11007				108%			

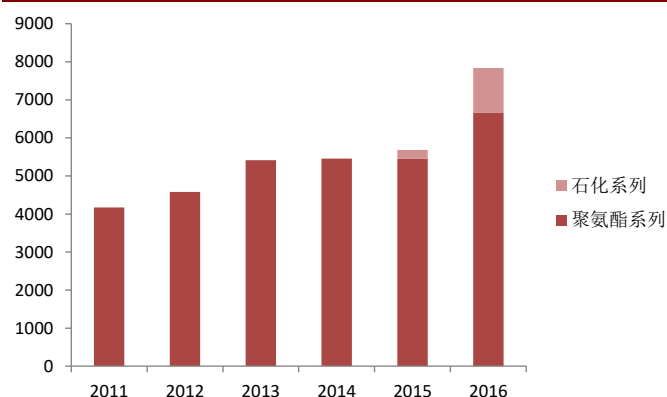
资料来源：Wind、招商证券

图 4：万华化学分业务收入结构 (百万元)



资料来源：wind、招商证券

图 5：万华化学分业务毛利结构 (百万元)



资料来源：wind、招商证券

图 6：万华化学历史 PE Band

图 7：万华化学历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



资料来源：贝格数据、招商证券

**参考报告：**

- 1、《万华化学（600309）-春暖花开已至，新业务蓬勃可期》2016/5/18  
认为公司已度过最差时刻，并详细分析了我们最为看好的新材料业务。
- 2、《万华化学（600309）报告之二（2016年）-弹性有多高？空间有多大？》2016/6/17  
详细分析公司对产品的业绩弹性，以及涨价的原因和未来判断。
- 3、《万华化学（600309）报告之三（2016年）-新变化在哪里？》2016/7/28  
分析了公司2季度出现的新的变化，以及对公司盈利的影响。
- 4、《万华化学（600309）报告之四（2016年）-中报净利13亿，略超预期》2016/8/1
- 5、《万华化学（600309）报告之五（2016年）-聚合MDI价格创年内新高。万华化学报告之五（2016年）》2016/8/29
- 6、《万华化学（600309）报告之六（2016年）-与BGN合作，公司实现生产贸易一体化。》2016/9/13
- 7、《万华化学（600309）报告之七（2016年）-MDI供给多事之秋，带来业绩高速增长。》2016/10/11
- 8、《万华化学（600309）报告之八（2016年）-2016年1-9月归母净利润同比增长74%》
- 9、《万华化学（600309）报告之九-丙烯、环丙价格大涨，石化业务值得看好》2016/12/21
- 10、《万华化学（600309）报告之十-2016年业绩预告归母净利润36.8亿元》2016/1/17
- 11、《万华化学（600309）报告之十一-17年2月聚合MDI挂牌价为每吨24000元》2017/1/24
- 12、《万华化学（600309）报告之十二-16年业绩快报实现净利润36.8亿元》2017/2/15
- 13、《万华化学（600309）报告之十三-16年管理不断优化，业务全面开花，业绩大幅提升》2017/4/10

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	9757	11027	13236	21577	23113
现金	1025	2066	1987	3168	3391
交易性投资	8	0	0	0	0
应收票据	2348	1224	3608	6125	6550
应收款项	1342	1214	1715	2877	3077
其它应收款	128	142	126	214	229
存货	3010	4194	4337	6744	7245
其他	1897	2186	1462	2449	2621
<b>非流动资产</b>	31836	36778	37529	45225	52086
长期股权投资	89	186	363	363	363
固定资产	15195	20046	28468	36429	43527
无形资产	1612	2252	2612	2350	2115
其他	14940	14293	6086	6083	6080
<b>资产总计</b>	<b>41592</b>	<b>47804</b>	<b>50765</b>	<b>66802</b>	<b>75199</b>
<b>流动负债</b>	13234	19273	22601	27765	27465
短期借款	4496	9638	8501	12901	11603
应付账款	2615	3400	3467	5401	5802
预收账款	764	711	1497	2331	2505
其他	5359	5524	9136	7132	7556
<b>长期负债</b>	15072	13708	9830	9830	9830
长期借款	12838	11440	9333	9333	9333
其他	2235	2268	496	496	496
<b>负债合计</b>	<b>28306</b>	<b>32981</b>	<b>32431</b>	<b>37595</b>	<b>37295</b>
股本	2162	2162	2162	2162	2162
资本公积金	36	52	56	56	56
留存收益	8396	9356	12603	21462	28008
少数股东权益	2692	3252	3512	5527	7677
归属于母公司所有者权益	10594	11571	14822	23680	30227
<b>负债及权益合计</b>	<b>41592</b>	<b>47804</b>	<b>50765</b>	<b>66802</b>	<b>75199</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	4021	4602	7349	12804	16348
净利润	2419	1610	3679	8534	9107
折旧摊销	989	1546	2762	3350	4186
财务费用	598	694	975	1303	1269
投资收益	1	(3)	(53)	(53)	(53)
营运资金变动	(639)	133	(767)	(2368)	(319)
其它	652	623	752	2037	2157
<b>投资活动现金流</b>	(9026)	(5225)	(3970)	(11051)	(11051)
资本支出	(9050)	(5160)	(4113)	(11051)	(11051)
其他投资	24	(64)	144	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	5001	1756	(3504)	(572)	(5074)
借款变动	4656	2874	(902)	354	(1298)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	17	4	0	0
股利分配	(432)	(324)	0	324	(2560)
其他	772	(810)	(2606)	(1250)	(1216)
<b>现金净增加额</b>	<b>(4)</b>	<b>1134</b>	<b>(125)</b>	<b>1181</b>	<b>222</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	22088	19492	30100	51090	54642
营业成本	15270	13620	20745	32315	34715
营业税金及附加	108	96	204	346	370
营业费用	700	847	1166	1979	2117
管理费用	1359	1282	1423	2044	2186
财务费用	434	841	890	1303	1269
资产减值损失	74	(8)	74	30	30
公允价值变动收益	3	(3)	0	0	0
投资收益	(1)	3	53	53	53
<b>营业利润</b>	4145	2815	5651	13126	14009
营业外收入	265	302	90	90	90
营业外支出	242	163	87	87	87
<b>利润总额</b>	4169	2954	5653	13129	14011
所得税	951	675	1105	2580	2754
<b>净利润</b>	3218	2280	4548	10549	11257
少数股东损益	798	670	869	2015	2150
<b>归属于母公司净利润</b>	2419	1610	3679	8534	9107
<b>EPS (元)</b>	1.12	0.74	1.70	3.95	4.21

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	9%	-12%	54%	70%	7%
营业利润	-3%	-32%	101%	132%	7%
净利润	-16%	-33%	129%	132%	7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.9%	30.1%	31.1%	36.7%	36.5%
净利率	11.0%	8.3%	12.2%	16.7%	16.7%
ROE	22.8%	13.9%	24.8%	36.0%	30.1%
ROIC	10.7%	7.3%	13.1%	22.5%	20.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.1%	69.0%	63.9%	56.3%	49.6%
净负债比率	47.7%	49.3%	43.1%	33.3%	27.8%
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.8	0.7
存货周转率	5.8	3.8	4.9	5.8	5.0
应收帐款周转率	18.4	15.3	20.6	22.3	18.4
应付帐款周转率	6.2	4.5	6.0	7.3	6.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.12	0.74	1.70	3.95	4.21
每股经营现金	1.86	2.13	3.40	5.92	7.56
每股净资产	4.90	5.35	6.85	10.95	13.98
每股股利	0.15	0.00	-0.15	1.18	1.26
<b>估值比率</b>					
PE	26.4	39.7	17.4	7.5	7.0
PB	6.0	5.5	4.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	15.5	16.7	9.3	4.8	4.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。