



2017-05-21

公司深度报告

买入/维持

万华化学(600309)

目标价: 32.85

昨收盘: 23.69

化工 化学制品

万华化学跟踪报告：17 矣，18 何？——兼谈 MDI 的合理价格在哪里？

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,734/2,595
总市值/流通(百万元)	63,238/60,018
12 个月最高/最低(元)	31.34/15.14

相关研究报告：

《万华化学(600309)一季报点评：一季度业绩超预期，全年有望维持高增长》--2017/04/16

《主要产品价格上涨和石化产品放量带来去年业绩大幅增长，一季度有望再超预期》--2017/04/11

《聚合 MDI 十月挂牌价较上月大幅提升，回归历史最好盈利区间》--2016/09/28

证券分析师：杨伟

执业资格证书编码：S1190517030005

研究助理：陈振华

电话：010-88321630

E-MAIL: chenzh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190115080035

报告摘要

17 年业绩增长确定性无疑，明年 MDI 均价下降是必然但无需太悲观。

MDI17 年均价我们认为很大可能将是近几年的一个高点，无论往前还是往后看，在有新增产能的背景下不可能再期望价格能回到年初的高点，18 年均价下降将是大概率会发生的事。那么是否悲观？从全球范围看，我们去年和今年看到的一幅图像是在产能冲向新高的同时，价格也刷新了我们的认知。2015 年万华烟台工业园投产是近两年主要的新增产能(扣除原老厂区的 20 万吨加上联恒的扩建和重庆巴斯夫的一点点贡献预计这个数字在 60 万吨左右)，然而价格除了 15 年随着油价的下跌虚晃一枪以外，16 年不断上升。我们无法判断如果没有油价的因素 15 年底-16 年初 MDI 价格的底部在哪里，但从需求面上看，似乎全球的支撑对于 60 万吨的新增产能消化力很强。去年 6% 的增速意味着全球新增了 35 万吨需求，我们以一个中性的增速(4%) 预估今明两年的新增需求将分别是 25 万吨和 26 万吨。在 17 年整体判断没有太多有效新增产能的情况下，今年公司的销量也有望提升，毕竟 2016 年出了 930 事故对公司产出有一定影响，全年开工率平均不到 7 成。而后 Sadara 和联恒投产后，离万华美国装置投产将迎来平静的 5 年左右时间，期间各家只能依靠小规模技改扩建等来满足市场的新增需求，从这点上我们也可以理解在目前开工率还没满的情况下，公司自身名义产能又扩大了 20 万吨。

18 年业绩能维持在什么水平关系到当前估值，合理的 MDI 价格是多少是关键问题。

当前在高点上市场不愿给予更高的估值原因在于预期 18 年 MDI 价格下降之后，业绩将大幅下降。客观来说，2017 年业绩预计将成为短期的一个高点，当然对于公司来说可能需要的不是太短可以重新站上这个高点，但下一次再站上这个高点可能依靠的并非 MDI 的力量，而是未来投产的 TDI，PC 以及正在慢慢成长的特种材料和功能材料。因此回归到 MDI 的合理价格水平可以让我们估测 18 年的合理业绩在哪里。如果给予 15 倍的合理估值水平的话，当前 640 的市值隐含的 18 年预期净利润只有不到 45 亿，我们认为这是个可以产生较大预期

差的数字。18 年由于有新产能释放，预计将是 MDI 价格承压的一年，短期业绩也将受到影响，但是通过历史盈利价差的梳理，我们可以看到这是一个稳定可控空间，是符合 MDI 作为一个高度寡头垄断的市场结构产品的特征的。我们保守估测了 MDI 18 年回归到正常盈利水平时，公司净利润水平仍接近 60 亿，当前股价仍低估。而再往后看，PC 和 TDI 将投产，比 MDI 更赚钱的特种材料也在成长，18 年将只作为一个可见的短期业绩低点存在，19 年将重回增长轨道。

维持买入评级：我们判断 18 年将会是未来几年内的一个低点，但在原油市场不出现大幅向下波动的情况下，当前的市场结构仍可控。往后其他新产品投产将带来业绩新的增量。我们预计公司 17-18 年归属于上市公司股东净利润分别为 80 亿和 60 亿，以当前最新股本计 EPS 分别为 2.93 元，2.19 元，对应 PE 分别为 8 倍，11 倍。维持买入评级，目标价 32.85 元，对应 18 年预测净利润 15 倍估值。

风险提示：原油价格大幅下跌，房地产市场大幅下跌

■ 盈利预测和财务指标：

	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19492.38	30099.86	42787.00	43315.00
(+/-%)	-11.75%	54.42%	42.15%	1.23%
净利润(百万元)	1609.74	3679.42	7985.24	5977.41
(+/-%)	-33.46%	128.57%	117.02%	-25.14%
摊薄每股收益(元)	0.589	1.346	2.921	2.186
市盈率(PE)	40.24	17.60	8.11	10.84

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 MDI 价格暴涨仍贡献主要业绩增量	5
(一) 今明两年 MDI 行情或可参考 12-13 年	5
(二) 衡量 18 年的业绩需要回答“合理的 MDI 价格在哪里？”	6
(三) 上半年净利润估测 50 亿元左右。	8
(四) 全年保守预测净利润 75 亿以上，弹性仍在 MDI	8
(五) 18 年按照历史稳定的盈利中枢水平测算净利润水平接近 60 亿	9
二、 投资建议	10
三、 风险提示	10

图表目录

图表 1: MDI 价格和万华化学股价走势	5
图表 2: 万华化学历年归属于上市公司股东净利润	6
图表 3: 基于纯苯的聚合 MDI 价差图	7
图表 4: 聚合 MDI 历年平均价差统计 (单位: 元/吨)	7
图表 5: 上半年剩余时间均价不同假设情况下 MDI 归属于上市公司股东净利润	8
图表 6: 下半年不同 MDI 均价假设下全年 MDI 净利润测算	9
图表 7: PE-BAND	10
图表 8: PB-BAND	10

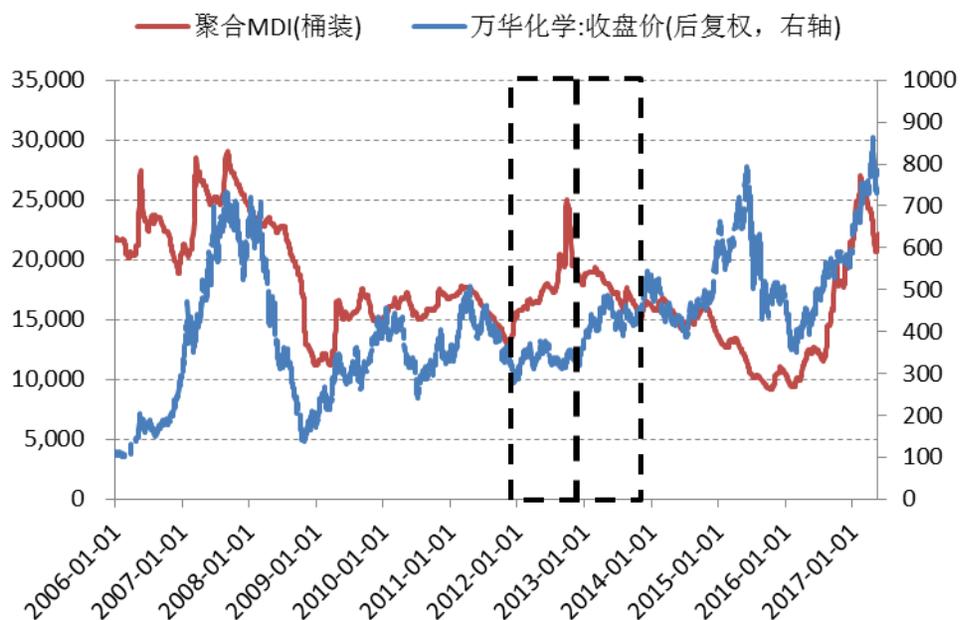
一、 MDI 价格暴涨仍贡献主要业绩增量

公司虽然已经慢慢转型综合性的多元化工巨头，但是 MDI 价格仍对公司业绩呈现高弹性特征。今年一季度受 MDI 高价影响，同比增幅巨大。由于高价 MDI 的影响，同时价格下滑粘性，我们不担心今年业绩的增长，从更长的时间范围看我们认为市场其实更多的担心在于新产能的释放会给价格带来多大的压力。尤其是 18 年在均价下降的基础上会出现多大的业绩降幅是目前市场不敢给予更高估值的主因，如果以 15 倍作为合理估值水平，当前的市值隐含的市场对公司 18 年净利润水平仅仅为 43 亿。同时股东大会上公司董事长对于 MDI 高于 2 万元/吨的价格判定为不合理的论述也对市场产生一定影响，应该说公司是从一个可持续发展的角度去论述的。那么做出不合理的判定必然是基于公司在某个层面上有一个锚，即虽然市场的价格大势公司无法左右，但正常的价格水平无论是行业还是公司心里是有数的，本文对此作探讨。

(一) 今明两年 MDI 行情或可参考 12-13 年

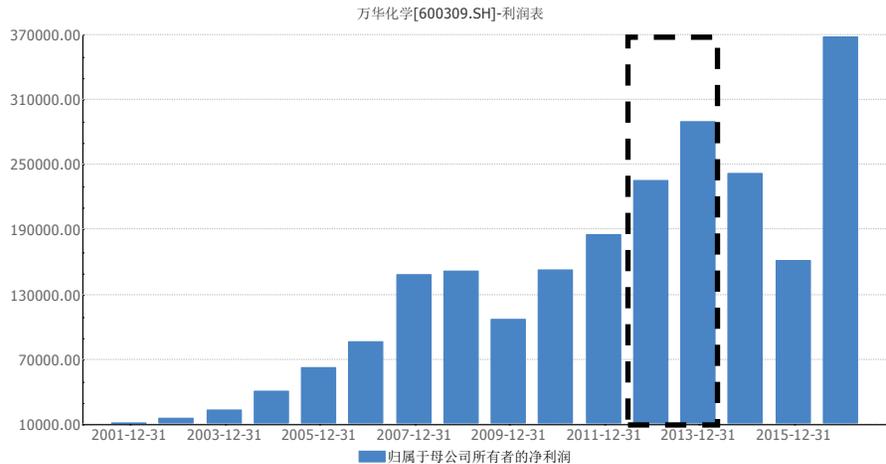
从过去 10 年的 MDI 价格走势看，总共出现 4 波价格超过 2 万元/吨且达到或接近历史高点的行情，2 次发生在 2007 年，1 次发生在 2012 年，1 次发生在 2017 年。而每次高点之后基本都是一轮大暴跌，这也可以解释目前市场对于业绩高点时股价反而更谨慎的原因。整体上 2012-2013 年行情更具可参照性。观察 2012 年-2013 年 MDI 价格，公司股价以及业绩有 2 个明显的特征：

图表 1：MDI 价格和万华化学股价走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：万华化学历年归属于上市公司股东净利润



1，MDI 价格先于股价见顶，这与本轮周期类似，无论后期股价是否再创新高。

2，2013 年 MDI 价格一路单边下滑，但股价在年中出现低点后仍继续向上。同时 2013 年业绩也仍然保持了增长。

理解上也比较容易，MDI 价格的上涨催化公司业绩释放，而股价总是会由于市场怀疑涨价的持续性而出现滞后。而 MDI 价格的下滑相比暴涨周期明显是更缓慢的（如果不发生系统性风险的话），因此对于 MDI 从高点下降周期的股价来说仍有可能再创新高，缘于从高点下行时上半段仍是高价位区间。以上一段 MDI 周期为例，从最低点到最高点历时 1 年，而从最高点到最低点走完是 3 年，也就是从高点下来的一年半的时间仍是相对高位，因此仍能带来业绩弹性，期间如果量也有所增长的话，业绩续增在价格下降阶段也不是不可能。

（二）衡量 18 年的业绩需要回答“合理的 MDI 价格在哪里？”

当前在最高点上市场不愿给予更高的估值原因在于预期 18 年 MDI 价格下降之后，业绩将大幅下降。客观来说，2017 年业绩预计将成为短期的一个高点，当然对于万华来说可能需要的时间不是太短就可以重新站上这个高点，但下一次再站上这个高点可能依靠的并非 MDI 的力量，而是未来投产的 TDI，PC 以及正在慢慢成长的特种材料和功能材料。因此回归到 MDI 的合理价格水平可以让我们估测 18 年的合理业绩在哪里。如果给予 18 年 15 倍的估值水平的话，当前 640 的市值隐含的 18 年净利润水平只有不到 45 亿，我们认为这是个可以产生较大预期差的数字。18 年由于有新产能投产和释放，预计将是 MDI 价格承压的一年，但是从过往的历史看，我们认为也不必太悲观。

相比价格走势，很明显，代表 MDI 真实盈利水平的价差图更有层次性。我们统计了过去十年的盈利水平数据如下，我们发现，除了几个可以找到原因的异常年份以外，整体 MDI 的盈利水平处于一个可控的空间水平之中，符合该产品的寡头垄断市场结构特征。因此我们判定公司对于所谓合理价格的判断锚更大在于盈利空间上。（2014 年和 2015 年的弱势，这两年的较大变化是原油价格的大幅下滑，从 2014 年中的 100 美元以上跌至 2016 年初的 25 美元左右，这对所有石化产品都是巨大的打击，价格脱离了基本面，也因此 MDI 出现了一个历史最低的盈利水平点。）

图表 3：基于纯苯的聚合 MDI 价差图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

从 2009-2013 年这五年时间里市场是处于一个非常可控的稳定的盈利空间水平之中，也与过去十年的中位数接近，上取高点，下取低点，我们认为整体的合理盈利区间正是该部分，中枢 10000-11000 元/吨左右的价差空间。即在当前的成本水平下，我们认为所谓“合理的价格”区间在 13100 元/吨-18300 元/吨左右的水平区间（聚合 MDI）。

图表 4：聚合 MDI 历年平均价差统计（单位：元/吨）

年份	平均价差	年份	平均价差
2007	18815	2012	11854
2008	14418	2013	10626
2009	11066	2014	9363
2010	11206	2015	7689
2011	10229	2016	10074
中位数	11310	平均数	12240

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 上半年净利润估测 50 亿元左右

基于以上判断的合理盈利区间，以及目前位置的 MDI 价格，我们对未来净利润水平做出初步测算。

假设：1，粗 M 分离比 7：3。

2，当前的单吨制造费用，能耗，三费水平均维持不变，即未来的利润来源主要以价差贡献。

图表 5：上半年剩余时间均价不同假设情况下 MDI 归属于上市公司股东净利润

2017H		
聚 M	/	归属于上市公司股东净利润（万元）
目前为止的均价（元/吨）	24290	/
上半年剩余时间均价（元/吨）	20000	329718
	19000	322946
	18000	316174
	17000	309401
	16000	302629
纯 M	/	/
目前为止的均价（元/吨）	28300	/
上半年剩余时间均价（元/吨）	24000	125925
	23000	123023
	22000	120121
	21000	117218
	20000	114316

资料来源：WIND，太平洋证券整理

由于今年上半年 75% 时间已过，后期假设均价变化整体对业绩弹性已经较小，经过测算上半年 MDI 部门归属于上市公司股东净利润将在 31+12=43 亿元水平左右。加上石化和材料部门，我们估算今年上半年净利润在 50 亿元左右。

(四) 全年保守预测净利润 75 亿以上，弹性仍在 MDI

目前对于全年的业绩估计的主要分歧在于未来 MDI 价格的走势，由于 MDI 价格对于公司整体业绩弹性极大，后期不同的走势水平对全年业绩会产生 10-15 亿左右的空间弹性，但是由于上半年的业绩支撑，整体仍会有一定的下限。我们在全年不同的 MDI 均价水平下估测了相应的净利润。我们倾向于全年 MDI 部门净利润水平在 64 亿，隐含的聚合 MDI 下半年均价为 17000 元/吨，全年 20000 元/吨左右。加上石化材料部门，我们估算公司今年全年净利润接近 80 亿。下半年即使以

更保守的 16000 元/吨计，MDI 部门净利润水平也将达到 60 亿，总利润也在 75 亿以上。

图表 6：下半年不同 MDI 均价假设下全年 MDI 净利润测算

聚 M	/	全年归属于上市公司股东净利润（万元）
下半年均价（元/吨）	20000	549437
	19000	522349
	18000	495261
	17000	468172
	16000	441084
纯 M	/	/
下半年均价（元/吨）	24000	204341
	23000	192732
	22000	181123
	21000	169513
	20000	157904

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（五）18 年按照历史稳定的盈利中枢水平测算净利润水平接近 60 亿

对于 18 年业绩测算我们按照上文得出的历史 MDI 稳定盈利空间进行，即我们假设 2018 年 MDI 的行情回复到历史稳定可控且合理的波动区间，则盈利价差空间在 10000-11000 元/吨之间。由于未来新产能释放和新增需求的增长，销量我们以 150 万吨计，据此估算 2018 年一个正常 MDI 价格区间下的公司净利润约为 56 亿，即聚合 MDI 贡献 27 亿，纯 MDI 贡献 10 亿，石化和材料部门贡献 19 亿。

需要特别指出的是，这是一个相对保守的测算，一是因为我们均是以内销扣除增值税后价格计算，而聚合 MDI 出口增值税全额返还，这部分未计。以当前公司的出口比例，这部分可以增加净利润在 2-3 亿元左右；二是我们假设了其他单位固定成本不变，而事实上随着产量的增长，无论是单位折旧还是其他单位制造费用都将下降，即规模效应的提升；三是以上净利润测算未包含其他非主营贡献（氯碱，热电等盈利部门）。

同时从历史的盈利价差空间算，实际上隐含我们对于未来，尤其是 18 年价格会大幅跌至 13000-18000 元/吨的区间，虽然我们认为这是合理的价格区间，也认为是公司内心的合理价格区间，主要是我们看到未来一年内，包括中东产能投产，联恒新产能释放，万华自身名义产能提升，重庆巴斯夫负荷提升等供给面因素叠加，因此以上测算整体是中性偏悲观基础下的估计，也是具备一定安全边际的业绩测算，期间无论是价格下滑出现一定的超预期粘性还是海外装置再出事故造成短期供给冲击对公司股价都将形成预期外利好。但是即使是在偏保守的条件下测算出来的业绩我们仍然认为当前价格低估。18 年的业绩在 17 年基础上肯定有下滑这是我们比较确定的，但 60 亿的净利润水平仍是相当厚实的业绩，尤其是 18 年只是个可见的下滑而之后又会重回增长的

轨道，另外两大光气化领域拳头产品 PC 和 TDI 即将投产，即使从全球范围内看，对于光气化工艺的理解和掌握，公司也是属于一流的，所以可以期待。

二、投资建议

我们判断 18 年将会是未来几年内的一个低点，但在原油市场不出现大幅向下波动的情况下，当前的市场结构仍可控。往后其他新产品投产将带来业绩新的增量。我们预计公司 17-18 年归属于上市公司股东净利润分别为 80 亿和 60 亿，以当前最新股本计 EPS 分别为 2.93 元，2.19 元，对应 PE 分别为 8 倍，11 倍。维持买入评级，目标价 32.85 元，对应 18 年预测净利润 15 倍估值。

三、风险提示

原油价格大幅下跌，房地产市场大幅下跌

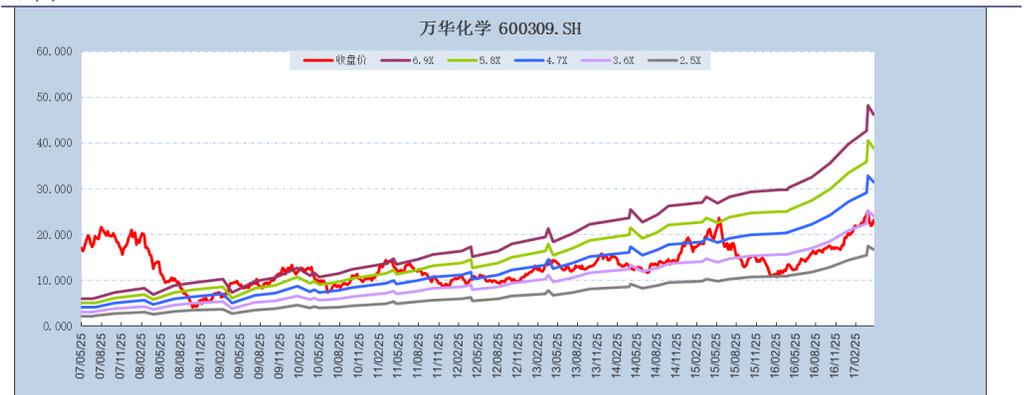
附：

图表 7：PE-Band



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：PB-Band



资料来源：WIND，太平洋证券整理

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	515.61	1606.29	929.74	427.87	433.15	营业收入	22088.37	19492.38	30099.86	42787.00	43315.00
应收和预付款项	4165.54	2951.06	5688.46	8933.68	5997.63	营业成本	15269.64	13619.97	20744.81	27208.00	30610.00
存货	3009.99	4193.85	4337.35	6972.59	5751.51	营业税金及附加	107.72	95.65	203.76	289.65	293.22
其他流动资产	1556.33	1815.31	1223.18	1223.18	1223.18	销售费用	700.43	847.27	1165.98	1625.91	1602.66
流动资产合计	9,247.47	10,566.52	12,178.73	17,557.33	13,405.47	管理费用	1358.89	1281.52	1423.28	1711.48	1689.29
长期股权投资	88.74	186.13	363.30	363.30	363.30	财务费用	434.32	841.24	889.95	899.73	846.61
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	74.27	-8.35	74.30	0.00	0.00
固定资产	15,194.71	20,046.29	28,467.94	29,060.61	24,954.50	投资收益	-1.26	3.39	52.75	0.00	0.00
在建工程	13,376.49	12,698.10	4,698.77	8,600.00	18,600.00	公允价值变动	3.47	-3.47	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	1889.16	2529.52	2889.08	2586.36	2283.64	营业利润	4145.31	2815.01	5650.53	11052.24	8273.23
长期待摊费用	33.36	0.00	17.56	8.78	0.00	其他非经营损益	23.21	139.44	2.55	0.00	0.00
其他非流动资产	996.89	980.25	662.52	653.74	644.95	利润总额	4168.53	2954.45	5653.08	11052.24	8273.23
资产总计	40793.46	47006.81	49260.35	58821.34	60251.87	所得税	950.98	674.89	1105.01	1657.84	1240.98
短期借款	4496.44	9637.86	8501.47	5713.22	6290.46	净利润	3217.55	2279.56	4548.07	9394.40	7032.24
应付和预收款项	5648.52	6608.62	7336.26	13341.86	9446.58	少数股东损益	798.18	669.82	868.65	1409.16	1054.84
长期借款	14837.52	13420.24	9333.34	9333.34	9333.34	归母股东净利润	2419.37	1609.74	3679.42	7985.24	5977.41
其他负债	2525.31	2516.85	5747.83	5747.83	5747.83						
负债合计	27507.78	32183.57	30918.90	34136.25	30818.22						
股本	2162.33	2162.33	2162.33	2162.33	2162.33						
资本公积	48.34	48.34	48.41	48.41	48.41						
留存收益	8383.41	9360.29	12610.84	17545.31	21239.05						
归母公司股东权益	10594.08	11570.97	14821.59	19756.06	23449.79						
少数股东权益	2691.59	3252.26	3512.35	4921.51	5976.35						
股东权益合计	13285.68	14823.23	18333.94	24677.57	29426.14						
负债和股东权益	40793.46	47006.81	49260.35	58821.34	60251.87						

现金流量表(百万)					
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
经营性现金流	3534.14	4380.46	7221.74	14836.87	12558.32
投资性现金流	-9025.83	-5224.61	-3969.58	-8600.00	-10000.00
融资性现金流	5001.21	1756.28	-3504.27	-6738.74	-2553.04
现金增加额	-480.66	845.73	-226.55	-501.87	5.28

预测指标					
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
毛利率	30.87%	30.13%	31.08%	36.41%	29.33%
销售净利率	14.57%	11.69%	15.11%	21.96%	16.24%
销售收入增长率	9.14%	-11.75%	54.42%	42.15%	1.23%
EBIT 增长率	3.51%	-21.06%	66.02%	79.19%	-23.70%
净利润增长率	-14.56%	-29.15%	99.52%	106.56%	-25.14%
ROE	22.84%	13.91%	24.82%	40.42%	25.49%
ROA	12.48%	8.55%	13.54%	20.32%	15.14%
ROIC	16.94%	9.50%	14.84%	28.60%	19.52%
EPS (X)	0.885	0.589	1.346	2.921	2.186
PE (X)	26.77	40.24	17.60	8.11	10.84
PB (X)	6.11	5.60	4.37	3.28	2.76
PS (X)	2.93	3.32	2.15	1.51	1.50
EV/EBITDA (X)	12.00	13.68	7.63	4.35	5.38

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。