

化工

2017年06月22日

# 万华化学 (600309)

——纳入 MSCI，对标国际巨头，MDI 价格反弹，盈利估值有望双升

报告原因：强调原有的投资评级

**增持** (维持)

投资要点：

市场数据： 2017年06月21日

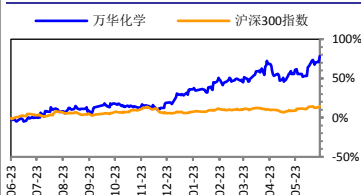
收盘价(元)	26.5
一年内最高/最低(元)	31.88/17.09
市净率	3.1
息率(分红/股价)	1.89
流通A股市值(百万元)	68762
上证指数/深证成指	3156.21 / 10367.17

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	8.55
资产负债率%	58.92
总股本/流通A股(百万)	2734/2595
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万华化学(600309)点评：6月MDI挂牌价维持高位，二季度业绩有望超预期》  
2017/06/01

《万华化学(600309)点评：MDI供需紧张，价格有望持续反弹，二季度维持高盈利》  
2017/05/17

证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

研究支持

张兴宇 A0230116070008  
zhangxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818x7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **纳入 MSCI，对标国际化工巨头，万华作为低估值龙头估值切换空间巨大。**我们选取巴斯夫和科思创进行估值对比，巴斯夫和科思创均为全球 MDI 前三大生产商，产能规模 150 万吨/年，仅次于万华化学的 180 万吨/年。(1) **对标巴斯夫：**巴斯夫 2016 年营业收入达到 576 亿欧元，产品涉及化工、汽车、建筑、农业、石油、塑料、电子/电器、家具和造纸等多个行业，MDI 在公司收入占比相对较低。我们认为，随着万华石化和新材料领域的持续布局，产品未来将更为多元化，有望成长为中国的巴斯夫。2002-2016 年，巴斯夫平均 PE 为 15 倍，其中 2009 年最高，为 28 倍，2011 年最低，为 8 倍，2016 年 PE 为 20 倍。万华在这期间平均 PE 为 24 倍，其中 2007 年最高，为 47 倍，2008 年最低，为 10 倍。目前万华估值对应巴斯夫或其历史平均 PE 均处于底部，估值切换空间巨大。(2) **对标科思创：**科思创产品主要包括聚氨酯、碳酸酯、涂料等。2016 年营业收入达到 119 亿欧元，其中聚氨酯业务收入占比超过 50%。科思创 2016 年的 PE 为 12 倍，2017 年预计 PE 为 11 倍，与万华今年 PE 相近。但是科思创业务相对单一，成长性也要差于万华。综合巴斯夫和科思创，我们认为，万华估值介于两者之间比较合理，对应区间 11-15 倍。万华二季度 MDI 平均挂牌价好于一季度，盈利也有望超过 2 季度，我们预计上半年净利润 45 亿，全年有望达到 75 亿左右，给予 12 倍 PE，对应 900 亿市值，仍有 25% 空间。

- **近期聚合 MDI 供应紧张，近两周价格涨幅超过 5%，价格有望持续反弹。**虽然万华宁波 MDI 装置已经重启，但是对经销商 6 月份执行计划量的四折供应；上海联恒 35 万吨装置重启后，负荷提升需要时间；而重庆巴斯夫虽然 5 月份有过检修，但是原材料配套问题仍未解决，40 万吨的 MDI 装置因原料供应基本靠外采，开工率一直在 5 成以下；上海科思创 50 万吨的装置和东曹瑞安 8 万吨 MDI 装置近期开工率较低，主要由于其纯 MDI 库存量大，导致厂家降低 MDI 装置的开工率以缓解库存压力。

- **长期 MDI 保持寡头垄断，有望持续高盈利。**目前 MDI 全球需求每年大约 600 万吨，增长速度约为 7%，供给端每年需新增 40 万吨/年产能才能满足需求增长，虽然今年有中东沙特阿美和上海联恒新产能投产，但是产能利用率提升需要时间，实际新增供给有限，且未来几年几乎没有其他新增产能，全球超过 20 年以上老旧装置超过 50%，不可抗力因素出现概率较大。高壁垒、高投入使得行业保持寡头垄断格局，有望长期保持高盈利。

- **盈利预测及投资评级：**纳入 MSCI，对比巴斯夫估值切换空间巨大；MDI 供应紧张，二季度仍有望维持高盈利，未来六大事业部成长空间巨大。维持盈利预测，维持“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 为 2.32、2.58、2.91 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 11X、10X、9X。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,100	11,007	38,182	42,380	46,600
同比增长率(%)	54.42	107.70	26.85	10.99	9.96
净利润(百万元)	3,679	2,195	6,341	7,055	7,945
同比增长率(%)	128.57	394.78	72.34	11.26	12.62
每股收益(元/股)	1.70	0.96	2.32	2.58	2.91
毛利率(%)	31.1	39.2	43.7	42.9	43.7
ROE(%)	24.8	11.3	29.5	24.7	24.8
市盈率	16		11	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	22,088	19,492	30,100	38,182	42,380	46,600
营业收入同比增长率 (yoy)	9.14%	-11.75%	54.42%	26.90%	11.00%	10.00%
减: 营业成本	15,270	13,620	20,745	21,512	24,190	26,230
毛利率 (%)	30.87%	30.13%	31.08%	43.70%	42.90%	43.70%
减: 营业税金及附加	108	96	204	187	208	230
主营业务利润	6,711	5,777	9,151	16,483	17,982	20,140
主营业务利润率 (%)	30.38%	29.64%	30.40%	43.20%	42.40%	43.20%
减: 销售费用	700	847	1,166	1,642	1,822	2,055
减: 管理费用	1,359	1,282	1,423	2,405	2,670	2,880
减: 财务费用	434	841	890	959	708	800
经营性利润	4,217	2,807	5,672	11,477	12,782	14,405
经营性利润同比增长率 (yoy)	-1.65%	-33.45%	102.09%	102.30%	11.40%	12.70%
经营性利润率 (%)	19.09%	14.40%	18.84%	30.10%	30.20%	30.90%
减: 资产减值损失	74	-8	74	0	0	0
加: 投资收益及其他	-1	3	53	0	0	0
营业利润	4,145	2,815	5,651	11,477	12,782	14,405
加: 营业外净收入	23	139	3	100	100	100
利润总额	4,169	2,954	5,653	11,577	12,882	14,505
减: 所得税	951	675	1,105	2,647	2,946	3,315
净利润	3,218	2,280	4,548	8,930	9,936	11,190
少数股东损益	798	670	869	2,589	2,881	3,245
归属于母公司所有者的净利润	2,419	1,610	3,679	6,341	7,055	7,945
净利润同比增长率 (yoy)	-16.33%	-33.46%	128.57%	72.30%	11.30%	12.60%
全面摊薄总股本	2,162	2,162	2,162	2,734	2,734	2,734
每股收益 (元)	1.12	0.74	1.70	2.32	2.58	2.91
归属母公司所有者净利润率 (%)	10.95%	8.26%	12.22%	16.60%	16.60%	17.00%
ROE	22.84%	13.91%	24.82%	29.50%	24.70%	24.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。