

强烈推荐-A (维持)

万华化学 600309.SH

当前股价: 28.64 元

2017 年 07 月 02 日

低估值兼具成长性不变, 工业园竞争力值得期待

万华化学报告之十六

基础数据

上证综指	3192
总股本 (万股)	273401
已上市流通股 (万股)	259480
总市值 (亿元)	783
流通市值 (亿元)	743
每股净资产 (MRQ)	7.1
ROE (TTM)	27.9
资产负债率	58.9%
主要股东	万华实业集团有限公司
主要股东持股比例	47.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	64	102
相对表现	19	53	86



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万华化学 (600309) —MDI 盈利保持良好, 低估值兼具成长 万华化学报告之十五》2017-06-08
- 2、《万华化学 (600309) —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》2017-04-16
- 3、《万华化学 (600309) —管理不断优化, 业务全面开花, 业绩大幅提升

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 7 月中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 23000 元/吨, 直销市场挂牌价 23000 元/吨, 价格较 6 月没有变化, 纯 MDI 挂牌价 25700 元/吨, 比 6 月份下调 1500 元/吨。另外, 上海亨斯迈 7 月聚合 MDI 挂牌价 23000 元/吨, 巴斯夫聚合挂牌价 23000 元/吨, 均较 6 月份没有变化。

评论:

1、聚合 MDI 挂牌价不变, MDI 盈利保持良好水平, 并有望持续。

2017 年第二季度, 纯 MDI 市场价格 26431 元/吨, 同比增长 62.30%, 环比下滑 3.83%; 聚合 MDI 市场均价 21981 元/吨, 同比增长 85.46%, 环比下滑 11.53%。与此同时, 原材料纯苯价格同比上涨 27.32%, 环比下滑 18.61%。我们重申, 对于 MDI 价格的下滑不用过分紧张, 更没有必要悲观, 本身纯 MDI 每吨突破 3 万, 聚合 MDI 每吨涨至 28000 元, 就是一个非常态的价格, 相对短暂且不具备持续性。看短期, 挂牌价, 7 月份国内主流 MDI 供应商聚合 MDI 均为 23000 元/吨, 较 6 月份没有变化; 而市场价华东地区聚合 MDI 最新在 23400 元/吨, 6 月价格约上涨 2000 元/吨, 主要因为上海联恒 MDI 装置重启后并不稳定, 上海科思创、东曹瑞安降低 MDI 开工率, 导致对经销商的聚合 MDI 供应不足, 市场整体现货紧张, 贸易商惜售拉涨, 价格出现波动。短期价格的波动受事件性影响较多, 而中期行业的盈利区间和持续能力更多取决于行业本身的竞争格局和供需情况。新增产能不能回避, 产能爬坡需要时间, 全球每年能够消化 40-50 万吨增量, 且全球相对较早建成的装置发生不可抗力风险递增在过去两年屡次验证。我们认为, 短期内新产能投放很难对市场价格产生压制, 短期价格不用太悲观, 而长期良好的行业竞争格局会相应保障产品的盈利性, 这在过去十年已经得以验证, 我们看好万华的逻辑也不仅是跟随 MDI 价格的波动。

2、公司正在转型为产品多样且综合的化工材料供应商, 随着石化业务+新材料规模继续扩大, 长期看好公司发展。

我们预计, 2017 年 MDI 业务在净利润中的贡献比例维持在 75%-80%, 短期对公司业绩影响权重较大, 在 MDI 景气周期中充分受益。非聚氨酯业务规模逐年扩大将会使万华成为更为综合性的材料公司, 尤其是 PDH 项目投产顺利运行之后, 公司不仅在石化领域的优势渐显, 也显示出公司很强的执行力和管理效率, 乙烯项目建成后, 万华工业园将成为全球最具有竞争力的聚氨酯化工园区。根据我们的假设, 2017-2018 年公司每股收益分别为 3.78 元和 3.92 元, 对应市盈率分别为 7.6 和 7.3 倍, 万华业绩明确的成长性和估值低于 10 倍, 完全符合当前主流的策略配置, 维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。

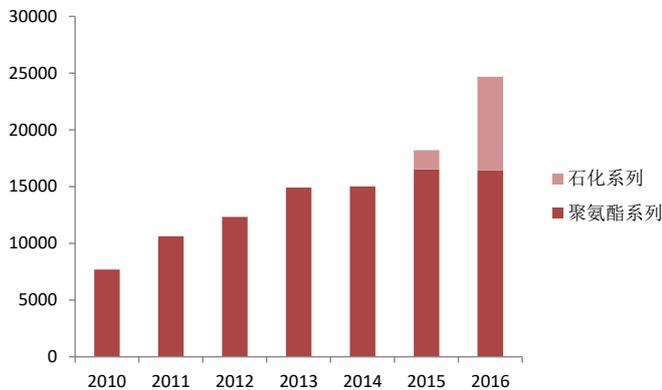
**3、风险提示。**公司 MDI 产品价格大幅下跌风险；石油价格大幅下跌风险；特种化工产品市场推广低于预期风险；

**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%			

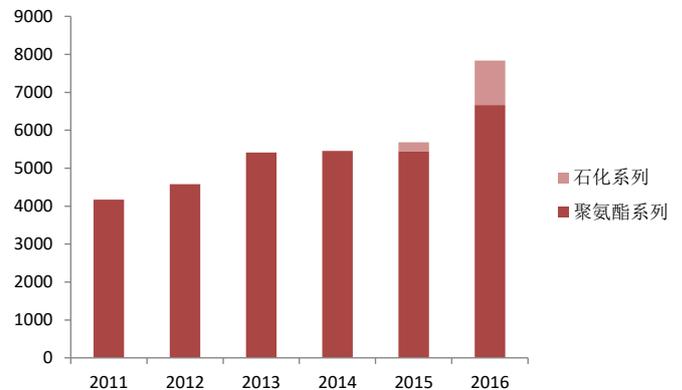
资料来源：Wind、招商证券

**图 1：万华化学分业务收入结构 (百万元)**



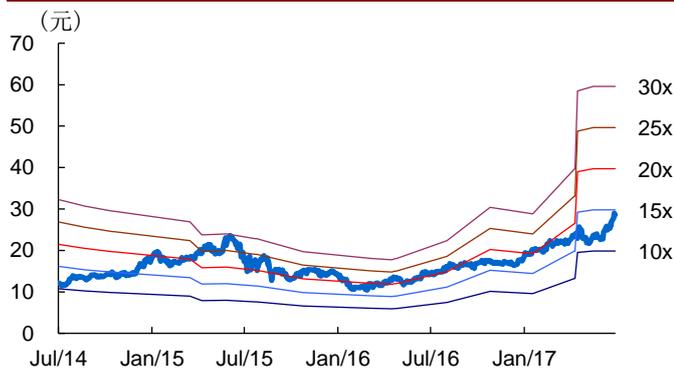
资料来源：wind、招商证券

**图 2：万华化学分业务毛利结构 (百万元)**



资料来源：wind、招商证券

**图 3：历史 PE Band**



资料来源：贝格数据、招商证券

**图 4：历史 PB Band**



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发展判断。
- 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
- 14、《万华化学(600309)报告之十四-1Q17净利润同比增加398%,彰显超强盈利能力》
- 15、《万华化学(600309)报告之十五-MDI盈利保持良好,低估值兼具成长》2017/6/4

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11027	13236	20337	22209	25340
现金	2066	1987	2983	3274	4163
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1224	3608	5790	6269	6964
应收款项	1214	1715	2720	2945	3272
其它应收款	142	126	202	219	243
存货	4194	4337	6329	6991	7901
其他	2186	1462	2313	2511	2797
<b>非流动资产</b>	36778	37529	45225	52086	58202
长期股权投资	186	363	363	363	363
固定资产	20046	28468	36429	43527	49857
无形资产	2252	2612	2350	2115	1904
其他	14293	6086	6083	6080	6078
<b>资产总计</b>	<b>47804</b>	<b>50765</b>	<b>65562</b>	<b>74295</b>	<b>83541</b>
<b>流动负债</b>	19273	22601	26980	27673	28170
短期借款	9638	8501	12942	12317	11000
应付账款	3400	3467	5069	5599	6328
预收账款	711	1497	2188	2417	2731
其他	5524	9136	6782	7341	8111
<b>长期负债</b>	13708	9830	9830	9830	9830
长期借款	11440	9333	9333	9333	9333
其他	2268	496	496	496	496
<b>负债合计</b>	<b>32981</b>	<b>32431</b>	<b>36810</b>	<b>37503</b>	<b>37999</b>
股本	2162	2162	2162	2162	2162
资本公积金	52	56	56	56	56
留存收益	9356	12603	21094	27130	33723
少数股东权益	3252	3512	5440	7444	9601
归属于母公司所有者权益	11571	14822	23312	29349	35941
<b>负债及权益合计</b>	<b>47804</b>	<b>50765</b>	<b>65562</b>	<b>74295</b>	<b>83541</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	4602	7349	12580	15658	16979
净利润	1610	3679	8166	8486	9138
折旧摊销	1546	2762	3350	4186	4932
财务费用	694	975	1305	1293	1230
投资收益	(3)	(53)	(53)	(53)	(53)
营运资金变动	133	(767)	(2137)	(266)	(434)
其它	623	752	1948	2011	2167
<b>投资活动现金流</b>	(5225)	(3970)	(11051)	(11051)	(11051)
资本支出	(5160)	(4113)	(11051)	(11051)	(11051)
其他投资	(64)	144	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1756	(3504)	(533)	(4315)	(5040)
借款变动	2874	(902)	395	(625)	(1317)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	17	4	0	0	0
股利分配	(324)	0	324	(2450)	(2546)
其他	(810)	(2606)	(1252)	(1240)	(1177)
<b>现金净增加额</b>	1134	(125)	996	292	888

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	19492	30100	48300	52291	58090
营业成本	13620	20745	30328	33497	37859
营业税金及附加	96	204	327	354	393
营业费用	847	1166	1871	2026	2250
管理费用	1282	1423	1932	2092	2324
财务费用	841	890	1305	1293	1230
资产减值损失	(8)	74	30	30	30
公允价值变动收益	(3)	0	0	0	0
投资收益	3	53	53	53	53
<b>营业利润</b>	2815	5651	12560	13053	14057
营业外收入	302	90	90	90	90
营业外支出	163	87	87	87	87
<b>利润总额</b>	2954	5653	12562	13055	14059
所得税	675	1105	2468	2566	2764
<b>净利润</b>	2280	4548	10094	10490	11296
少数股东损益	670	869	1928	2003	2157
<b>归属于母公司净利润</b>	1610	3679	8166	8486	9138
<b>EPS (元)</b>	0.74	1.70	3.78	3.92	4.23

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-12%	54%	60%	8%	11%
营业利润	-32%	101%	122%	4%	8%
净利润	-33%	129%	122%	4%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.1%	31.1%	37.2%	35.9%	34.8%
净利率	8.3%	12.2%	16.9%	16.2%	15.7%
ROE	13.9%	24.8%	35.0%	28.9%	25.4%
ROIC	7.3%	13.1%	21.8%	19.7%	18.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.0%	63.9%	56.1%	50.5%	45.5%
净负债比率	49.3%	43.1%	34.0%	29.1%	24.3%
流动比率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.8	4.9	5.7	5.0	5.1
应收帐款周转率	15.3	20.6	21.8	18.5	18.7
应付帐款周转率	4.5	6.0	7.1	6.3	6.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.74	1.70	3.78	3.92	4.23
每股经营现金	2.13	3.40	5.82	7.24	7.85
每股净资产	5.35	6.85	10.78	13.57	16.62
每股股利	0.00	-0.15	1.13	1.18	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	38.5	16.8	7.6	7.3	6.8
PB	5.4	4.2	2.7	2.1	1.7
EV/EBITDA	16.4	9.2	4.9	4.5	4.2

## 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。

**周铮：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**姚鑫：**招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

**孙维容：**招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

**于庭泽：**招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

## 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。