

化工

2017年07月12日

万华化学 (600309)

——聚合 MDI 价格大涨，MDI 高盈利有望成为新常态

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据： 2017年07月11日

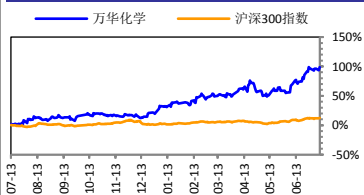
| | |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元) | 29 |
| 一年内最高/最低(元) | 31.88/17.71 |
| 市净率 | 3.4 |
| 息率(分红/股价) | 1.72 |
| 流通A股市值(百万元) | 75249 |
| 上证指数/深证成指 | 3203.04 / 10467.71 |

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：7月MDI挂牌价维持高位，寡头垄断格局下MDI有望持续维持高盈利》 2017/06/30

《晨会推荐版 170626》 2017/06/26

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)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

投资要点：

- 近期聚合 MDI 市场货源紧张，6 月份至今价格涨幅超过 20%，价格有望持续反弹。目前聚合 MDI 市场价 26250 元/吨，较 6 月初上涨已超 20%。虽然国内 MDI 装置基本都正常运行，但是部分厂家打折供应，经销商货源偏紧，推涨情绪浓厚。
- 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。
- MDI+石化+新材料持续布局，公司盈利有望再上新台阶：（1）公司规划在北美新建 40 万吨/年 MDI 产能，目前前期工作开展顺利。美国 MDI 需求连续三年增长超过 10%，而国内装置几乎都是 20 年以上老旧装置，市场潜力巨大。（2）2016 年下半年以来，以 75 万吨的 PDH 装置为核心的石化装置运行平稳，基本一直处于满负荷运行状态，环氧丙烷、丙烯、丙烯酸及酯等产品持续维持高盈利。2016 年公司成为中国唯一一家对沙特液化气 CP 价格有价格建议权的公司，利用烟台工业园 100 多万立方米的地下洞库的天然优势，开展 LPG 贸易。（3）向下游延伸至 TPU、SAP、PC、特种胺、水性涂料树脂、改性 MDI 等行业增速更快、附加值更高的产品，成长空间广阔。其中，SAP 一期 3 万吨已于 2016 年建成投产，PC 首套 7 万吨装置预计将于 2017 年三季度投产，2018 年底产能将达到 20 万吨。
- 盈利预测及投资评级：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。MDI 价格维持高位，上半年及全年业绩有望超预期，维持盈利预测，维持“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 为 2.74、2.92、3.18 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 11X、10X、9X。
- 风险提示：MDI 与石化产业链景气回升幅度不及预期；新业务拓展不及预期。

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 | 41,309 | 45,680 | 49,600 |
| 同比增长率(%) | 54.42 | 107.70 | 37.24 | 10.58 | 8.58 |
| 净利润(百万元) | 3,679 | 2,195 | 7,500 | 7,988 | 8,700 |
| 同比增长率(%) | 128.57 | 394.78 | 103.84 | 6.51 | 8.91 |
| 每股收益(元/股) | 1.70 | 0.96 | 2.74 | 2.92 | 3.18 |
| 毛利率(%) | 31.1 | 39.2 | 43.2 | 41.9 | 42.6 |
| ROE(%) | 24.8 | 11.3 | 29.5 | 24.7 | 24.8 |
| 市盈率 | 17 | | 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



申万宏源研究微信服务号

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 | 41,309 | 45,680 | 49,600 |
| 营业收入同比增长率 (yoy) | 9.14% | -11.75% | 54.42% | 37.20% | 10.60% | 8.60% |
| 减: 营业成本 | 15,270 | 13,620 | 20,745 | 23,480 | 26,557 | 28,475 |
| 毛利率 (%) | 30.87% | 30.13% | 31.08% | 43.20% | 41.90% | 42.60% |
| 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 | 17,642 | 18,915 | 20,895 |
| 主营业务利润率 (%) | 30.38% | 29.64% | 30.40% | 42.70% | 41.40% | 42.10% |
| 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 | 12,636 | 13,715 | 15,160 |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | -1.65% | -33.45% | 102.09% | 122.80% | 8.50% | 10.50% |
| 经营性利润率 (%) | 19.09% | 14.40% | 18.84% | 30.60% | 30.00% | 30.60% |
| 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 | 12,636 | 13,715 | 15,160 |
| 加: 营业外净收入 | 23 | 139 | 3 | 100 | 100 | 100 |
| 利润总额 | 4,169 | 2,954 | 5,653 | 12,736 | 13,815 | 15,260 |
| 减: 所得税 | 951 | 675 | 1,105 | 2,647 | 2,946 | 3,315 |
| 净利润 | 3,218 | 2,280 | 4,548 | 10,089 | 10,869 | 11,945 |
| 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 | 7,500 | 7,988 | 8,700 |
| 净利润同比增长率 (yoy) | -16.33% | -33.46% | 128.57% | 103.80% | 6.50% | 8.90% |
| 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 | 2.74 | 2.92 | 3.18 |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 10.95% | 8.26% | 12.22% | 18.20% | 17.50% | 17.50% |
| 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 索取有关披露资料或登录 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 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | zhangsr@swsresearch.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang@swsresearch.com |

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。