

## 珠海工业园一期项目投产, 有利长远发展

### 投资要点

- **事件:** 公司公告近日珠海工业园一期项目正式投入生产。珠海工业园一期项目包括了10万吨水性表面材料树脂、4万吨改性MDI。万华珠海工业园位于广东省珠海市高栏港国家级经济技术开发区, 占地约340000平方米。
- **水性表面材料树脂产品介绍:** 水性表面材料树脂产品是涂料、胶粘剂、水性合成革等行业的原料, 主要应用于织物涂层、皮革涂饰、木器塑料涂料、金属装饰涂料、建筑内外墙涂料和胶粘剂等领域, 用于替代传统溶剂型表面材料, 具有高环保性能, 符合涂料、胶粘剂和合成革等行业的发展趋势, 市场潜力巨大, 华南地区占了全国市场的20-30%。一期产能主要满足华南地区需求。
- **改性MDI产品介绍:** 改性MDI产品是MDI与多羟基化合物(聚醚多元醇、聚酯多元醇或其它多元醇)进行反应而在MDI产品中引入氨基甲酸酯结构, 将MDI转化为端异氰酸酯基的预聚体或半预聚体。改性MDI广泛应用于汽车、家具和弹性体等领域。
- **珠海项目投产意义重大。** 万华珠海工业园的顺利投产对于公司具有重要的战略意义: 首先, 建成后主要以烟台万花园项目生产的MDI、丙烯酸及酯为原料, 进行下游深加工, 将有效地延伸万华产品的产业链。其次, 完善了万华华南区的战略布局, 装置建成后, 公司产品能够有效地覆盖珠三角、东南亚等地区, 更加贴近客户并快速响应客户的需求, 为该区域客户提供具备综合竞争力的多种新材料产品和聚氨酯应用系统解决方案, 创造产品服务溢价。
- **回顾公司发展战略, 珠海项目是2025年发展目标的基石。** 公司的发展愿景是“创建受社会尊敬, 让员工自豪, 国际一流化工新材料公司”。公司的发展目标是“2020年, 成为全球异氰酸酯行业的领军者; 中国最有竞争力的C3和C4下游衍生物制造商。2025年, 成为全球聚氨酯的市场领先者; 全球涂料行业的主要原料供应商。2030年, 成为全球聚氨酯行业的领军者; 再培育成功两个有全球竞争优势的产业”。珠海工业园一期项目是公司2025年发展目标的基石。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到珠海一期项目投产, 我们对盈利预测进行上调, 预计2017-2019年EPS分别为2.95元、3.07元、3.68元, 未来三年归母净利润将保持39.83%的复合增长率, 考虑到公司目前动态估值水平仅有11倍市盈率, PEG低, 我们给予公司2018年15倍PE估值, 对应目标价46.05元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济放缓风险、MDI产品价格和价差大幅波动风险、发生生产安全事故风险、珠海一期项目下游客户拓展低于预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30099.86	42566.59	45659.75	56451.01
增长率	54.42%	41.42%	7.27%	23.63%
归属母公司净利润(百万元)	3679.42	8053.62	8402.27	10060.08
增长率	128.57%	118.88%	4.33%	19.73%
每股收益EPS(元)	1.35	2.95	3.07	3.68
净资产收益率ROE	24.81%	37.51%	28.89%	26.50%
PE	23	11	10	9
PB	5.83	3.91	2.94	2.29

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 021-50755259  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	27.34
流通A股(亿股)	25.95
52周内股价区间(元)	18.42-32.26
总市值(亿元)	864.49
总资产(亿元)	569.18
每股净资产(元)	8.55

### 相关研究

1. 万华化学(600309): 挂牌价坚挺, 看好全年业绩增长 (2017-07-29)

**关键假设：**

假设 1：由于 30 万吨 TDI 装置将于 2018 年投产，考虑试车等因素，预计 2019 年开始释放产能。由于珠海工业园一期项目投产，增加改性 MDI 和水性表面涂料树脂产能，因改性 MDI 是在 MDI 产品上进行反应，故我们不修改原先对聚氨酯系列产品销量的预测，预计 2017-2019 年公司聚氨酯系列产品销量为 140 万吨、140 万吨、165 万吨。由于水性表面材料树脂属于表面材料事业部分管产品，我们预计 2017-2019 年除了宁波基地 5 万吨水性涂料树脂满产之外，珠海基地水性材料树脂销量为 3 万吨、6 万吨、9 万吨。预计 2017-2019 年公司石化系列产品销量为 150 万吨、152 万吨、154 万吨；

假设 2：暂不考虑匈牙利博苏并表的可能。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	30099.9	42566.6	45659.8	56451.0
	增速	54.4%	41.4%	7.3%	23.6%
	成本	20744.8	23881.7	26511.4	33556.7
	毛利率	31.1%	43.9%	41.9%	40.6%
聚氨酯系列	收入	16417.27	24368.15	23800.37	27720.29
	增速	-0.6%	48.4%	-2.3%	16.5%
	成本	9748.58	9259.90	9379.73	11221.17
	毛利率	40.6%	62.0%	60.6%	59.5%
石化系列	收入	8260.64	10499.27	10919.24	13190.44
	增速	388.6%	27.1%	4.0%	20.8%
	成本	7087.58	8924.38	9226.75	11145.92
	毛利率	14.2%	15.0%	15.5%	15.5%
其他	收入	5421.96	7699.18	10932.84	15524.63
	增速	323.5%	42.0%	42.0%	42.0%
	成本	3908.64	5697.39	7904.44	11177.73
	毛利率	27.9%	26.0%	27.7%	28.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	30099.86	42566.59	45659.75	56451.01	净利润	4548.07	10560.48	10995.21	13118.31
营业成本	20744.81	23881.66	26511.42	33556.71	折旧与摊销	2762.47	2725.61	2971.40	3073.19
营业税金及附加	203.76	248.52	287.83	342.72	财务费用	889.95	1080.96	923.42	823.13
销售费用	1165.98	1716.02	1816.72	2255.97	资产减值损失	74.30	70.00	70.00	70.00
管理费用	1423.28	2274.69	2346.34	2939.46	经营营运资本变动	616.67	-421.89	66.00	-448.29
财务费用	889.95	1080.96	923.42	823.13	其他	-1542.61	-129.27	-130.99	-120.14
资产减值损失	74.30	70.00	70.00	70.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>7348.84</b>	<b>13885.89</b>	<b>14895.05</b>	<b>16516.20</b>
投资收益	52.75	55.00	55.00	55.00	资本支出	-982.74	-1500.00	-1500.00	-1500.00
公允价值变动损益	0.00	-0.58	-0.87	-0.63	其他	-2986.84	54.42	54.13	54.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3969.58</b>	<b>-1445.58</b>	<b>-1445.87</b>	<b>-1445.63</b>
<b>营业利润</b>	<b>5650.53</b>	<b>13349.17</b>	<b>13758.15</b>	<b>16517.39</b>	短期借款	-1136.40	-4300.88	-3700.59	0.00
其他非经营损益	2.55	51.62	49.90	42.58	长期借款	-2106.89	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>5653.08</b>	<b>13400.79</b>	<b>13808.06</b>	<b>16559.98</b>	股权融资	0.07	0.00	523.27	0.00
所得税	1105.01	2840.31	2812.85	3441.67	支付股利	-432.47	-735.88	-1610.72	-1680.45
净利润	4548.07	10560.48	10995.21	13118.31	其他	171.42	-5133.69	-923.42	-823.13
少数股东损益	868.65	2506.86	2592.94	3058.22	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3504.27</b>	<b>-10170.46</b>	<b>-5711.47</b>	<b>-2503.58</b>
归属母公司股东净利润	3679.42	8053.62	8402.27	10060.08	<b>现金流量净额</b>	<b>-99.44</b>	<b>2269.86</b>	<b>7737.72</b>	<b>12566.99</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1986.80	4256.66	11994.38	24561.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5688.46	8264.16	8812.90	10904.84	销售收入增长率	54.42%	41.42%	7.27%	23.63%
存货	4337.35	5000.13	5558.55	7032.01	营业利润增长率	100.73%	136.25%	3.06%	20.06%
其他流动资产	1223.18	1729.80	1855.50	2294.02	净利润增长率	99.52%	132.20%	4.12%	19.31%
长期股权投资	363.30	363.30	363.30	363.30	EBITDA 增长率	78.82%	84.41%	2.90%	15.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	32712.53	31552.59	30146.85	28639.32	毛利率	31.08%	43.90%	41.94%	40.56%
无形资产和开发支出	2889.08	2825.17	2761.26	2697.36	三费率	11.56%	11.91%	11.14%	10.66%
其他非流动资产	1564.30	1562.55	1560.79	1559.03	净利率	15.11%	24.81%	24.08%	23.24%
<b>资产总计</b>	<b>50765.02</b>	<b>55554.36</b>	<b>63053.53</b>	<b>78051.26</b>	ROE	24.81%	37.51%	28.89%	26.50%
短期借款	8501.47	4200.59	500.00	500.00	ROA	8.96%	19.01%	17.44%	16.81%
应付和预收款项	7744.01	10721.59	11721.62	14499.26	ROIC	13.53%	28.75%	29.85%	35.65%
长期借款	9333.34	9333.34	9333.34	9333.34	EBITDA/销售收入	30.91%	40.30%	38.66%	36.16%
其他负债	6852.26	3147.90	3439.89	4222.12	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>32431.08</b>	<b>27403.43</b>	<b>24994.85</b>	<b>28554.73</b>	总资产周转率	0.61	0.80	0.77	0.80
股本	2162.33	2734.01	2734.01	2734.01	固定资产周转率	1.24	1.42	1.48	1.92
资本公积	48.41	-523.27	0.00	0.00	应收账款周转率	20.55	20.07	17.48	18.77
留存收益	12603.23	19920.97	26712.52	35092.15	存货周转率	4.85	5.10	5.02	5.33
归属母公司股东权益	14821.59	22131.72	29446.53	37826.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.97%	—	—	—
少数股东权益	3512.35	6019.21	8612.15	11670.37	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>18333.94</b>	<b>28150.93</b>	<b>38058.68</b>	<b>49496.53</b>	资产负债率	63.88%	49.33%	39.64%	36.58%
负债和股东权益合计	50765.02	55554.36	63053.53	78051.26	带息债务/总负债	54.99%	49.39%	39.34%	34.44%
					流动比率	0.59	1.10	1.86	2.39
					速动比率	0.39	0.81	1.49	2.02
					股利支付率	11.75%	9.14%	19.17%	16.70%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.35	2.95	3.07	3.68
					每股净资产	5.42	8.09	10.77	13.84
					每股经营现金	2.69	5.08	5.45	6.04
					每股股利	0.16	0.27	0.59	0.61
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	9302.95	17155.73	17652.98	20413.71					
PE	23.50	10.73	10.29	8.59					
PB	5.83	3.91	2.94	2.29					
PS	2.87	2.03	1.89	1.53					
EV/EBITDA	9.32	5.49	4.69	3.44					
股息率	0.50%	0.85%	1.86%	1.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn