

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

# MDI 高景气推动业绩快速增长

——万华化学(600309)中报点评

## 证券研究报告-中报点评

**买入(维持)**

### 市场数据(2017-07-31)

收盘价(元)	34.64
一年内最高/最低(元)	34.66/18.26
沪深300指数	3737.87
市净率(倍)	6.39
流通市值(亿元)	898.84

### 基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	7.68
每股经营现金流(元)	0.53
毛利率(%)	38.82
净资产收益率-摊薄(%)	23.14
资产负债率(%)	58.51
总股本/流通股(万股)	273401.28/259480.17
B股/H股(万股)	0/0

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2017年08月01日

**投资要点:**公司公布2017年半年报。上半年公司实现营业收入244.30亿元, 同比95.82%; 实现净利润48.61亿元, 同比增长255.35%。

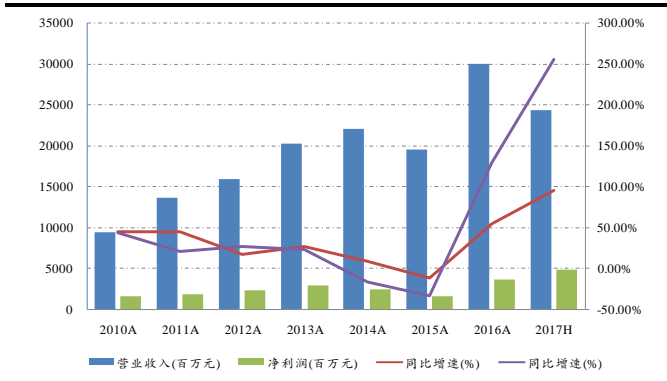
- **MDI 高景气推动业绩增长。**2016年以来, MDI 价格持续上涨, 景气大幅提升。今年上半年, 纯MDI 和聚合MDI 均价分别较上年同期上涨71.2%与110.6%, 推动公司收入和盈利大幅增长。公司上半年MDI 业务收入139.79亿元, 同比增长72.29%, 贡献毛利73.29亿元, 增长147.87%。未来MDI 供需依然偏紧, 行业新增产能有限, 景气有望保持高位。
- **石化项目已成为利润的重要来源。**公司石化项目于2016年6月满产, 主要产品包括丙烯酸、丙烯酸酯、环氧丙烷、MTBE等。随着装置运行步入正轨, 石化业务对业绩贡献快速提升, 已成为公司另一重要业务。今年上半年石化业务实现收入69.17亿元, 同比增长123.1%, 毛利率14.48%, 同比提升2.4个百分点。上半年以来丙烯酸及丙烯酸酯涨幅接近50%, 环氧丙烷亦上涨超过25%, 下半年有望进一步提升对公司的业绩贡献。公司石化项目一体化程度高, 成本优势大, 产品附加值较高, 未来在油价复苏的背景下, 盈利前景可观。
- **新材料业务前景可观。**在聚氨酯石化业务两大核心业务之外, 公司成立了六大事业部, 大力发展特种化学品业务。目前新材料业务已成为公司重要盈利来源, 上半年精细化学品与新材料业务实现收入17.67亿元, 增长57.07%, 贡献毛利5.58亿元, 增长33.54%。公司新材料品种多为细分领域稀缺品种, 毛利率较高, 进口替代空间广阔, 有望为公司业绩增长增添新的动力。
- **维持“买入”评级。**预计公司2017、2018年EPS为3.25元和3.89元, 以7月31日收盘价34.64元计算, PE分别为10.6倍和8.9倍, 维持“买入”的投资评级。

**风险提示:** MDI 价格大幅下滑, 行业新增产能加快投放

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19492.4	30099.9	45691.6	52545.3	60427.1
增长比率	-11.8%	54.4%	51.8%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	1609.7	3679.4	8895.9	10617.3	12126.5
增长比率	-33.5%	128.6%	141.8%	19.4%	14.2%
每股收益(元)	0.59	1.35	3.25	3.88	4.44
市盈率(倍)	58.5	25.6	10.6	8.9	7.8

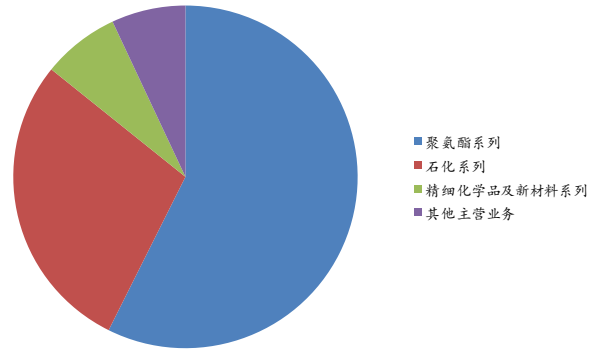
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 公司业绩增长



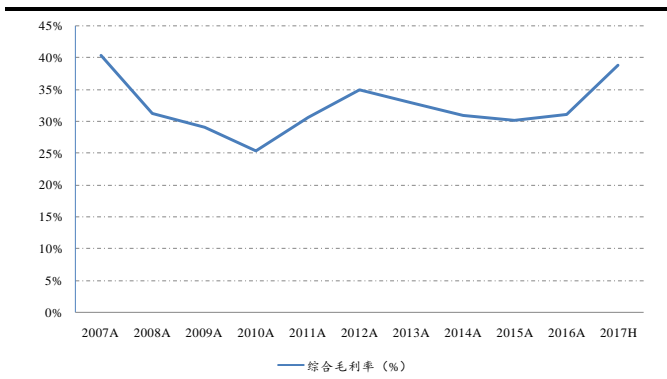
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



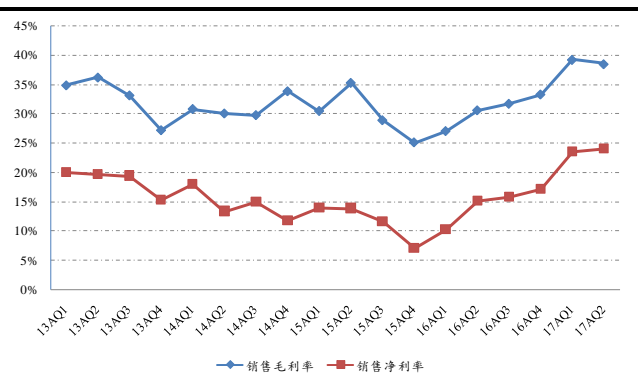
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



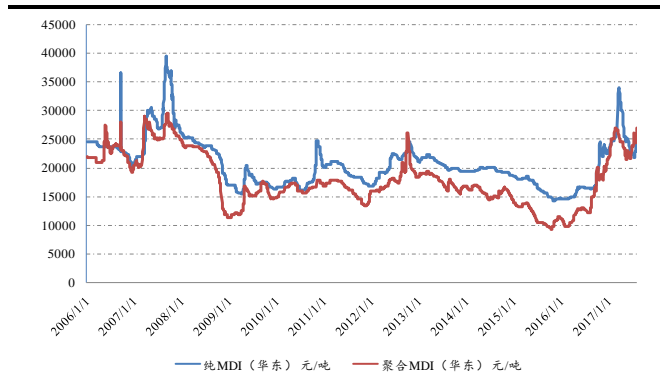
资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券、wind

图 5: MDI 价格走势



资料来源: 中原证券、卓创资讯

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>19492.4</b>	<b>30099.9</b>	<b>45691.6</b>	<b>52545.3</b>	<b>60427.1</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	13,620.0	20,744.8	27,871.9	32,052.7	36,860.5	营业收入增长率	-11.8%	54.4%	51.8%	15.0%	15.0%
营业税费	95.7	203.8	274.1	315.3	362.6	营业利润增长率	-32.1%	100.7%	125.9%	19.4%	2.0%
销售费用	847.3	1,166.0	1,768.3	2,033.5	2,338.5	净利润增长率	-33.5%	128.6%	141.8%	19.4%	14.2%
管理费用	1,281.5	1,423.3	2,193.2	2,522.2	5,136.3	EBITDA 增长率	-6.4%	78.8%	70.9%	12.7%	0.6%
财务费用	841.2	890.0	819.9	365.5	164.8	EBIT 增长率	-20.2%	78.9%	107.7%	14.8%	0.6%
资产减值损失	-8.4	74.3	0.7	22.2	32.4	NOPLAT 增长率	-20.2%	86.5%	119.4%	14.8%	12.7%
加:公允价值变动收益	-3.5	-	-1.1	-1.8	1.5	投资资本增长率	12.8%	0.3%	1.6%	-8.7%	-3.0%
投资和汇兑收益	3.4	52.8	0.5	0.5	0.5	净资产增长率	11.6%	23.7%	47.7%	36.1%	30.3%
<b>营业利润</b>	<b>2,815.0</b>	<b>5,650.5</b>	<b>12,762.9</b>	<b>15,232.8</b>	<b>15,534.0</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	139.4	2.6	0.2	-	-	毛利率	30.1%	31.1%	39.0%	39.0%	39.0%
<b>利润总额</b>	<b>2,954.4</b>	<b>5,653.1</b>	<b>12,763.1</b>	<b>15,232.8</b>	<b>15,534.0</b>	营业利润率	14.4%	18.8%	27.9%	29.0%	25.7%
减:所得税	674.9	1,105.0	1,914.5	2,284.9	745.6	净利润率	8.3%	12.2%	19.5%	20.2%	20.1%
<b>净利润</b>	<b>1,609.7</b>	<b>3,679.4</b>	<b>8,895.9</b>	<b>10,617.3</b>	<b>12,126.5</b>	EBITDA/营业收入	26.7%	30.9%	34.8%	34.1%	29.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	18.8%	21.7%	29.7%	29.7%	26.0%
货币资金	2,066.4	1,986.8	3,655.3	5,489.1	17,635.4	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	2.5	0.8	1.1	固定资产周转天数	325	290	216	173	137
应收帐款	1,356.0	1,840.9	3,790.7	2,767.8	4,368.2	<b>流动营业资本周转天数</b>	40	18	20	24	22
应收票据	1,224.0	3,608.3	5,528.6	3,995.2	6,917.2	流动资产周转天数	192	145	143	152	183
预付帐款	371.0	239.2	1,026.1	337.1	1,104.7	应收帐款周转天数	26	19	22	22	21
存货	4,193.9	4,337.4	7,606.9	7,016.7	8,907.3	存货周转天数	67	51	47	50	47
其他流动资产	1,815.3	1,223.2	1,529.1	1,522.5	1,424.9	总资产周转天数	826	589	430	386	373
可供出售金融资产	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	投资资本周转天数	645	443	295	247	202
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	186.1	363.3	363.3	363.3	363.3	ROE	13.9%	24.8%	41.2%	36.6%	32.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	9.0%	18.6%	23.9%	20.8%
固定资产	20,046.3	28,467.9	26,294.9	24,121.9	21,948.9	ROIC	8.6%	14.2%	31.1%	35.2%	43.4%
在建工程	12,409.2	4,244.6	4,244.6	4,244.6	4,244.6	<b>费用率</b>					
无形资产	2,252.0	2,611.6	2,472.5	2,333.5	2,194.4	销售费用率	4.3%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	1,864.2	1,821.8	1,943.4	1,925.7	1,886.4	管理费用率	6.6%	4.7%	4.8%	4.8%	8.5%
<b>资产总额</b>	<b>47,804.4</b>	<b>50,765.0</b>	<b>58,477.9</b>	<b>54,138.2</b>	<b>71,016.5</b>	财务费用率	4.3%	3.0%	1.8%	0.7%	0.3%
短期债务	9,637.9	8,501.5	11,121.2	-	-	三费/营业收入	15.2%	11.6%	10.5%	9.4%	12.6%
应付帐款	3,676.2	3,978.7	7,133.2	6,180.7	8,355.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	2,221.3	1,860.8	5,334.1	2,872.6	5,862.8	资产负债率	69.0%	63.9%	53.7%	32.0%	32.4%
其他流动负债	3,738.0	8,260.4	6,094.7	6,767.5	7,594.2	负债权益比	222.5%	176.9%	116.0%	47.0%	48.0%
长期借款	11,440.2	9,333.3	50.6	-	-	流动比率	0.57	0.59	0.78	1.34	1.85
其他非流动负债	2,267.7	496.3	1,666.3	1,476.8	1,213.1	速动比率	0.35	0.39	0.52	0.89	1.44
<b>负债总额</b>	<b>32,981.2</b>	<b>32,431.1</b>	<b>31,400.0</b>	<b>17,297.6</b>	<b>23,025.5</b>	利息保障倍数	4.35	7.35	16.57	42.68	95.26
少数股东权益	3,252.3	3,512.4	5,465.1	7,795.7	10,457.6	<b>分红指标</b>					
股本	2,162.3	2,162.3	2,734.0	2,734.0	2,734.0	DPS(元)	0.16	0.40	0.98	1.17	1.33
留存收益	9,404.6	12,651.6	18,878.8	26,310.8	34,799.4	分红比率	26.9%	29.4%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>14,823.2</b>	<b>18,333.9</b>	<b>27,077.9</b>	<b>36,840.6</b>	<b>47,991.0</b>	股息收益率	0.5%	1.1%	2.8%	3.4%	3.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	2,279.6	4,548.1	8,895.9	10,617.3	12,126.5	EPS(元)	0.59	1.35	3.25	3.88	4.44
加:折旧和摊销	1,546.0	2,762.5	2,312.1	2,312.1	2,312.1	BVPS(元)	4.23	5.42	7.91	10.62	13.73
资产减值准备	-8.4	74.3	-	-	-	PE(X)	58.5	25.6	10.6	8.9	7.8
公允价值变动损失	3.5	-	-1.1	-1.8	1.5	PB(X)	8.1	6.4	4.4	3.2	2.5
财务费用	694.3	975.4	819.9	365.5	164.8	P/FCF	82.8	-795.2	48.5	35.3	7.2
投资收益	-3.4	-52.8	-0.5	-0.5	-0.5	P/S	4.8	3.1	2.1	1.8	1.6
少数股东损益	669.8	868.6	1,952.8	2,330.6	2,661.9	EV/EBITDA	19.2	10.4	6.9	5.6	5.0
营运资金的变动	-359.9	2,296.3	-3,023.1	983.1	-1,251.6	CAGR(%)	78.4%	48.1%	50.0%	78.4%	48.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>4,602.4</b>	<b>7,348.8</b>	<b>10,955.8</b>	<b>16,606.3</b>	<b>16,014.8</b>	PEG	0.7	0.5	0.2	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-5,224.6	-3,969.6	-4.5	3.9	-0.1	ROIC/WACC	0.9	1.5	3.2	3.6	4.5
融资活动产生现金流量	1,756.3	-3,504.3	-9,282.8	-14,776.4	-3,868.4	REP	3.0	1.8	0.9	0.8	0.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。