



2017-08-01

公司点评报告

买入/维持

万华化学(600309)

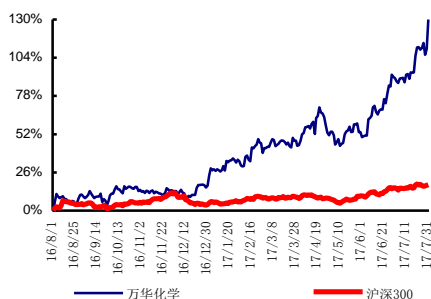
目标价: 41.22

昨收盘: 34.64

化工 化学制品

上半年业绩符合预期, 关注 MDI 市场货源情况

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,734/2,595
总市值/流通(百万元)	94,706/89,884
12 个月最高/最低(元)	34.64/18.42

相关研究报告:

《万华化学(600309)7月MDI挂牌价点评: 纯MDI顺“市”而为, 聚合MDI好于预期》—2017/06/29

《万华化学跟踪报告: 17 矣, 18 何? —兼谈 MDI 的合理价格在哪里?》—2017/05/21

《万华化学(600309)一季报点评: 一季度业绩超预期, 全年有望维持高增长》—2017/04/16

证券分析师: 杨伟

执业资格证书编码: S1190517030005

研究助理: 陈振华

电话: 010-88321630

E-MAIL: chenzh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080035

事件: 公司近日发布 2017 年中报, 实现收入 244 亿, 同比增长 96%, 归属于上市公司股东净利润 48.6 亿, 同比增长 255%。

量价齐升, 毛利率冲至高位。 主要产品 MDI 价格高位带动上半年公司聚氨酯业务毛利率上冲至 52% 的高点, 综合毛利率达到 39%。销量看, 石化和聚氨酯均有所增加, 上半年聚氨酯销量 86.8 万吨, 收入 140 亿同比增长 72%。石化部门上半年产量 86.9 万吨, 收入 69 亿元, 毛利率 14.5% 基本与去年持平。今年石化部门的业绩我们认为将主要来自平均开工率的大幅提升带来的增量, 而下半年 MDI 即使价格下跌由于目前仍在高位, 九、十月份又是传统旺季, 预计下滑不会很大。

新材料业务继续向上, 维持看好。 上半年, 公司将原有的特种材料和功能材料两大板块合并至精细化学品及新材料系列, 该部门上半年收入占去年全年收入的 65%。由于 PC 即将投产, 下半年收入有望超越上半年, 预计全年该部门收入增长将超 30%。

MDI 价格仍在高位, 供给端是关键。 目前 MDI 价格仍在高位, 目前市场价格坚挺的主要原因在于市场货源仍处于不时地结构性紧缺中。因此我们判断下半年价格中枢相比去年仍有抬升, 且带动明年对于新产能释放的悲观预期修复。

估值与评级。 维持前期报告中明年均价不如今年的判断, 但均价中枢上移。今年全年由于有上半年的强支撑以及当前价格仍处高位, 全年业绩高增长无忧。上调我们前期对 17-18 年净利润的预测至 88 亿和 80 亿, EPS3.22 元和 2.94 元, 对应 PE 分别为 10.76 倍和 11.77 倍, 当前估值仍处于合理下限, 维持买入评级, 上调目标价至 41.22 元。

风险提示: 国内房地产市场大幅下滑, 中东新产能投放超出预期

■ 主要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19492.38	30099.86	46022.30	42894.33
增长率 (%)	-11.75%	54.42%	52.90%	-6.80%
净利润(百万元)	1609.74	3679.42	8800.68	8047.91
增长率 (%)	-33.46%	128.57%	139.19%	-8.55%
摊薄每股收益(元)	0.589	1.346	3.219	2.944
市盈率 (P/E)	58.83	25.74	10.76	11.77

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	515.61	1606.29	929.74	460.22	8341.41	营业收入	22088.37	19492.38	30099.86	46022.30	42894.33
应收和预付款项	4165.54	2951.06	5688.46	10000.55	4634.05	营业成本	15269.64	13619.97	20744.81	28341.71	26699.22
存货	3009.99	4193.85	4337.35	7443.86	3654.59	营业税金及附加	107.72	95.65	203.76	312.95	321.71
其他流动资产	1556.33	1815.31	1223.18	1223.18	1223.18	销售费用	700.43	847.27	1165.98	1721.23	1668.59
流动资产合计	9,247.47	10,566.52	12,178.73	19,127.81	17,853.23	管理费用	1358.89	1281.52	1423.28	2071.00	2033.19
长期股权投资	88.74	186.13	363.30	363.30	363.30	财务费用	434.32	841.24	889.95	777.32	468.23
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	74.27	-8.35	74.30	0.00	0.00
固定资产	15,194.71	20,046.29	28,467.94	33,589.41	32,777.20	投资收益	-1.26	3.39	52.75	0.00	0.00
在建工程	13,376.49	12,698.10	4,698.77	3532.69	6025.13	公允价值变动	3.47	-3.47	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	1889.16	2529.52	2889.08	2586.36	2283.64	营业利润	4145.31	2815.01	5650.53	12798.08	11703.40
长期待摊费用	33.36	0.00	17.56	8.78	0.00	其他非经营损益	23.21	139.44	2.55	0.00	0.00
其他非流动资产	996.89	980.25	662.52	653.74	644.95	利润总额	4168.53	2954.45	5653.08	12798.08	11703.40
资产总计	40793.46	47006.81	49260.35	59853.31	59947.65	所得税	950.98	674.89	1105.01	1919.71	1755.51
短期借款	4496.44	9637.86	8501.47	1116.49	0.00	净利润	3217.55	2279.56	4548.07	10878.37	9947.89
应付和预收款项	5648.52	6608.62	7336.26	14265.45	6110.48	少数股东损益	798.18	669.82	868.65	2077.69	1899.97
长期借款	14837.52	13420.24	9333.34	9333.34	9333.34	归母股东净利润	2419.37	1609.74	3679.42	8800.68	8047.91
其他负债	2525.31	2516.85	5747.83	5747.83	5747.83						
负债合计	27507.78	32183.57	30918.90	30463.11	21191.65						
股本	2162.33	2162.33	2162.33	2162.33	2162.33						
资本公积	48.34	48.34	48.41	48.41	48.41						
留存收益	8383.41	9360.29	12610.84	18049.21	23022.41						
归母公司股东权益	10594.08	11570.97	14821.59	20259.96	25233.16						
少数股东权益	2691.59	3252.26	3512.35	5590.04	7490.01						
股东权益合计	13285.68	14823.23	18333.94	25850.00	32723.17						
负债和股东权益	40793.46	47006.81	49260.35	59853.31	59947.65						
现金流量表(百万)											
经营性现金流	3534.14	4380.46	7221.74	16087.09	16759.61	毛利率	30.87%	30.13%	31.08%	38.42%	37.76%
投资性现金流	-9025.83	-5224.61	-3969.58	-5032.00	-4219.00	销售净利率	14.57%	11.69%	15.11%	23.64%	23.19%
融资性现金流	5001.21	1756.28	-3504.27	-11524.61	-4659.43	销售收入增长率	9.14%	-11.75%	54.42%	52.90%	-6.80%
现金增加额	-480.66	845.73	-226.55	-469.52	7881.19	EBIT 增长率	3.51%	-21.06%	66.02%	103.53%	-10.34%
						净利润增长率	-14.56%	-29.15%	99.52%	139.19%	-8.55%
						ROE	22.84%	13.91%	24.82%	43.44%	31.89%
						ROA	12.48%	8.55%	13.54%	24.10%	22.57%
						ROIC	16.94%	9.50%	14.84%	32.49%	28.52%
						EPS (X)	0.885	0.589	1.346	3.219	2.944
						PE (X)	39.15	58.83	25.74	10.76	11.77
						PB (X)	8.94	8.18	6.39	4.67	3.75
						PS (X)	4.29	4.86	3.15	2.06	2.21
						EV/EBITDA (X)	15.90	17.93	10.14	4.92	4.78

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。