

2017年08月03日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

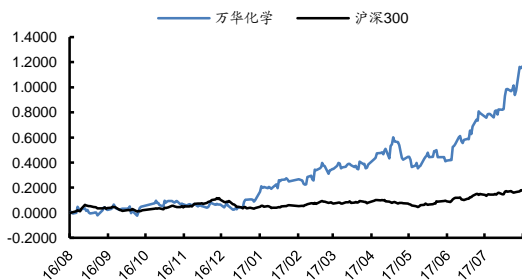
证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：陈博 S0300116010021  
chenb05@ghzq.com.cn  
联系人：谷航 S0350117040024  
021-68591581 guh@ghzq.com.cn

## 半年报业绩超预期，高附加值项目不断投放助推

### 后续业绩增长

#### ——万华化学（600309）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	21.2	49.9	115.3
沪深300	3.0	10.2	17.8

#### 市场数据 2017-08-02

当前价格 (元)	34.70
52周价格区间 (元)	15.51 - 36.29
总市值 (百万)	94870.24
流通市值 (百万)	90039.62
总股本 (万股)	273401.28
流通股 (万股)	259480.17
日均成交额 (百万)	564.91
近一月换手 (%)	45.68

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 事件：

公司发布2017年半年报，2017年上半年实现营业收入244.30亿元，同比增长95.82%；归母净利润48.61亿元，同比增长255.35%，基本每股收益1.79元。其中第二季度实现营业收入为134.23亿元，同比增长87.05%，环比增长21.95%；归母净利润26.66亿元，同比增长188.42%，环比增长21.45%。公司2017年中报业绩超预期。

#### 投资要点：

- **MDI量升价涨，中长期供需良好，龙头受益明显。**2017年上半年华东地区聚合MDI（中间价）均价为23682元/吨，同比增长115.7%，同时公司MDI销量也增长明显。公司MDI产能180万吨/年，居全球首位，占国内MDI产能50%以上，占全球MDI产能近30%，公司MDI业绩弹性较大。从全球MDI供需来看，到2020年，全球计划新增MDI产能约90万吨，而期间的需求量累计增长超过130万吨，叠加装置检修以及不可抗力停产等因素，未来MDI供需格局仍保持良好，公司作为全球MDI龙头将持续受益。
- **公司石化项目原料LPG供应获得保障，有利于石化下游装置稳定运行和成本稳定性。**公司烟台工业园拥有75万吨PDH、24万吨PO、78万吨MTBE、30万吨聚醚及45万吨丙烯酸及酯等装置。LPG作为PDH主要原料，采购极其重要。公司与中东、北美等地供应商建立良好的合作关系，与沙特阿美的FOB合约已经生效，有利于获得质优价廉的LPG。
- **TDI新建产能和匈牙利BC公司注入产能或将公司TDI产能提至55万吨。**烟台工业园30万吨/年TDI项目将于2018年年中建成。公司同时托管着控股股东万华实业的子公司匈牙利BC公司，该公司拥有25万吨TDI产能。万华实业承诺将在BC公司业绩好转后的18个月内将BC公司注入公司，届时公司将成为TDI领域全球龙头。
- **功能材料、新材料、改性材料多点开花，特种化学品突破国外壁垒，均成为新的利润增长点。**公司功能材料、新材料、改性材料主要包括改性TPU、SAP、PC、PMMA、改性MDI等。近日珠海工业园一期项目投产，包括10万吨水性表面材料树脂和4万吨改性MDI，

该项目延伸了公司产业链，增强了产品附加值。此外，7万吨PC项目一期已经建成，处于调试阶段，20万吨PC二期项目预计于2018年底建成投产。公司特种异氰酸酯包括HDI、H12MDI、IPDI，被广泛应用于汽车涂料、木器涂料、轨道交通涂料、高性能弹性体等高端领域。公司自主研发的IP、IPDA和IPDI工业化装置陆续投产后，形成“IP-IPN-IPDA-IPDI”全产业链，将打破该领域拜耳和赢创德固赛的垄断。

- **盈利预测与评级：**考虑到MDI全球供需格局良好，公司龙头地位稳固、盈利能力较强。此外，公司在石化领域不断延伸产品链，高附加值的新材料、特种材料、功能材料项目（包括PC、PMMA、HDI、IPDI、SAP等）将陆续投产，利润增长点增多。我们预计2017-2019年EPS分别为3.25、3.76和4.14元/股，对应当前股价PE为10.67、9.22和8.38倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产品价格大幅下跌风险、项目建设不及预期风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	30100	49743	57224	61979
增长率(%)	54.4%	65.3%	15.0%	8.3%
净利润（百万元）	3679	8888	10288	11326
增长率(%)	129%	142%	16%	10%
摊薄每股收益（元）	1.70	3.25	3.76	4.14
ROE(%)	20.07%	28.07%	23.37%	19.77%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 万华化学盈利预测表

证券代码:	600309.sh				股票价格:	34.70	投资评级:	增持		日期:	2017/8/2
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	20%	28%	23%	20%	EPS	1.70	3.25	3.76	4.14		
毛利率	31%	40%	39%	39%	BVPS	6.85	9.25	12.56	16.20		
期间费率	12%	9%	9%	9%	<b>估值</b>						
销售净利率	12%	18%	18%	18%	P/E	20.39	10.67	9.22	8.38		
<b>成长能力</b>					P/B	5.06	3.75	2.76	2.14		
收入增长率	54%	65%	15%	8%	P/S	2.49	1.91	1.66	1.53		
利润增长率	129%	142%	16%	10%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.59	0.79	0.80	0.76	营业收入	30100	49743	57224	61979		
应收账款周转率	5.52	5.36	5.28	5.21	营业成本	20745	30068	34873	37953		
存货周转率	4.78	4.43	4.00	3.60	营业税金及附加	204	274	328	372		
<b>偿债能力</b>					销售费用	1166	1393	1659	1978		
资产负债率	64%	50%	38%	29%	管理费用	1423	1890	2232	2479		
流动比	0.59	0.98	1.33	1.73	财务费用	890	1025	812	670		
速动比	0.39	0.68	0.91	1.16	其他费用/(-收入)	(22)	(105)	(62)	(58)		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>5651</b>	<b>14987</b>	<b>17257</b>	<b>18469</b>		
现金及现金等价物	1987	2214	2658	3054	营业外净收支	3	40	30	30		
应收款项	5449	9278	10830	11900	<b>利润总额</b>	<b>5653</b>	<b>15027</b>	<b>17287</b>	<b>18499</b>		
存货净额	4337	6843	8807	10638	所得税费用	1105	3266	3695	3864		
其他流动资产	1462	4406	5641	6730	<b>净利润</b>	<b>4548</b>	<b>11761</b>	<b>13592</b>	<b>14635</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>13236</b>	<b>22742</b>	<b>27936</b>	<b>32321</b>	少数股东损益	869	2873	3303	3309		
固定资产	28468	29096	30471	35932	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3679</b>	<b>8888</b>	<b>10288</b>	<b>11326</b>		
在建工程	4245	5245	7245	7245	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
无形资产及其他	2612	2632	2390	2177	<b>经营活动现金流</b>	<b>7349</b>	<b>9687</b>	<b>13999</b>	<b>15397</b>		
长期股权投资	363	513	613	713	净利润	4548	11761	13592	14635		
<b>资产总计</b>	<b>50765</b>	<b>62795</b>	<b>71319</b>	<b>81259</b>	少数股东权益	869	2873	3303	3309		
短期借款	8501	7501	6001	5001	折旧摊销	2759	2633	2688	2778		
应付款项	5328	7544	8366	8478	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	1497	2065	1748	1554	营运资金变动	(827)	(7580)	(5584)	(5325)		
其他流动负债	7275	6190	4851	3597	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3970)</b>	<b>(5138)</b>	<b>(6259)</b>	<b>(8546)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>22601</b>	<b>23300</b>	<b>20966</b>	<b>18631</b>	资本支出	(257)	(4261)	(6063)	(8239)		
长期借款及应付债券	9333	7333	5833	4833	长期投资	(177)	(150)	(100)	(100)		
其他长期负债	496	496	496	496	其他	(3535)	(727)	(95)	(207)		
<b>长期负债合计</b>	<b>9830</b>	<b>7830</b>	<b>6330</b>	<b>5330</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3504)</b>	<b>(1429)</b>	<b>(4235)</b>	<b>(3359)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>32431</b>	<b>31130</b>	<b>27296</b>	<b>23960</b>	债务融资	(5223)	(3000)	(3000)	(2000)		
股本	2162	2734	2734	2734	权益融资	0	2460	0	0		
股东权益	18334	31666	44023	57299	其它	1719	(889)	(1235)	(1359)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50765</b>	<b>62795</b>	<b>71319</b>	<b>81259</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(125)</b>	<b>3121</b>	<b>3505</b>	<b>3492</b>		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。