

2017年09月12日

公司研究

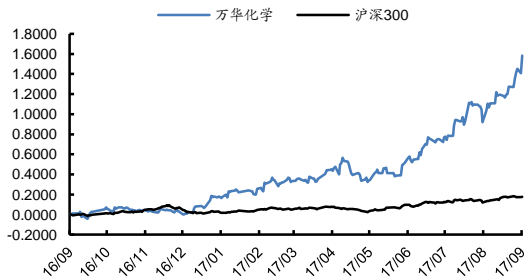
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：陈博 S0300116010021  
010-88576597 chenb05@ghzq.com.cn

## 聚合 MDI 挂牌价上调，全年业绩高增长无疑 ——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	34.5	70.7	155.2
沪深 300	5.2	7.4	17.6

市场数据

市场数据	2017-09-12
当前价格 (元)	42.30
52 周价格区间 (元)	15.56 - 42.77
总市值 (百万)	115648.74
流通市值 (百万)	109760.11
总股本 (万股)	273401.28
流通股 (万股)	259480.17
日均成交额 (百万)	732.13
近一月换手 (%)	38.84

相关报告

《万华化学（600309）事件点评：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》——2017-08-03

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：

公司公告决定自 2017 年 9 月 12 日起，将聚合 MDI 的分销市场挂牌价调整为 35000 元/吨；聚合 MDI 的直销市场挂牌价及纯 MDI 的挂牌价保持不变。此前，自 2017 年 9 月份开始，公司在中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 28500 元/吨，直销市场挂牌价 28500 元/吨；纯 MDI 挂牌价 27700 元/吨。此次聚合 MDI 分销市场挂牌价上调 6500 元/吨，涨幅达 22.8%。

投资要点：

- **MDI 供需偏紧，量升价涨，龙头受益明显。** 近期美国飓风影响 MDI 产能超过 60 万吨/年，且日本、韩国因检修或原料供应问题开工率下降，一定时期内 MDI 供应紧张，而需求稳定增长，未来 MDI 供需格局紧张。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%，作为全球 MDI 龙头，业绩弹性较大，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 全球供需格局紧张，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、SAP 等）将陆续投产，利润增长点多。我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 566.66、641.67 和 676.45 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 108.48、120.07 和 125.95 亿元，EPS 分别为 3.97、4.39 和 4.61 元/股，对应当前股价 PE 为 10.66、9.63 和 9.18 倍，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、BC 公司资产注入不及预期风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	30100	56666	64167	67645
增长率(%)	54.4%	88.3%	13.2%	5.4%
净利润（百万元）	3679	10848	12007	12595
增长率(%)	129%	195%	11%	5%
摊薄每股收益（元）	1.70	3.97	4.39	4.61
ROE(%)	20.07%	31.85%	24.76%	19.91%

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:	42.30	投资评级:	增持		日期:	2017/9/12
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%	32%	25%	20%	EPS	1.70	3.97	4.39	4.61		
毛利率	31%	41%	40%	39%	BVPS	6.85	9.89	13.76	17.81		
期间费率	12%	9%	8%	9%	<b>估值</b>						
销售净利率	12%	19%	19%	19%	P/E	24.86	10.66	9.63	9.18		
<b>成长能力</b>					P/B	6.17	4.28	3.07	2.37		
收入增长率	54%	88%	13%	5%	P/S	3.04	2.04	1.80	1.71		
利润增长率	129%	195%	11%	5%							
<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	0.85	0.85	0.79	营业收入	30100	56666	64167	67645		
应收账款周转率	5.52	5.28	5.21	4.99	营业成本	20745	33183	38525	41284		
存货周转率	4.78	4.33	3.95	3.53	营业税金及附加	204	313	368	406		
<b>偿债能力</b>					销售费用	1166	1587	1861	2159		
资产负债率	64%	49%	36%	26%	管理费用	1423	2153	2503	2706		
流动比	0.59	1.08	1.50	1.97	财务费用	890	1023	703	491		
速动比	0.39	0.77	1.05	1.34	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>	营业利润	5651	18302	20145	20542		
现金及现金等价物	1987	2614	3358	3754	营业外净收支	3	40	30	30		
应收款项	5449	10724	12320	13544	利润总额	5653	18342	20175	20572		
存货净额	4337	7738	9837	11801	所得税费用	1105	3987	4312	4297		
其他流动资产	1462	5586	6968	8022	净利润	4548	14356	15863	16275		
流动资产合计	13236	26663	32482	37120	少数股东损益	869	3507	3855	3680		
固定资产	28468	29096	30471	35932	归属于母公司净利润	3679	10848	12007	12595		
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	经营活动现金流	7349	10764	16307	16723		
长期股权投资	363	313	263	213	净利润	4548	14356	15863	16275		
资产总计	50765	66563	75462	85457	少数股东权益	869	3507	3855	3680		
短期借款	8501	7501	5501	4501	折旧摊销	2759	2633	2688	2778		
应付款项	5328	7961	8817	8766	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	1497	2352	1960	1696	营运资金变动	(827)	(9732)	(6098)	(6010)		
其他流动负债	7275	6855	5368	3915	投资活动现金流	(3970)	(4984)	(6009)	(8349)		
流动负债合计	22601	24669	21646	18877	资本支出	(257)	(4261)	(6063)	(8239)		
长期借款及应付债券	9333	7333	4833	2833	长期投资	(177)	50	50	50		
其他长期负债	496	496	496	496	其他	(3535)	(773)	4	(160)		
长期负债合计	9830	7830	5330	3330	筹资活动现金流	(3504)	(1625)	(5941)	(4511)		
负债合计	32431	32498	26976	22207	债务融资	(5223)	(3000)	(4500)	(3000)		
股本	2162	2734	2734	2734	权益融资	0	2460	0	0		
股东权益	18334	34065	48486	63250	其它	1719	(1085)	(1441)	(1511)		
负债和股东权益总计	50765	66563	75462	85457	现金净增加额	(125)	4155	4357	3863		

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。