

化工

2017年09月12日

# 万华化学 (600309)

## ——聚合 MDI 分销市场挂牌价大幅上调，下半年盈利有望超预期

报告原因：有信息公布需要点评

**增持** (维持)

市场数据： 2017年09月11日

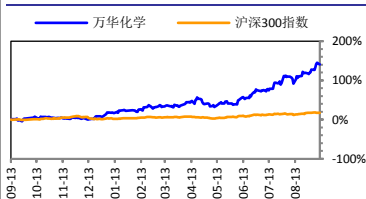
收盘价(元)	39.43
一年内最高/最低(元)	40.72/19
市净率	5.1
息率(分红/股价)	1.27
流通A股市值(百万元)	102313
上证指数/深证成指	3376.42 / 11053.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	7.68
资产负债率%	58.51
总股本/流通A股(百万)	2734/2595
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万华化学(600309)点评：巴斯夫、亨斯迈上调9月聚合MDI挂牌价，科思创美国装置遭遇不可抗力》 2017/09/01

《万华化学(600309)点评：9月MDI挂牌价大幅上调，继续上调盈利预测》 2017/08/29

证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

研究支持

张兴宇 A0230116070008  
zhangxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818x7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**自2017年9月12日起，将聚合MDI分销市场挂牌价由28500元/吨调整为35000元/吨，聚合MDI直销市场挂牌价及纯MDI的挂牌价保持不变。
- **MDI供应紧张，市场价有望持续上涨。**7月份以来，聚合MDI市场价均价约27413元/吨，远高于二季度均价22859元/吨，目前市场价已涨至37000元/吨，较7月初涨幅达到57%。纯MDI市场价也由7月初的22850元/吨上涨到目前的31000元/吨，涨幅达到35%。MDI价格持续上涨主要因为：1) 国外MDI装置不可抗力较多导致进口货源较少：受飓风“哈维”影响，科思创30万吨装置(北美第三大)及陶氏德州33万吨装置(北美第二大)宣布不可抗力，两者合计产能占美国的47%。另外，科思创德国布伦斯比特MDI工厂于9月1日停车检修，检修5周，预计10月初重启。原定下半年投产的陶氏沙特阿美40万吨/产能仍处于调试期，尚未稳定供货。2) 国内装置由于环保及上游原料供应开工低位，主要厂家上海联恒、上海科思创、重庆巴斯夫等产能开工负荷较低。
- **MDI行业寡头垄断格局不变，盈利中枢不断上移。**目前MDI全球需求每年大约600万吨，增长速度约为7%，供给端每年需新增40万吨/年产能才能满足需求增长，虽然今年有中东沙特阿美和上海联恒新产能投产，但是产能利用率提升需要时间，实际新增供给有限，且未来几年几乎没有其他新增产能，全球超过20年以上老旧装置超过50%，不可抗力因素出现概率较大。高壁垒、高投入使得行业保持寡头垄断格局，有望长期保持高盈利。
- **石化装置平稳运行，产品价格持续上涨。**2016年下半年以来，公司石化装置运行平稳，基本一直处于满负荷运行状态，环氧丙烷、丙烯、丙烯酸及酯等产品持续维持高盈利。2017H1山东丙烯均价7195元/吨，同比上涨28.31%；华东环氧丙烷均价10197元/吨，同比上涨27.65%；华东丁醇均价6255元/吨，同比上涨28.48%；NPG华东进口加氢均价14266元/吨，同比上涨85.03%。而目前山东地区丙烯价格已涨至约8000元/吨；环氧丙烷市场价已至11000元/吨，8月中旬最高涨至约13600元/吨；丁醇市场价涨至约7900元/吨；NPG市场价已至16200元/吨。相比上半年均大幅上涨，万华石化盈利有望超预期。
- **盈利预测及投资评级：**MDI价格及石化产品价格持续上涨，下半年仍有望维持高盈利，未来六大事业部成长空间巨大。维持“增持”评级，维持盈利预测。预计2017-2019年EPS为4.01、4.30、4.88元，当前股价对应17-19年PE为10X、9X、8X。
- **风险提示：**MDI与石化产业链景气回升幅度不及预期；新业务拓展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,100	24,430	51,793	58,543	66,884
同比增长率(%)	54.42	95.82	72.10	13.00	14.20
净利润(百万元)	3,679	4,861	10,974	11,749	13,355
同比增长率(%)	128.57	255.34	198.30	7.10	13.70
每股收益(元/股)	1.70	1.78	4.01	4.30	4.88
毛利率(%)	31.1	38.8	42.8	41.5	41.1
ROE(%)	24.8	23.1	28.6	23.4	21.0
市盈率	23		10	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	22,088	19,492	30,100	51,793	58,543	66,884
营业收入同比增长率 (yoy)	9.14%	-11.75%	54.42%	72.10%	13.00%	14.20%
减: 营业成本	15,270	13,620	20,745	29,634	34,238	39,402
毛利率 (%)	30.87%	30.13%	31.08%	42.80%	41.50%	41.10%
减: 营业税金及附加	108	96	204	351	396	453
主营业务利润	6,711	5,777	9,151	21,808	23,909	27,029
主营业务利润率 (%)	30.38%	29.64%	30.40%	42.11%	40.84%	40.41%
减: 销售费用	700	847	1,166	1,657	2,166	2,608
减: 管理费用	1,359	1,282	1,423	2,486	3,220	3,679
减: 财务费用	434	841	890	799	452	202
经营性利润	4,217	2,807	5,672	16,866	18,071	20,540
经营性利润同比增长率 (yoy)	-1.65%	-33.45%	102.09%	197.35%	7.14%	13.66%
经营性利润率 (%)	19.09%	14.40%	18.84%	32.56%	30.87%	30.71%
减: 资产减值损失	74	-8	74	-14	0	0
加: 投资收益及其他	-1	3	53	0	0	0
营业利润	4,145	2,815	5,651	16,879	18,070	20,541
加: 营业外净收入	23	139	3	0	0	0
利润总额	4,169	2,954	5,653	16,879	18,070	20,541
减: 所得税	951	675	1,105	3,330	3,565	4,053
净利润	3,218	2,280	4,548	13,549	14,505	16,488
少数股东损益	798	670	869	2,574	2,756	3,133
归属于母公司所有者的净利润	2,419	1,610	3,679	10,974	11,749	13,355
净利润同比增长率 (yoy)	-16.33%	-33.46%	128.57%	198.30%	7.10%	13.70%
全面摊薄总股本	2,162	2,162	2,162	2,734	2,734	2,734
每股收益 (元)	1.12	0.74	1.70	4.01	4.30	4.88
归属母公司所有者净利润率 (%)	10.95%	8.26%	12.22%	18.20%	17.50%	17.50%
ROE	22.84%	13.91%	24.82%	28.60%	23.40%	21.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。