

2017年9月13日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

50

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2017/9/13)	42.63
上证指数(2017/9/13)	3384.15
股价 12 个月高/低	42.85/15.55
总发行股数(百万)	2734.01
A 股数(百万)	2594.80
A 市值(亿元)	1106.16
主要股东	万华实业集团 有限公司 (47.92%)
每股净值(元)	7.68
股价/账面净值	5.55
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	23.8 57.7 160.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017年8月1日	34.47	买入

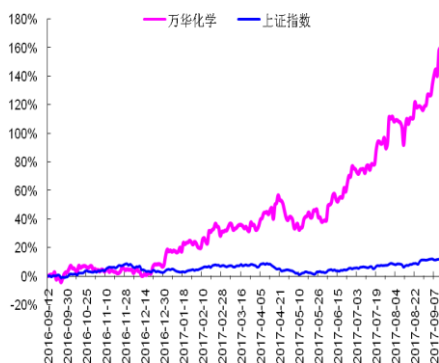
产品组合

功能材料系列	4.10%
聚氨酯系列	49.26%
石化系列	35.28%
特种化学品系列	3.30%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.4%
一般法人	53.3%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买入

公司陆续上调 MDI 价格，货源紧张致涨价态势持续

结论与建议：

公司近日公告，公司决定自 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，较上次挂牌价格上涨 6500 元/吨；聚合 MDI 的直销市场挂牌价及纯 MDI 的挂牌价保持不变，分别为 28500 元/吨和 27700 元/吨。鉴于公司 MDI 价格陆续上调，且市场货源紧张，公司下半年业绩有望保持高增长，我们维持“买入”评级。

■ **货源紧张，推动 MDI 价格持续上涨：**2016 年全球 MDI 消费量约为 600 万吨，且每年需求增长保持在 7% 左右，每年需要新增 40 万吨以上产能才能满足市场需求。近两年新增产能主要是陶氏沙特阿美 40 万吨/年产能，原计划今年下半年投产，目前尚在调试，另外就是计划在 18 年投产的上海联恒 24 万吨/年产能和科思创 20 万吨/年产能，供需关系处于偏紧状态。近来受飓风“哈威”影响，导致美国地区约 63 万吨/年产能受不可抗力因素减产，受影响产能约占美国总产能的 47%。另外科思创德国布伦斯比特工厂 20 万吨/年产能于 9 月 1 日停车检修 5 周，同时日本东曹南阳 20 万吨/年产能将于 9 月 10 日检修，结束期为 10 月 20 日。全球范围内部分 MDI 装置停车、检修导致现货紧张，工厂库存吃紧，叠加目前旺季下贸易商惜售抬价致 MDI 价格一路高歌猛进，我们预计公司 180 万吨/年 MDI 产能将在涨价浪潮中大幅受益。

■ **分销营收占比较小，但分销价格对后市 MDI 价格具有指导性：**2016 年按销售管道划分公司主营业务来看，直销管道营业收入为 282.35 亿元，同比增长 59.47%，分销管道营业收入为 15.89 亿元，同比增长 5.71%，直销管道营收约是分销管道的 17.8 倍，公司营业收入主要来源于直销管道。另外公司聚合 MDI 与纯 MDI 的比例大致为 7:3，因此聚合 MDI 直销价格是否上涨，是影响公司营业收入的主要因素。分销价格是公司经销商之间的价格，该价格能更好反映市场供需关系，对后市 MDI 价格走势具有指导意义。当前公司聚合 MDI 分销价格大幅增长，预计后期聚合 MDI 直销挂牌价格向上调整可能性较大，且在 8 月份有过先例。8 月 22 日公司公告聚合 MDI 分销价格上涨 5000 元/吨，但直销和纯 MDI 价格没有调整，而 8 月 29 日公司再次公告，9 月份聚合 MDI 挂牌直销、分销价格较 8 月份同步上涨 4500 元/吨，纯 MDI 挂牌价格上涨 2000 元/吨。

■ **公司石化装置运行平稳，产品价格普涨：**聚氨酯系列和石化系列是公司两大主营业务，2017 年上半年两大系列营业收入分别占总收入的 57.38%，28.39%。公司石化系列主要包括 75 万吨 PDH（丙烷脱氢制丙烯）、24 万吨 PO（环氧丙烷）、30 万吨丙烯酸、36 万吨丙烯酸丁酯、78 万吨 MTBE，自 16 年下半年来，公司石化装置平稳运行，一直处于满负荷运行状态。受原油价格反弹、去库存及环保高压等因素影响石化产品均有所上涨。截止目前，生意社价格指数显示丙烯、PO、丙烯酸、正丁醇较去年同期分别上涨 16.2%、11.3%、54.9%、30.8%，石化系列产品持续普涨，公司石化系列产品有望保持高增长。

■ **盈利预测：**鉴于 MDI 价格上涨，且后期有望持续价格高位，我们上修盈利预测，我们预计公司 2017/2018 年实现净利润 107.34/122.07 亿元，yoy+191.74%/+13.72%，折合 EPS 为 3.93/4.47 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 10.9 倍和 9.6 倍。鉴于主要产品 MDI 价格一直处于高位，石化价格同比普涨，公司装置运行稳定，维持买入评级。

■ **风险提示：**1、MDI 需求不及预期；2、生产装置因不可抗力因素停车停产；
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,609	3,679	10,734	12,207	13,076
同比增减	%	-33.46%	128.57%	191.74%	13.72%	7.12%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.74	1.70	3.93	4.47	4.78
同比增减	%	-33.46%	128.57%	130.74%	13.72%	7.12%
A 股市盈率(P/E)	X	57.26	25.05	10.86	9.55	8.91
股利 (DPS)	RMB 元	0.19	0	0.38	0.34	0.33
股息率 (Yield)	%	0.45%	0.00%	0.88%	0.80%	0.76%

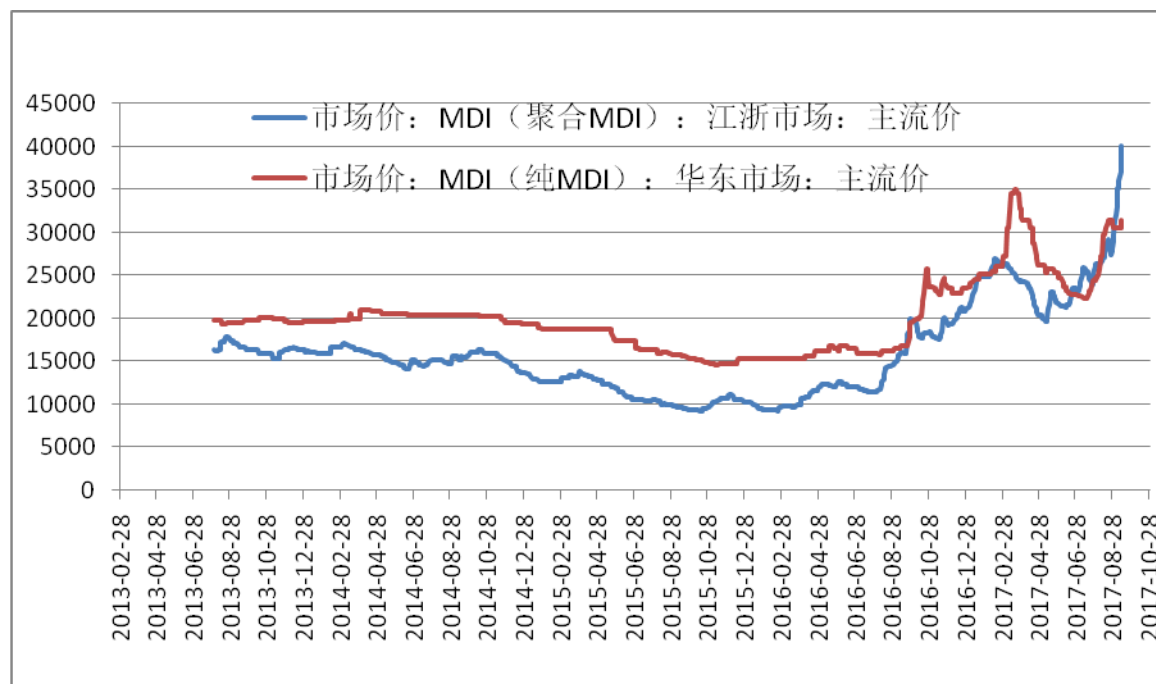
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$): 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$): 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

图: MDI 价格走势



资料来源: choice 资料, 群益金鼎证券整理

附一：合并损益表（合并后）

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,492.38	30,099.86	56093.45	65090.15	68719.48
经营成本	13,619.97	20,744.81	35,592.52	41,463.87	43,088.00
营业税金及附加	95.65	203.76	292.80	309.19	300.31
销售费用	847.27	1,165.98	1,249.58	1,124.62	1,158.36
管理费用	1,281.52	1,423.28	1,559.56	1,871.47	1,965.05
财务费用	841.24	889.95	844.33	1,013.19	1,165.17
资产减值损失	-8.35	74.30	297.19	356.63	410.13
投资收益	3.39	52.75	187.01	93.51	107.53
营业利润	2,815.01	5,650.53	16,449.47	19,049.28	20,746.49
营业外收入	302.31	89.75	386.16	195.80	226.54
营业外支出	162.88	87.20	93.69	112.43	134.91
利润总额	2,954.45	5,653.08	16,741.94	19,132.66	20,838.12
所得税	674.89	1,105.01	3,444.87	4,054.89	4,460.51
少数股东损益	669.82	868.65	2,562.71	2,870.23	3,300.77
归属于母公司股东权益	1,609.74	3,679.42	10,734.36	12,207.53	13,076.84

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,066.36	1,986.80	6,635.78	6,178.14	14,483.35
应收账款	1,213.88	1,714.87	1,114.67	1,348.75	1,955.68
存货	4,193.85	4,337.35	4,457.63	4,963.97	5,058.37
流动资产合计	11,026.59	13,235.80	18,835.81	20,472.24	30,313.37
长期股权投资	186.13	363.30	360.00	350.00	340.00
固定资产	20,046.29	28,467.94	32,831.07	42,167.38	48,522.97
在建工程	12,409.18	4,244.59	4,329.48	4,242.89	3,606.46
非流动资产合计	36,777.83	37,529.22	42,305.06	52,135.37	58,291.75
资产总计	47,804.42	50,765.02	61,140.86	72,607.61	88,605.11
流动负债合计	19,273.27	22,601.41	20,459.21	18,352.82	19,149.20
非流动负债合计	13,707.91	9,829.67	8,921.36	15,072.42	13,707.91
负债合计	32,981.18	32,431.08	30,535.11	27,858.22	28,366.66
少数股东权益	3,252.26	3,512.35	6,075.06	8,945.29	12,246.06
股东权益合计	14,823.23	18,333.94	30,605.76	44,749.40	60,238.46
负债及股东权益合计	47,804.42	50,765.02	61,140.86	72,607.61	88,605.11

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	4,602.39	7,348.84	9,493.45	11,623.17	13,367.99
投资活动产生的现金流量净额	-5,224.61	-3,969.58	-3,922.67	-2,849.81	-3,042.03
筹资活动产生的现金流量净额	1,756.28	-3,504.27	-921.80	-9,231.00	-2,020.75
现金及现金等价物净增加额	1,067.66	-99.44	4,648.98	-457.64	8,305.21

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。