

强烈推荐-A (维持)

万华化学 600309.SH

当前股价: 41.44 元  
2017年10月15日

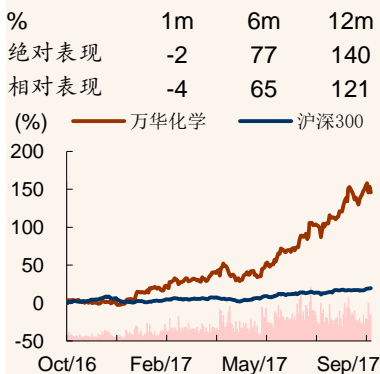
第三季度业绩符合预期, 公司盈利持续优异

万华化学报告之二十二

基础数据

上证综指	3391
总股本(万股)	273401
已上市流通股(万股)	259480
总市值(亿元)	1133
流通市值(亿元)	1075
每股净资产(MRQ)	8.8
ROE(TTM)	37.5
资产负债率	57.5%
主要股东	万华实业集团有限公司
主要股东持股比例	47.92%

股价表现



相关报告

- 1、《万华化学(600309)——公司提高十月聚合MDI直销和纯MDI价格, 盈利实质提升。万华化学报告之二十一》2017-09-28
- 2、《万华化学(600309)——公司再次提高聚合MDI分销价格, 行业供应偏紧持续。万华化学报告之二十》2017-09-12
- 3、《万华化学(600309)——国际厂

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn  
S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn  
S1090516110001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

公司发布2017年三季报: 报告期内, 公司实现营业收入389.64亿元, 同比增长86.14%; 归属于上市公司股东的净利润78.11亿元, 同比增长212.41%; 归母扣非净利润77.47亿元, 同比增长209.89%; 实现每股收益2.87元, 每股净资产8.76元, 实现净资产收益率38.27%。

报告期内, 公司完成16年利润分配, 以22.78亿股为基数, 向全体股东每股派发现金红利0.5元(含税), 每股派送红股0.2股。本报告期不进行利润分配和公积金转增。

评论:

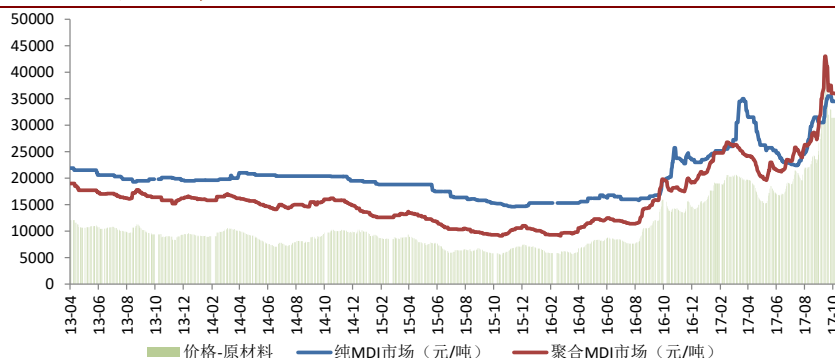
1、第三季度归母净利润实现29.50亿元, 环比增长10%, 预计聚氨酯业务贡献60%左右, 符合预期。

2017Q1/Q2/Q3 单季度实现收入110.07/132.23/145.33亿元, 分别同比增长108%、84%和72%; 实现归母净利润21.95/26.66/29.50亿元, 分别同比增长395%、188%和161%; 其中第三季度净利润环比增长10%, 符合我们预期。

聚氨酯行业数据看, 2017Q1/Q2/Q3 单个季度纯MDI华东地区市场平均价格分别为27485/26341/28564元/吨, 同比增长79.64%/61.75%/73.58%, 环比增长19.06%/-4.16%/8.44%。聚合MDI华东地区市场平均价格分别为24846/22016/29790元/吨, 同比增长158.10%/85.75%/116.84%, 环比增长30.73%/-11.39%/35.31%。反观公司挂牌价, 聚合MDI 2017Q1/Q2/Q3 平均价格为24333/24000/25500元/吨, 第三季度环比增长6.25%; 纯MDI 2017Q1/Q2/Q3 平均价格为23700/27866/26366元/吨, 第三季度环比下滑5.38%。因此第三季度聚合MDI挂牌价和华东价格走势一致, 但幅度小很多, 纯MDI公司挂牌价环比走势和华东市场价格相反。

公司层面看, 1-9月份, 公司聚氨酯业务(异氰酸酯、多元醇等)实现营业收入224.25亿元, 聚氨酯产品生产137.33万吨, 销售138.20万吨, 销售平均价格为18985元/吨, 和去年同期相比, 公司聚氨酯业务收入和净利润的同比增长几乎全部靠MDI产品价格上涨贡献。分季度看, 2017Q1/Q2/Q3 聚氨酯实现销售收入60.80/79.00/84.46亿元, 销量40.08/46.76/51.36万吨, 聚氨酯平均价格分别为15169.7/16894.8/16444元/吨(不含税), 因此公司实际销售价格波动性较华东市场价格要平稳的多, 第三季度盈利会环比增长主要靠销量增加贡献, 我们在公司中报点评中预计聚氨酯业务净利润应该是贡献了二季度净利润的全部增量。而对于上半年总的归母净利润中, 我们判断聚氨酯业务贡献了79.86%。如果看第三季度, 预计聚氨酯业务贡献的比例约60%左右。

图 1: MDI 价格走势



资料来源: wind、招商证券

表 1: 万华化学 2017 年 MDI 挂牌价

单位: 元/吨

产品	年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
纯MDI	2017年	22,200	23,200	25,700	28,200	28,200	27,200	25,700	25,700	27,700
	2016年	16,600	16,600	17,600	18,600	19,200	19,400	19,400	19,400	17,700
聚合MDI (直销)	2017年	22,000	24,000	27,000	26,000	23,000	23,000	23,000	24,000	28,500
	2016年	12,000	10,500	11,500	12,500	13,500	14,200	14,200	13,500	15,000
聚合MDI (分销)	2017年	22,000	24,000	26,000	25,500	23,000	23,000	23,000	24,000注1	28,500注2
	2016年	12,000	10,500	10,800	11,800	12,800	13,500	13,500	12,800	14,500

注1: 根据公司于2017年8月22日发布的临2017-61号“万华化学2017年8月份中国地区聚合MDI分销市场价格调整公告”, 自2017年8月22日起, 将聚合MDI的分销市场挂牌价调整为29000元/吨。

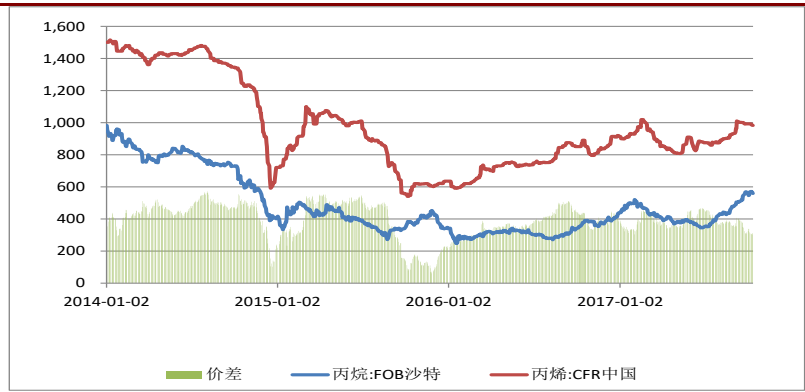
注2: 根据公司于2017年9月12日发布的临2017-63号“万华化学2017年9月份中国地区聚合MDI分销市场价格调整公告”, 自2017年9月12日起, 将聚合MDI的分销市场挂牌价调整为35000元/吨。

资料来源: 公司公告

## 2、石化业务盈利平稳, 受油价波动影响不大。

石化业务, 2017Q1/Q2/Q3 单季度实现收入 33.16/36.01/38.42 亿元, 产量 37.72/49.14/47.86 万吨, 销量分别为 67.06/84.63/101.49 万吨 (含 LPG 贸易), 从石化整体产业链的主要产品看, 丙烯、PO、MTBE、丙烯酸第三季度价格环比变化分别为 8.31%、7.21%、-1.67%、8%, 所以收入增长靠石化销量和 PO、丙烯酸价格上涨同时作用。盈利能力看丙烯、PO、丙烯酸产品价差第三季度环比变化为-6.00%、6.15%、1.06%, 我们判断二季度石化盈利维持和一季度水平主要靠丙烯和 PO 业务, 但三季度主要依靠 PO 和丙烯酸业务, 另外一点需要注意, 石化业务的盈利稳定性要明显好于油价波动的幅度。

图 2: 丙烯与丙烷价差 (美元/吨)



资料来源: wind、招商证券

### 3、盈利预测与投资建议。

我们本次不变动盈利预测和投资评级，2017-2019 年公司每股收益分别为 3.88 元、3.96 元和 4.29 元，对应市盈率分别为 10.5、10.3 和 9.5 倍，万华业绩明确的成长性和估值仅 10 倍，完全符合当前主流的策略配置，维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。

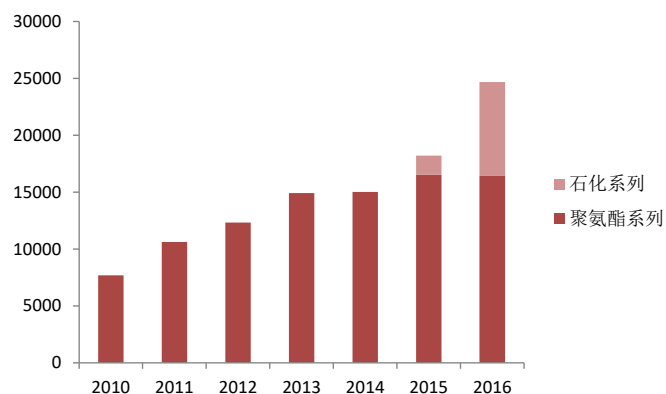
**4、风险提示。**公司 MDI 产品价格大幅下跌风险；石油价格大幅下跌风险；特种化工产品市场推广低于预期风险；

表 2: 万华化学单季度归属净利润及同比增速

项目		绝对额 (百万元)				同比增速			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
归属净利润	2013	742	796	799	555	68%	47%	20%	-21%
	2014	753	652	693	322	1%	-18%	-13%	-42%
	2015	471	548	417	174	-37%	-16%	-40%	-46%
	2016	444	924	1132	1179	-6%	69%	171%	578%
	2017	2195	2666	2950		395%	188%	161%	
收入	2013	4776	5200	5398	4864	46%	34%	27%	8%
	2014	5136	6528	6095	4328	8%	26%	13%	-11%
	2015	4536	5507	4746	4704	-12%	-16%	-22%	9%
	2016	5300	7176	8456	9168	17%	30%	78%	95%
	2017	11007	13223	14533		108%	84%	72%	

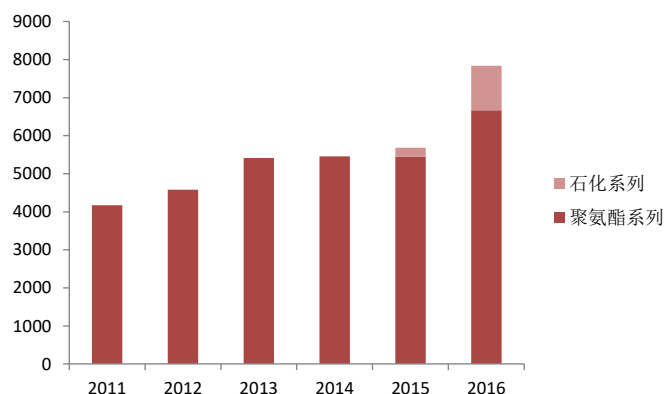
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 万华化学分业务收入结构 (百万元)



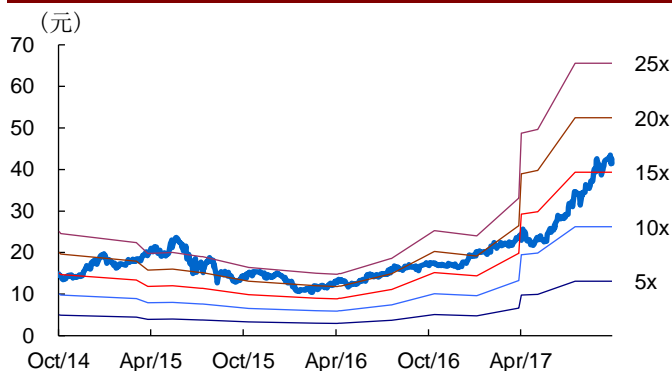
资料来源: wind、招商证券

图 3: 万华化学分业务毛利结构 (百万元)



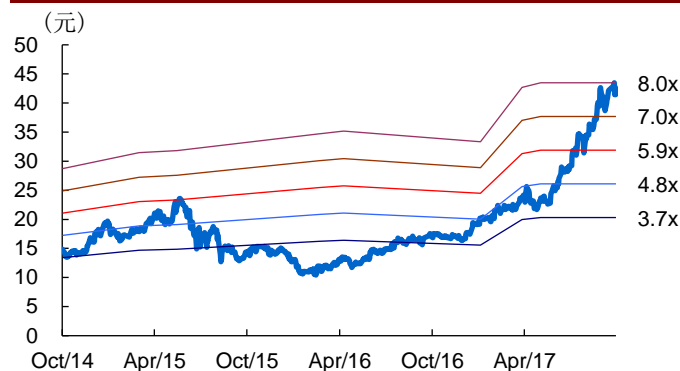
资料来源: wind、招商证券

图 4: 万华化学历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 万华化学历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《万华化学 (600309) -春暖花开已至, 新业务蓬勃可期》2016/5/18  
认为公司已度过最差时刻, 并详细分析了最为看好的新材料业务。
- 2、《万华化学 (600309) 报告之二 (2016 年) -弹性有多高? 空间有多大? 》2016/6/17  
详细分析公司对产品的业绩弹性, 以及涨价的原因和未判断。
- 3、《万华化学 (600309) 报告之三 (2016 年) -新变化在哪里? 》2016/7/28  
分析了公司 2 季度出现的新的变化, 以及对盈利的影响。
- 4、《万华化学 (600309) 报告之四 (2016 年) -中报净利 13 亿, 略超预期》2016/8/1
- 5、《万华化学 (600309) 报告之五 (2016 年) -聚合 MDI 价格创年内新高。万华化学报告之五 (2016 年) 》2016/8/29

- 6、《万华化学（600309）报告之六（2016年）-与BGN合作，公司实现生产贸易一体化。》2016/9/13
- 7、《万华化学（600309）报告之七（2016年）-MDI供给多事之秋，带来业绩高速增长。》2016/10/11
- 8、《万华化学（600309）报告之八（2016年）-2016年1-9月归母净利润同比增长74%》
- 9、《万华化学（600309）报告之九-丙烯、环丙价格大涨，石化业务值得看好》2016/12/21
- 10、《万华化学（600309）报告之十-2016年业绩预告归母净利润36.8亿元》2016/1/17
- 11、《万华化学（600309）报告之十一-17年2月聚合MDI挂牌价为每吨24000元》2017/1/24
- 12、《万华化学（600309）报告之十二-16年业绩快报实现净利润36.8亿元》2017/2/15
- 13、《万华化学（600309）报告之十三-16年管理不断优化，业务全面开花，业绩大幅提升》2017/4/10
- 14、《万华化学（600309）报告之十四-1Q17净利润同比增加398%，彰显超强盈利能力》
- 15、《万华化学（600309）报告之十五-MDI盈利保持良好，低估值兼具成长》2017/6/4
- 16、《万华化学（600309）报告之十六-低估值兼具成长性不变，工业园竞争力值得期待》2017/7/2.
- 17、《万华化学（600309）报告之十七-中报业绩再报喜，成长性兼备低估值稀缺标的》2017/8/1
- 18、《万华化学（600309）报告之十八-9月MDI挂牌价大幅提升，聚氨酯盈利有望创新高》2017/8/29
- 19、《万华化学（600309）报告之十九-国际厂商再遭不可抗力，聚合MDI价格继续上涨》2017/9/1
- 20、《万华化学（600309）报告之二十-公司再次提高聚合MDI分销价格，行业供需偏紧持续》2017/9/12
- 21、《万华化学（600309）报告之二十一-公司提高十月聚合MDI直销和纯MDI价格，盈利实质提升》2017/9/27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11027	13236	21270	24679	31632
现金	2066	1987	3010	4886	9505
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1224	3608	6281	6734	7479
应收款项	1214	1715	2951	3164	3514
其它应收款	142	126	219	235	261
存货	4194	4337	6329	6991	7901
其他	2186	1462	2479	2669	2972
<b>非流动资产</b>	36778	37529	45225	52086	58202
长期股权投资	186	363	363	363	363
固定资产	20046	28468	36429	43527	49857
无形资产	2252	2612	2350	2115	1904
其他	14293	6086	6083	6080	6078
<b>资产总计</b>	<b>47804</b>	<b>50765</b>	<b>66495</b>	<b>76765</b>	<b>89834</b>
<b>流动负债</b>	19273	22601	26295	26356	28170
短期借款	9638	8501	12257	11000	11000
应付账款	3400	3467	5069	5599	6328
预收账款	711	1497	2188	2417	2731
其他	5524	9136	6782	7341	8111
<b>长期负债</b>	13708	9830	9830	9830	9830
长期借款	11440	9333	9333	9333	9333
其他	2268	496	496	496	496
<b>负债合计</b>	<b>32981</b>	<b>32431</b>	<b>36125</b>	<b>36186</b>	<b>37999</b>
股本	2162	2162	2734	2734	2734
资本公积金	52	56	56	56	56
留存收益	9356	12603	21563	29213	37699
少数股东权益	3252	3512	6018	8575	11346
归属于母公司所有者权益	11571	14822	24353	32003	40489
<b>负债及权益合计</b>	<b>47804</b>	<b>50765</b>	<b>66495</b>	<b>76765</b>	<b>89834</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	4602	7349	14677	18541	20030
净利润	1610	3679	10612	10834	11736
折旧摊销	1546	2762	3350	4186	4932
财务费用	694	975	1284	1226	1162
投资收益	(3)	(53)	(53)	(53)	(53)
营运资金变动	133	(767)	(3045)	(219)	(527)
其它	623	752	2528	2566	2780
<b>投资活动现金流</b>	(5225)	(3970)	(11051)	(11051)	(11051)
资本支出	(5160)	(4113)	(11051)	(11051)	(11051)
其他投资	(64)	144	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1756	(3504)	(2602)	(5614)	(4360)
借款变动	2874	(902)	(290)	(1257)	0
普通股增加	0	0	572	0	0
资本公积增加	17	4	0	0	0
股利分配	(324)	0	(1653)	(3184)	(3250)
其他	(810)	(2606)	(1231)	(1173)	(1110)
<b>现金净增加额</b>	1134	(125)	1023	1876	4619

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	19492	30100	52396	56172	62390
营业成本	13620	20745	30328	33497	37859
营业税金及附加	96	204	355	380	422
营业费用	847	1166	2030	2176	2417
管理费用	1282	1423	2096	2247	2496
财务费用	841	890	1284	1226	1162
资产减值损失	(8)	74	30	30	30
公允价值变动收益	(3)	0	0	0	0
投资收益	3	53	53	53	53
<b>营业利润</b>	2815	5651	16326	16669	18056
营业外收入	302	90	90	90	90
营业外支出	163	87	87	87	87
<b>利润总额</b>	2954	5653	16329	16671	18059
所得税	675	1105	3212	3279	3553
<b>净利润</b>	2280	4548	13118	13392	14506
少数股东损益	670	869	2505	2558	2771
<b>归属于母公司净利润</b>	1610	3679	10612	10834	11736
<b>EPS (元)</b>	0.74	1.70	3.88	3.96	4.29

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-12%	54%	74%	7%	11%
营业利润	-32%	101%	189%	2%	8%
净利润	-33%	129%	188%	2%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.1%	31.1%	42.1%	40.4%	39.3%
净利率	8.3%	12.2%	20.3%	19.3%	18.8%
ROE	13.9%	24.8%	43.6%	33.9%	29.0%
ROIC	7.3%	13.1%	27.2%	23.6%	21.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.0%	63.9%	54.3%	47.1%	42.3%
净负债比率	49.3%	43.1%	32.5%	26.5%	22.6%
流动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.7	0.7
存货周转率	3.8	4.9	5.7	5.0	5.1
应收帐款周转率	15.3	20.6	22.5	18.4	18.7
应付帐款周转率	4.5	6.0	7.1	6.3	6.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.74	1.70	3.88	3.96	4.29
每股经营现金	2.13	3.40	5.37	6.78	7.33
每股净资产	5.35	6.85	8.91	11.71	14.81
每股股利	0.00	0.50	1.16	1.19	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	55.0	24.1	10.6	10.4	9.6
PB	7.7	6.0	4.6	3.5	2.8
EV/EBITDA	24.5	13.7	6.0	5.7	5.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**姚鑫：**招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

**孙维容：**招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

**于庭泽：**招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。