

公司研究/季报点评

2017年10月16日

基础化工/化工新材料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 41.44
合理价格区间(元): 47.9-56.6

刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

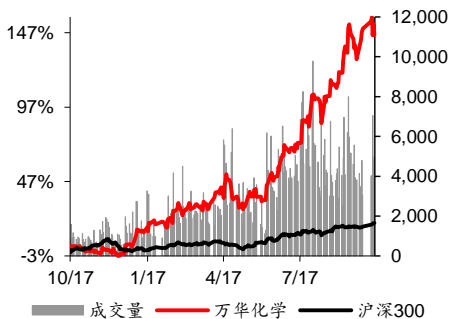
庄汀洲 010-56793939
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

吴佳伦 021-28972051
联系人 wujialun@htsc.com

相关研究

- 1 《万华化学(600309,增持): Q2 净利再创新高, 龙头价值凸显》2017.08
- 2 《万华化学(600309,增持): Q1 业绩超预期, 全年确定性高增长》2017.04
- 3 《万华化学(600309,增持): 年报符合预期, 2017 有望再上台阶》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

MDI 高景气延续, Q3 净利再创新高

万华化学(600309)

2017Q3 实现净利近 30 亿元, 再创历史新高

万华化学发布 2017 年三季度报, 实现营收 389.6 亿元, 同比增 86.1%, 实现净利 78.1 亿元, 同比增 212%, 以最新股本 27.34 亿股计算, 对应 EPS 为 2.86 元, 业绩略低于市场预期。其中 2017 年三季度实现营收 145.3 亿元, 同比增 71.9%, 实现净利 29.5 亿元, 同比增 161%, 再创历史新高。

MDI 价格大涨带动盈利持续改善

2017 年前三季度, 公司聚氨酯系列产品实现营收 224.25 亿元, 实现销量 138.2 万吨; 其中 2017Q3 实现营收 84.46 亿元, 环比增 6.9%; 销量 51.4 万吨, 环比增 9.8%。受益于全球行业供需格局优化, 2017 年 1-9 月公司主要聚氨酯产品价格大涨, 以华东市场为例, 纯 MDI/聚合 MDI 均价分别为 2.75/2.62 万元/吨, 同比上涨 71.8%/108.4%, 而主要原料纯苯价格相对平稳, 推动公司综合毛利率同比上涨 7.7pct 至 39.3%。10 月公司纯 MDI/聚合 MDI 挂牌价分别为 2.98/3.50 万元/吨, 华东市场目前价格分别为 3.40/3.44 万元/吨。此外, 2018 年预计公司 30 万吨 TDI 项目将建成。

石化业务景气延续

2017 年前三季度, 公司石化系列产品实现营收 107.59 亿元, 实现产量 134.7 万吨, 销量(含 LPG 贸易)253.2 万吨, 其中 2017Q3 实现营收 38.42 亿元, 环比增 6.7%, 产量 47.9 万吨, 销量 101.5 万吨, 环比增 19.9%。伴随油价回升, 主要石化产品价格均有不同程度上涨, 以华东市场为例, 2017 年 1-9 月, 环氧丙烷/丙烯酸/丙烯酸丁酯均价分别为 1.05/0.85/1.00 万元/吨, 同比上涨 20%/50%/46%, 助益业绩提升。

精细化学品及新材料业务持续开拓

2017 年前三季度, 公司精细化学品及新材料系列产品实现营收 30.21 亿元, 产量 18.1 万吨, 销量 17.3 万吨; 其中 2017Q3 实现营收 12.54 亿元, 环比增 31.1%, 产量 6.9 万吨, 销量 7.7 万吨, 环比增 44.5%。7 月 29 日公司珠海项目(10 万吨水性表面材料树脂、4 万吨改性 MDI)投产, 2017/2018 年预计公司陆续将建成 7/13 万吨/年 PC 项目, 精细化学品及新材料业务有望保持快速增长。

维持“增持”评级

我们预计公司 MDI 业务将延续强势, 石化业务逐步进入良性发展阶段; 水性涂料、聚碳酸酯等高附加值项目也将有序进入产出期, 轻烃裂解制乙烯项目明确未来成长路径。结合 8 月以来 MDI 产品价格走势及公司三季报情况, 我们在前期(7 月)模型基础上整体上调公司 2017-2019 净利润预测分别至 102/118/130 亿元(原值 90/105/118 亿元), 对应 EPS 为 3.77/4.35/4.80 元(原值 3.32/3.87/4.36 元), 参考可比公司估值水平(2018PE 平均 12.0 倍), 给予 2018 年 11-13 倍 PE, 目标价 47.9-56.6 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求持续低迷风险、新项目投产不达预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,734
流通 A 股(百万股)	2,595
52 周内股价区间(元)	20.05-43.48
总市值(百万元)	113,297
总资产(百万元)	62,753
每股净资产(元)	8.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19,492	30,100	50,166	58,688	67,970
+/-%	(11.75)	54.42	66.66	16.99	15.82
归属母公司净利润(百万元)	1,610	3,679	10,208	11,798	13,020
+/-%	(33.46)	128.57	177.43	15.58	10.36
EPS (元, 最新摊薄)	0.59	1.36	3.77	4.35	4.80
PE (倍)	69.79	30.53	11.01	9.52	8.63

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

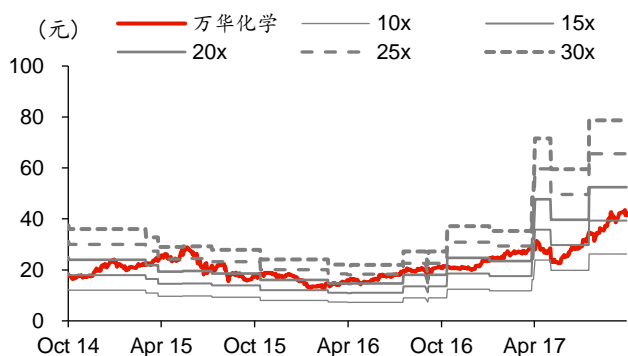
上市公司	最新价	EPS (元)		PE (倍)		BPS (MRQ)	PB
		2017E	2018E	2017E	2018E		
沧州大化	50.92	4.49	4.70	11	11	7.24	7.03
卫星石化	16.06	0.92	1.09	17	15	4.69	3.94
鲁西化工	10.86	0.86	1.06	13	10	4.44	4.02
平均				14	12		3.17

备注：股价为2017年10月13日收盘价，卫星石化EPS采用华泰化工小组预测，其余均为Wind一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

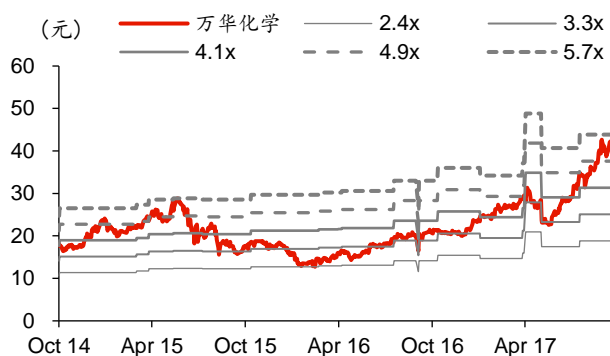
PE/PB - Bands

图表2：万华化学历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：万华化学历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,027	13,236	21,203	28,678	36,478
现金	2,066	1,987	3,816	8,424	13,211
应收账款	1,214	1,715	3,117	3,649	4,228
其他应收账款	142.15	126.06	451.49	528.19	611.73
预付账款	370.99	239.23	560.53	665.82	791.75
存货	4,194	4,337	6,741	8,041	9,339
其他流动资产	3,039	4,831	6,517	7,369	8,297
非流动资产	36,778	37,529	42,229	50,247	62,287
长期投资	186.13	363.30	363.30	363.30	363.30
固定投资	20,046	28,468	32,964	39,208	48,715
无形资产	2,252	2,612	2,938	3,272	3,586
其他非流动资产	14,293	6,086	5,964	7,403	9,622
资产总计	47,804	50,765	63,432	78,924	98,765
流动负债	19,273	22,601	21,722	22,459	25,478
短期借款	9,638	8,501	4,724	3,000	3,300
应付账款	3,400	3,467	7,007	8,323	9,897
其他流动负债	6,235	10,633	9,991	11,136	12,281
非流动负债	13,708	9,830	8,175	6,709	5,237
长期借款	11,440	9,333	7,833	6,333	4,833
其他非流动负债	2,268	496.33	341.84	375.86	403.26
负债合计	32,981	32,431	29,897	29,168	30,715
少数股东权益	3,252	3,512	7,126	11,549	16,823
股本	2,162	2,162	2,711	2,711	2,711
资本公积	48.34	48.41	2,393	2,393	2,393
留存公积	9,356	12,603	21,305	33,103	46,123
归属母公司股	11,571	14,822	26,409	38,207	51,227
负债和股东权益	47,804	50,765	63,432	78,924	98,765

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	4,602	7,349	14,965	19,758	22,575
净利润	2,280	4,548	13,822	16,221	18,294
折旧摊销	1,546	2,762	2,728	3,420	4,379
财务费用	841.24	889.95	1,080	627.50	242.98
投资损失	(3.39)	(52.75)	(40.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(22.46)	(926.76)	(2,685)	(607.86)	(439.42)
其他经营现金	(38.58)	127.86	59.30	108.10	108.23
投资活动现金	(5,225)	(3,970)	(7,383)	(11,428)	(16,410)
资本支出	5,160	4,113	7,000	11,000	16,000
长期投资	100.00	15.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	35.86	158.88	(382.64)	(427.90)	(409.76)
筹资活动现金	1,756	(3,504)	(5,753)	(3,722)	(1,378)
短期借款	5,141	(1,136)	(3,777)	(1,724)	300.00
长期借款	(1,397)	(2,107)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
普通股增加	0.00	0.00	548.48	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.07	2,344	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,988)	(261.05)	(3,368)	(498.51)	(178.44)
现金净增加额	1,068	(99.44)	1,829	4,608	4,787

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,492	30,100	50,166	58,688	67,970
营业成本	13,620	20,745	28,026	33,291	39,588
营业税金及附加	95.65	203.76	300.99	352.13	407.82
营业费用	847.27	1,166	1,455	1,761	2,073
管理费用	1,282	1,423	1,856	2,230	2,651
财务费用	841.24	889.95	1,080	627.50	242.98
资产减值损失	(8.35)	74.30	200.00	150.00	150.00
公允价值变动收益	(3.47)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.39	52.75	40.00	10.00	10.00
营业利润	2,815	5,651	17,287	20,286	22,867
营业外收入	302.31	89.75	80.00	90.00	100.00
营业外支出	162.88	87.20	90.00	100.00	100.00
利润总额	2,954	5,653	17,277	20,276	22,867
所得税	674.89	1,105	3,455	4,055	4,573
净利润	2,280	4,548	13,822	16,221	18,294
少数股东损益	669.82	868.65	3,614	4,423	5,274
归属母公司净利润	1,610	3,679	10,208	11,798	13,020
EBITDA	5,202	9,303	21,095	24,333	27,490
EPS (元)	1.06	0.71	1.61	4.35	4.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(11.75)	54.42	66.66	16.99	15.82
营业利润	(32.09)	100.73	205.94	17.35	12.72
归属母公司净利润	(33.46)	128.57	177.43	15.58	10.36
获利能力 (%)					
毛利率	30.13	31.08	44.13	43.27	41.76
净利率	8.26	12.22	20.35	20.10	19.16
ROE	13.91	24.82	38.65	30.88	25.42
ROIC	7.54	13.99	32.81	31.37	28.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.99	63.88	47.13	36.96	31.10
净负债比率 (%)	71.53	67.47	52.97	43.68	37.78
流动比率	0.57	0.59	0.98	1.28	1.43
速动比率	0.35	0.39	0.67	0.92	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.61	0.88	0.82	0.77
应收账款周转率	13.49	18.26	18.46	15.40	15.33
应付账款周转率	4.53	6.04	5.35	4.34	4.35
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.59	1.36	3.77	4.35	4.80
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.70	2.71	5.52	7.29	8.33
每股净资产 (最新摊薄)	4.27	5.47	9.74	14.09	18.90
估值比率					
PE (倍)	69.79	30.53	11.01	9.52	8.63
PB (倍)	9.71	7.58	4.25	2.94	2.19
EV_EBITDA (倍)	26.14	14.62	6.45	5.59	4.95

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com