

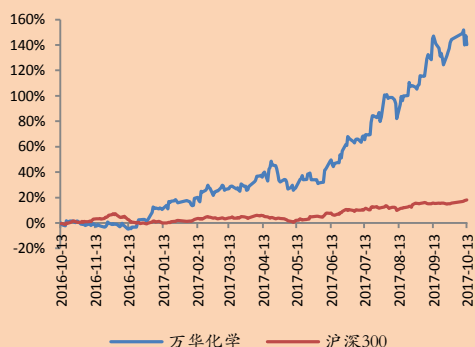


## 万华化学 (600309)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-10-16

股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy\_1987@163.com

联系人: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

## MDI 高景气, 业绩再创新高

**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%, 实现归属上市公司股东净利润 78.11 亿元, 同比增长 212.41%; 扣非净利润为 77.47 亿元, 同比增长 209.89%。三季度实现营业收入、归属净利润、扣非净利润分别为 145.34 亿元、29.5 亿元、29.54 亿元, 环比增幅分别为 8.28%、10.65%、12.49%。

### 业绩持续稳定高增长

2017 年 1—9 月公司业绩大幅增长, 三季度业绩再创历史新高。主要原因: MDI 维持高景气, 公司 MDI 系列产品实现量价齐升; 石化业务运营良好, 销量增加; 新材料板块稳步发展, 都为公司营业收入增长奠定基础。同时报告期内销售费用、管理费用和财务费用发生额分别为 1.01 亿元、9.93 亿元、4.07 亿元, 同比增幅为 28.05%、49.47%、19.24%, 三费同比增加 38.40%, 主要是由于人工费用和研发等投入增加导致, 整体看公司成本控制合理。收入大幅增长以及合理的成本管控能力, 公司产品综合毛利率为 39.01%, 同比增加 8.9 个百分点。

### MDI 高景气度有望延续

目前全球 MDI 主要由万华、巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏、日本 NPU 六大供应商, 由于 MDI 具有高壁垒, 很难有新进入者, 产能的增加主要来自于扩产, 整体供给格局较为稳定。2017 年下半年中东地区陶氏 40 万吨以及国内 (11 月) 有 40 万吨装置将开车, 但考虑到装置开车到大规模生产, 还需要一段时间, 整体供给紧张局面难以缓解。从短期看: MDI 行业高景气度有望延续。同时从长期看: MDI 每年新增需求约 50 万吨, 加上国外老装置发生意外事件风险较高, 会对行业供给产生影响, 进而带来价格波动。

受益于 MDI 高景气, 报告期内公司 MDI 产品实现量价齐升实现销量。销售方面: 1—9 月实现销量 138.20 万吨, 2016 年销量 143.94。价格方面: 1—9 月公司聚合 MDI (直销)、聚合 MDI (分销)、纯 MDI 挂牌价分别累计上调 8500 元/吨、15000 元/吨、6700 元/吨至 28500 元/吨、35000 元/吨、27700 元/吨。市场价格: 依据百川资讯的数据显示, 2017 年 1—9 月华东地区聚合 MDI 和纯 MDI 均价分别为 26098 元/吨、27385 元/吨, 同比分别增长 110.98%、72.41%。

### 石化、新材料板块稳步发展

今年以来, 公司石化装置运行稳定, 产品销量、价格和去年相比都有显著增加, 推动石化板块业绩提升, 成为新的业绩增长点。新材料板块作为公司新引擎, 现已建立聚醚、新材料、功能化学品、表面材料、万华北京五大事业部, 产品 (TPU、SAP、PC、ADI 等) 已拥有一定市场份额, 带来经济效益。

#### □ 盈利预测与估值

公司是全球最大的 MDI 供应商，装置多为新建，装置运行稳定性较高，有望受益于行业高景气度。同时石化业务和新材料板块稳步推进，运营良好。我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 3.72 元、4.23 元、4.67 元，对应的 PE 分别为 11 倍、9 倍、8 倍，给予“增持”评级。

#### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	30100	48762	56076	61684
收入同比(%)	54%	62%	15%	10%
归属母公司净利润	3679	10169	11561	12781
净利润同比(%)	129%	176%	14%	11%
毛利率(%)	31.1%	43.0%	42.0%	41.0%
ROE(%)	24.8%	47.3%	38.0%	31.0%
每股收益(元)	1.35	3.72	4.23	4.67
P/E	30.79	11.14	9.80	8.86
P/B	7.64	5.23	3.81	2.90
EV/EBITDA	7	7	6	5

资料来源：wind、华安证券研究所

#### □ 风险提示

MDI 产品价格大幅回落、石化和新材料业绩发展不及预期

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	13,236	32,596	48,463	64,207	<b>营业收入</b>	30,100	48,762	56,076	61,684
现金	1,987	16,546	29,887	44,023	营业成本	20,745	27,794	32,524	36,393
应收账款	1,841	3,207	3,673	3,956	营业税金及附加	204	277	312	353
其他应收款	126	281	322	323	销售费用	1,166	1,748	2,099	2,398
预付账款	239	118	20	(146)	管理费用	1,423	2,306	2,540	2,733
存货	4,351	6,627	8,201	8,496	财务费用	890	844	629	414
其他流动资产	4,692	5,816	6,360	7,555	资产减值损失	74	(2)	5	3
<b>非流动资产</b>	37,529	35,201	33,367	31,510	公允价值变动收益	0	4	(3)	0
长期投资	363	213	254	277	投资净收益	53	0	0	0
固定资产	28,468	26,665	24,862	23,059	<b>营业利润</b>	5,651	15,798	17,964	19,390
无形资产	2,612	2,437	2,275	2,123	营业外收入	90	196	143	169
其他非流动资产	6,086	5,886	5,976	6,051	营业外支出	87	164	138	130
<b>资产总计</b>	50,765	67,796	81,830	95,716	<b>利润总额</b>	5,653	15,830	17,969	19,430
<b>流动负债</b>	22,601	25,541	28,168	29,621	所得税	1,105	2,375	2,695	2,914
短期借款	8,501	8,425	8,276	8,049	<b>净利润</b>	4,548	13,456	15,274	16,515
应付账款	3,467	5,448	6,644	6,884	少数股东损益	869	3,287	3,712	3,734
其他流动负债	10,633	11,667	13,249	14,688	<b>归属母公司净利润</b>	3,679	10,169	11,561	12,781
<b>非流动负债</b>	9,830	14,890	16,128	16,957	EBITDA	9,299	18,620	20,559	21,759
长期借款	9,333	9,333	9,333	9,333	EPS (元)	1.35	3.72	4.23	4.67
其他非流动负	496	5,557	6,795	7,624					
<b>负债合计</b>	32,431	40,431	44,297	46,578					
少数股东权益	3,512	6,800	10,512	14,246					
股本	2,162	2,734	2,734	2,734					
资本公积	48	28	28	28					
留存收益	12,603	18,887	26,970	36,341					
归属母公司股东权	14,822	21,649	29,732	39,103					
<b>负债和股东权益</b>	50,765	68,880	84,541	99,927					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	54.42%	62.00%	15.00%	10.00%
营业利润	100.73%	179.59%	13.71%	7.94%
归属于母公司净利润	128.57%	176.36%	13.70%	10.55%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	31.08%	43.00%	42.00%	41.00%
净利率(%)	12.22%	20.85%	20.62%	20.72%
ROE(%)	24.81%	47.30%	37.95%	30.96%
ROIC(%)	14.56%	37.73%	47.64%	53.78%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	63.88%	58.70%	52.40%	46.61%
净负债比率(%)	29.58%	-21.07%	-28.74%	-40.55%
流动比率	0.59	1.28	1.72	2.17
速动比率	0.39	1.02	1.43	1.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.61	0.82	0.75	0.69
应收账款周转率	20.55	21.02	17.87	17.66
应付账款周转率	8.77	10.94	9.27	9.12
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.35	3.72	4.23	4.67
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	7.01	7.07	7.23
每股净资产(最新摊薄)	5.42	7.92	10.88	14.30
<b>估值比率</b>				
P/E	30.8	11.1	9.8	8.9
P/B	7.6	5.2	3.8	2.9
EV/EBITDA	7.45	6.70	5.59	4.79

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	7,349	19,156	19,317	19,775
净利润	4,548	10,169	11,561	12,781
折旧摊销	2,762	1,977	1,965	1,955
财务费用	975	844	629	414
投资损失	(53)	0	0	0
营运资金变动	1,819	2,877	1,447	888
其他经营现金	(2,703)	3,289	3,714	3,738
<b>投资活动现金流</b>	(3,970)	169	(41)	(23)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(177)	151	(41)	(23)
其他投资现金	(3,792)	19	1	(0)
<b>筹资活动现金流</b>	(3,504)	(3,949)	(4,311)	(4,116)
短期借款	(1,136)	(76)	(150)	(227)
长期借款	(2,107)	0	0	0
普通股增加	0	572	0	0
资本公积增加	0	(20)	0	0
其他筹资现金	(261)	(4,424)	(4,162)	(3,890)
<b>现金净增加额</b>	(125)	15,377	14,966	15,637

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。