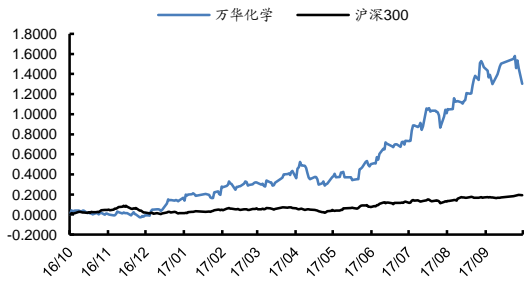


研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：陈博 S0300116010021  
010-88576597 chenb05@ghzq.com.cn

## 三季度业绩略低于预期，不改全年高增长基调 ——万华化学（600309）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	-6.7	32.7	128.0
沪深300	2.1	6.8	19.4

市场数据

市场数据	2017-10-16
当前价格(元)	38.79
52周价格区间(元)	16.28 - 43.68
总市值(百万)	106052.36
流通市值(百万)	100652.36
总股本(万股)	273401.28
流通股(万股)	259480.17
日均成交额(百万)	854.69
近一月换手(%)	29.03

相关报告

《万华化学（600309）动态点评：MDI 货紧价涨，公司直销挂牌价上调，业绩预期再次上涨》——2017-09-28

《万华化学（600309）事件点评：聚合 MDI 挂牌价上调，全年业绩高增长无疑》——2017-09-12

《万华化学（600309）事件点评：半年报业绩超预期，高附加值项目不断投放助推后续业绩增长》——2017-08-03

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司

事件：

公司 2017 年三季报显示，今年 1-9 月，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净利润为 78.11 亿元，同比增长 212.41%；基本每股收益 2.87 元，同比增长 198.96%。公司 Q3 实现营业收入为 145.33 亿元，环比增长 8.27%，而 Q2、Q1 的环比增速分别为 21.95%、20.06%，增速下降较大；Q3 归属于上市公司股东净利润为 29.50 亿元，环比增长 10.65%，而 Q2、Q1 的环比增速分别为 21.45%、86.15%，增速下降也较大。

投资要点：

■ 当前全球 MDI 产能释放仍有限，供需仍偏紧，后续产能投放有望缓解供需紧张格局，MDI 价格将回归至合理水平。供应方面，此前受美国飓风影响的科思创 MDI 装置以及日本东曹检修 MDI 装置、韩国锦湖三井 MDI 原料配套问题的影响，全球范围因不可抗力影响的 MDI 产能合计达到 129 万吨，导致 MDI 供需持续紧张。而家电、汽车、建筑等领域需求一直平稳增长拉动 MDI 消费量稳定增长，从而造成 MDI 供需失衡。但随着 Sadara40 万吨/年、上海联恒 35 万吨/年、亨斯曼荷兰 20 万吨/年和科思创德国 20 万吨/年等装置的投产，预计供需紧张有所缓解，MDI 价格将有所回落。

公司目前开工率 7-8 成，作为龙头受益 MDI 价格大涨。环保督查对 MDI 上游氯碱行业有一定影响，另外，MDI 副产盐酸也使得开工率受限。在副产盐酸处理方面，公司采用两套引进技术的氯化氢氧化装置，而烟台 MDI 配套氯化氢氧化装置处理能力不足导致其 MDI 开工率偏低。从华东地区聚合 MDI（桶装）市场中间价看，2017 年前三季度均价为 25,591 元/吨，同比上涨 113.87%；2017Q3 均价 29,473 元/吨，环比上涨 31.65%。公司 MDI 产能 180 万吨/年，居全球首位，受益于产品价格大幅上涨，业绩弹性大，市场占有率高。

■ 功能材料、新材料、改性材料多点开花，特种化学品突破国外壁垒，均成为新的利润增长点。公司功能材料、新材料、改性材料主要包括改性 TPU、SAP、PC、PMMA、改性 MDI 等。近期珠海工业园一期项目投产，包括 10 万吨水性表面材料树脂和 4 万吨改性 MDI，延伸了公司产业链，增强了产品附加值。公司特种异氰酸酯包括 HDI、H12MDI、IPDI，被广泛应用于汽车涂料、木器涂料、轨道交通涂料、高性能弹性体等高端领域。公司自主研发的 IP、IPDA 和 IPDI 工业

已发行股份的 1%。

化装置陆续投产后，形成“IP-IPN-IPDA-IPDI”全产业链，打破该领域拜耳和赢创德固赛的垄断。此外，PC 项目一期 7 万吨/年已经建成待投产，二期计划扩至 20 万吨/年；烟台工业园 30 万吨/年 TDI 项目将于 2018 年建成。

- **盈利预测与评级：**当前 MDI 全球供需格局仍较好，随着新产能投放，MDI 价格将回落至合理水平，但公司龙头地位稳固、盈利能力较强，仍能保持较好的毛利率。此外，公司在石化领域不断延伸产品链，高附加值的项目（包括 PC、PMMA、TDI 等）将陆续投产，利润增长点多。不过基于后续 MDI 价格将回归理性，公司全年业绩可能略低于我们此前的判断，我们预计 2017-2019 年归属于上市公司股东净利润分别为 108.43、119.83 和 125.97 亿元，EPS 分别为 3.97、4.38 和 4.61 元/股，对应当前股价 PE 为 9.78、8.85 和 8.42 倍，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**产品价格大幅下跌风险、项目建设不及预期风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	30100	52940	60167	63149
增长率(%)	54.4%	75.9%	13.7%	5.0%
净利润（百万元）	3679	10843	11983	12597
增长率(%)	129%	195%	11%	5%
摊薄每股收益（元）	1.70	3.97	4.38	4.61
ROE(%)	20.07%	31.84%	24.73%	19.93%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 万华化学盈利预测表

证券代码:	600309.sh				股票价格:	38.79	投资评级:	增持		日期:	2017/10/16
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	20%	32%	25%	20%	EPS	1.70	3.97	4.38	4.61		
毛利率	31%	44%	42%	41%	BVPS	6.85	9.89	13.75	17.80		
期间费率	12%	9%	8%	8%	<b>估值</b>						
销售净利率	12%	20%	20%	20%	P/E	22.80	9.78	8.85	8.42		
<b>成长能力</b>					P/B	5.66	3.92	2.82	2.18		
收入增长率	54%	76%	14%	5%	P/S	2.79	2.00	1.76	1.68		
利润增长率	129%	195%	11%	5%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.59	0.82	0.82	0.76	营业收入	30100	52940	60167	63149		
应收账款周转率	5.52	5.06	4.93	4.80	营业成本	20745	29733	34896	37240		
存货周转率	4.78	4.43	4.38	4.28	营业税金及附加	204	292	345	379		
<b>偿债能力</b>					销售费用	1166	1482	1745	2015		
资产负债率	64%	48%	34%	23%	管理费用	1423	2012	2347	2526		
流动比	0.59	1.09	1.53	2.07	财务费用	890	1023	668	386		
速动比	0.39	0.79	1.12	1.52	其他费用/(-收入)	(22)	(105)	(62)	(58)		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>5651</b>	<b>18294</b>	<b>20104</b>	<b>20544</b>		
现金及现金等价物	1987	2614	3358	3754	营业外净收支	3	40	30	30		
应收款项	5449	10454	12211	13162	<b>利润总额</b>	<b>5653</b>	<b>18334</b>	<b>20134</b>	<b>20574</b>		
存货净额	4337	6771	8044	8793	所得税费用	1105	3985	4304	4297		
其他流动资产	1462	5219	6533	7489	<b>净利润</b>	<b>4548</b>	<b>14349</b>	<b>15830</b>	<b>16277</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>13236</b>	<b>25059</b>	<b>30146</b>	<b>33198</b>	少数股东损益	869	3505	3847	3680		
固定资产	28468	29096	30471	35932	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3679</b>	<b>10843</b>	<b>11983</b>	<b>12597</b>		
在建工程	4245	5245	7245	7245	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
无形资产及其他	2612	2632	2390	2177	<b>经营活动现金流</b>	<b>7349</b>	<b>10695</b>	<b>17226</b>	<b>18411</b>		
长期股权投资	363	313	263	213	净利润	4548	14349	15830	16277		
<b>资产总计</b>	<b>50765</b>	<b>64893</b>	<b>73490</b>	<b>82585</b>	少数股东权益	869	3505	3847	3680		
短期借款	8501	7501	5001	3001	折旧摊销	2759	2633	2688	2778		
应付款项	5328	7136	7989	7910	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	1497	2197	1838	1583	营运资金变动	(827)	(9792)	(5139)	(4325)		
其他流动负债	7275	6170	4881	3545	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3970)</b>	<b>(4918)</b>	<b>(6439)</b>	<b>(9036)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>22601</b>	<b>23005</b>	<b>19709</b>	<b>16039</b>	资本支出	(257)	(4261)	(6063)	(8239)		
长期借款及应付债券	9333	7333	4833	2833	长期投资	(177)	50	50	50		
其他长期负债	496	496	496	496	其他	(3535)	(707)	(426)	(847)		
<b>长期负债合计</b>	<b>9830</b>	<b>7830</b>	<b>5330</b>	<b>3330</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3504)</b>	<b>(1624)</b>	<b>(6438)</b>	<b>(5512)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>32431</b>	<b>30834</b>	<b>25039</b>	<b>19369</b>	债务融资	(5223)	(3000)	(5000)	(4000)		
股本	2162	2734	2734	2734	权益融资	0	2460	0	0		
股东权益	18334	34059	48451	63216	其它	1719	(1084)	(1438)	(1512)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50765</b>	<b>64893</b>	<b>73490</b>	<b>82585</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(125)</b>	<b>4153</b>	<b>4349</b>	<b>3864</b>		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。