

2017年10月16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(2017/10/16)	38.79
上证指数(2017/10/16)	3378.47
股价 12 个月高/低	43.68/16.28
总发行股数(百万)	2734.01
A 股数(百万)	2594.80
A 市值(亿元)	1006.52
主要股东	万华实业集团有限公司 (47.92%)
每股净值(元)	8.76
股价/账面净值	4.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.3 25.5 130.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017年8月1日	34.47	买入

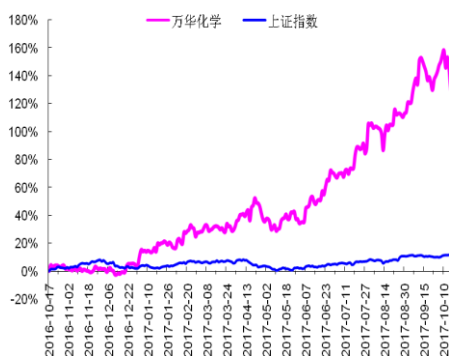
产品组合

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

公司产品量价齐，带动前三季度业绩大幅增长

结论与建议：

公司发布17年三季报，17年前三季度公司实现营业收入389.64亿元，同比增长86.14%；营业利润117.34亿元，同比增长219.00%；归属于上市公司股东的净利润78.11亿元，同比增长212.41%。折合每股收益EPS为2.87元，每股现金流为2.06元。其中17年第三季度实现营业收入145.33亿元，同比增长71.86%，环比增长8.27%；实现归属于上市公司股东的净利润29.50亿元，同比增长156.06%，环比增长10.65%，公司业绩符合市场预期。鉴于公司近三个月陆续大幅上调MDI挂牌价格，且该价格持续性强，石化产品同比涨多跌少，公司装置运行稳定，我们维持“买入”评级。

■ **量价齐升，是公司业绩大幅增长的主要原因：**2017年前三季度公司两大主营系列产品量价齐升，带动公司业绩大幅增长。聚氨酯系列产品前三季度销售量为138.2万吨，接近上年全年销售量143.9万吨，价格方面，前三季度公司聚合MDI出厂均价为25164元/吨、纯MDI出厂均价为25902元/吨，同比分别上涨90.63%和44.73%。石化系列产品前三季度销售量为25.32万吨（含LNG贸易），而上年全年销售量为12.78万吨，价格方面，前三季度主要石化产品环氧丙烷、丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯山东地区平均价格分别为10370元/吨、7323元/吨、8488元/吨、9985元/吨，同比分别上涨21.29%、22.54%、50.71%、47.38%。

■ **Q4 业绩有望保持高增长：**2016年全球MDI总产能约735万吨，公司产能占全球24.5%，而2016年国内产能约363万吨，公司占50%，行业话语权突出。自17年8月起公司连续三个月大幅上调主要产品MDI挂牌价格，10月份聚合MDI直销及分销挂牌价格均为35000元/吨，较调价前价格均上涨52%，同比均上涨84%，纯MDI挂牌价格为29800元/吨，较调价前价格均上涨16%，同比均上涨61%。另外石化产品方面，少数产品价格同比有所回落，但多数产品价格同比仍有所上涨，如环氧丙烷、MTBE山东市场价（下同）同比下跌15.94%、2.63%，丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯、正丁醇（华东）同比分别上涨13.94%、22.63%、35.85%、29.31%，因此预计公司业绩四季度仍保持大幅增长。

■ **公司获得政府大额补助，加速公司专案建设：**公司及控股子公司截止17年8月份累计获得收到政府补助11.64亿元，从公司三季报来看，该项收益计入前三季表较小，预计大部分将计入17年年报，届时将增厚公司17年业绩。MDI、石化产品是公司两大支柱产业，公司在此基础上整合资源，建立六大事业，下游开发新的业绩增长点。如PC制品，一期7万吨装置已建成，目前正在调试，二期13万吨预计2018年底前建成。另外，公司预计2018年下半年建成30万吨TDI装置。随着公司下游产品建成投产，为公司带来新的业绩增长点，公司盈利空间巨大。

■ **盈利预测：**我们预计公司2017/2018年实现净利润107.34/122.08亿元，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9.9倍和8.7倍，对应的PB为4.32和2.96。鉴于公司目前装置运行稳定，主要产品MDI价格高位运行，且支撑力足，石化产品价格涨多跌少，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	52.11	22.80	9.88	8.69	8.11
股利 (DPS)	RMB 元	0.19	0	0.38	0.34	0.33
股息率 (Yield)	%	0.49%	0.00%	0.97%	0.88%	0.84%

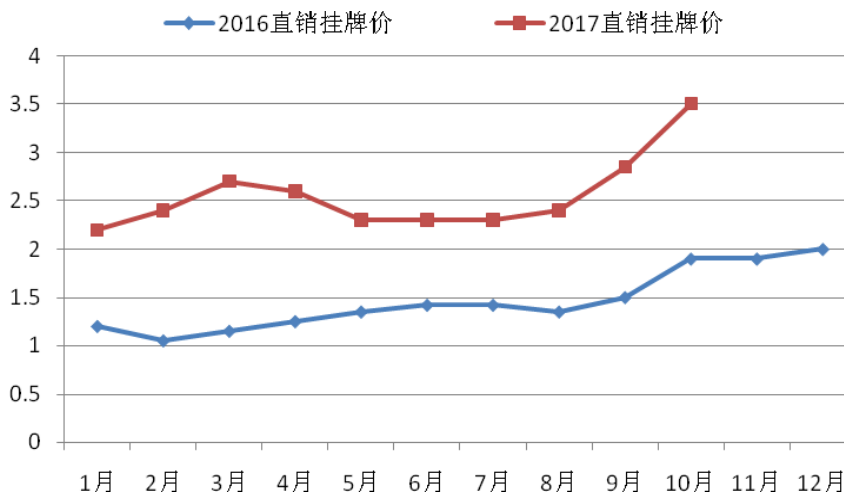
预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

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

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

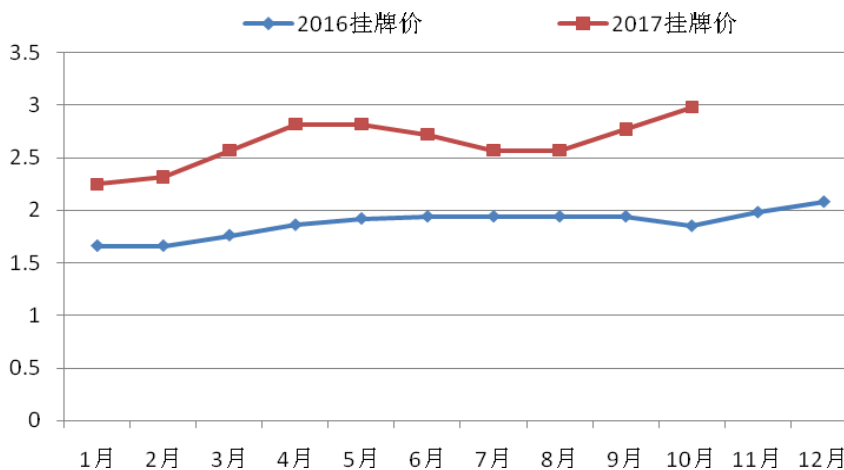
卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

图 1: 万华化学聚合 MDI 直销挂牌价格



资料来源: choice 资料, 群益金鼎证券整理

图 2: 万华化学纯 MDI 挂牌价格



资料来源: choice 资料, 群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,492.38	30,099.86	54,466.75	63,305.18	66,802.82
经营成本	13,619.97	20,744.81	33,352.34	38,842.92	40,318.54
营业税金及附加	95.65	203.76	449.90	475.84	461.96
销售费用	847.27	1,165.98	1,453.66	1,599.03	1,647.00
管理费用	1,281.52	1,423.28	2,088.20	2,338.79	2,455.73
财务费用	841.24	889.95	1,002.21	1,202.65	1,383.05
资产减值损失	-8.35	74.30	277.86	333.43	383.45
投资收益	3.39	52.75	229.45	114.73	131.94
营业利润	2,815.01	5,650.53	16,072.03	18,627.24	20,285.03
营业外收入	302.31	89.75	125.06	195.80	226.54
营业外支出	162.88	87.20	139.30	167.16	200.60
利润总额	2,954.45	5,653.08	16,057.78	18,655.88	20,310.97
所得税	674.89	1,105.01	3,296.08	3,944.26	4,337.13
少数股东损益	669.82	868.65	2,027.33	2,504.09	2,897.00
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	32,295.69	41,265.86	47,217.68
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	41,769.68	51,233.85	56,986.46
资产总计	47,804.42	50,765.02	60,605.49	71,706.09	87,299.82
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	5,539.68	8,043.77	10,940.77
股东权益合计	14,823.23	18,333.94	30,070.38	43,847.88	58,933.17
负债及股东权益合计	47,804.42	50,765.02	60,605.49	71,706.09	87,299.82

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,不在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。