

**中國：原物料**
**2017年10月16日**
**投資建議：**
**買入 (維持評級)**
**目標價隱含漲/跌幅：21.3%**
**日期 2017/10/13**

收盤價	<b>RMB41.44</b>
十二個月目標價	<b>RMB50.30</b>
前次目標價	<b>RMB50.30</b>
上海 A 股指數	<b>3,550.5</b>

**資訊更新：**

- ▶ 萬華化學公佈三季報，實現營收 389.64 億元，同比增長 86.14%；歸屬母公司淨利潤 78.11 億元，同比增長 212.41%，業績表現基本符合預期。
- ▶ 公司將 10 月份直銷聚合 MDI 價格上調至 3.5 萬/噸，相比 9 月的 2.85 萬/噸環比增長 22.81%。

**本中心觀點：**

- ▶ 預計全年及未來兩年 MDI 價格將維持高位，全球經濟向好下國內外需求拉動供需改善。石化業務穩定發展、附加值相對高的精細化學及新材料系列不斷投產，加之 BC 注入預期升溫，將不斷增厚公司業績。
- ▶ 看好公司全球 MDI 壟斷地位及擁有的技術優勢和產能擴張能力，仍維持買入評級，目標價為 50 元。

**公司簡介：**萬華化學是全球 MDI(二苯基甲烷二異氰酸酯)製造龍頭企業，主要從事異氰酸酯系列產品、芳香多胺系列產品、熱塑性聚氨酯彈性體系列產品的研究開發、生產和銷售。

**股價相對上海 A 股指數表現**


市值	<b>RMB113,297.5 百萬元</b>
六個月平均日成交量	<b>RMB1,285.0 百萬元</b>
總股本股數(百萬股)	<b>27.3</b>
流通 A 股股數比例	<b>100.0%</b>
自由流通股數比例	<b>94.9%</b>
大股東；持股比例	<b>萬華實業集團有限公司, 47.9%</b>
淨負債比率(2017F)	<b>56.2%</b>
每股淨值(2017F)	<b>RMB9.37</b>
市淨率(2017F)	<b>4.42 倍</b>

**簡明損益表(RMB 百萬元)**

年初至 12 月	2016A	2017F	2018F	2019F
營業收入	30,100	48,806	55,883	62,057
營業利潤**	6,562	15,996	18,956	21,706
稅後淨利潤*	3,679	9,830	11,876	13,679
每股收益(元)	1.70	3.60	4.34	5.00
每股收益年增率(%)	128.6	111.3	20.8	15.2
市盈率(倍)	24.4	11.5	9.5	8.3
淨資產收益率(%)	24.8%	38.4%	31.9%	27.2%
股利收益率(%)	1.2	2.5	3.1	3.5
每股股利(元)	0.50	1.06	1.28	1.47

\* 歸屬母公司稅後淨利潤

\*\* 經分析師調整

元大研究部 [research@yuanta.com](mailto:research@yuanta.com)

進一步信息請聯絡：

張亞文

+8621-6187-3824

[Alvinzhang@yuanta.com](mailto:Alvinzhang@yuanta.com)

## 萬華化學 (600309 CH)

### MDI 供需改善三季度業績同比增 212%，新業務產能持續擴張

**Q3 淨利潤同比增長 212%，基本符合預期：**萬華化學公佈三季報，實現營收 389.64 億元，同比增長 86.14%；歸屬母公司淨利潤 78.11 億元，同比增長 212.41%；扣除非經常性損益後淨利潤為 77.48 億元，同比增長 209.89%。三季度業績表現基本符合預期，淨利潤大幅增長主要由於：1) 國內外不可抗力及需求向好下 MDI 均價同比大幅增長，以華東地區聚合 MDI 為例，前三季中間價同比上漲 115%。公司純 MDI 和聚合 MDI 掛牌價從 6 月的 2.72 萬/噸和 2.30 萬/噸漲至 9 月的 2.77 萬/噸和 2.85 萬/噸，其中 8/22 和 9/12 進行兩次分銷價格臨時向上調整，9/12 日已將聚合 MDI 分銷價調至 3.50 萬/噸。2) 前三季度聚氨酯系列銷量為 138.20 萬噸 (Q1/Q2/Q3 分別為 40.08/46.76/51.36 萬噸)，基本已達 2016 年全年 143.94 萬噸，尤其三季度為銷售旺季，下游白電、建築等需求增長 3) 國外不可抗力因素及需求旺盛，出口大幅增長。

**供需關係持續改善，MDI 價格有望維持高位：**10 月聚合 MDI 直銷 (佔比 95%) 價格超預期上調至 3.5 萬/噸，顯示目前市場需求仍旺盛，價格有望維持高位。從供給端來看，MDI 是強酸強鹼類產品，每年需要 40 天時間對產線進行檢修，因此每年至少損失 13% 的效率。且 MDI 產線投資大、技術壁壘高、建設週期長，2017-2019 年新產能或僅有 60 萬噸左右。從需求端來看，國外歐美需求放量持續拉動出口，而國內建築節能領域每年新增需求有望達 25 萬噸及雄安新區等新需求，預計國內外 MDI 供需格局將持續改善。此外 2018 年 30 萬噸 TDI 將投產，屆時將替代滄州大化成為國內 TDI 龍頭，鞏固公司在聚氨酯行業的龍頭地位和話語權。

**2018 新項目產能不斷擴張，BC 資產注入預期升溫：**前三季度精細化學品及新材料系列營收/銷量 30.21 億元/17.27 萬噸，超過去年全年的 27.32 億/15.87 萬噸。下半年珠海項目投產 (10 萬噸水性材料、4 萬噸改性 MDI)，7 萬噸 PC 裝置上半年投產，2018 年底至 2019 年 Q1 產能將達 20 萬噸；2018H2 還將有 5 萬噸/年 MMA、8 萬噸/年 PMMA 計劃建成，新項目不斷投產有望持續提振業績。此外，匈牙利公司 BC 在公司管理下盈利能力顯著改善，從 2011 年虧損 1.19 億歐元至盈利 0.96 億歐元，公司預計在 2018/09/21 前資產注入 (BC 擁有 20 萬噸/25 萬噸 MDI/TDI 產能)，若實現將大幅增厚公司業績並產生協同效應、進一步提高全球市場份額。石化系列前三季度營收/銷量為 107.59 億元/253.19 萬噸，顯著高於 2016 年全年的 82.6 億元/127.83 萬噸，主要是由於 LPG 規模擴大所致。

**看好公司長期發展，維持買入目標價 50 元：**基於以上分析，公司各業務系列加速發展。預計全年及未來兩年 MDI 價格或維持高位，全球經濟向好下國內外需求拉動供需改善。石化業務穩定發展、附加值相對高的精細化學及新材料項目不斷投產，BC 注入預期升溫，將持續增厚公司業績。看好公司全球 MDI 壟斷地位及擁有的技術優勢和產能擴張能力，仍維持買入評級，目標價為 50 元。

### 分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

## 資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
現金與短期投資	2,066	1,987	3,423	6,059	7,765
存貨	4,194	4,337	5,350	5,560	6,342
應收帳款及票據	2,438	5,323	9,031	6,935	10,795
其他流動資產	2,328	1,588	1,906	2,287	3,812
<b>流動資產</b>	<b>11,027</b>	<b>13,236</b>	<b>19,711</b>	<b>20,841</b>	<b>28,714</b>
長期投資	206	383	583	883	1,383
固定資產	32,744	33,167	39,826	46,218	52,843
什項資產	3,827	3,979	4,951	5,686	6,496
<b>其他資產</b>	<b>36,778</b>	<b>37,529</b>	<b>45,360</b>	<b>52,788</b>	<b>60,722</b>
<b>資產總額</b>	<b>47,804</b>	<b>50,765</b>	<b>65,071</b>	<b>73,628</b>	<b>89,437</b>
應付帳款及票據	5,622	5,328	9,203	7,161	10,691
短期借款	12,151	12,547	12,747	12,947	13,147
什項負債	1,501	4,727	5,672	6,807	6,807
<b>流動負債</b>	<b>19,273</b>	<b>22,601</b>	<b>27,622</b>	<b>26,915</b>	<b>30,644</b>
長期借款	11,440	9,333	7,333	5,533	3,954
其他負債及準備	2,268	496	496	496	496
<b>長期負債</b>	<b>13,708</b>	<b>9,830</b>	<b>7,830</b>	<b>6,030</b>	<b>4,451</b>
<b>負債總額</b>	<b>32,981</b>	<b>32,431</b>	<b>35,452</b>	<b>32,944</b>	<b>35,095</b>
股本	2,162	2,162	2,734	2,734	2,734
資本公積	48	48	(523)	(523)	(523)
保留盈餘	9,356	12,603	23,401	34,966	48,124
換算調整數	4	8	8	8	8
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>11,571</b>	<b>14,822</b>	<b>25,619</b>	<b>37,184</b>	<b>50,342</b>
<b>少數股權</b>	<b>3,252</b>	<b>3,512</b>	<b>4,000</b>	<b>3,500</b>	<b>4,000</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>14,823</b>	<b>18,334</b>	<b>29,619</b>	<b>40,684</b>	<b>54,342</b>

資料來源：公司資料、元大

## 現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
本期淨利潤	2,280	4,548	11,879	14,453	16,648
折舊及攤提	1,546	2,759	3,234	3,773	4,565
本期營運資金變動	673	643	(218)	598	(2,638)
其他營業資產	104	(602)	0	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>4,602</b>	<b>7,349</b>	<b>14,895</b>	<b>18,824</b>	<b>18,575</b>
資本支出	(5,160)	(4,113)	(6,000)	(9,000)	(10,000)
本期長期投資變動	(97)	(177)	(200)	(300)	(500)
其他資產變動	33	321	(4,865)	(1,900)	(2,000)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(5,225)</b>	<b>(3,970)</b>	<b>(11,065)</b>	<b>(11,200)</b>	<b>(12,500)</b>
股本變動	30	0	0	0	0
本期負債變動	3,741	(1,711)	(1,800)	(1,600)	(1,379)
其他調整數	(2,015)	(1,793)	(594)	(3,388)	(2,990)
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,756</b>	<b>(3,504)</b>	<b>(2,394)</b>	<b>(4,988)</b>	<b>(4,369)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>(66)</b>	<b>26</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,068</b>	<b>(99)</b>	<b>1,437</b>	<b>2,635</b>	<b>1,706</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(622)</b>	<b>3,379</b>	<b>3,830</b>	<b>7,624</b>	<b>6,075</b>

資料來源：公司資料、元大

## 損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>營業收入</b>	<b>19,492</b>	<b>30,100</b>	<b>48,806</b>	<b>55,883</b>	<b>62,057</b>
銷貨成本	(13,620)	(20,745)	(29,466)	(33,184)	(36,200)
<b>營業毛利</b>	<b>5,872</b>	<b>9,355</b>	<b>19,339</b>	<b>22,699</b>	<b>25,857</b>
營業費用	(2,224)	(2,793)	(3,343)	(3,743)	(4,151)
<b>營業利潤</b>	<b>3,648</b>	<b>6,562</b>	<b>15,996</b>	<b>18,956</b>	<b>21,706</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	(841)	(890)	(901)	(901)	(901)
利息收入淨額	(841)	(890)	(901)	(901)	(901)
投資利益(損失)淨額	3	53	68	46	47
其他業外收入(支出)淨額	144	(72)	(39)	6	5
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前淨利潤	2,954	5,653	15,123	18,107	20,856
所得稅費用	(675)	(1,105)	(3,244)	(3,654)	(4,209)
<b>稅後淨利潤</b>	<b>2,280</b>	<b>4,548</b>	<b>11,879</b>	<b>14,453</b>	<b>16,648</b>
少數股權淨利	(670)	(869)	(2,049)	(2,577)	(2,968)
歸屬母公司之淨利	1,610	3,679	9,830	11,876	13,679
稅前息前折舊攤銷前淨利	5,194	9,321	19,231	22,729	26,271
每股收益 (RMB)	0.7	1.7	3.6	4.3	5.0
每股收益 - 調整員工分紅 (RMB)	0.7	1.7	3.6	4.3	5.0

資料來源：公司資料、元大

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	(11.8)	54.4	62.1	14.5	11.0
營業利潤	(21.6)	79.9	143.8	18.5	14.5
稅前息前折舊攤銷前	(7.7)	79.5	106.3	18.2	15.6
稅後淨利潤	(33.5)	128.6	167.2	20.8	15.2
每股收益	(33.5)	128.6	111.3	20.8	15.2
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	30.1	31.1	39.6	40.6	41.7
營業利潤率	18.7	21.8	32.8	33.9	35.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	26.6	31.0	39.4	40.7	42.3
稅後淨利潤率	8.3	12.2	20.1	21.3	22.0
資產報酬率	5.1	9.2	20.5	20.8	20.4
淨資產收益率	13.9	24.8	38.4	31.9	27.2
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	159.1	119.3	67.8	45.4	31.5
淨負債比率 (%)	145.2	108.5	56.2	30.5	17.2
利息保障倍數 (倍)	4.5	7.4	17.8	21.1	24.1
利息及短期債	0.3	0.5	1.2	1.4	1.5
現金流量對利息保障倍數 (倍)	5.5	8.3	16.5	20.9	20.6
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	0.4	0.5	1.1	1.4	1.3
流動比率 (倍)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
速動比率 (倍)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
淨負債 (RMB 百萬)	21,524.53	19,893.13	16,656.56	12,421.39	9,336.06
每股淨值 (RMB)	5.35	6.85	9.37	13.60	18.41
<b>評價指標 (倍)</b>					
市盈率	55.7	24.4	11.5	9.5	8.3
股價自由現金流量比	(144.0)	26.5	29.6	14.9	18.6
市淨率	7.7	6.0	4.4	3.0	2.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	17.3	9.6	5.9	5.0	4.3
股價營收比	4.6	3.0	2.3	2.0	1.8

資料來源：公司資料、元大

## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 萬華化學 (600309 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評級	分析師
1	2017/09/11	40.13	50.30	50.30	買入	Research 元大

資料來源：Bloomberg，元大

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析個股評級分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	159	35%
持有-超越同業	95	21%
持有-落後同業	19	4%
賣出	4	1%
評估中	178	39%
限制評等	2	0%
總計：	457	100%

資料來源：元大

### 投資評等說明

買入：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評級、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評級：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評級及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2017 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣台北市 104 南京東路三段  
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大證券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 號  
海富中心 1 座 23 樓