

公司研究/公告点评

2017年10月27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): 40.04  
合理价格区间(元): 47.9-56.6

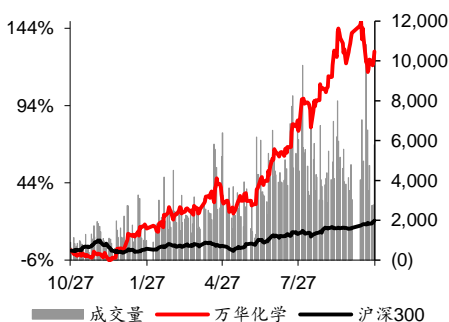
刘曦 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

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

相关研究

- 1《万华化学(600309,增持): MDI 高景气延续, Q3 净利再创新高》2017.10
- 2《万华化学(600309,增持): Q2 净利再创新高, 龙头价值凸显》2017.08
- 3《万华化学(600309,增持): Q1 业绩超预期, 全年确定性高增长》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

# 拟建轻烃制乙烯项目, 产业链持续拓展

## 万华化学(600309)

### 拟建设聚氨酯产业链一体化——乙烯项目

万华化学发布公告, 拟建设聚氨酯产业链一体化——乙烯项目, 项目总投资约 178 亿元, 主要来自自有资金及银行贷款。项目建设于烟台经济技术开发区万华烟台工业园内, 包括 100 万吨/年乙烯装置; 15 万吨/年环氧乙烷(EO)装置; 45 万吨/年线性低密度聚乙烯(LLDPE)装置; 30/65 万吨/年环氧丙烷/苯乙烯(PO/SM)装置; 5 万吨/年丁二烯装置; 40 万吨/年聚氯乙烯(PVC)装置等。项目目前正在环评、安评审批环节。

### 产业链横向扩展, 协同效应有望逐步显现

根据环评公告, 100 万吨/年乙烯装置原料为万华烟台工业园一期项目产出的 C2 及外购丙烷或正丁烷等轻烃, 受益于“页岩气革命”导致的轻质烷烃供应大幅提升, 与国内传统的石脑油裂解工艺相比, 轻烃制乙烯成本优势显著。公司大乙烯项目将产出下游 PE/EO/SM/PVC 等 C2 产业链关键产品, 结合现有的 C3 及聚氨酯产业链 (MDI/TDI/聚醚), 将充分发挥一体化园区综合优势, 并为下游新材料板块提供稳定、高品质的原料, 打开公司成长空间。

### MDI 高盈利延续, 石化产品整体良好

目前华东地区聚合 MDI/纯 MDI 报价分别为 2.97/3.14 万元/吨, 较 9 月中旬高点回落 12.8%/32.1%, 但整体价差仍处于较高水平, 且受益于行业格局深度优化, 预计高盈利有望延续。石化方面, 华东地区丙烯酸/环氧丙烷分别报价 8000/11820 元/吨, 分别较前期高点回落 16.7%/13.7%, 但盈利情况仍较上半年改善, MTBE 报价 5600 元/吨, 价格相对平稳, 石化产品整体景气情况良好。

### 维持“增持”评级

我们预计公司 MDI 业务高盈利延续, 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。我们维持公司 2017-2019 净利润预测分别为 102/118/130 亿元, 对应 EPS 为 3.77/4.35/4.80 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)	109,470
总资产(百万元)	62,753
每股净资产(元)	8.76

资料来源: 公司公告

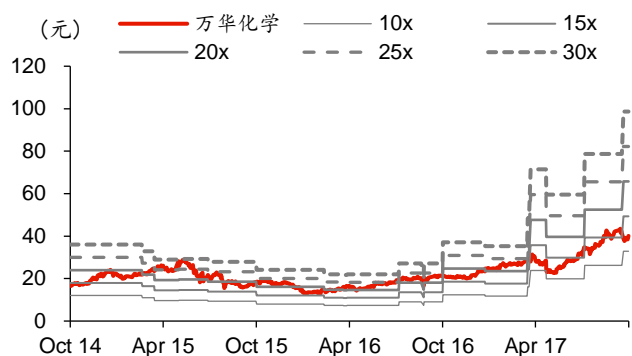
经营预测指标与估值

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)	67.43	29.50	10.63	9.20	8.34

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

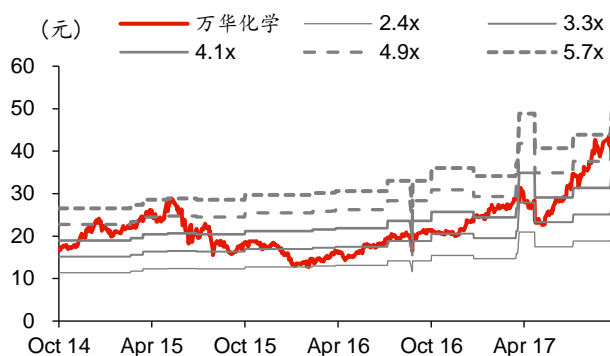
**PE/PB - Bands**

**图表1: 万华化学历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表2: 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)	67.43	29.50	10.63	9.20	8.34
PB (倍)	9.38	7.32	4.11	2.84	2.12
EV_EBITDA (倍)	25.40	14.20	6.26	5.43	4.81

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：A0K809

©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