



2017-10-30

公司点评报告

增持/维持

万华化学(600309)

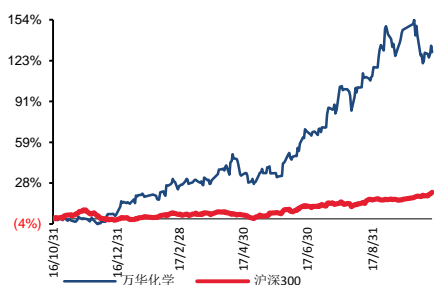
目标价: 44.9

昨收盘: 39.2

材料 材料II

## 万华化学(600309) 11月MDI挂牌价点评: 挂牌中性, 跟随市场

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,734/2,595
总市值/流通(百万元)	107,173/101,716
12个月最高/最低(元)	43.48/20.05

### 相关研究报告:

万华化学(600309)《三季度业绩不及预期, MDI 货源紧张缓解, 下调至增持评级》--2017/10/16

万华化学(600309)《万华化学公告点评: MDI 十月挂牌价上调, 符合预期》--2017/09/28

万华化学(600309)《9月聚合MDI分销市场价格上调6500元/吨, 货源继续紧张》--2017/09/11

### 证券分析师: 陈振华

电话: 010-88321630

E-MAIL: chenzh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517080003

### 证券分析师: 杨伟

执业资格证书编码: S1190517030005

**事件:** 公司近日发布11月份MDI挂牌价公告, 自11月开始, 国内分销和直销市场聚合MDI挂牌价29800元/吨, 相比前次下调5200元/吨; 纯MDI维持29800元/吨的挂牌价不变。

### 点评:

**11月挂牌价公司选择跟随市场, 后期价格仍需看市场供需。** 公司11月份挂牌价整体偏中性, 并未超出或低于预期, 挂牌价接近市场中间价。挂牌价没有刻意高挂或者低挂我们认为实际体现公司目前认可市场已经进入理性, 不作特别指引。从市场的角度看, 因为公司并未做出高于市场价的挂牌价仍将让参与者的信心不足, 且加上目前货源紧张缓解, 需求渐弱, 我们预计后期市场交易将逐渐转淡, 价格短期仍将维持弱势。

**大乙烯项目上马是前期技术积累的又一次集中释放。** 公司近期公告投资178亿元建设包括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)装置以及配套的辅助工程和公用工程设施。目前已经完成环评、安评等报告编制工作。从环评公示信息来看原料来源为一期项目的C2以及外购的丙烷或正丁烷。新的环丙工艺为PO/SM, 有别于目前工业园的PO/MTBE工艺, 届时将成为国内少数同时拥有2种先进环丙生产技术的企业。

**维持增持评级。** 短期MDI价格向上动能不足, 且仍是影响公司业绩的主要变量, 维持增持评级。预计17-18年归属于母公司股东净利润分别为113亿元(考虑部分政府补助计入当年损益)和111.5亿元, EPS分别为4.13元和4.08元, 对应PE分别为9.5倍和9.6倍。目标价维持44.90元不变。

**风险提示:** 淡季需求大幅下降, 竞争者投产进度超预期, 园区项目投产不达预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30100	55766	55171	60781
(+/-%)	54.4	85.3	-1.1	10.2
净利润(百万元)	3679	11302	11158	11955
(+/-%)	128.57%	207.16%	-1.27%	7.14%
摊薄每股收益(元)	1.70	4.13	4.08	4.37
市盈率(PE)	12.66	9.48	9.61	8.97

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2066	1987	12241	21856	33354	营业收入	19492	30100	55766	55171	60781
应收和预付款项	1585	1954	3593	3397	3809	营业成本	13620	20745	33739	33638	37563
存货	4194	4337	7708	7465	8405	营业税金及附加	96	204	337	348	365
其他流动资产	3182	4958	7142	7413	7920	销售费用	847	1166	1355	1379	1507
流动资产合计	11027	13236	30683	40131	53489	管理费用	1282	1423	2108	2097	2310
长期股权投资	186	363	363	363	363	财务费用	841	890	395	190	-2
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-8	74	0	0	0
固定资产	20046	28468	32487	36050	38746	投资收益	3	53	0	0	0
在建工程	12409	4245	4545	4345	4311	公允价值变动	-3	0	0	0	0
无形资产开发支出	2252	2612	2930	3199	3467	营业利润	2815	5651	17832	17520	19039
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	139	3	848	477	612
其他非流动资产	36778	37529	42161	45794	48725	利润总额	2954	5653	18680	17997	19651
资产总计	47804	50765	72844	85926	102214	所得税	675	1105	3736	3419	3930
短期借款	9638	8501	8501	8501	8501	净利润	2280	4548	14944	14578	15721
应付和预收款项	4112	4964	8734	8562	9570	少数股东损益	670	869	3643	3419	3767
长期借款	11440	9333	9333	9333	9333	归母股东净利润	1610	3679	11302	11158	11955
其他负债	7791	9632	13520	13379	14094						
负债合计	32981	32431	40088	39776	41498						
股本	2162	2162	2734	2734	2734						
资本公积	48	48	48	48	48						
留存收益	9356	12603	22811	32784	43584						
归母公司股东权益	11571	14822	25601	35575	46375						
少数股东权益	3252	3512	7155	10574	14341						
股东权益合计	14823	18334	32756	46149	60716						
负债和股东权益	47804	50765	72844	85926	102214						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金流	4602	7349	17248	18519	20400	毛利率	30.13%	31.08%	39.50%	39.03%	38.20%
投资性现金流	-5225	-3970	-7131	-7375	-7282	销售净利率	8.26%	12.22%	20.27%	20.22%	19.67%
融资性现金流	1756	-3504	137	-1528	-1620	销售收入增长率	-11.75%	54.42%	85.27%	-1.07%	10.17%
现金增加额	1134	-125	10254	9615	11499	EBIT 增长率	-17.54%	72.38%	191.53%	-4.66%	8.04%
						净利润增长率	-33.46%	128.57%	207.16%	-1.27%	7.14%
						ROE	13.91%	24.82%	44.14%	31.37%	25.78%
						ROA	3.37%	7.25%	15.51%	12.99%	11.70%
						ROIC	7.73%	14.01%	36.55%	32.35%	32.34%
						EPS (X)	0.74	1.70	4.13	4.08	4.37
						PE (X)	24.12	12.66	9.48	9.61	8.97
						PB (X)	3.34	3.14	4.19	3.01	2.31
						PS (X)	1.98	1.55	1.92	1.94	1.76
						EV/EBITDA (X)	11.63	7.14	5.21	4.78	3.89

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyin@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。