

收购瑞典国际化工股权, 进一步巩固核心护城河

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 公司境外全资下属公司万华化学(匈牙利)控股有限公司收购吉林市康乃尔投资集团有限公司和欧美能源技术有限公司持有的 Chematur Technologies AB (“瑞典国际化工”) 100% 股权, 总收购金额约等值人民币 925,445,229 元, 上述股权过户手续已办理完毕, 同时未来康乃尔需履行以下义务: 通过调整福建康乃尔聚氨酯有限责任公司的股权结构, 实现最终持股比例为: 万华化学持有 80%, 康乃尔持有 20%。
- **进一步实现 MDI 技术上的垄断。** 根据公开资料显示, 瑞典化工是全世界唯一拥有 TDI 和 MDI 异氰酸酯技术并且公开转让的技术专利商, 其他的 TDI 和 MDI 异氰酸酯技术拥有者分别是德国的巴斯夫和科思创, 美国的陶氏化学和亨斯曼以及我国的万华化学, 但这五家技术拥有者都是化工生产商, 不对外出售技术。1986 年, 该公司整体买断了美国杜邦公司的 TDI 和 MDI 异氰酸酯技术的全部技术专利和知识产权, 并依托其本身的世界顶级硝化和氢化工艺及安全体系, 研发和改进基于光气生产 TDI 和 MDI 异氰酸酯技术, 并在全世界范围内转让 MDI 和 TDI 技术, 我国沧州大化 TDI 装置技术专利就来自于此。2014 年吉林康乃尔集团以约一亿美元的价格成功收购瑞典国际化工的全部股份。而万华化学此次收购, 将进一步实现在全球范围内对包括 MDI 及 TDI 在内的异氰酸酯技术的垄断, 行业壁垒显著提高。
- **进一步垄断国内新增 MDI 产能。** 福建康乃尔聚氨酯有限责任公司是福建康乃尔 40 万吨 MDI 项目的实施主体, 该项目总投资 66 亿元, 一期建设 40 万吨 MDI 项目, 配套 5.5 万吨/年甲醇项目、10 万吨/年氯化氢处理项目; 二期配套建设 48 万吨/年硝基苯, 36 万吨/年苯胺、27 万吨/年硝酸及相关配套设施, 预计 2021 年下半年投产, 也将是我国除了万华化学之外的第二家可以生产 MDI 的企业。根据协议, 交易对手方康乃尔需履行以下义务: 通过调整福建康乃尔聚氨酯有限责任公司的股权结构, 实现最终持股比例为: 万华化学持有 80%, 康乃尔持有 20%。万华化学此举将进一步垄断国内 MDI 新增产能, 并进一步巩固国内 MDI 技术上的核心护城河。
- **8 月 MDI 挂牌价上调, 行业供应趋紧。** 万华化学 8 月份上调聚合 MDI 分销挂牌价 500 元至 15000 元/吨, 纯 MDI 挂牌价 700 元至 20700 元/吨, 欧洲巴斯夫 MDI 装置因原料紧缺, 短暂停止供应, 国内 MDI 装置货源将过去支援, 同时其上海 MDI 精馏装置停车 7-10 天, 这一情况造成了目前国内 MDI 系列产品供应紧张的局面, 同时考虑到即将进入下游需求旺季, 因此我们看好 MDI 价格上行。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司完成化工板块整体上市后 2019-2021 年 EPS 分别为 4.48 元、5.13 元和 5.74 元, 对应 PE 分别为 10X、9X 和 8X, 继续维持“买入”评级。
- **风险提示:** MDI 价格大幅下滑的风险; 项目收购进度或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	72837.11	73882.56	84398.17	99798.48
增长率	37.11%	1.44%	14.23%	18.25%
归属母公司净利润(百万元)	15566.26	14063.07	16101.44	18021.35
增长率	39.80%	-9.66%	14.49%	11.92%
每股收益 EPS(元)	4.96	4.48	5.13	5.74
净资产收益率 ROE	40.61%	41.36%	33.99%	28.94%
PE	9	10	9	8
PB	3.63	4.17	2.98	2.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

联系人: 周峰春
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通 A 股(亿股)	14.24
52 周内股价区间(元)	27.1-52.15
总市值(亿元)	1,380.86
总资产(亿元)	923.38
每股净资产(元)	13.05

相关研究

1. 万华化学(600309): 一季度 MDI 价格同比下滑, 持续看好未来发展 (2019-04-28)
2. 万华化学(600309): 2018 业绩小幅下滑, 未来发展开启新篇章 (2019-04-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	72837.11	73882.56	84398.17	99798.48	净利润	16072.46	14520.39	16625.05	18607.40
营业成本	46493.42	49824.64	57516.95	69682.38	折旧与摊销	3184.74	3574.18	4166.76	4591.00
营业税金及附加	822.48	886.59	928.38	1097.78	财务费用	1048.11	960.47	1012.78	997.98
销售费用	2460.50	2381.82	2685.96	3222.35	资产减值损失	181.74	200.00	150.00	100.00
管理费用	1846.94	1884.01	1856.76	1995.97	经营营运资本变动	1761.04	1220.99	-1144.08	-1448.49
财务费用	1048.11	960.47	1012.78	997.98	其他	-2990.59	-297.80	-256.89	-193.74
资产减值损失	181.74	200.00	150.00	100.00	经营活动现金流净额	19257.49	20178.23	20553.62	22654.14
投资收益	119.59	100.00	100.00	100.00	资本支出	-13733.74	-5000.00	-5000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-3.18	-1.59	-1.85	-1.99	其他	3163.44	98.41	98.15	98.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10570.30	-4901.59	-4901.85	-1901.99
营业利润	19603.58	17843.44	20345.49	22800.03	短期借款	6154.39	10104.98	-10774.81	-14993.85
其他非经营损益	-108.22	-15.70	-16.43	-16.19	长期借款	-597.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	19495.36	17827.74	20329.06	22783.85	股权融资	458.82	0.00	0.00	0.00
所得税	3422.89	3307.35	3704.01	4176.45	支付股利	-4101.02	-3113.25	-2812.61	-3220.29
净利润	16072.46	14520.39	16625.05	18607.40	其他	-11851.14	-22109.40	-1012.78	-997.98
少数股东损益	506.21	457.33	523.61	586.05	筹资活动现金流净额	-9936.49	-15117.67	-14600.20	-19212.13
归属母公司股东净利润	15566.26	14063.07	16101.44	18021.35	现金流量净额	2413.52	158.97	1051.56	1540.03
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7229.28	7388.26	8439.82	9979.85	成长能力				
应收和预付款项	14183.81	14552.26	16570.19	19629.98	销售收入增长率	37.11%	1.44%	14.23%	18.25%
存货	8940.33	9581.01	11070.61	13408.31	营业利润增长率	15.59%	-8.98%	14.02%	12.06%
其他流动资产	539.58	436.98	499.18	590.26	净利润增长率	20.76%	-9.66%	14.49%	11.92%
长期股权投资	707.70	707.70	707.70	707.70	EBITDA 增长率	13.11%	-6.12%	14.06%	11.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	46636.19	48220.67	49212.56	46780.22	毛利率	36.17%	32.56%	31.85%	30.18%
无形资产和开发支出	4664.61	4511.50	4358.38	4205.27	三费率	7.35%	7.07%	6.58%	6.23%
其他非流动资产	4161.96	4156.41	4150.87	4145.32	净利率	22.07%	19.65%	19.70%	18.64%
资产总计	87063.46	89554.79	95009.30	99446.91	ROE	40.61%	41.36%	33.99%	28.94%
短期借款	18868.96	28973.95	18199.14	3205.28	ROA	18.46%	16.21%	17.50%	18.71%
应付和预收款项	14191.08	16077.53	18214.51	21816.18	ROIC	29.45%	23.62%	26.26%	28.48%
长期借款	5724.10	5724.10	5724.10	5724.10	EBITDA/销售收入	32.73%	30.29%	30.24%	28.45%
其他负债	8696.99	3675.23	3955.14	4397.82	营运能力				
负债合计	47481.13	54450.81	46092.89	35143.39	总资产周转率	0.95	0.84	0.91	1.03
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	固定资产周转率	2.30	1.91	1.90	2.13
资本公积	2445.92	2445.92	2445.92	2445.92	应收账款周转率	21.79	18.89	19.92	20.29
留存收益	16577.84	27527.66	40816.48	55617.54	存货周转率	5.83	5.37	5.57	5.69
归属母公司股东权益	38048.99	33113.32	46402.14	61203.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	125.99%	—	—	91.96%
少数股东权益	1533.33	1990.66	2514.27	3100.32	资本结构				
股东权益合计	39582.32	35103.98	48916.41	64303.52	资产负债率	54.54%	60.80%	48.51%	35.34%
负债和股东权益合计	87063.46	89554.79	95009.30	99446.91	带息债务/总负债	51.80%	63.72%	51.90%	25.41%
					流动比率	0.77	0.68	0.95	1.58
					速动比率	0.55	0.48	0.66	1.10
					股利支付率	26.35%	22.14%	17.47%	17.87%
					每股指标				
					每股收益	4.96	4.48	5.13	5.74
					每股净资产	12.12	10.55	14.78	19.49
					每股经营现金	7.29	6.43	6.55	7.22
					每股股利	1.31	0.99	0.90	1.03
业绩和估值指标									
EBITDA	23836.43	22378.09	25525.03	28389.02					
PE	8.87	9.82	8.58	7.66					
PB	3.63	4.17	2.98	2.26					
PS	1.90	1.87	1.64	1.38					
EV/EBITDA	6.57	7.21	5.86	4.68					
股息率	2.97%	2.25%	2.04%	2.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn