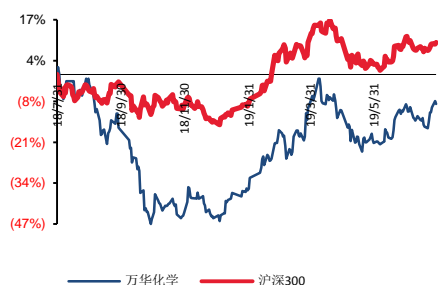


材料 材料 II

## 收购瑞典国际化工完成过户，聚氨酯龙头地位进一步稳固

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,140/1,424
总市值/流通(百万元)	138,086/62,617
12个月最高/最低(元)	52.15/27.10

### 相关研究报告:

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学跟踪点评:MDI涨价持续催化,龙头技术、园区、一体化优势长期利好》--2019/03/31

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学2018半年报点评:业绩同比增长43%,新产能持续投放促成成长》--2018/07/31

万华化学(600309)《【太平洋化工】万华化学复牌点评:吸收合并锦上添花,中国化工巨头冉冉升起》--2018/06/03

证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL:liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190518060003

分析师助理:翟绪丽

**事件:** 公司发布公告,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(以下简称“康乃尔”)和欧美能源技术有限公司持有的 Chematur Technologies AB(以下简称“瑞典国际化工”)100%股权,收购金额约9.25亿元,已完成过户。过户起10个工作日内支付首期转让款,剩余款项满足合同条件后支付。康乃尔将调整福建康乃尔聚氨酯公司的股权结构,实现万华化学持有80%,康乃尔持有20%。

### 主要观点:

#### 1. 聚氨酯龙头地位进一步稳固

瑞典国际化工拥有MDI、TDI、过氧化氢、生物化工等技术,主要提供技术服务,2018年营收0.88亿元,净利润1543万元。2014年7月29日,康乃尔集团斥资6亿元收购瑞典国际化工,成为继美国陶氏、亨斯迈、德国巴斯夫、拜耳及中国万华之后第六家拥有MDI技术的公司。康奈尔本计划在福建投资126亿元,建设80万吨MDI项目,其中一期40万吨,总投资66亿元。2018年10月19日,福建康乃尔聚氨酯有限责任公司40万吨/年MDI项目获福建省发改委核准。但2017年12月1日成立的项目实施主体福建康乃尔聚氨酯有限责任公司,注册资本28亿元,目前实际出资额为0,更加说明了MDI行业壁垒极高。未来预计福建康乃尔MDI项目将由万华化学主导。

公司现有MDI(建成210万吨,24%;国内技改再新增80万吨,美国新建40万吨)、TDI(55万吨,17%)产能全球首位,控股福建MDI项目后,龙头地位进一步稳固。公司8月上调MDI挂牌价,再次说明MDI价格韧性,尽管下游需求一般,但我们对寡头市场的MDI市场不应过于悲观。

#### 2. 百万吨乙烯项目2020年下半年投产,利润中枢32亿元

公司自我造血能力强,2015年-2019Q1,累计构建长期资产开支约300亿元,A股同行中名列TOP5。在建百万吨乙烯项目,总投资168亿元,拓展至C2产业链,是第一个落地山东省的百万吨级乙烯项目,预计2020年下半年建成投产,续力成长。

项目优势及意义:(1)解决MDI、TDI副产盐酸瓶颈问题(2)解决环氧乙烷原料问题(3)充分利用现有原料优势(4)充分利用现有公用

电话：010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

工程(5)受益全球LPG成熟贸易体系及配套设施,公司“乙烯装置原料丙烷”充足、方便、易得,公司LPG贸易经验丰富(6)对于乙烯裂解原料的选择,我们认为适合自己的就是最好的。

我们以历史价格回测,该项目 2015-2019H1 年化税后净利润分别为 28.53 亿元、37.74 亿元、32.74 亿元、33.88 亿元、24.94 亿元,营收中枢 182 亿元,相当于再造一个现有石化板块,盈利中枢 32 亿元,净利润率 17.4%, ROA 19%。

### 3. 盈利预测及评级

预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 118.31 亿元、141.66 亿元、171.38 亿元,对应 EPS 3.77 元、4.51 元、5.46 元, PE 11.7X、9.7X、8.1X。考虑公司具有核心竞争力,技术、园区、一体化、安全、环保优势明显,持续资本开支转化为盈利,未来成长空间大,估值低位,维持“买入”评级。公司百万吨乙烯项目满产后,利润中枢有望达 170 亿元,对应目标市值 2000 亿元。

**风险提示:** 经济下滑,产品价格大幅波动,在建项目投产进度不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	60,621	67,625	86,182	104,453
(+/-%)	14.1%	11.6%	27.4%	21.2%
净利润(百万元)	10,610	11,831	14,166	17,138
(+/-%)	-4.7%	11.5%	19.7%	21.0%
摊薄每股收益(元)	3.38	3.77	4.51	5.46
市盈率(PE)	13.0	11.7	9.7	8.1

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,096	19,169	34,371	51,973	营业收入	60,621	67,625	86,182	104,453
应收票据	9,539	9,539	9,539	9,539	营业成本	40,114	45,898	59,980	73,357
应收账款	2,543	2,836	3,615	4,381	营业税金及附加	546	609	776	941
预付账款	409	468	612	748	销售费用	1,721	1,920	2,447	2,966
存货	7,810	8,936	11,678	14,283	管理费用	1,002	1,117	1,424	1,723
其他流动资产	4,348	4,348	4,348	4,348	研发费用	1,610	1,796	2,155	2,611
流动资产合计	29,745	45,297	64,162	85,271	财务费用	795	769	812	834
其他长期投资	480	480	480	480	资产减值损失	-36	10	5	5
长期股权投资	643	643	643	643	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	29,120	26,478	24,213	22,288	投资收益	93	95	95	95
在建工程	10,251	11,276	12,404	13,644	营业利润	16,085	15,600	18,678	22,110
无形资产	3,129	3,129	3,129	3,129	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	3,545	3,545	3,545	3,545	营业外支出	117	117	117	117
非流动资产合计	47,168	45,551	44,414	43,729	利润总额	15,978	15,493	18,571	22,003
<b>资产合计</b>	<b>76,913</b>	<b>90,848</b>	<b>108,575</b>	<b>129,000</b>	所得税	3,148	3,053	3,659	4,335
短期借款	17,412	17,934	18,472	19,026	净利润	12,830	12,441	14,912	17,668
应付票据	4,147	4,147	4,147	4,147	少数股东损益	2,219	610	746	530
应付账款	3,689	4,220	5,515	6,745	归属母公司净利润	10,610	11,831	14,166	17,138
预收款项	2,824	3,150	4,015	4,866	NOPLAT	12,549	13,076	15,578	18,351
其他应付款	527	527	527	527	EPS ( 摊薄 )	3.38	3.77	4.51	5.46
一年内到期的非流动负债	1,934	1,934	1,934	1,934					
其他流动负债	2,446	2,446	2,446	2,446					
流动负债合计	32,978	34,359	37,056	39,692					
长期借款	3,818	3,932	4,050	4,171					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	865	865	865	865					
非流动负债合计	4,683	4,797	4,915	5,037					
<b>负债合计</b>	<b>37,661</b>	<b>39,156</b>	<b>41,971</b>	<b>44,728</b>					
归属母公司所有者权益	33,779	45,610	59,776	76,914					
少数股东权益	5,472	6,081	6,827	7,357					
<b>所有者权益合计</b>	<b>39,250</b>	<b>51,691</b>	<b>66,603</b>	<b>84,271</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>76,911</b>	<b>90,847</b>	<b>108,574</b>	<b>128,999</b>					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	14,279	15,853	17,179	19,774	<b>成长能力</b>				
现金收益	15,664	16,591	18,795	21,312	营业收入增长率	14.1%	11.6%	27.4%	21.2%
存货影响	-811	-1,126	-2,742	-2,605	EBIT增长率	-8.9%	4.2%	19.1%	17.8%
经营性应收影响	2,168	-363	-927	-908	归母公司净利润增长率	-4.7%	11.5%	19.7%	21.0%
经营性应付影响	1,759	858	2,159	2,081	<b>获利能力</b>				
其他影响	-4,502	-107	-107	-107	毛利率	33.8%	32.1%	30.4%	29.8%
投资活动现金流	-9,632	-1,647	-1,821	-2,013	净利率	21.2%	18.4%	17.3%	16.9%
资本支出	-8,248	-1,742	-1,916	-2,108	ROE	31.4%	25.9%	23.7%	22.3%
股权投资	-24	95	95	95	ROIC	24.3%	20.5%	19.9%	19.3%
其他长期资产变化	-1,360	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
融资活动现金流	-3,738	-132	-156	-158	资产负债率	49.0%	43.1%	38.7%	34.7%
借款增加	1,457	637	656	676	债务权益比	61.2%	47.7%	38.0%	30.8%
财务费用	-795	-769	-812	-834	流动比率	90.2%	131.8%	173.1%	214.8%
股东融资	-4,333	0	0	0	速动比率	66.5%	105.8%	141.6%	178.9%
其他长期负债变化	-67	0	0	0	<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
					应收账款周转天数	15	15	15	15
					应付账款周转天数	33	33	33	33
					存货周转天数	70	70	70	70
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.38	3.77	4.51	5.46
					每股经营现金流	4.55	5.05	5.47	6.30
					每股净资产	10.76	14.53	19.04	24.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.0	11.7	9.7	8.1
					P/B	4.1	3.0	2.3	1.8
					EV/EBITDA	8.6	8.3	7.2	6.3

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

## 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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。