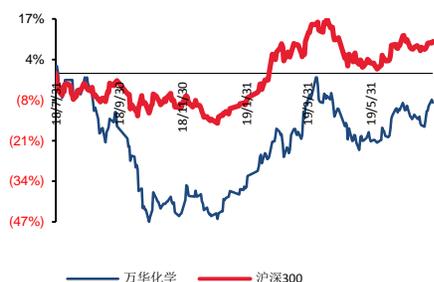


材料 材料 II

## 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



## 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。