

2019年08月20日

中报符合预期，化工巨头未来成长可期 增持（维持）

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	60,621	56,111	66,382	74,534
同比（%）	14.1%	-7.4%	18.3%	12.3%
归母净利润（百万元）	10,610	10,517	13,520	15,243
同比（%）	-4.7%	-0.9%	28.6%	12.7%
每股收益（元/股）	3.38	3.35	4.31	4.85
P/E（倍）	12.99	13.10	10.19	9.04

投资要点

■ **中报业绩符合预期：**公司报告期内实现营业收入 315.39 亿元，同比下降 15.35%；实现归属于上市公司股东的净利润 56.21 亿元，同比下降 46.49%；实现扣非后归母净利润 50.42 亿元，同比下降 49.03%。中报业绩同比出现较大幅度的下滑，主要原因系全球经济发展增速放缓背景下主产品价格下滑，中美贸易摩擦导致出口成本增加等。

2019 年 1-7 月纯 MDI 平均挂牌价 21215 元/吨，同比下降 32.29%；聚合 MDI 平均挂牌价 14432 元/吨，同比下降 35.34%。受中美贸易摩擦不确定性的影响，MDI 价格未来仍有下行压力，但公司一方面加大全球化布局，以应对贸易保护主义的挑战；另一方面，逐步将投资重心向相关多元化的精细化学品及新材料领域发展，形成了目前产业链高度整合、生产高度一体化，但行业周期又不尽相同的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群，提升产品竞争力和公司抗风险能力。

■ **收购瑞典国际化工，进一步提升国际竞争力：**公司于今年 8 月公告其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% 的股权。考虑到瑞典国际化工主要从事技术研发，对外技术许可，与技术许可相关的工程设计、技术咨询服务等，拥有 MDI、TDI、过氧化氢、生物化工等相关自有技术，此次收购有助于公司进一步提升研发能力，更重要的是可有效防止 MDI 量产技术的扩散，公司的龙头地位得以巩固。

■ **新增石化项目完善产业链配套，助力多元化发展：**公司的 100 万吨/年的“聚氨酯产业链一体化——乙烯项目”已开始全面开工建设，目前项目进展顺利。该项目配套新上 40 万吨/年 PVC、45 万吨/年 LLDPE、35 万吨/年 HDPE、30 万吨/年 PP、15 万吨/年环氧乙烷、30/65 万吨/年 PO/SM、5 万吨/年丁二烯等装置。随着项目的陆续落地，公司的多元化布局和产业链配套将进一步完善，石化产品和传统业务的良好协同也将逐步凸显公司的综合竞争优势。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 105.17 亿元、135.20 亿元和 152.43 亿元，EPS 分别为 3.35 元、4.31 元和 4.85 元，当前股价对应 PE 分别为 13X、10X 和 9X。维持“增持”评级。

■ **风险提示：**MDI 价格持续下降；新建项目进度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.89
一年最低/最高价	25.46/49.56
市净率(倍)	3.63
流通 A 股市值(百万元)	62488.67

基础数据

每股净资产(元)	12.09
资产负债率(%)	58.62
总股本(百万股)	3139.75
流通 A 股(百万股)	1423.76

相关研究

- 1、《万华化学（600309）：MDI 周期下行拖累业绩，耐心等待未来成长》2018-10-22
- 2、《万华化学（600309）：中报靓丽，世界万华继续进发》2018-07-31
- 3、《万华化学（600309）：从 MDI 龙头到高端化工巨头的嬗变》2018-07-05

万华化学三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	29,745	36,326	49,816	55,301	营业收入	60,621	56,111	66,382	74,534
现金	5,096	14,345	18,509	27,836	减:营业成本	40,114	34,155	39,635	44,523
应收账款	2,543	2,433	3,453	3,156	营业税金及附加	546	504	597	670
存货	7,810	4,799	9,833	6,604	营业费用	1,721	1,561	1,860	2,083
其他流动资产	14,296	14,749	18,021	17,705	管理费用	1,002	2,244	2,655	2,981
非流动资产	47,168	40,874	47,422	50,741	财务费用	795	862	829	845
长期股权投资	643	760	877	994	资产减值损失	-36	-33	-39	-44
固定资产	29,120	25,067	31,454	34,923	加:投资净收益	93	7	5	5
在建工程	10,251	7,697	7,529	7,112	其他收益	0	-1	-0	-0
无形资产	3,129	3,329	3,547	3,698	营业利润	16,085	16,824	20,851	23,480
其他非流动资产	4,025	4,022	4,015	4,014	加:营业外净收支	-107	-144	-132	-136
资产总计	76,913	77,201	97,238	106,042	利润总额	15,978	16,680	20,719	23,344
流动负债	32,980	27,593	34,848	30,464	减:所得税费用	3,148	3,446	4,167	4,728
短期借款	17,412	17,412	17,412	17,412	少数股东损益	2,219	2,717	3,032	3,373
应付账款	3,689	3,188	4,792	4,172	归属母公司净利润	10,610	10,517	13,520	15,243
其他流动负债	11,879	6,993	12,645	8,880	EBIT	17,132	17,528	21,331	23,752
非流动负债	4,683	2,186	2,603	2,058	EBITDA	20,317	20,352	24,608	27,817
长期借款	3,818	1,321	1,738	1,193					
其他非流动负债	865	865	865	865	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	37,662	29,779	37,451	32,522	每股收益(元)	3.38	3.35	4.31	4.85
少数股东权益	5,472	8,189	11,220	14,594	每股净资产(元)	10.76	12.50	15.47	18.77
归属母公司股东权益	33,779	39,233	48,567	58,926	发行在外股份(百万股)	2734	3140	3140	3140
负债和股东权益	76,913	77,201	97,238	106,042	ROIC(%)	23.8%	23.3%	24.5%	23.8%
					ROE(%)	32.7%	27.9%	27.7%	25.3%
					毛利率(%)	33.8%	39.1%	40.3%	40.3%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	17.5%	18.7%	20.4%	20.5%
经营活动现金流	19,257	15,365	18,286	22,851	资产负债率(%)	49.0%	38.6%	38.5%	30.7%
投资活动现金流	-10,318	3,476	-9,820	-7,379	收入增长率(%)	14.1%	-7.4%	18.3%	12.3%
筹资活动现金流	-7,937	-9,592	-4,303	-6,145	净利润增长率(%)	-4.7%	-0.9%	28.6%	12.7%
现金净增加额	1,045	9,249	4,163	9,327	P/E	12.99	13.10	10.19	9.04
折旧和摊销	3,185	2,824	3,276	4,065	P/B	4.08	3.51	2.84	2.34
资本开支	10,279	-6,411	6,431	3,202	EV/EBITDA	7.98	7.47	6.16	5.22
营运资本变动	2,167	-1,549	-2,366	-670					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

