

万华化学 (600309.SH)

业绩符合预期，新材料业务快速增长

Q3 收入及盈利放缓，公司业绩符合预期。公司发布 19 年三季报，19 年前三季度公司实现营业收入 485.39 亿元，同比调整后收入（吸收合并万华化工后，下同）下降 12.48%；实现归属于上市公司股东的净利润 78.99 亿元，同比下降 41.75%，折合 EPS 2.52 元/股；实现扣非后净利润 72.47 亿元，同比下降 43.52%；加权平均 ROE 为 19.86%，同比减少 25.70 个百分点。其中 Q3 单季度公司实现营业收入 170.00 亿元，同比下降 6.62%，实现归属于上市公司股东的净利润 22.78 亿元，同比下降 25.47%，公司业绩符合预期。

MDI 价格大幅下跌拖累公司业绩，逆势布局强化行业定价能力。2019Q3 单季度毛利率 26.86%，环比下降 5.99 pct，净利率 14.15%，环比下降 4.73 pct，系聚氨酯系列产品价格同比大幅下跌所致，2019 年前三季度公司经营性现金流量净额 131.22 亿元，同比下降 15.45%，系主要产品 MDI 价格同比大幅下跌所致；在建工程 200.88 亿元，同比增加 96.64 亿元，主要是烟台工业园工程项目投资增加所致，主要包括 100 万吨乙烯项目和异氰酸酯一体化扩能技改项目，聚氨酯系列扩产后，公司 MDI 产品销量和市占率将进一步提升，有利于强化公司在全球的定价能力，同时与聚氨酯配套的乙烯项目可以产业链协同效应。

MDI 价格和盈利能力处于历史低位，周期性风险逐渐得到释放。公司前三季度聚合 MDI 平均直销挂牌价 15567 元/吨，同比下降 34.01%，纯 MDI 平均挂牌价 23511 元/吨，同比下降 23.72%。聚合 MDI 和纯 MDI 历史挂牌最低价是 2015 年四季度时的 10000 元/吨和 16000 元/吨，目前 MDI 价格和盈利能力处于历史低位水平，向下的空间较小，产品价格周期风险逐渐得到释放；同时，由于 MDI 是寡头格局，在下游需求出现复苏的情况下，产品价格向上的弹性较大。

持续发力研发创新，精细化工及新材料业务快速增长。前三季度公司精细化工及新材料业务实现营收 50.38 亿元，同比增加 20.15%，其中 Q3 单季度营收 18 亿元，同比增加 19.44%。公司 PC、PMMA 等新产品投产后逐渐放量，带动新材料板块业绩快速增长，随着新建装置的稳定运行以及下游客户开发，预计新材料业务的盈利能力将继续提升，同时公司布局的水性涂料、合成香料、ADI、尼龙 12 等产品将持续为其成长性提供保障。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2019~2021 年归母净利润为 102.59/122.25/153.81 亿元，折合 EPS 分别为 3.27、3.89、4.90 元，目前股价分别对应 13.2、11.1 及 8.8 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	53,123	60,621	64,548	75,816	90,019
增长率 yoy (%)	76.5	14.1	6.5	17.5	18.7
归母净利润(百万元)	11,135	10,610	10,259	12,225	15,381
增长率 yoy (%)	202.6	-4.7	-3.3	19.2	25.8
EPS 最新摊薄(元/股)	3.55	3.38	3.27	3.89	4.90
净资产收益率(%)	43.3	32.7	23.7	23.2	23.7
P/E(倍)	12.2	12.8	13.2	11.1	8.8
P/B(倍)	4.96	4.01	3.47	2.80	2.24

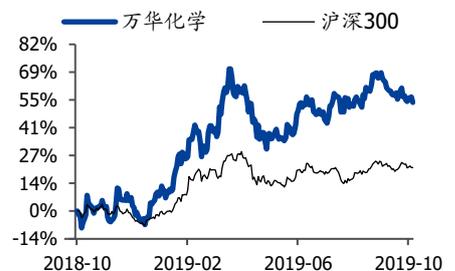
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
最新收盘价	43.12
总市值(百万元)	135,385.87
总股本(百万股)	3,139.75
其中自由流通股(%)	45.35
30 日日均成交量(百万股)	5.48

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

相关研究

- 1、《万华化学(600309.SH): 业绩符合预期, 技术创新驱动公司持续成长》2019-08-21
- 2、《万华化学(600309.SH): 业绩符合预期, 技术创新驱动公司持续成长》2019-04-23
- 3、《万华化学(600309.SH): 三大业务量价齐升, 公司持续高增长》2018-07-31



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	25200	29745	34437	36943	47624	营业收入	53123	60621	64548	75816	90019
现金	3063	5096	7100	8340	9902	营业成本	32033	40114	47144	54990	64810
应收账款	2833	2543	3325	3567	4617	营业税金及附加	475	546	581	682	810
其他应收款	246	0	262	46	320	营业费用	1417	1721	1614	2161	2250
预付账款	482	409	584	582	918	管理费用	2035	1002	1097	1289	1530
存货	7000	7810	11048	10949	14976	财务费用	929	795	843	806	625
其他流动资产	11577	13887	12117	13460	16891	资产减值损失	303	-36	39	45	54
非流动资产	40628	47168	50979	58589	61093	公允价值变动收益	0	0	-1	-0	-0
长期投资	526	643	840	1046	1261	投资净收益	126	93	58	72	84
固定投资	27610	29120	33287	39902	43635	营业利润	16959	16085	10631	15914	20022
无形资产	2521	3129	3315	3532	3683	营业外收入	19	10	3	30	16
其他非流动资产	9971	14276	13538	14109	12512	营业外支出	228	117	2	109	114
资产总计	65828	76913	85415	95532	108716	利润总额	16750	15978	13289	15836	19924
流动负债	27820	32980	36716	37661	38975	所得税	3440	3148	2658	3167	3985
短期借款	12715	17412	19087	19751	16749	净利润	13309	12830	10631	12669	15939
应付账款	4388	3689	6788	5432	8970	少数股东收益	2175	2219	372	443	558
其他流动负债	10717	11879	10841	12478	13256	归属母公司净利润	11135	10610	10259	12225	15381
非流动负债	7254	4683	3880	3147	2375	EBITDA	21031	20317	17248	20047	24639
长期借款	6322	3818	3054	2291	1527	EPS (元/股)	3.55	3.38	3.27	3.89	4.90
其他非流动负债	932	865	826	857	848						
负债合计	35074	37662	40596	40809	41350						
少数股东权益	3475	5472	5844	6287	6845	主要财务比率					
股本	2734	2734	3140	3140	3140	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	2393	2393	2393	2393	2393	成长能力					
留存收益	22143	28653	36419	45672	57409	营业收入 (%)	76.5	14.1	6.5	17.5	18.7
归属母公司股东收益	27280	33779	38976	48437	60521	营业利润 (%)	200.1	-5.2	-17.4	19.8	25.8
负债和股东权益	65828	76913	85415	95532	108716	归属母公司净利润 (%)	202.6	-4.7	-3.3	19.2	25.8
						盈利能力					
						毛利率 (%)	39.7	33.8	27.0	27.5	28.0
						净利率 (%)	21.0	17.5	15.9	16.1	17.1
						ROE (%)	43.3	32.7	23.7	23.2	23.7
						ROIC (%)	28.4	23.8	18.3	18.7	20.7
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	53.3	49.0	47.5	42.7	38.0
						净负债比率 (%)	60.6	46.0	35.3	26.4	13.6
						流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2
						速动比率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
						应收账款周转率	23.4	22.6	22.0	22.0	22.0
						应付账款周转率	8.2	9.9	9.0	9.0	9.0
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	3.55	3.38	3.27	3.89	4.90
						每股经营现金流 (最新摊薄)	2.61	4.95	4.75	4.96	4.94
						每股净资产 (最新摊薄)	8.69	10.76	12.41	15.43	19.28
						估值指标 (倍)					
						P/E	12.2	12.8	13.2	11.1	8.8
						P/B	4.96	4.01	3.47	2.80	2.24
						EV/EBITDA	7.53	7.9	9.2	7.8	6.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

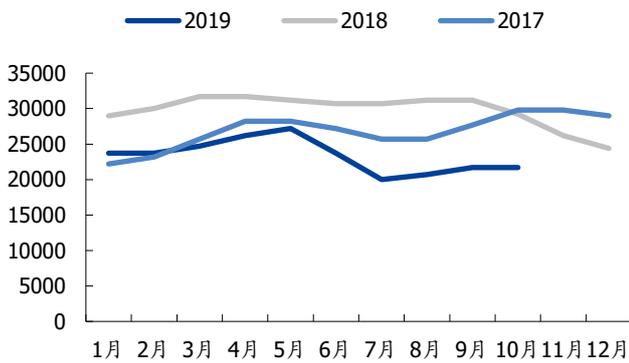
图表目录

图表 1: 万华聚合 MDI 挂牌价走势 (元/吨)	4
图表 2: 万华纯 MDI 挂牌价走势 (元/吨)	4
图表 3: 公司单季度毛利率和净利率.....	4
图表 4: 公司在建工程和固定资产情况	4
图表 5: 新材料业务单季度销量与单价.....	5

事件: 公司发布 19 年三季报, 19 年前三季度公司实现营业收入 485.39 亿元, 同比调整后收入(吸收合并万华化工后, 下同)下降 12.48%; 实现归属于上市公司股东的净利润 78.99 亿元, 同比下降 41.75%, 折合 EPS 2.52 元/股; 实现扣非后净利润 72.47 亿元, 同比下降 43.52%; 加权平均 ROE 为 19.86%, 同比减少 25.70 个百分点。其中 Q3 单季度公司实现营业收入 170.00 亿元, 同比下降 6.62%, 实现归属于上市公司股东的净利润 22.78 亿元, 同比下降 25.47%, 公司业绩符合预期。

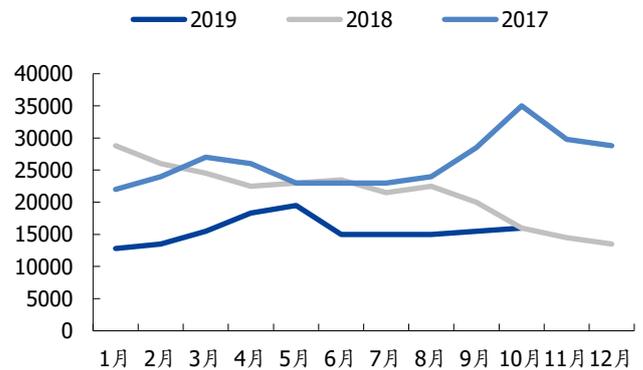
MDI 价格大幅下跌拖累公司业绩, 逆势布局强化行业定价能力。 2019Q3 单季度毛利率 26.86%, 环比下降 5.99 pct, 净利率 14.15%, 环比下降 4.73 pct, 系聚氨酯系列产品价格同比大幅下跌所致, 2019 年前三季度公司经营性现金流量净额 131.22 亿元, 同比下降 15.45%, 系主要产品 MDI 价格同比大幅下降所致。

图表 1: 万华聚合 MDI 挂牌价走势 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

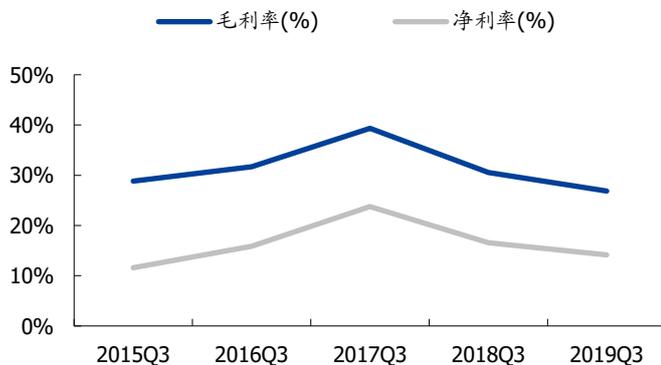
图表 2: 万华纯 MDI 挂牌价走势 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

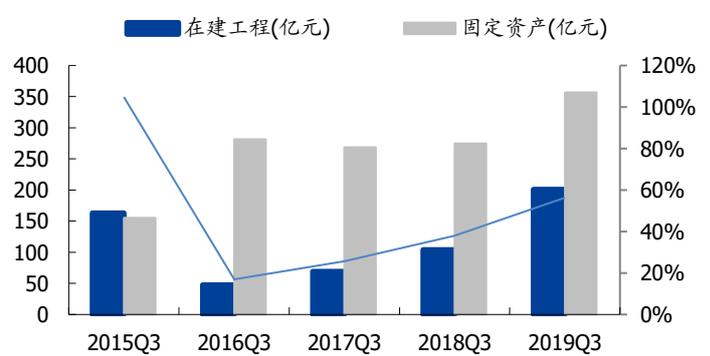
在建工程 200.88 亿元, 同比增加 96.64 亿元, 主要是烟台工业园工程项目投资增加所致, 主要包括 100 万吨乙烯项目和异氰酸酯一体化扩能技改项目, 聚氨酯系列扩产后, 公司 MDI 产品销量和市占率将进一步提升, 有利于强化公司在全球的定价能力, 同时与聚氨酯配套的乙烯项目可以产业链协同效应。

图表 3: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司在建工程和固定资产情况



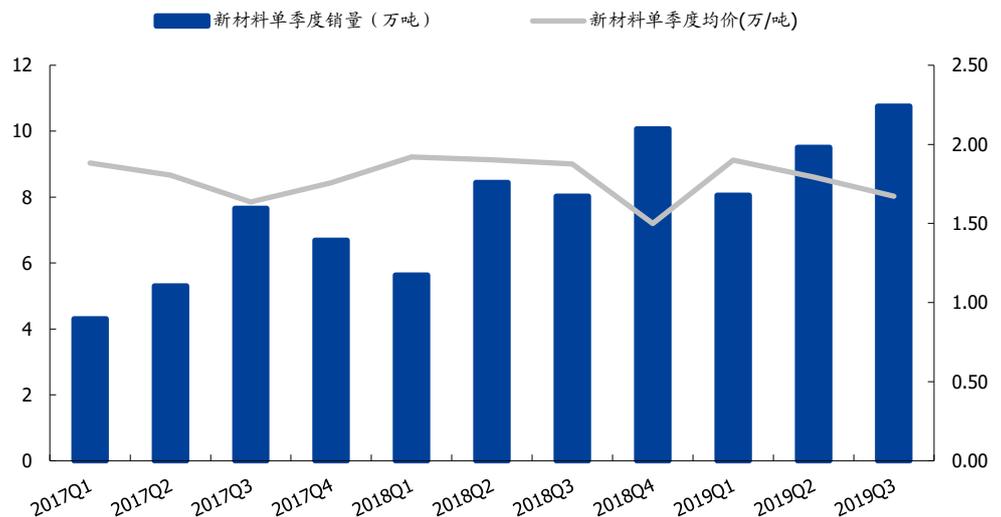
资料来源: wind, 国盛证券研究所

聚氨酯价格和盈利能力处于历史底部区域, 周期性风险逐渐得到释放。前三季度受到中美贸易摩擦及国际能源价格下行等因素影响, 化工行业景气度降低。公司 2019 年前三季度聚合 MDI 平均直销挂牌价格为 15567 元/吨, 同比下降 34.01%, 分销挂牌价格为 15244 元/吨, 同比下降 34.76%, 纯 MDI 平均挂牌价格 23511 元/吨, 同比下降 23.72%。

聚合 MDI 及纯 MDI 价格自 17 年高位回落以来，目前已经处于底部区域，2019 年 10 月份，万华聚合 MDI 分销市场挂牌价 16500 元/吨，直销市场挂牌价 16000 元/吨，纯 MDI 挂牌价 21700 元/吨；MDI 历史最低价格出现在 2015 年四季度，万华聚合 MDI 和纯 MDI 历史挂牌最低价 10000 元/吨和 16000 元/吨。MDI 历史最低价格出现在 2015 年四季度，聚合 MDI 和纯 MDI 历史挂牌最低价 10000 元/吨和 16000 元/吨，目前 MDI 价格和盈利能力处于历史低位水平，向下的空间较小，产品价格周期风险逐渐得到释放；同时，由于 MDI 是寡头格局，在下游需求出现复苏的情况下，产品价格向上的弹性较大。

持续发力研发创新，精细化工及新材料业务快速增长。前三季度公司精细化工及新材料业务实现销量 28.33 万吨，同比增加 28.19%，营收 50.38 亿元，同比增加 20.15%，其中 Q3 单季度销量 10.76 万吨，同比增加 34.00%，营收 18 亿元，同比增加 19.44%。公司 PC、PMMA 等新产品投产后逐渐放量，带动新材料板块业绩快速增长，随着新建装置的稳定运行以及下游客户开发，预计公司的盈利能力还将提升，同时公司布局的水性涂料、合成香料、ADI、尼龙 12 等产品将持续为其成长性提供保障。公司未来在石化和精细化工领域收入和利润占比逐渐提升，将形成产业链高度整合、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周期错位发展的模式，来降低行业周期波动性，提高盈利稳定性，提升公司未来长期利润空间。

图表 5：新材料业务单季度销量与单价



资料来源：wind，国盛证券研究所

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2019~2021 年归母净利润为 102.59/122.25/153.81 亿元，折合 EPS 分别为 3.27、3.89、4.90 元，目前股价分别对应 13.2、11.1 及 8.8 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com