

2019年11月28日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

56

公司基本资讯

產業別	化工		
A 股价(2019/11/27)	48.80		
上证指数(2019/11/27)	2903.19		
股價 12 個月高/低	49.76/25.65		
總發行股數(百萬)	3139.75		
A 股數(百萬)	1423.76		
A 市值(億元)	694.79		
主要股東	烟台国丰投资控股有限公司 (21.59%)		
每股淨值(元)	12.85		
股價/賬面淨值	3.80		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	8.3	9.1	83.4

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
------	------	----

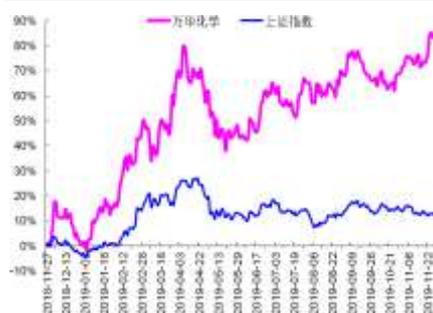
产品组合

聚氨酯系列	51.71%
石化系列	31.59%
精细化学品及新材料系列	9.53%
其他	7.18%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.4%
一般法人	53.3%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买入

底部业绩已现，静待产品价格回暖、新增产能释放
结论与建议：

MDI 自 18 年下半年以来景气回落，目前 MDI 价格已至底部区域运行，公司业绩基本见底。当前公司 MDI 挂牌价格企稳回升，短期内公司业绩受 MDI 同比下滑影响，全年业绩承压。但长期看，公司 MDI 产能通过技改扩产，二期石化项目进展顺利，精细化学品及新材料系列新增产能释放，三大业务齐头并进，未来业绩增长有保障，维持“买入”评级。

- **MDI 价格企稳回升，技改扩产进一步提升公司竞争力：**11 月份公司纯 MDI 挂牌价格为 22000 元/吨，月环比上涨 1.4%，聚合 MDI 直销挂牌价格为 16000 元/吨，月环比持平，但较 9 月份挂牌价格上涨 6.5%。通常而言，行业淡季基本在 11 月份至来年 3 月份，公司 MDI 挂牌价格淡季不降反升，释放积极信号，同时可见寡头垄断行业控价能力强，随着明年 3 月份下游市场逐渐开工复产，景气回暖，MDI 价格有望迎来上涨，叠加低基期影响，公司业绩将恢复正增长。在产能方面，公司计划烟台 60 万吨装置通过技改产能提升至 110 万吨，增幅 83.3%，宁波两套装置，分别为 80 万吨、40 万吨，其中 80 万吨装置通过技改可提升 110 万吨，增幅 37.5%，技改扩产有望在未来两年内完成。技改扩产，使得单套装置生产效率、产品质量得以提升，同时对公用工程及固定设备折旧的成本分担会明显下降，成本优势让产品更具市场竞争力。此外，7 月份公司收购瑞典国际化工，有效消除 MDI 技术扩散隐患，提高行业进入门槛，同时公司还获得福建康乃尔控股权，康乃尔 MDI 项目成功由公司接管，目前项目立项、环评已基本完成，静待公司整体项目落地实施，届时将进一步巩固公司行业地位，扩大市场份额。当前公司掌握全球范围半数以上新增产能，可有效把控新增产能释放节奏，而全球现有 MDI 产能开工率在 80-90%，处于平衡状态，叠加下游稳定的增长需求，MDI 盈利能力将长期向好。
- **PC、乙烯项目将陆续投产，未来业绩有增量。**公司一期 7 万吨 PC 项目于 18 年 1 月顺利投产，二期 13 万吨 PC 项目正在积极建设，预计年底可完成工程建设，明年一季度有望投产。石化二期项目主要包括 100 万吨/年乙烯裂解装置、40 万吨/年 PVC 装置及其他化工产品装置，目前项目进展顺利，预计在 2020 年三季度末完成建设，后逐渐释放产能。除此之外，公司不断开发与拓展下游高附加值精细化学品及新材料产品，并陆续投产，如水性涂料、改性 MDI 等。公司在聚氨酯、石化产品、以及精细化工新材料方向多点开花，齐头并进，共同推进公司持续成长。
- **负债有上限，稳健财务为在建项目保驾护航：**截止三季度末公司资产负债率为 56.5%，环比减少 2.12 个百分点，同比增加 8.3 个百分点，主要系项目建设资金需求引起，公司在资产负债率的上限设置在 70%，避免公司负债过重，另外公司资产优质，行业地位突出，高信用等级为公司创造更低的融资成本，获得低于基准利率的借款资金。此外，公司在应付款项上享有一定优惠，而下游客户多以直销为主，公司直接维护管理，应收款期及时，得以保证公司流动资金充裕。截止三季末公司经营性现金流净额为 131.2 亿元，同比减少 15.45%，主要因产品价格下跌，盈利能力下滑所致，但近四个季度公司经营性现金流累积流入超 160 亿元，且公司在手货币资金充裕，较 18 年底增加 7.15%，稳健的财务数据，为公司新增项目顺利建设提供有力保障。
- **盈利预测：**我们预计公司 19/20/21 年归母净利润 110.6/126.7/150.2 亿元，yoy-29.0%/+14.6%/+18.6%，对应 EPS 为 3.52/4.04/4.79 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 14/12/10 倍。鉴于公司全球行业龙头地位，未来业绩增长有保障，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15,780	15,566	11,058	12,673	15,024
同比增减	%	328.88%	-1.36%	-28.96%	14.60%	18.55%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	5.03	4.96	3.52	4.04	4.79
同比增减	%	195.37%	-1.36%	-28.96%	14.60%	18.55%
A 股市盈率(P/E)	X	9.71	9.84	13.86	12.09	10.20
股利 (DPS)	RMB 元	1.50	2.00	1.80	2.00	2.20
股息率 (Yield)	%	3.07%	4.10%	3.69%	4.10%	4.51%

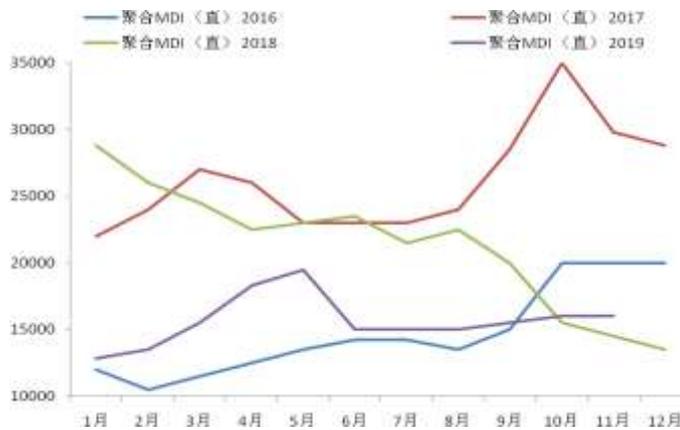
预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

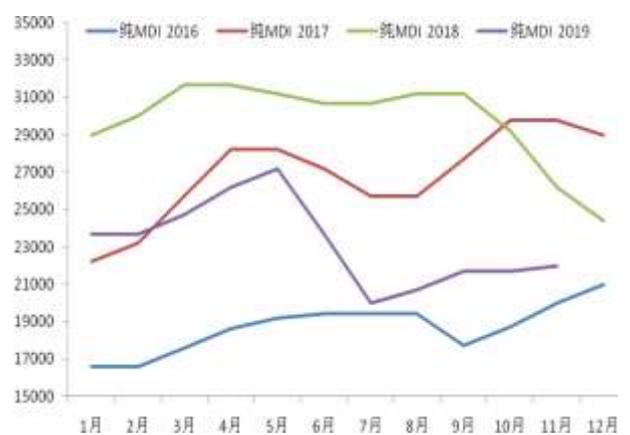
卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

图 1: 公司近年聚合 MDI 直销挂牌价格



资料来源: 公司公告、群益金鼎证券整理

图 2: 公司近年纯 MDI 挂牌价格



资料来源: 公司公告、群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	64844	72837	64987	74123	84608
经营成本	37817	46493	45232	51376	57802
研发费用	708	822	734	837	955
营业税金及附加	2114	2460	2195	2504	2858
销售费用	1711	1847	1648	1880	2145
管理费用	1248	1629	1453	1657	1892
财务费用	1675	1048	935	1067	1217
资产减值损失	317.75	181.74	162.15	184.95	211.11
投资收益	127.64	119.59	121.98	124.42	126.91
营业利润	20287	19604	13901	15917	18851
营业外收入	30.29	12.11	12.35	12.60	12.85
营业外支出	232.80	120.33	122.74	125.19	127.70
利润总额	20085	19495	13791	15804	18737
所得税	3810	3423	2373	2719	3224
少数股东损益	495	506	360	412	489
归属于母公司股东权益	15780	15566	11058	12673	15024

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3853	7229	9836	11652	13738
应收账款	4473	3853	4238	4450	4584
存货	8008	8940	9656	10138	10442
流动资产合计	29058	30893	35661	38768	41667
长期股权投资	564	708	340	340	357
固定资产	33872	35644	38547	41757	45710
在建工程	8271	11340	12248	13472	14820
非流动资产合计	49260	56170	58625	63360	69409
资产总计	78318	87063	94286	102128	111077
流动负债合计	38160	39895	41651	42621	42942
非流动负债合计	8921	15072	13708	9830	12304
负债合计	50464	47481	48937	49975	50663
少数股东权益	1255	1533	1893	2305	2794
股东权益合计	27854	39582	45349	52154	60414
负债及股东权益合计	78318	87063	94286	102128	111077

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	14289	22877	24707	22237	20458
投资活动产生的现金流量净额	-6029	-10570	-11416	-10274	-9247
筹资活动产生的现金流量净额	-7418	-9936	-10731	-10195	-9175
现金及现金等价物净增加额	826	2414	2607	1816	2086

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。