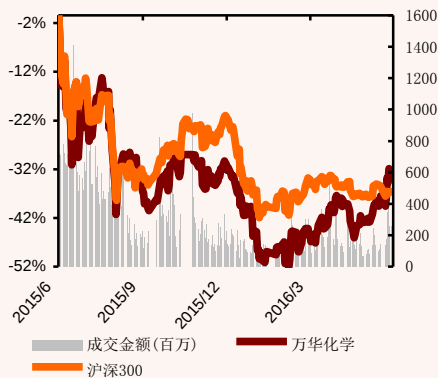


首席分析师：程磊
执业证书编号：S1220514060007
TEL：021-68386266
E-mail：chenglei@foundersec.com

联系人：吴钊华，赵翌帆
TEL：021-68386236
E-mail：wuzhaohua@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《油价下滑盈利能力增强，多元化业务再添》
《MDI 价格有望企稳，新项目带来业绩增量》
《MDI 市场逐步复苏，公司盈利改善》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

MDI 价格上涨，新业务大有可为

万华化学(600309)

公司研究

化工行业

公司调研简报

2016.06.22/强烈推荐(上调)

事件：

近日我们调研了万华化学，与高管交流了公司经营现状和未来发展方向。

主要观点：

1、传统 MDI 业务受益于价格上涨

目前公司拥有 MDI 产能 180 万吨，是全球最大的 MDI 制造商，在国内公司 MDI 市占率超过 50%，具有定价权。公司 MDI 产品质量为世界一流水平，平均售价比其他竞争对手高出 200-500 元/吨。目前公司 MDI 产品开工率约为 80%，其中新建烟台产业园因配套石化装置而优于宁波产业园。

受益于上游油价上涨、供给端韩国巴斯夫和重庆巴斯夫装置意外停车以及锦湖三井的低负荷运行、需求端下游补库存（3-5 月、9-10 月是传统旺季）等因素，一季度以来 MDI 价格持续上涨，其中万华纯 MDI（挂牌价）从 1.62 万/吨上涨至 1.90 万/吨；万华聚合 MDI（挂牌价）从 1.05 万/吨上涨至 1.35 万/吨。我们的价差数据库显示，纯 MDI 与原料的价差从 0.97 万/吨拉大至 1.15 万/吨，聚合 MDI 与原料的价差从 0.65 万/吨拉大至 0.81 万/吨。

2、石化项目开工率提升

公司八角园项目长远目标致力于打造“LPG-丙烯-环氧丙烷-聚醚多元醇-白料”与“LPG-丙烯-丙烯酸及酯-水性涂料”的全产业链，具体包括 75 万吨丙烷脱氢制丙烯（PDH）、24 万吨环氧丙烷（PO）、75 万吨 MTBE、22.5 万吨丁醇、30 万吨丙烯酸及酯、30 万吨聚醚多元醇等。

2015 年下半年公司投资的以 PDH 为源头的 C3 和 C4 产业顺利开车，产品已经得到客户认可。其中 PDH 项目此前因装置问题开工负荷较低，6 月份以来装置问题得以解决开工率快速提升，正常后有望提升至九成。

3、功能材料、特种化学品业务板块盈利不断提升

公司不断寻求多元化发展，成立了表面材料、新材料（TPU 等产品）、特种胺、ADI、聚醚、改性 MDI 这六大事业部。六大事业部 2015 年净利润贡献约 3 亿，2016 年 1 季度六大事业部的收入和利润在公司整体中占比超过 20%。

TPU，公司是国内为数不多的高端 TPU 生产企业，现有产能约 9 万吨。TPU 下游应用广泛，包括薄膜、氨纶、电缆等领域。为顺应制造业升级趋势，公司还重点投入研发应用于智能

可穿戴设备、新能源汽车等领域的高端 TPU 产品。现 TPU 整个市场增速 15%左右,公司增速高于市场平均增速。目前 TPU 市场价格 18000-19500 元/吨,公司 9 万吨的产能开工率达到 80%-90%,由于 TPU 市场发展前景广阔,公司后期还将扩大产能,提高产品产量。

表面材料,包括水性聚氨酯(PUD)、水性丙烯酸(PA)、改性聚氨酯(PUA)、水性光固化(UV)、水性双组份(2K)、流变助剂(HEUR 和 HASE)。目前水性化在国外占比较高,国内高端工业水性化率不到 10%。水性树脂的市场巨大,国外涉足企业主要是阿克苏诺贝尔和巴斯夫。目前公司水性涂料处于市场开拓阶段,2015 年产量 1-2 万吨,预计今年产量 3-4 万吨。为大力发展水性化,公司现在在建珠海和烟台分别建立 10 万吨和 6 万吨产能的装置,后期成都也将建立 6 万吨产能。

ADI,主要指一系列脂肪族异氰酸酯,主要包含 HDI、HMDI 和 IPDI 等。全球 ADI 全球市场容量约 30 万吨,而公司是国内唯一的本土 ADI 制造企业,现有单体产能 3 万吨。其中公司宁波 HDI 单体反应能力和 HDI 三聚体工艺技术不断提升,产品的质量稳定性达到标杆水平,国际市场快速突破。而 1.5 万吨的 IPDI 今年投产,目前装置已出合格产品,售价约 5-6 万元/吨,高端产品市场售价 7.1 万元/吨。

特种胺,产品多为细分领域稀缺品种,公司现有特种胺产品产能 2 万多吨,产品的售价约为 5-6 万,毛利率为 40-50%。

4、提高评级至“强烈推荐”

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.02 元、1.20 元、1.56 元,目前股价对应 PE 分别为 17、14、11 倍。考虑到 MDI 价格上涨带来业绩弹性,石化项目开工率提升趋势向好,同时功能材料、特种化学品业务板块盈利也在不断增强,我们对公司的评级提高至“强烈推荐”。

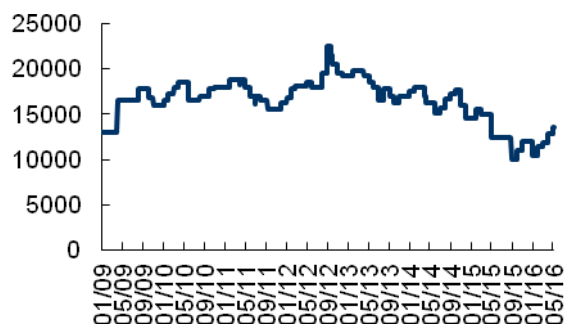
风险提示:MDI 价格波动,新业务不达预期。

盈利预测:

单位/百万	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	19492.38	27720.00	32238.36	40297.95
(+/-) (%)	-11.75%	42.21%	16.30%	25.00%
净利润	1609.74	2198.22	2594.26	3366.67
(+/-) (%)	-33.46%	36.56%	18.02%	29.77%
EPS(元)	0.74	1.02	1.20	1.56
P/E	23.98	17.00	14.40	11.10

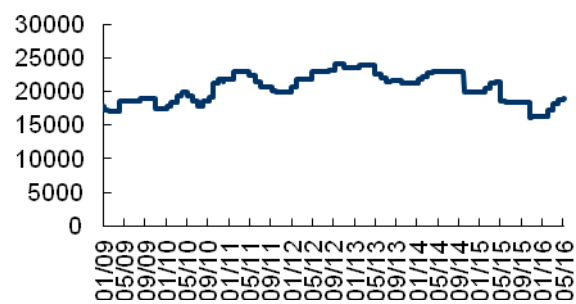
数据来源:wind 方正证券研究所

图表1： 万华聚合 MDI（挂牌）



资料来源：方正证券研究所

图表2： 万华纯 MDI（挂牌）



资料来源：方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	11026.59	13176.28	15477.02	20541.69	营业总收入	19492.38	27720.00	32238.36	40297.95
现金	2066.36	1400.74	2184.23	4568.37	营业成本	13619.97	19647.94	22827.98	28410.05
应收账款	1213.88	1746.74	2031.46	2539.32	营业税金及附加	95.65	138.60	161.19	201.49
其它应收款	142.15	174.67	203.15	253.93	营业费用	847.27	1219.68	1418.49	1773.11
预付账款	370.99	510.85	593.53	738.66	管理费用	1281.52	1801.80	2095.49	2619.37
存货	4193.85	5726.17	6553.85	8006.72	财务费用	841.24	565.83	580.81	563.18
其他	3039.35	3617.11	3910.81	4434.68	资产减值损失	-8.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产	36777.83	40501.05	43856.35	46836.68	公允价值变动收益	-3.47	0.00	0.00	0.00
长期投资	453.99	453.99	453.99	453.99	投资净收益	3.39	0.00	0.00	0.00
固定资产	32744.39	35960.69	38816.99	41313.28	营业利润	2815.01	4346.15	5154.40	6730.75
无形资产	2529.52	3036.44	3535.45	4019.48	营业外收入	302.31	300.00	305.00	310.00
其他	1049.93	1049.93	1049.93	1049.93	营业外支出	162.88	160.00	165.00	170.00
资产总计	47804.42	53677.33	59333.37	67378.37	利润总额	2954.45	4486.15	5294.40	6870.75
流动负债	19273.27	21646.98	23173.40	25859.21	所得税	674.89	986.95	1164.77	1511.57
短期借款	9637.86	9637.86	9637.86	9637.86	净利润	2279.56	3499.20	4129.63	5359.19
应付账款	3400.46	4198.74	4878.31	6071.19	少数股东损益	669.82	1300.98	1535.38	1992.52
其他	6234.95	7810.38	8657.23	10150.16	归属母公司净利润	1609.74	2198.22	2594.26	3366.67
非流动负债	13707.91	13707.91	13707.91	13707.91	EBITDA	5194.00	6781.25	7979.90	9913.60
长期借款	11440.24	11440.24	11440.24	11440.24	EPS (元)	0.74	1.02	1.20	1.56
其他	2267.67	2267.67	2267.67	2267.67					
负债合计	32981.18	35354.89	36881.30	39567.12	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	3252.26	4553.25	6088.62	8081.14	成长能力				
股本	2162.33	2162.33	2162.33	2162.33	营业收入	-0.12	0.42	0.16	0.25
资本公积	48.34	48.34	48.34	48.34	营业利润	-0.32	0.54	0.19	0.31
留存收益	9356.28	11554.49	14148.75	17515.42	归属母公司净利润	-0.33	0.37	0.18	0.30
归属母公司股东权益	11570.97	13769.19	16363.44	19730.11	获利能力				
负债和股东权益	47804.42	53677.33	59333.37	67378.37	毛利率	0.30	0.29	0.29	0.30
					净利率	0.08	0.08	0.08	0.08
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.14	0.16	0.16	0.17
经营活动现金流	4602.39	5399.18	6855.81	8456.46	ROIC	0.07	0.09	0.10	0.12
净利润	2279.56	3499.20	4129.63	5359.19	偿债能力				
折旧摊销	1546.01	1869.26	2244.70	2619.67	资产负债率	0.69	0.66	0.62	0.59
财务费用	694.31	612.32	612.32	612.32	净负债比率	2.21	1.86	1.56	1.30
投资损失	-3.39	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.57	0.61	0.67	0.79
营运资金变动	-22.46	-441.61	9.16	5.29	速动比率	0.34	0.32	0.36	0.46
其他	108.36	-140.00	-140.00	-140.00	营运能力				
投资活动现金流	-5224.61	-5452.48	-5460.00	-5460.00	总资产周转率	0.44	0.55	0.57	0.64
资本支出	-5097.03	-5452.48	-5460.00	-5460.00	应收账款周转率	23.93	23.00	23.00	23.00
长期投资	-100.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	80.61	78.00	78.00	78.00
其他	-27.58	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1689.87	-612.32	-612.32	-612.32	每股收益	0.74	1.02	1.20	1.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	2.13	2.50	3.17	3.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	5.35	6.37	7.57	9.12
普通股增加	30.38	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-600.00	-600.00	-600.00	P/E	23.98	17.00	14.40	11.10
其他	1659.50	-12.32	-12.32	-12.32	P/B	3.34	2.71	2.28	1.89
现金净增加额	1067.66	-665.63	783.49	2384.14	EV/EBITDA	11.96	9.31	7.81	6.05

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时, 本公司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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com