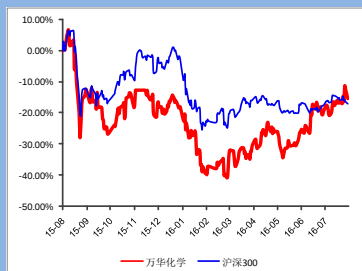


万华化学（600309）

2016 年 8 月 2 日

万华化学半年报点评：盈利略超预期 未来前景可期

投资评级：买入



事件：

2016 年上半年归属于上市公司股东的净利润为 13.68 亿元，较上年同期增 34.29%；营业收入为 124.76 亿元，较上年同期增 24.23%；基本每股收益为 0.63 元，较上年同期增 34.04%。

点评：

- 公司业绩略超预期，主要源于主业实现大幅增长，MDI 上半年价格自年初开始逐步回升，同时海外销量也有提升，从市场数据来看，年初纯 MDI 华东市场价从 14750 元/吨上涨至目前 16150 元/吨，聚合 MDI 从 10400/吨上涨至 11800 元/吨。MDI 与纯苯的价差自二季度以来也在逐步扩大。
- 公司非公发行已获证监会通过，用于投资 20 万吨/年聚碳酸酯（PC）项目。PC 广泛应用于电子电器、汽车制造和医疗器械等领域，是规模最大、增速最快的工程塑料。目前国内产能约为 110 万吨，需求量约 180 万吨，进口依赖度接近四成，且国内厂家几乎均为帝人、拜耳、三菱等跨国企业所建。因 PC 技术壁垒较高，导致其呈高度寡头垄断格局，公司拥有生产 PC 的全套技术，且主要原料可实现全部自供，具有很高的成本优势，项目若顺利实施将促进万华化学化工新材料产业链发展，提升其在国内外市场的综合竞争能力。
- 公司是目前全球最大且最具竞争力的 MDI 制造商，产能占全球四分之一以上，话语权突出。公司凭借相比于海外竞争对手在产品质量、成本

## 开源证券研究所

分析师：李文静

SAC 执业证书编号：

S0790514060002

Email: liwenjing@kysec.cn

联系电话：029-88447618

地址：西安市高新区锦业路 1 号

都市之门 B 座 5 层

开源证券有限责任公司

http://www.kysec.cn

控制等方面的优势，加大海外市场拓展力度，将强化其在全球市场的竞争力。公司战略布局清晰，以烟台、宁波等地为基地辐射全国，其中万华烟台工业园将主业 MDI 产品与环氧丙烷、丙烯酸及酯等石化产业结合，并逐步开发下游功能化产品，以延伸和完善公司产业链布局，在提高抗风险能力的同时，未来公司有望成为国际级化工巨头，看好公司未来前景。

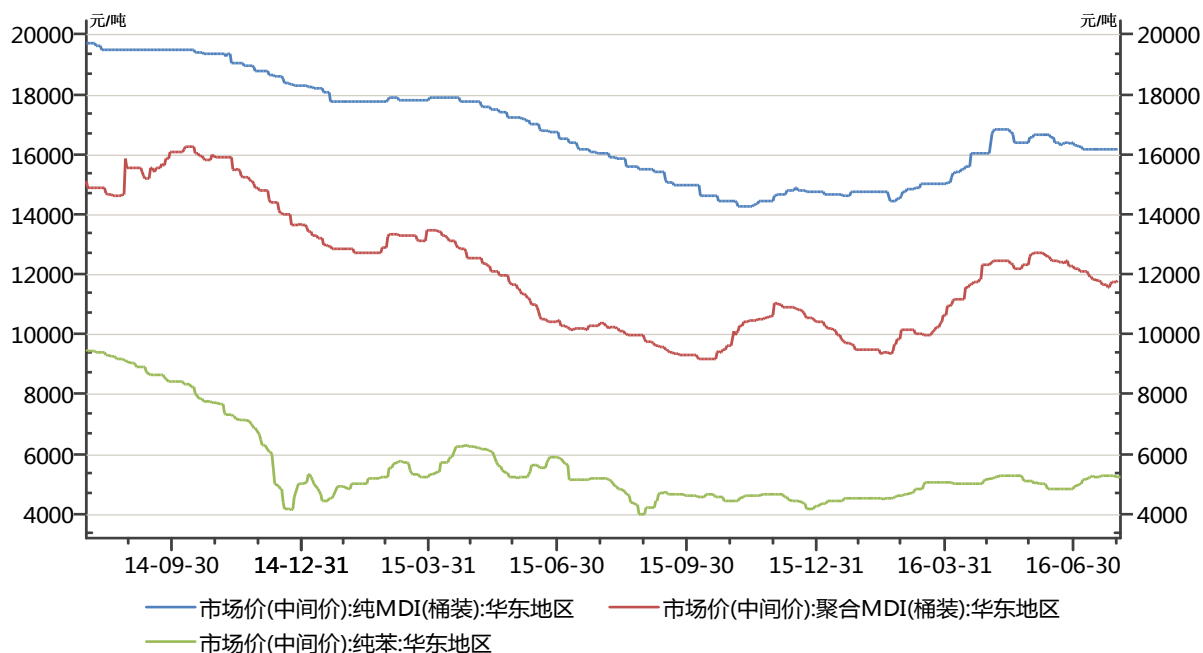
● **风险因素：**项目开展不达预期；MDI、石化产品价格大幅下跌

图表1 财务和估值数据摘要

| 关键指标           | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万)       | 22,088 | 19,492 | 27,405 | 32,698 | 38,000 |
| 增长率(%)         | 9.14   | -11.75 | 40.59  | 19.31  | 16.22  |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 2,419  | 1,610  | 2,424  | 3,112  | 3,950  |
| 增长率(%)         | -16.33 | -33.46 | 50.61  | 28.37  | 26.91  |
| EPS            | 1.12   | 0.74   | 1.12   | 1.44   | 1.83   |
| 基准股本(百万股)      | 2,162  | 2,162  | 2,162  | 2,162  | 2,162  |
| PE             | 16.46  | 24.74  | 16.43  | 12.8   | 10.08  |

资料来源：Wind，开源证券研究所

图表2 MDI与纯苯价格走势



资料来源：Wind，开源证券研究所

### 分析师承诺

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

## 公司简介

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司的经营范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券； 约定购回；股票质押式回购；证券承销；证券投资基金销售。

## 业务简介：

■ 代理买卖证券业务：我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。

■ 证券投资咨询业务：我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；

■ 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。

■ 证券自营业务：我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 资产管理业务：我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。

■ 融资融券业务：融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务

## 分支机构

|       |                                       |                  |
|-------|---------------------------------------|------------------|
| 深圳分公司 | 地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 4 号楼 18 层         | 电话：0755-82703813 |
| 上海分公司 | 地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号环球金融中心 62 层       | 电话：021-68779208  |
| 北京分公司 | 地址：北京市西城区锦什坊街 35 号院 1 号楼 2 层          | 电话：010-58080588  |
| 福建分公司 | 地址：福建省厦门市思明区七星西路 178 号七星大厦 17 层 02 单元 | 电话：0592-5360180  |
| 珠海分公司 | 地址：珠海市香洲区九州大道西 2023 号富华里 B 座 2902     | 电话：0756-8686588  |

## 公司下设三十五家营业部：

|             |                           |                 |
|-------------|---------------------------|-----------------|
| 西大街营业部      | 西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北） | 电话：029-87617788 |
| 长安路营业部      | 西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）    | 电话：029-85389098 |
| 纺织城营业部      | 西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）  | 电话：029-83542958 |
| 榆林航宇路营业部    | 榆林市航宇路中段长丰大厦三层            | 电话：0912-3258261 |
| 榆林神木营业部     | 榆林市神木县东兴街融信大厦四层           | 电话：0912-8018710 |
| 商洛通江西路证券营业部 | 商洛市商州区通江西路全兴紫苑 13-5 座一层   | 电话：0914-2987503 |
| 铜川正阳路营业部    | 铜川新区正阳路东段华荣商城一号           | 电话：0919-3199313 |
| 渭南朝阳大街证券营业部 | 渭南市朝阳大街中段                 | 电话：0913-8189866 |
| 咸阳兴平证券营业部   | 兴平市金城路中段金城一号天镜一号          | 电话：029-38615030 |
| 咸阳世纪大道证券营业部 | 咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号  | 电话：029-33660530 |
| 西安锦业三路证券营业部 | 西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2    | 电话：029-68765786 |

|                                                     |                     |
|-----------------------------------------------------|---------------------|
| 佛山顺德新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼             | 电话：0757-22363300    |
| 北京金鱼池证券营业部 地址：北京市东城区金鱼池中街 2 号院 11 号楼 11-35（1 层底商）   | 电话：010-83570606     |
| 汉中南郑证券营业部：汉中市南郑县大河坎镇江南西路君临汉江二期                      | 电话：0916-8623535     |
| 韩城盘河路证券营业部：韩城市新城区盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户                | 电话：0913-2252666     |
| 锦业路营业部：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层 1 幢 1 单元 10505 室   | 电话：029-88447531     |
| 成都天府大道营业部：成都市高新区天府大道北段 28 号茂业中心 A 塔 2003-2004       | 电话：028-65193979     |
| 宝鸡清姜路证券营业部：宝鸡市胜利桥南清姜路西铁五处综合楼商铺三楼                    | 电话：0917-3138308     |
| 沈阳大南街营业部：沈阳市沈河区大南街 429 号-10 门                       | 电话：024-31281728     |
| 安康巴山东路证券营业部：安康市汉滨区巴山东路 41 号                         | 电话：0915-8889006     |
| 延安中心街营业部：延安市宝塔区中心街治平大厦 7 楼 712 室                    | 电话：0911-8015880     |
| 重庆财富大道营业部 重庆市北部新区财富大道 2 号 3-4                       | 电话：023-63650030     |
| 南京河西大街证券营业部：南京市建邺区河西大街 198 号同进大厦 4 单元 1006 室        | 电话：025-86573873     |
| 厦门莲前西路证券营业部 地址：福建省厦门市思明区莲前西路 209 号 13 层 C 单元        | 电话：0592-5360897     |
| 西安太华路营业部：西安未央区太华北路大明宫万达广场三号甲写 1703                  | 电话：029-89242249     |
| 西安纺北路证券营业部：西安市灞桥区纺北路城东交通枢纽负一层                       | 电话：029-83623600     |
| 顺德新桂中路证券营业部：佛山市顺德区大良新桂中路海悦新城 93A 号                  | 电话：0757-22222562    |
| 济南旅游路证券营业部：济南市市中区旅游路 28666 号国华东方美郡 109 号楼 1 层       | 电话：0531-82666773    |
| 长沙芙蓉中路证券营业部：长沙市开福区芙蓉中路一段 416 号泊富国际广场写字楼 22 楼 027 单元 | 电话：0731-85133936    |
| 深圳福华三路证券营业部：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 4 号楼 8 层 807           | 电话：0755-82371868    |
| 西安凤城一路证券营业部：西安市经济技术开发区凤城一路 6 号利君 V 时代 A 座 1903 室    | 电话：029-87624361     |
| 上海中山南路证券营业部：上海市黄浦区中山南路 969 号 1103 室                 | 电话：021-63023551     |
| 北京西直门外大街证券营业部：北京市西城区西直门外大街 18 号金贸大厦 C2 座 1708       | 电话：010-88333866-801 |
| 广州华强路证券营业部：广州市天河区华强路 2809 号                         | 电话：020-38939190     |
| 杭州丰潭路证券营业部：杭州市拱墅区丰潭路 380 号银泰城 8 幢 801 室-4           | 电话：0571-88066202    |