

**中國：原物料**
**2017 年 10 月 16 日**
**投資建議：**
**買入 (維持評級)**
**目標價隱含漲/跌幅： 21.3%**
**日期 2017/10/13**

收盤價 **RMB41.44**  
 十二個月目標價 **RMB50.30**  
 前次目標價 **RMB50.30**  
 上海 A 股指數 **3,550.5**

**資訊更新：**

- ▶ 萬華化學公佈三季報，實現營收 389.64 億元，同比增長 86.14%；歸屬母公司淨利潤 78.11 億元，同比增長 212.41%，業績表現基本符合預期。
- ▶ 公司將 10 月份直銷聚合 MDI 價格上調至 3.5 萬/噸，相比 9 月的 2.85 萬/噸環比增長 22.81%。

**本中心觀點：**

- ▶ 預計全年及未來兩年 MDI 價格將維持高位，全球經濟向好下國內外需求拉動供需改善。石化業務穩定發展、附加值相對高的精細化學及新材料系列不斷投產，加之 BC 注入預期升溫，將不斷增厚公司業績。
- ▶ 看好公司全球 MDI 壟斷地位及擁有的技術優勢和產能擴張能力，仍維持買入評級，目標價為 50 元。

**公司簡介：**萬華化學是全球 MDI(二苯基甲烷二異氰酸酯)製造龍頭企業，主要從事異氰酸酯系列產品、芳香多胺系列產品、熱塑性聚氨酯彈性體系列產品的研究開發、生產和銷售。

**股價相對上海 A 股指數表現**


|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 市值            | RMB113,297.5 百萬元  |
| 六個月平均日成交量     | RMB1,285.0 百萬元    |
| 總股本股數 (百萬股)   | 27.3              |
| 流通 A 股股數比例    | 100.0%            |
| 自由流通股數比例      | 94.9%             |
| 大股東：持股比率      | 萬華實業集團有限公司, 47.9% |
| 淨負債比率 (2017F) | 56.2%             |
| 每股淨值 (2017F)  | RMB9.37           |
| 市淨率 (2017F)   | 4.42 倍            |

**簡明損益表(RMB 百萬元)**

| 年初至 12 月    | 2016A  | 2017F  | 2018F  | 2019F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入        | 30,100 | 48,806 | 55,883 | 62,057 |
| 營業利潤 **     | 6,562  | 15,996 | 18,956 | 21,706 |
| 稅後淨利潤 *     | 3,679  | 9,830  | 11,876 | 13,679 |
| 每股收益(元)     | 1.70   | 3.60   | 4.34   | 5.00   |
| 每股收益年增率 (%) | 128.6  | 111.3  | 20.8   | 15.2   |
| 市盈率 (倍)     | 24.4   | 11.5   | 9.5    | 8.3    |
| 淨資產收益率 (%)  | 24.8%  | 38.4%  | 31.9%  | 27.2%  |
| 股利收益率 (%)   | 1.2    | 2.5    | 3.1    | 3.5    |
| 每股股利(元)     | 0.50   | 1.06   | 1.28   | 1.47   |

\* 歸屬母公司稅後淨利潤

\*\* 經分析師調整

元大研究部 research@yuanta.com

進一步信息請聯絡：

張亞文

+8621-6187-3824

Alvinzhang@yuanta.com

## 萬華化學 (600309 CH)

### MDI 供需改善三季度業績同比增 212%，新業務產能持續擴張

**Q3 淨利潤同比增長 212%，基本符合預期：**萬華化學公佈三季報，實現營收 389.64 億元，同比增長 86.14%；歸屬母公司淨利潤 78.11 億元，同比增長 212.41%；扣除非經常性損益後淨利潤為 77.48 億元，同比增長 209.89%。三季度業績表現基本符合預期，淨利潤大幅增長主要由於：1) 國內外不可抗力及需求向好下 MDI 均價同比大幅增長，以華東地區聚合 MDI 為例，前三季中間價同比上漲 115%。公司純 MDI 和聚合 MDI 掛牌價從 6 月的 2.72 萬/噸和 2.30 萬/噸漲至 9 月的 2.77 萬/噸和 2.85 萬/噸，其中 8/22 和 9/12 進行兩次分銷價格臨時向上調整，9/12 日已將聚合 MDI 分銷價調至 3.50 萬/噸。2) 前三季度聚氨酯系列銷量為 138.20 萬噸 (Q1/Q2/Q3 分別為 40.08/46.76/51.36 萬噸)，基本已達 2016 年全年 143.94 萬噸，尤其三季度為銷售旺季，下游白電、建築等需求增長 3) 國外不可抗力因素及需求旺盛，出口大幅增長。

**供需關係持續改善，MDI 價格有望維持高位：**10 月聚合 MDI 直銷 (佔比 95%) 價格超預期上調至 3.5 萬/噸，顯示目前市場需求仍旺盛，價格有望維持高位。從供給端來看，MDI 是強酸強鹼類產品，每年需要 40 天時間對產線進行檢修，因此每年至少損失 13% 的效率。且 MDI 產線投資大、技術壁壘高、建設週期長，2017-2019 年新增產能或僅有 60 萬噸左右。從需求端來看，國外歐美需求放量持續拉動出口，而國內建築節能領域每年新增需求有望達 25 萬噸及雄安新區等新需求，預計國內外 MDI 供需格局將持續改善。此外 2018 年 30 萬噸 TDI 將投產，屆時將替代滄州大化成為國內 TDI 龍頭，鞏固公司在聚氨酯行業的龍頭地位和話語權。

**2018 新項目產能不斷擴張，BC 資產注入預期升溫：**前三季度精細化學品及新材料系列營收/銷量 30.21 億元/17.27 萬噸，超過去年全年的 27.32 億/15.87 萬噸。下半年珠海項目投產 (10 萬噸水性材料、4 萬噸改性 MDI)，7 萬噸 PC 裝置上半年投產，2018 年底至 2019 年 Q1 產能將達 20 萬噸；2018H2 還將有 5 萬噸/年 MMA、8 萬噸/年 PMMA 計劃建成，新項目不斷投產有望持續提振業績。此外，匈牙利公司 BC 在公司管理下盈利能力顯著改善，從 2011 年虧損 1.19 億歐元至盈利 0.96 億歐元，公司預計在 2018/09/21 前資產注入 (BC 擁有 20 萬噸/25 萬噸 MDI/TDI 產能)，若實現將大幅增厚公司業績並產生協同效應、進一步提高全球市場份額。石化系列前三季度營收/銷量為 107.59 億元/253.19 萬噸，顯著高於 2016 年全年的 82.6 億元/127.83 萬噸，主要是由於 LPG 規模擴大所致。

**看好公司長期發展，維持買入目標價 50 元：**基於以上分析，公司各業務系列加速發展。預計全年及未來兩年 MDI 價格或維持高位，全球經濟向好下國內外需求拉動供需改善。石化業務穩定發展、附加值相對高的精細化學及新材料項目不斷投產，BC 注入預期升溫，將持續增厚公司業績。看好公司全球 MDI 壟斷地位及擁有的技術優勢和產能擴張能力，仍維持買入評級，目標價為 50 元。

### 分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

| 資產負債表                 |               |               |               |               |               |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 年初至 12 月<br>(RMB 百萬元) | 2015A         | 2016A         | 2017F         | 2018F         | 2019F         |
| 現金與短期投資               | 2,066         | 1,987         | 3,423         | 6,059         | 7,765         |
| 存貨                    | 4,194         | 4,337         | 5,350         | 5,560         | 6,342         |
| 應收帳款及票據               | 2,438         | 5,323         | 9,031         | 6,935         | 10,795        |
| 其他流動資產                | 2,328         | 1,588         | 1,906         | 2,287         | 3,812         |
| <b>流動資產</b>           | <b>11,027</b> | <b>13,236</b> | <b>19,711</b> | <b>20,841</b> | <b>28,714</b> |
| 長期投資                  | 206           | 383           | 583           | 883           | 1,383         |
| 固定資產                  | 32,744        | 33,167        | 39,826        | 46,218        | 52,843        |
| 什項資產                  | 3,827         | 3,979         | 4,951         | 5,686         | 6,496         |
| <b>其他資產</b>           | <b>36,778</b> | <b>37,529</b> | <b>45,360</b> | <b>52,788</b> | <b>60,722</b> |
| <b>資產總額</b>           | <b>47,804</b> | <b>50,765</b> | <b>65,071</b> | <b>73,628</b> | <b>89,437</b> |
| 應付帳款及票據               | 5,622         | 5,328         | 9,203         | 7,161         | 10,691        |
| 短期借款                  | 12,151        | 12,547        | 12,747        | 12,947        | 13,147        |
| 什項負債                  | 1,501         | 4,727         | 5,672         | 6,807         | 6,807         |
| <b>流動負債</b>           | <b>19,273</b> | <b>22,601</b> | <b>27,622</b> | <b>26,915</b> | <b>30,644</b> |
| 長期借款                  | 11,440        | 9,333         | 7,333         | 5,533         | 3,954         |
| 其他負債及準備               | 2,268         | 496           | 496           | 496           | 496           |
| <b>長期負債</b>           | <b>13,708</b> | <b>9,830</b>  | <b>7,830</b>  | <b>6,030</b>  | <b>4,451</b>  |
| <b>負債總額</b>           | <b>32,981</b> | <b>32,431</b> | <b>35,452</b> | <b>32,944</b> | <b>35,095</b> |
| 股本                    | 2,162         | 2,162         | 2,734         | 2,734         | 2,734         |
| 資本公積                  | 48            | 48            | (523)         | (523)         | (523)         |
| 保留盈餘                  | 9,356         | 12,603        | 23,401        | 34,966        | 48,124        |
| 換算調整數                 | 4             | 8             | 8             | 8             | 8             |
| <b>歸屬母公司之權益</b>       | <b>11,571</b> | <b>14,822</b> | <b>25,619</b> | <b>37,184</b> | <b>50,342</b> |
| <b>少數股權</b>           | <b>3,252</b>  | <b>3,512</b>  | <b>4,000</b>  | <b>3,500</b>  | <b>4,000</b>  |
| <b>股東權益總額</b>         | <b>14,823</b> | <b>18,334</b> | <b>29,619</b> | <b>40,684</b> | <b>54,342</b> |
| 資料來源：公司資料、元大          |               |               |               |               |               |

## 現金流量表

| 年初至 12 月<br>(RMB 百萬元) | 2015A          | 2016A          | 2017F           | 2018F           | 2019F           |
|-----------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 本期淨利潤                 | 2,280          | 4,548          | 11,879          | 14,453          | 16,648          |
| 折舊及攤提                 | 1,546          | 2,759          | 3,234           | 3,773           | 4,565           |
| 本期營運資金變動              | 673            | 643            | (218)           | 598             | (2,638)         |
| 其他營業資產                | 104            | (602)          | 0               | 0               | 0               |
| <b>營運活動之現金流量</b>      | <b>4,602</b>   | <b>7,349</b>   | <b>14,895</b>   | <b>18,824</b>   | <b>18,575</b>   |
| 資本支出                  | (5,160)        | (4,113)        | (6,000)         | (9,000)         | (10,000)        |
| 本期長期投資變動              | (97)           | (177)          | (200)           | (300)           | (500)           |
| 其他資產變動                | 33             | 321            | (4,865)         | (1,900)         | (2,000)         |
| <b>投資活動之現金流量</b>      | <b>(5,225)</b> | <b>(3,970)</b> | <b>(11,065)</b> | <b>(11,200)</b> | <b>(12,500)</b> |
| 股本變動                  | 30             | 0              | 0               | 0               | 0               |
| 本期負債變動                | 3,741          | (1,711)        | (1,800)         | (1,600)         | (1,379)         |
| 其他調整數                 | (2,015)        | (1,793)        | (594)           | (3,388)         | (2,990)         |
| <b>融資活動之現金流量</b>      | <b>1,756</b>   | <b>(3,504)</b> | <b>(2,394)</b>  | <b>(4,988)</b>  | <b>(4,369)</b>  |
| 匯率影響數                 | (66)           | 26             | 0               | 0               | 0               |
| <b>本期產生現金流量</b>       | <b>1,068</b>   | <b>(99)</b>    | <b>1,437</b>    | <b>2,635</b>    | <b>1,706</b>    |
| <b>自由現金流量</b>         | <b>(622)</b>   | <b>3,379</b>   | <b>3,830</b>    | <b>7,624</b>    | <b>6,075</b>    |
| 資料來源：公司資料、元大          |                |                |                 |                 |                 |

| 損益表                   |               |               |               |               |               |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 年初至 12 月<br>(RMB 百萬元) | 2015A         | 2016A         | 2017F         | 2018F         | 2019F         |
| <b>營業收入</b>           | <b>19,492</b> | <b>30,100</b> | <b>48,806</b> | <b>55,883</b> | <b>62,057</b> |
| 銷貨成本                  | (13,620)      | (20,745)      | (29,466)      | (33,184)      | (36,200)      |
| <b>營業毛利</b>           | <b>5,872</b>  | <b>9,355</b>  | <b>19,339</b> | <b>22,699</b> | <b>25,857</b> |
| 營業費用                  | (2,224)       | (2,793)       | (3,343)       | (3,743)       | (4,151)       |
| <b>營業利潤</b>           | <b>3,648</b>  | <b>6,562</b>  | <b>15,996</b> | <b>18,956</b> | <b>21,706</b> |
| 利息收入                  | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 利息費用                  | (841)         | (890)         | (901)         | (901)         | (901)         |
| 利息收入淨額                | (841)         | (890)         | (901)         | (901)         | (901)         |
| 投資利益(損失)淨額            | 3             | 53            | 68            | 46            | 47            |
| 其他業外收入(支出)淨額          | 144           | (72)          | (39)          | 6             | 5             |
| 非常項目淨額                | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 稅前淨利潤                 | 2,954         | 5,653         | 15,123        | 18,107        | 20,856        |
| 所得稅費用                 | (675)         | (1,105)       | (3,244)       | (3,654)       | (4,209)       |
| <b>稅後淨利潤</b>          | <b>2,280</b>  | <b>4,548</b>  | <b>11,879</b> | <b>14,453</b> | <b>16,648</b> |
| 少數股權淨利                | (670)         | (869)         | (2,049)       | (2,577)       | (2,968)       |
| 歸屬母公司之淨利              | 1,610         | 3,679         | 9,830         | 11,876        | 13,679        |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利           | 5,194         | 9,321         | 19,231        | 22,729        | 26,271        |
| 每股收益 (RMB)            | 0.7           | 1.7           | 3.6           | 4.3           | 5.0           |
| 每股收益 - 調整員工分紅 (RMB)   | 0.7           | 1.7           | 3.6           | 4.3           | 5.0           |
| 資料來源：公司資料、元大          |               |               |               |               |               |

## 主要財務報表分析

| 年初至 12 月           | 2015A     | 2016A     | 2017F     | 2018F     | 2019F    |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| <b>年成長率 (%)</b>    |           |           |           |           |          |
| 營業收入               | (11.8)    | 54.4      | 62.1      | 14.5      | 11.0     |
| 營業利潤               | (21.6)    | 79.9      | 143.8     | 18.5      | 14.5     |
| 稅前息前折舊攤銷前          | (7.7)     | 79.5      | 106.3     | 18.2      | 15.6     |
| 稅後淨利潤              | (33.5)    | 128.6     | 167.2     | 20.8      | 15.2     |
| 每股收益               | (33.5)    | 128.6     | 111.3     | 20.8      | 15.2     |
| <b>獲利能力分析 (%)</b>  |           |           |           |           |          |
| 營業毛利率              | 30.1      | 31.1      | 39.6      | 40.6      | 41.7     |
| 營業利潤率              | 18.7      | 21.8      | 32.8      | 33.9      | 35.0     |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率       | 26.6      | 31.0      | 39.4      | 40.7      | 42.3     |
| 稅後淨利潤率             | 8.3       | 12.2      | 20.1      | 21.3      | 22.0     |
| 資產報酬率              | 5.1       | 9.2       | 20.5      | 20.8      | 20.4     |
| 淨資產收益率             | 13.9      | 24.8      | 38.4      | 31.9      | 27.2     |
| <b>穩定/償債能力分析</b>   |           |           |           |           |          |
| 負債權益比 (%)          | 159.1     | 119.3     | 67.8      | 45.4      | 31.5     |
| 淨負債比率(%)           | 145.2     | 108.5     | 56.2      | 30.5      | 17.2     |
| 利息保障倍數 (倍)         | 4.5       | 7.4       | 17.8      | 21.1      | 24.1     |
| 利息及短期債             | 0.3       | 0.5       | 1.2       | 1.4       | 1.5      |
| 現金流量對利息保障倍數 (倍)    | 5.5       | 8.3       | 16.5      | 20.9      | 20.6     |
| 現金流量對利息及短期債保障倍數(倍) | 0.4       | 0.5       | 1.1       | 1.4       | 1.3      |
| 流動比率 (倍)           | 0.6       | 0.6       | 0.7       | 0.8       | 0.9      |
| 速動比率 (倍)           | 0.4       | 0.4       | 0.5       | 0.6       | 0.7      |
| 淨負債 (RMB 百萬)       | 21,524.53 | 19,893.13 | 16,656.56 | 12,421.39 | 9,336.06 |
| 每股淨值 (RMB)         | 5.35      | 6.85      | 9.37      | 13.60     | 18.41    |
| <b>評價指標 (倍)</b>    |           |           |           |           |          |
| 市盈率                | 55.7      | 24.4      | 11.5      | 9.5       | 8.3      |
| 股價自由現金流量比          | (144.0)   | 26.5      | 29.6      | 14.9      | 18.6     |
| 市淨率                | 7.7       | 6.0       | 4.4       | 3.0       | 2.3      |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨利比     | 17.3      | 9.6       | 5.9       | 5.0       | 4.3      |
| 股價營收比              | 4.6       | 3.0       | 2.3       | 2.0       | 1.8      |
| 資料來源：公司資料、元大       |           |           |           |           |          |

## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 萬華化學 (600309 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：Bloomberg，元大

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析個股評級分佈

| 評等      | 追蹤個股數 | %    |
|---------|-------|------|
| 買進      | 159   | 35%  |
| 持有-超越同業 | 95    | 21%  |
| 持有-落後同業 | 19    | 4%   |
| 賣出      | 4     | 1%   |
| 評估中     | 178   | 39%  |
| 限制評等    | 2     | 0%   |
| 總計：     | 457   | 100% |

資料來源：元大

### 投資評等說明

買入：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評級、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評級：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評級及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2017 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

**致：聯絡人姓名**  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣台北市 104 南京東路三段  
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

**致：研究部**  
元大證券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 號  
海富中心 1 座 23 樓