

公司研究/公告点评

2018年07月03日

基础化工/化工新材料 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 44.54
合理价格区间(元): 48.40-53.24

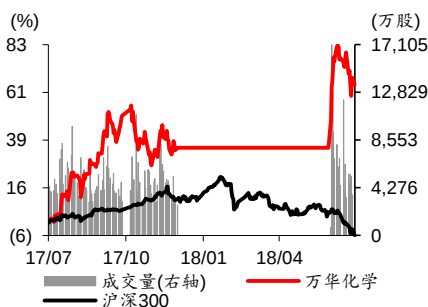
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1《万华化学(600309,增持): 拟吸收合并控股股东, “世界万华” 整装待发》2018.05
- 2《万华化学(600309,增持): Q1 业绩超预期, 聚氨酯业务维持高景气》2018.04
- 3《万华化学(600309,增持): MDI 高景气, 石化及新材料业务快速增长》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

定增获国资委批复, 整体上市稳步推进 万华化学(600309)

吸收合并交易预案获得山东省国资委批准

万华化学于7月2日发布公告, 公司收到山东省国资委关于公司重大资产重组及非公开发行方案的批复, 以 30.43 元/股向国丰投资、合成国际、中诚投资、中凯信及德杰汇通 (万华化工股东) 发行 17.16 亿股, 并注销万华化工持有的 13.10 亿股。本次交易实际新增 4.06 亿股 (较前次预案增加 18 万股), 对应资产包括 BC 公司 100% 股权、万华宁波 25.5% 股权、万华氯碱热电 8% 股权及 BC 辰丰 100% 股权。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 4.84/5.43/6.04 元, 若考虑本次整体上市, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 5.95/6.55/7.17 元, 维持“增持”评级。

收购将显著增厚上市公司业绩

本次方案披露相关收购资产业绩承诺: 1、BC 公司 100% 股权在 2018-2021 (下同) 年承诺业绩分别为 3.82/1.89/1.90/1.92 亿欧元, 以 7.8553 的欧元-人民币汇率折算, 对应分别为 30.0/14.9/19.6/15.1 亿元; 2、宁波万华 25.5% 股权在 2018-2021 年承诺业绩分别为 13.1/9.9/9.4/9.5 亿元; 以及拟收购的万华氯碱热电 8% 股权及 BC 辰丰 100% 股权, 所收购资产 2018-2021 年合计承诺净利 43.4/25.1/24.7/24.9 亿元, 将显著增厚公司业绩。

“世界万华” 整装待发, 股权结构明晰优化治理机制

此次吸收合并的重要意义在于: 1、公司实现亚洲、欧洲和美洲三大主要市场全面布局, 在与海外跨国巨头竞争中占据更有利地位; 2、国丰投资、合成国际, 员工持股平台中诚投资、中凯信将分别直接持有上市公司 21.59%、10.70%、10.52%、9.61% 股权, 整体上市将明晰上市公司股权结构, 优化治理机制, 建立新员工激励平台; 3、解决潜在同业竞争问题, 增强上市公司独立性; 4、有助于形成全面资源支持与共享, 增强上市公司盈利能力。

MDI 盈利良好, 新业务亟待释放

根据百川资讯, 目前华东地区纯 MDI 报价为 2.85 万元/吨, 年内下跌 7.3%, 聚合 MDI 报价为 2.01 万元/吨, 年内下跌 25.7%, 公司 7 月纯 MDI 挂牌价为 3.07 万元/吨, 与 6 月持平, 聚合 MDI 挂牌价为 2.15 万元/吨, 较 6 月下滑 0.1-0.2 万元/吨, 但整体盈利仍然良好。公司 30 万吨 TDI 项目、8 万吨 PMMA 项目预计将于 2018Q3 建成投产; 13 万吨 PC 项目二期预计 2019Q1 建成投产; 100 万吨乙烯、美国 40 万吨 MDI 项目持续推进; 其他水性涂料、TPU、ADI、香料等扩能项目稳步推进, 新业务逐步进入释放期。

维持“增持”评级

我们认为公司 MDI 业务高盈利有望延续, 石化业务产业链持续完善; 聚碳酸酯等高附加值项目也将有序进入产出期。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 4.84/5.43/6.04 元, 参考可比公司估值水平 (荣盛石化近期股本变化, 剔除后其余可比公司 2018 年平均 13 倍), 考虑业务差异性, 给予公司 2018 年 10-11 倍 PE, 对应目标价 48.40 元-53.24 元 (原值 43.38-53.02 元), 若考虑本次整体上市, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 5.95/6.55/7.17 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求持续低迷风险、新项目投产不达预期风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	30,100	53,123	62,282	72,870	82,975
+/-%	54.42	76.49	17.24	17.00	13.87
归属母公司净利润 (百万元)	3,679	11,135	13,238	14,845	16,503
+/-%	128.57	202.62	18.89	12.14	11.17
EPS (元, 最新摊薄)	1.35	4.07	4.84	5.43	6.04
PE (倍)	33.10	10.94	9.20	8.20	7.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,734
流通 A 股 (百万股)	2,734
52 周内股价区间 (元)	28.13-49.54
总市值 (百万元)	121,773
总资产 (百万元)	66,423
每股净资产 (元)	9.77

资料来源: 公司公告

图表1: 可比公司估值情况

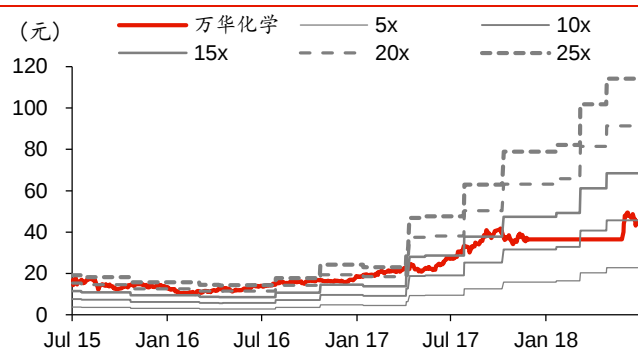
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE		BPS (元)	PB
		2018E	2019E	2018E	2019E		
华鲁恒升	17.25	1.43	1.73	12	10	6.2	2.8
浙江龙盛	11.87	1.40	1.59	8	7	5.6	2.1
荣盛石化	10.32	0.61	1.04	17	10	3.9	2.6
恒力股份	14.58	0.75	2.10	19	7	4.4	3.3
平均				14	9		2.7

注: 股价为 7 月 2 日收盘价; 所有公司 2018、2019 年 EPS 来自华泰化工组预测; BPS 截至 2018 年 3 月 31 日;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

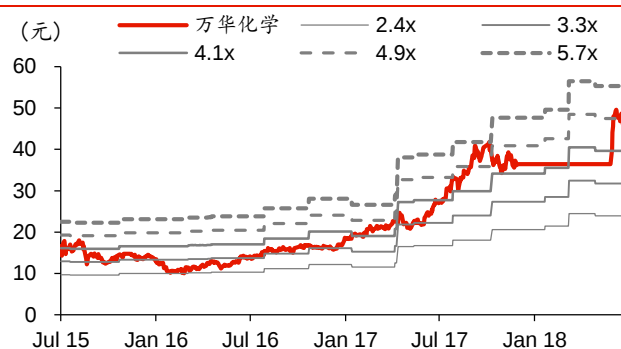
PE/PB - Bands

图表2: 万华化学历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 万华化学历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	13,236	25,200	33,170	48,109	61,221
现金	1,987	3,063	12,178	23,751	33,463
应收账款	1,715	2,833	3,871	4,530	5,157
其他应收账款	126.06	246.32	560.53	655.83	746.78
预付账款	239.23	481.98	704.62	853.80	984.29
存货	4,337	7,000	8,128	9,531	11,073
其他流动资产	4,831	11,577	7,728	8,787	9,798
非流动资产	37,529	40,628	43,655	51,213	62,757
长期投资	363.30	525.63	363.30	363.30	363.30
固定投资	28,468	27,610	33,236	39,912	49,536
无形资产	2,612	2,521	2,575	2,562	2,534
其他非流动资产	6,086	9,971	7,481	8,376	10,324
资产总计	50,765	65,828	76,825	99,322	123,978
流动负债	22,601	27,820	22,821	26,285	29,180
短期借款	8,501	12,715	2,500	3,000	3,300
应付账款	3,467	4,388	8,808	10,673	12,304
其他流动负债	10,633	10,717	11,513	12,613	13,577
非流动负债	9,830	7,254	5,400	3,994	2,549
长期借款	9,333	6,322	4,822	3,322	1,822
其他非流动负债	496.33	931.86	578.31	672.25	727.61
负债合计	32,431	35,074	28,221	30,279	31,730
少数股东权益	3,512	3,475	8,087	13,680	20,384
股本	2,162	2,734	2,734	2,734	2,734
资本公积	48.41	2,393	2,393	2,393	2,393
留存公积	12,603	22,143	35,390	50,235	66,738
归属母公司股东权益	14,822	27,280	40,517	55,362	71,865
负债和股东权益	50,765	65,828	76,825	99,322	123,978

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	7,349	10,212	27,945	23,379	26,213
净利润	4,548	13,309	17,850	20,438	23,206
折旧摊销	2,762	3,186	2,782	3,550	4,556
财务费用	889.95	929.39	656.10	(225.39)	(785.44)
投资损失	(52.75)	(125.56)	(100.00)	(80.00)	(100.00)
营运资金变动	(926.76)	(6,933)	5,767	(502.95)	(815.40)
其他经营现金	127.86	(153.16)	989.54	198.76	151.84
投资活动现金	(3,970)	(5,460)	(6,919)	(11,040)	(16,006)
资本支出	4,113	5,953	7,000	11,000	16,000
长期投资	15.00	65.80	(162.32)	0.00	0.00
其他投资现金	158.88	558.53	(81.33)	(40.42)	(5.57)
筹资活动现金	(3,504)	(3,660)	(11,912)	(765.07)	(495.84)
短期借款	(1,136)	4,213	(10,215)	500.00	300.00
长期借款	(2,107)	(3,012)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
普通股增加	0.00	571.68	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.07	2,344	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(261.05)	(7,777)	(197.06)	234.93	704.16
现金净增加额	(99.44)	1,083	9,115	11,574	9,712

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	30,100	53,123	62,282	72,870	82,975
营业成本	20,745	32,033	35,231	42,690	49,214
营业税金及附加	203.76	475.38	373.69	437.22	497.85
营业费用	1,166	1,417	1,744	2,040	2,323
管理费用	1,423	2,035	2,304	2,660	2,987
财务费用	889.95	929.39	656.10	(225.39)	(785.44)
资产减值损失	74.30	303.32	130.00	130.00	130.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.75	125.56	100.00	80.00	100.00
营业利润	5,649	16,959	21,943	25,218	28,708
营业外收入	89.48	18.68	440.00	400.00	400.00
营业外支出	85.00	228.25	70.00	70.00	100.00
利润总额	5,653	16,750	22,313	25,548	29,008
所得税	1,105	3,440	4,463	5,110	5,802
净利润	4,548	13,309	17,850	20,438	23,206
少数股东损益	868.65	2,175	4,612	5,593	6,703
归属母公司净利润	3,679	11,135	13,238	14,845	16,503
EBITDA	9,301	21,074	25,381	28,543	32,478
EPS (元, 基本)	1.35	4.07	4.84	5.43	6.04

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	54.42	76.49	17.24	17.00	13.87
营业利润	100.66	200.24	29.38	14.93	13.84
归属母公司净利润	128.57	202.62	18.89	12.14	11.17
获利能力 (%)					
毛利率	31.08	39.70	43.43	41.42	40.69
净利率	12.22	20.96	21.25	20.37	19.89
ROE	24.82	40.82	32.67	26.81	22.96
ROIC	13.98	29.85	39.12	36.91	33.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.88	53.28	36.73	30.49	25.59
净负债比率 (%)	67.47	61.89	36.94	31.17	25.71
流动比率	0.59	0.91	1.45	1.83	2.10
速动比率	0.39	0.65	1.10	1.47	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.91	0.87	0.83	0.74
应收账款周转率	18.26	20.76	16.49	15.40	15.21
应付账款周转率	6.04	8.16	5.34	4.38	4.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.35	4.07	4.84	5.43	6.04
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	3.74	10.22	8.55	9.59
每股净资产(最新摊薄)	5.42	9.98	14.82	20.25	26.29
估值比率					
PE (倍)	33.10	10.94	9.20	8.20	7.38
PB (倍)	8.22	4.46	3.01	2.20	1.69
EV_EBITDA (倍)	15.30	6.75	5.61	4.99	4.38

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com