



600309.SH

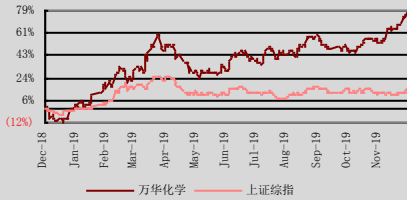
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 53.45

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	97.8	17.1	13.1	80.9
相对上证指数	76.7	13.9	14.6	65.8

发行股数(百万)	3,140
流通股(%)	45
总市值(人民币 百万)	167,819
3个月日均交易额(人民币 百万)	567
净负债比率(%) (2019E)	61
主要股东(%)	
烟台国丰投资控股有限公司	22

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年12月16日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518020002

鞠龙

(8621)20328523

long.ju@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519060002

万华化学

聚氨酯龙头, 石化与新材料打造新的增长极

万华化学为国内最优秀的新材料龙头企业。公司 MDI 产能全球第一, 聚氨酯领域竞争实力还将持续提升。另一方面, 石化与新材料业务打造新的长期增长极。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **聚氨酯龙头, 产业链完善。**经过多年发展, 万华化学已从国内 MDI 龙头, 逐渐成长为全球优秀新材料企业。产品业务涵盖 MDI、TDI、聚酯多元醇、环氧丙烷、甲基叔丁基醚、丙烯酸及酯等产品, TPU、ADI、SAP、PC、PMMA、特种胺等精细化学品及新材料产品, 实现产品多元化和产业链一体化发展。
- **MDI 竞争实力持续提升。**全球 MDI 消费量自 2011 年的 456.00 万吨增长至 2018 年的 714.15 万吨, 复合增长率达 6.32%。我们预计 2019-2020 年全球 MDI 需求增速有望保持在 5% 左右。另一方面, MDI 具备较高的技术壁垒和资金壁垒, 全球前五大厂商产能占比为 87.13%。2019 年整体上市后, 万华 MDI 总产能达到 210 万吨, 位居全球第一。由于产业链配套以及工艺技术的不断改进升级, 公司的成本优势日益突出, 未来在 MDI 乃至聚氨酯产业集群领域的竞争力还将持续提升。
- **石化与新材料业务打造新的增长极:**近年公司依托丙烯为核心, 发展丙烯酸及酯产业链、环氧丙烷等产业链, 未来还将大力发展 C2 烯烃衍生物, 正在筹建的百万吨乙烯产业链项目建成后, 公司将涉及更多的烯烃下游高附加值衍生产品。另一方面, 公司往下游延伸发展高附加值 SAP、TPU、特种胺、PMMA、PC 等多个新材料, 打造一体化产业集群与新的长期增长极。

估值

- 预计 2019-2021 年净利润分别为 100.31 亿、119.87 亿、140.38 亿。当前股价对应的 PE 分别为 14.6、12.2、10.4 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 项目进度不达预期。MDI 景气度继续下行。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	53,123	60,621	67,108	76,369	90,497
变动(%)	76	14	11	14	19
净利润(人民币 百万)	11,135	10,610	10,031	11,987	14,038
全面摊薄每股收益(人民币)	4.073	3.881	3.669	4.384	5.135
变动(%)	139.3	(4.7)	(5.5)	19.5	17.1
全面摊薄市盈率(倍)	13.1	13.8	14.6	12.2	10.4
价格/每股现金流量(倍)	14.3	7.6	12.2	5.9	7.5
每股现金流量(人民币)	3.74	7.04	4.39	9.12	7.09
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	9.8	9.8	8.0	7.0
每股股息(人民币)	1.500	2.297	2.018	2.411	2.824
股息率(%)	2.8	4.3	3.8	4.5	5.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	53,123	60,621	67,108	76,369	90,497
销售成本	(32,509)	(40,660)	(47,230)	(52,755)	(62,425)
经营费用	(1,808)	(1,113)	32	1,150	2,006
息税折旧前利润	18,807	18,848	19,909	24,764	30,078
折旧及摊销	(3,186)	(3,185)	(4,625)	(6,315)	(8,170)
经营利润(息税前利润)	15,621	15,663	15,284	18,448	21,908
净利息收入/(费用)	(929)	(795)	(1,260)	(1,654)	(2,053)
其他收益/(损失)	819	1,109	1,100	1,100	1,100
税前利润	16,750	15,978	15,124	17,894	20,956
所得税	(3,440)	(3,148)	(2,995)	(3,400)	(3,982)
少数股东权益	2,175	2,219	2,098	2,507	2,936
净利润	11,135	10,610	10,031	11,987	14,038
核心净利润	11,092	10,589	10,011	11,968	14,019
每股收益(人民币)	4.073	3.881	3.669	4.384	5.135
核心每股收益(人民币)	4.057	3.873	3.662	4.377	5.128
每股股息(人民币)	1.500	2.297	2.018	2.411	2.824
收入增长(%)	76	14	11	14	19
息税前利润增长(%)	171	0	(2)	21	19
息税折旧前利润增长(%)	121	0	6	24	21
每股收益增长(%)	139	(5)	(5)	19	17
核心每股收益增长(%)	138	(5)	(5)	20	17

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	16,750	15,978	15,124	17,894	20,956
折旧与摊销	3,186	3,185	4,625	6,315	8,170
净利息费用	929	795	1,260	1,654	2,053
运营资本变动	(4,270)	2,978	(4,698)	3,306	(4,996)
税金	(1,266)	(929)	(2,995)	(3,400)	(3,982)
其他经营现金流	(5,116)	(2,750)	(1,322)	(844)	(2,803)
经营活动产生的现金流	10,212	19,257	11,995	24,925	19,397
购买固定资产净值	(91)	608	18,000	20,000	21,000
投资减少/增加	(37)	(24)	100	100	100
其他投资现金流	(5,333)	(10,903)	(36,000)	(40,000)	(42,000)
投资活动产生的现金流	(5,460)	(10,318)	(17,900)	(19,900)	(20,900)
净增权益	(4,101)	(6,279)	(5,517)	(6,593)	(7,721)
净增债务	(173)	1,457	12,972	3,962	12,406
支付股息	4,101	6,279	5,517	6,593	7,721
其他融资现金流	(3,487)	(9,394)	(6,795)	(8,247)	(9,773)
融资活动产生的现金流	(3,660)	(7,937)	6,178	(4,285)	2,633
现金变动	1,092	1,002	273	741	1,130
期初现金	1,987	3,063	5,096	5,369	6,109
公司自由现金流	4,752	8,939	(5,905)	5,025	(1,503)
权益自由现金流	5,508	11,191	8,327	10,642	12,956

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,063	5,096	5,369	6,109	7,240
应收帐款	14,141	12,082	17,371	16,146	23,572
库存	7,000	7,810	9,032	9,776	12,479
其他流动资产	482	409	627	530	839
流动资产总计	25,200	29,745	36,890	36,966	48,707
固定资产	34,916	39,371	52,927	66,794	79,806
无形资产	2,521	3,129	2,959	2,789	2,620
其他长期资产	2,878	4,316	4,316	4,316	4,316
长期资产总计	40,315	46,816	60,203	73,899	86,742
总资产	65,828	76,913	97,433	111,193	135,765
应付帐款	6,240	7,835	8,229	9,710	11,517
短期债务	12,715	17,412	28,199	36,834	48,772
其他流动负债	8,866	7,733	9,222	9,251	10,298
流动负债总计	27,820	32,980	45,651	55,795	70,587
长期借款	6,322	3,818	5,053	769	1,295
其他长期负债	932	865	865	865	865
股本	2,734	2,734	2,734	2,734	2,734
储备	24,536	31,045	35,559	40,954	47,271
股东权益	27,270	33,779	38,293	43,688	50,005
少数股东权益	3,475	5,472	7,570	10,077	13,013
总负债及权益	65,828	76,913	97,433	111,193	135,765
每股帐面价值(人民币)	9.97	12.36	14.01	15.98	18.29
每股有形资产(人民币)	9.05	11.21	12.92	14.96	17.33
每股净负债/(现金)(人民币)	5.84	5.90	10.20	11.52	15.66

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.4	31.1	29.7	32.4	33.2
息税前利润率(%)	29.4	25.8	22.8	24.2	24.2
税前利润率(%)	31.5	26.4	22.5	23.4	23.2
净利率(%)	21.0	17.5	14.9	15.7	15.5
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	16.8	19.7	12.1	11.2	10.7
净权益负债率(%)	52.0	41.1	60.8	58.6	68.0
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	13.1	13.8	14.6	12.2	10.4
核心业务市盈率(倍)	13.2	13.8	14.6	12.2	10.4
市净率(倍)	5.4	4.3	3.8	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	14.3	7.6	12.2	5.9	7.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	9.8	9.8	8.0	7.0
周转率					
存货周转天数	63.6	66.5	65.1	65.1	65.1
应收帐款周转天数	66.9	78.9	80.1	80.1	80.1
应付帐款周转天数	39.7	42.4	43.7	42.9	42.8
回报率					
股息支付率(%)	36.8	59.2	55.0	55.0	55.0
净资产收益率(%)	52.9	34.8	27.8	29.2	30.0
资产收益率(%)	21.3	17.6	14.1	14.3	14.4
已运用资本收益率(%)	6.5	4.8	3.6	3.5	3.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测