

强烈推荐-A (维持)

万华化学 600309.SH

目标估值: 54.4-56.4 元

当前股价: 48.41 元

2019 年 12 月 01 日

MDI 价格平稳, 龙头估值溢价逐步体现

基础数据

上证综指	2872
总股本(万股)	313975
已上市流通股(万股)	142376
总市值(亿元)	1520
流通市值(亿元)	689
每股净资产(MRQ)	12.8
ROE(TTM)	12.3
资产负债率	56.5%
主要股东	烟台国丰投资控股有
主要股东持股比例	21.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	24	80
相对表现	10	20	58



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万华化学(600309)一业绩稳定现金流卓越, MDI 底部区域波动》2019-10-24
- 2、《万华化学(600309)一盈利持续稳定, 向国际巨头不断迈进》2019-08-21
- 3、《万华化学(600309)一下调 6 月中国地区 MDI 挂牌价》2019-05-31

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn  
S1090515120001

段一帆

0755-83081536  
duanyifan@cmschina.com.cn  
S1090518030001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn  
S1090518040001

事件: 公司发布 2019 年 12 月中国地区 MDI 价格公告, 聚合 MDI 分销市场挂牌价 1.65 万元/吨, 直销市场挂牌价 1.6 万元/吨, 纯 MDI 挂牌价 2.2 万元/吨, 各产品价格和 11 月份相比没有变动。

□ 12 月检修较多、供给紧张, MDI 价格平稳。据公司公告, 万华宁波 MDI 一期装置(40 万吨/年)于 19 年 10 月 26 日停车, 预计检修 55 天左右; MDI 二期装置(80 万吨/年)于 19 年 11 月 15 日停车, 预计检修 55 天左右; 据卓创报道, 重庆巴斯夫 MDI 装置(40 万吨/年)于 19 年 11 月 29 日至 20 年 1 月 6 日期间停车检修, 上海巴斯夫(22 万吨/年)、上海科思创(50 万吨/年)、上海亨斯迈(37 万吨/年)目前开工率八成左右; 当前国内 MDI 的库存量也较低, 国内供给保持紧张态势。原料方面, 纯苯和苯胺价格都以下行基调为主; 需求方面短期也没有大的起色。MDI 整体价格保持平稳, 万华和巴斯夫 12 月的挂牌价均与 11 月持平。

□ 万华宁波完成 MDI 技改备案, 将进一步稳固全球龙头地位。据卓创报道, 万华宁波已完成在宁波经济和信息化局《MDI/HDI 的技改扩能一体化项目》的备案, 包括年产 150 万吨 MDI 装置技改扩能改造、新建 5 万吨 HDI 装置以及相关配套装置。完成备案后, 项目将正式进入实施阶段。另外, 万华烟台 MDI 产能从 60 万吨已技改扩至 110 万吨, 产能尚未释放。万华凭借技术创新积累的成本优势, 持续巩固其全球龙头地位, 未来国内产能将达到 260 万吨(宁波 150 万吨+烟台 110 万吨)。

□ 一体化持续推进, 周期性持续减弱, 有望成长为国际一流的化工新材料公司。公司正从聚氨酯行业向多元化的石化领域、精细化学品及新材料领域不断拓展, 产业链高度整合, 一体化进程持续推进, 周期性不断减弱, 抗风险能力大幅增强。2018 年年底, 光气法 PC 装置、TDI 装置一次性开车成功; 2019 年 1 月 MMA 装置、PMMA 装置顺利投产; SAP 项目和 PC 二期有望于 19 年四季度投出; 19 年公司新增产能弹性较小。百万吨乙烯项目于 18 年 12 月全面开工建设, 该项目还配套新上 40 万吨 PVC、45 万吨 LLDPE、35 万吨 HDPE、30 万吨 PP、

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	53123	60621	66138	76561	97715
同比增长	76%	14%	9%	16%	28%
营业利润(百万元)	16959	16085	15421	18551	25477
同比增长	200%	-5%	-4%	20%	37%
净利润(百万元)	11135	10610	10139	12228	16708
同比增长	203%	-5%	-4%	21%	37%
每股收益(元)	4.07	3.88	3.23	3.89	5.32
PE	11.9	12.5	15.0	12.4	9.1
PB	4.9	3.9	3.5	2.9	2.3

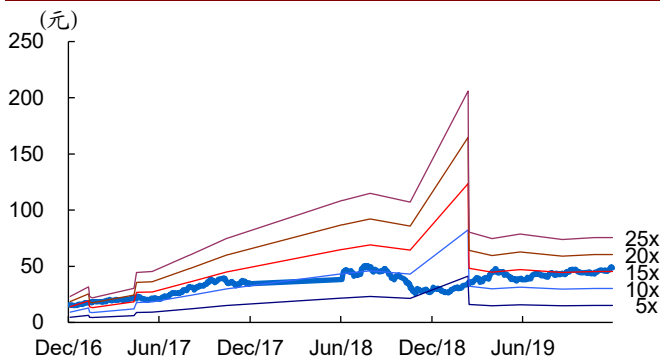
资料来源: 公司数据、招商证券

15 万吨环氧乙烷、30/65 万吨 PO/SM、5 万吨丁二烯等装置，百万吨乙烯项目有望于 20 年年底投产，届时万华的天花板将进一步打开。长期来看，万华凭借技术创新、对人才的高激励以及持续的投入，有望成长为国际一流的化工新材料企业。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预测公司 19-21 年实现收入 661.38 亿、765.61 亿和 977.15 亿元，实现归母净利润 101.39 亿、122.28 亿和 167.08 亿，EPS 分别为 3.23 元、3.89 元和 5.32 元，PE 分别为 15 倍、12 倍和 9 倍。19 年公司业绩虽然有所下滑，但作为行业龙头估值溢价不断体现，特别是外资在不断买入，仅沪股通持有流通股的比例就从 19 年年初的 3.2% 提升至 19 年 11 月底的 6.7%。公司作为整个化工行业的龙头，长期价值正不断被认可，又还有一定的成长性。维持“强烈推荐-A”投资评级。

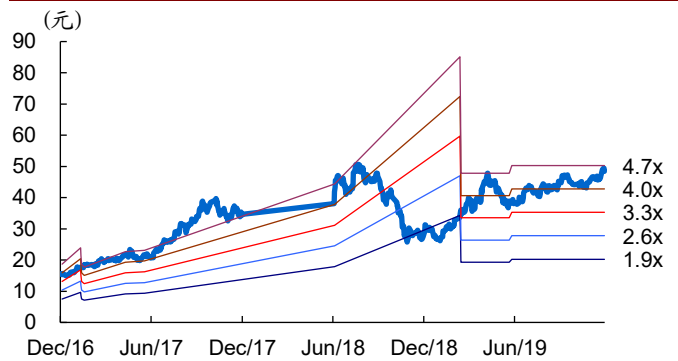
□ **风险提示：MDI 价格继续下行的风险，产能建设放缓的风险，宏观经济继续低迷的风险。**

图 1: 万华化学历史 PE Band



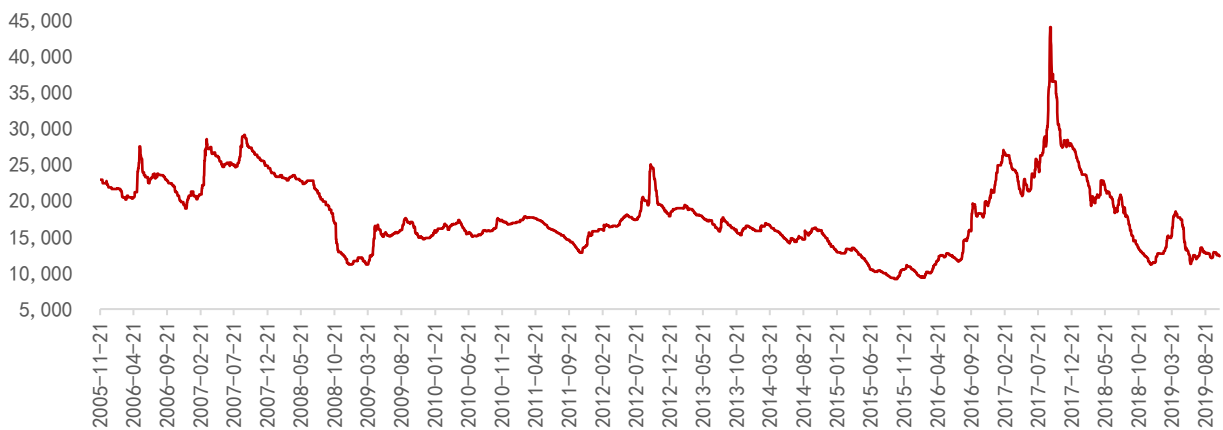
资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 万华化学历史 PB Band



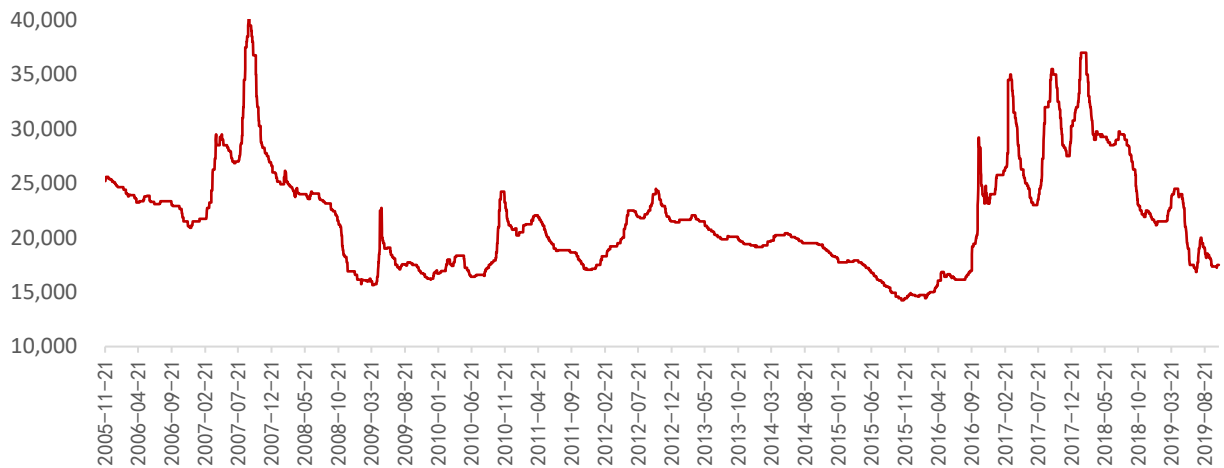
资料来源：贝格数据、招商证券

图 3: 华东聚合 MDI 价格走势 (单位: 元/吨)



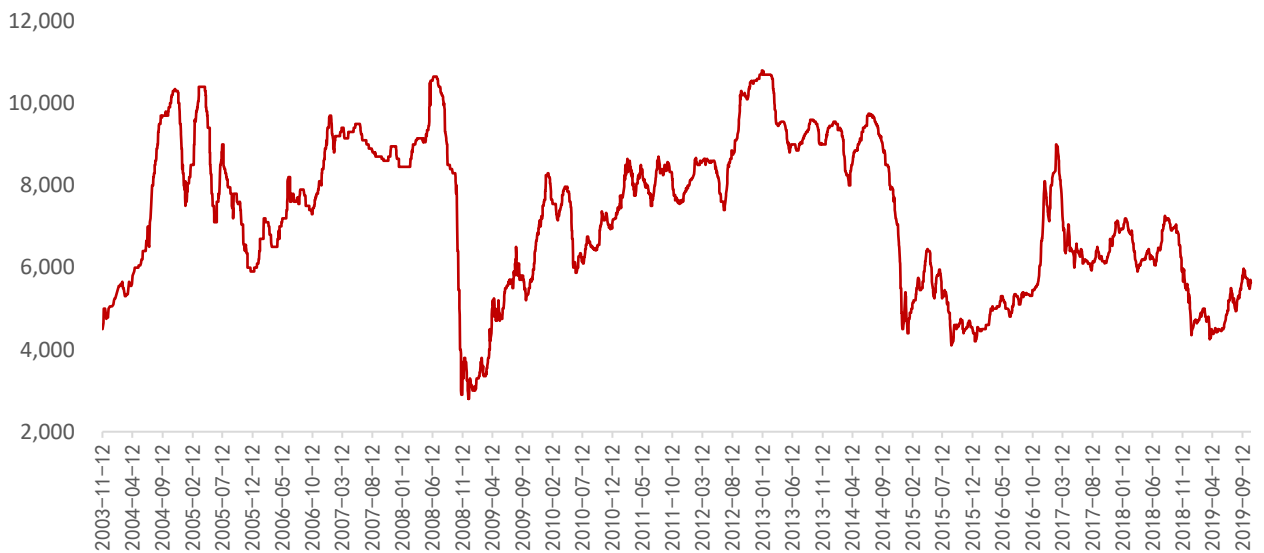
资料来源：wind，招商证券

图 4: 华东纯 MDI 价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 招商证券

图 5: 纯苯现货价 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 招商证券

表 1: 未来 MDI 全球规划新增产能

序号	企业	新增产能 (万吨)	投产时间	备注
1	万华化学 (烟台)	50	2019 年	技改新增产能, 未投产
2	万华化学 (宁波)	30	2020 年	技改新增产能
3	科斯创	87	2020—2024 年	
4	巴斯夫	30	2020 年	
5	锦湖三井	25	2020 年以后	
	合计	222		

资料来源: 招商证券

**参考报告:**

- 1、《万华化学（600309）—业绩稳定现金流卓越，MDI 底部区域波动》2019-10-24
- 2、《万华化学（600309）—盈利持续稳定，向国际巨头不断迈进》2019-08-21
- 3、《万华化学(600309)-下调 6 月中国地区 MDI 挂牌价》2019-5-31
- 4、《万华化学(600309)-一季报业绩下滑符合预期，MDI 挂牌价继续上调》2019-4-29
- 5、《万华化学(600309)-一体化产业版图逐步完善，经营稳健，成长持续》2019-4-25
- 6、《万华化学(600309)-4 月 MDI 挂牌价大幅上调，盈利持续提升》2019-3-27
- 7、《万华化学(600309)-3 月 MDI 挂牌价再次上涨，需求改善盈利提升》2019-3-1
- 8、《万华化学(600309)-化学原料行业思考系列报告：抽丝剥茧，探析 MDI 行业运行规律》2018-10-25

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	25200	29745	32315	37355	53123
现金	3063	5096	5150	6085	13644
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11308	9539	10407	12047	15376
应收款项	2833	2543	2752	3186	4067
其它应收款	246	133	146	168	215
存货	7000	7810	8801	10020	12380
其他	750	4623	5059	5848	7442
<b>非流动资产</b>	40628	47168	48273	49258	50138
长期股权投资	526	643	643	643	643
固定资产	27610	29120	30548	31824	32964
无形资产	2521	3129	2816	2535	2281
其他	9971	14276	14265	14257	14250
<b>资产总计</b>	<b>65828</b>	<b>76913</b>	<b>80588</b>	<b>86613</b>	<b>103261</b>
<b>流动负债</b>	27820	32980	25400	19735	19922
短期借款	12715	17412	10394	3054	0
应付账款	4388	3689	4161	4737	5853
预收账款	2680	2824	3186	3627	4481
其他	8038	9055	7659	8316	9588
<b>长期负债</b>	7254	4683	4683	4683	4683
长期借款	6322	3818	3818	3818	3818
其他	932	865	865	865	865
<b>负债合计</b>	<b>35074</b>	<b>37662</b>	<b>30083</b>	<b>24417</b>	<b>24604</b>
股本	2734	2734	3140	3140	3140
资本公积金	2393	2393	2393	2393	2393
留存收益	22143	28653	37425	46611	59650
少数股东权益	3475	5472	7548	10053	13475
归属于母公司所有者权益	27270	33779	42957	52143	65183
<b>负债及权益合计</b>	<b>65828</b>	<b>76913</b>	<b>80588</b>	<b>86613</b>	<b>103261</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	10212	19257	14603	16092	19339
净利润	11135	10610	10139	12228	16708
折旧摊销	3186	3185	3428	3547	3653
财务费用	836	962	883	1022	1304
投资收益	(126)	(93)	(780)	(780)	(780)
营运资金变动	(6412)	2224	(1147)	(2435)	(4978)
其它	1594	2369	2080	2510	3432
<b>投资活动现金流</b>	(5460)	(10318)	(3753)	(3753)	(3753)
资本支出	(5953)	(10279)	(4533)	(4533)	(4533)
其他投资	493	(39)	780	780	780
<b>筹资活动现金流</b>	(3660)	(7937)	(10796)	(11403)	(8027)
借款变动	(5004)	(5704)	(8952)	(7340)	(3054)
普通股增加	572	0	406	0	0
资本公积增加	2344	0	0	0	0
股利分配	(1081)	(1367)	(1367)	(3042)	(3668)
其他	(491)	(866)	(883)	(1022)	(1304)
<b>现金净增加额</b>	<b>1092</b>	<b>1002</b>	<b>54</b>	<b>935</b>	<b>7559</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	53123	60621	66138	76561	97715
营业成本	32033	40114	45251	51518	63651
营业税金及附加	475	546	595	689	879
营业费用	1417	1721	1984	2297	2931
管理费用	2035	1002	1073	1217	1613
研发费用		1610	1771	2075	2589
财务费用	929	795	883	1022	1304
资产减值损失	303	(36)	(61)	(28)	50
公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	1029	1217	780	780	780
营业利润	16959	16085	15421	18551	25477
营业外收入	19	10	10	10	10
<b>营业外支出</b>	228	117	120	120	120
利润总额	16750	15978	15311	18441	25367
所得税	3440	3148	3095	3709	5237
净利润	13309	12830	12216	14732	20130
<b>少数股东损益</b>	2175	2219	2077	2504	3422
<b>归属于母公司净</b>	<b>11135</b>	<b>10610</b>	<b>10139</b>	<b>12228</b>	<b>16708</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	76%	14%	9%	16%	28%
营业利润	200%	-5%	-4%	20%	37%
净利润	203%	-5%	-4%	21%	37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.7%	33.8%	31.6%	32.7%	34.9%
净利率	21.0%	17.5%	15.3%	16.0%	17.1%
ROE	40.8%	31.4%	23.6%	23.5%	25.6%
ROIC	26.6%	21.3%	19.8%	22.4%	25.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.3%	49.0%	37.3%	28.2%	23.8%
净负债比率	33.0%	30.1%	17.6%	7.9%	3.7%
流动比率	0.9	0.9	1.3	1.9	2.7
速动比率	0.7	0.7	0.9	1.4	2.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	5.7	5.4	5.4	5.5	5.7
应收帐款周转率	23.4	22.6	25.0	25.8	26.9
应付帐款周转率	8.2	9.9	11.5	11.6	12.0
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	4.07	3.88	3.23	3.89	5.32
每股经营现金	3.74	7.04	4.65	5.13	6.16
每股净资产	9.97	12.36	13.68	16.61	20.76
每股股利	0.50	0.50	0.97	1.17	1.60
<b>估值比率</b>					
PE	11.9	12.5	15.0	12.4	9.1
PB	4.9	3.9	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	7.8	8.2	8.2	7.0	5.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周锋：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**段一帆：**招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018年2月加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

**钟浩：**招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018年3月加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。