

业绩略超预期，新项目进展顺利



核心观点

- **三季度略超市场预期**：公司披露 19 年三季报，前三季度实现营业收入 485 亿元，同比下滑 12.5%；归母净利润 79 亿元，同比下滑 41.8%（合并口径）。19Q3 单季度实现营业收入 170 亿元，同比下滑 6.6%；归母净利润 22.8 亿元，同比下滑 25.5%。收入与利润下滑的主要原因是公司主要产品 MDI 的价格相比 18 年同期下跌约 30%，虽然产品价格不利，但公司仍获得 22.8 亿元净利，略超市场预期。
- **整体景气度已进入底部区间**：公司 MDI 与大部分石化产品的价格价差都已进入历史平均水平的较低位置，从周期角度看，整体景气度进一步下滑的空间的已经非常小。然而 19Q3 单季度公司年化 ROE 仍达到 23%，相比上一轮底部 15 年时已经大幅提升，这得益于公司这些年持续延伸产业链，并挖掘成本潜力。公司在周期底部区域时，年化盈利对应的动态 PE 在 15 倍左右，即使不考虑成长性，也已略被低估。
- **新项目进展顺利**：19Q3 公司在建工程达到 201 亿元，已经超过 15 年石化一期项目全面投产前的最高水平，比 19H1 增加了 43 亿元，预计乙烯一体化等新项目进展较为顺利，而新项目投产将成为万华持续成长的重要动力。

财务预测与投资建议

- 我们预测 19-21 年公司每股 EPS 为 3.80、3.60 和 4.24 元，按照可比公司 19 年 14 倍市盈率给予目标价 53.23 元，维持买入评级。

风险提示

- 宏观经济风险、原油价格波动风险、新项目进展风险、MDI 行业壁垒突破。

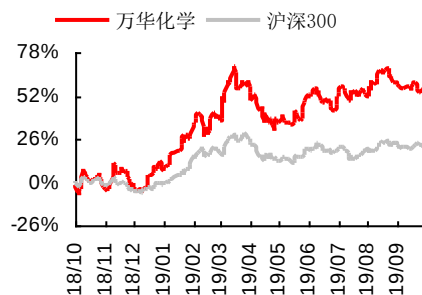
投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2019 年 10 月 24 日)	43.12 元
目标价格	53.23 元
52 周最高价/最低价	50.30/27.10 元
总股本/流通 A 股 (万股)	313,975/142,376
A 股市值 (百万元)	135,386
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2019 年 10 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-0.8	-3.6	1.1	45.9
相对表现 (%)	0.6	-2.8	-0.2	24.5
沪深 300 (%)	-1.4	-0.8	1.3	21.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

倪吉

021-63325888-7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

联系人

万里扬

021-63325888-2504

wanliyang@orientsec.com.cn

杨奇

021-63325888-7540

yangqi@orientsec.com.cn

相关报告

万华化学系列之三：新材料成长性分析	2019-09-09
化工龙头万华化学系列之二：石化项目竞争力分析	2019-07-23
化工龙头价值分析系列之一：万华化学	2019-06-04

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	53,123	60,621	70,907	76,608	91,517
同比增长	76.5%	14.1%	17.0%	8.0%	19.5%
营业利润 (百万元)	16,959	16,085	15,594	15,828	18,572
同比增长	200.1%	-5.2%	-3.1%	1.5%	17.3%
归属母公司净利润 (百万元)	11,135	10,610	11,937	11,296	13,315
同比增长	202.6%	-4.7%	12.5%	-5.4%	17.9%
每股收益 (元)	3.55	3.38	3.80	3.60	4.24
毛利率	39.7%	33.8%	29.9%	29.1%	28.5%
净利率	21.0%	17.5%	16.8%	14.7%	14.5%
净资产收益率	52.9%	34.8%	32.1%	25.4%	25.0%
市盈率 (倍)	13.2	13.8	12.3	13.0	11.0
市净率 (倍)	5.4	4.3	3.6	3.0	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,063	5,096	3,545	9,554	7,952	营业收入	53,123	60,621	70,907	76,608	91,517
应收账款	2,833	2,543	3,598	3,888	4,644	营业成本	32,033	40,114	49,670	54,311	65,412
预付账款	482	409	562	607	725	营业税金及附加	475	546	639	690	824
存货	7,000	7,810	10,303	11,266	13,569	营业费用	1,417	1,721	2,156	2,383	2,879
其他	11,823	13,887	16,059	17,011	19,501	管理费用	2,035	2,612	2,954	3,342	3,676
流动资产合计	25,200	29,745	34,067	42,325	46,392	财务费用	929	795	889	1,053	1,150
长期股权投资	526	643	643	643	643	资产减值损失	303	(36)	5	1	3
固定资产	27,610	29,120	32,051	60,569	65,229	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	6,420	9,903	20,697	5,027	10,055	投资净收益	126	93	0	0	0
无形资产	2,521	3,129	2,965	2,800	2,635	其他	903	1,123	1,000	1,000	1,000
其他	3,551	4,373	3,971	3,963	3,956	营业利润	16,959	16,085	15,594	15,828	18,572
非流动资产合计	40,628	47,168	60,326	73,002	82,518	营业外收入	19	10	10	10	10
资产总计	65,828	76,913	94,394	115,327	128,910	营业外支出	228	117	117	117	117
短期借款	12,715	17,412	13,462	12,876	12,876	利润总额	16,750	15,978	15,486	15,721	18,465
应付账款	4,388	3,689	6,558	7,170	8,636	所得税	3,440	3,148	3,097	3,930	4,616
其他	10,717	11,879	12,192	13,856	15,514	净利润	13,309	12,830	12,389	11,791	13,848
流动负债合计	27,820	32,980	32,212	33,902	37,026	少数股东损益	2,175	2,219	452	494	533
长期借款	6,322	3,818	14,759	25,792	25,792	归属于母公司净利润	11,135	10,610	11,937	11,296	13,315
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	3.55	3.38	3.80	3.60	4.24
其他	932	865	846	846	846	主要财务比率					
非流动负债合计	7,254	4,683	15,605	26,638	26,638		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	35,074	37,662	47,817	60,540	63,663	成长能力					
少数股东权益	3,475	5,472	5,923	6,418	6,951	营业收入	76.5%	14.1%	17.0%	8.0%	19.5%
股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140	营业利润	200.1%	-5.2%	-3.1%	1.5%	17.3%
资本公积	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	归属于母公司净利润	202.6%	-4.7%	12.5%	-5.4%	17.9%
留存收益	22,143	28,653	35,122	42,837	52,763	获利能力					
其他	10	(1)	(1)	(1)	(1)	毛利率	39.7%	33.8%	29.9%	29.1%	28.5%
股东权益合计	30,754	39,250	46,577	54,787	65,246	净利率	21.0%	17.5%	16.8%	14.7%	14.5%
负债和股东权益	65,828	76,913	94,394	115,327	128,910	ROE	52.9%	34.8%	32.1%	25.4%	25.0%
现金流量表						ROIC	30.7%	23.6%	19.0%	14.7%	14.6%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	13,309	12,830	12,389	11,791	13,848	资产负债率	53.3%	49.0%	50.7%	52.5%	49.4%
折旧摊销	2,993	2,949	2,294	3,524	4,900	净负债率	60.6%	46.0%	56.3%	57.8%	51.0%
财务费用	929	795	889	1,053	1,150	流动比率	0.91	0.90	1.06	1.25	1.25
投资损失	(126)	(93)	0	0	0	速动比率	0.65	0.66	0.74	0.92	0.89
营运资金变动	(8,445)	(1,882)	(2,302)	(971)	(2,548)	营运能力					
其它	1,550	4,659	446	1	3	应收账款周转率	23.4	22.6	23.1	20.5	21.5
经营活动现金流	10,212	19,257	13,716	15,398	17,354	存货周转率	5.6	5.4	5.5	5.0	5.3
资本支出	(4,635)	(7,890)	(15,846)	(16,200)	(14,416)	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
长期投资	(162)	(117)	(66)	0	0	每股指标（元）					
其他	(663)	(2,311)	0	0	0	每股收益	3.55	3.38	3.80	3.60	4.24
投资活动现金流	(5,460)	(10,318)	(15,912)	(16,200)	(14,416)	每股经营现金流	3.25	6.13	4.37	4.91	5.53
债权融资	(4,447)	(3,200)	10,546	12,030	0	每股净资产	8.69	10.76	12.95	15.41	18.57
股权融资	2,916	0	406	0	0	估值比率					
其他	(2,129)	(4,738)	(10,307)	(5,220)	(4,539)	市盈率	13.2	13.8	12.3	13.0	11.0
筹资活动现金流	(3,660)	(7,937)	645	6,810	(4,539)	市净率	5.4	4.3	3.6	3.0	2.5
汇率变动影响	(9)	43	0	0	0	EV/EBITDA	7.9	8.3	8.8	8.1	6.7
现金净增加额	1,083	1,045	(1,551)	6,009	(1,601)	EV/EBIT	9.2	9.8	10.0	9.8	8.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

