

公司研究/公告点评

2019年01月10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): 30.76
合理价格区间(元): 35.12~41.71

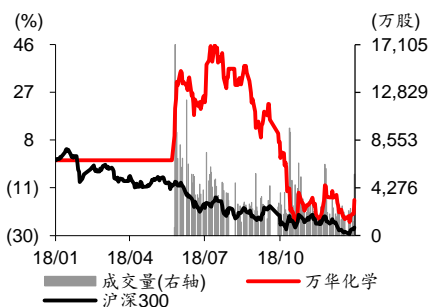
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

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

相关研究

- 1《万华化学(600309,增持): 拟在美建设 MDI 装置, 全球化布局逐步完善》2018.11
- 2《万华化学(600309,增持): 三季报增长 16%, Q3 业绩回落》2018.10
- 3《万华化学(600309,增持): 乙烯项目获核准批复, 产业链拓展持续推进》2018.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

PMMA 项目投产, 一体化产业链持续推进

万华化学(600309)

公司 MMA/PMMA 项目竣工投产

万华化学于1月9日发布公告, 公司烟台工业园5万吨/年 MMA (甲基丙烯酸甲酯) 项目、8万吨/年 PMMA (聚甲基丙烯酸甲酯) 项目于近期竣工投产, 产出合格产品。上述项目投产有利于完善公司产业链, 进一步提升综合竞争力, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 4.39/4.94/5.50 元, 维持“增持”评级。

PMMA 有望打破外资垄断

PMMA 主要应用于电子电气、导光板、汽车等领域, 目前全球 60% 一体化有效产能集中于奇美、三菱等海外巨头, 2017 年国内净进口量近 20 万吨, 进口依存度高达 50%。据百川资讯, 近期华东地区 PMMA 价格整体平稳, 最新报价为 2.7 万元/吨, 与 2018 年 11 月价格持平。伴随新项目投产, 公司已具备全球最大的 PMMA 单线产能, 且上游 MMA 原料为附加值较低的 MTBE, 一体化产业链优势明显, 未来有望打破外资垄断格局。

MDI/TDI 等产品延续跌势, 油价拖累石化产品价格

由于前期油价回落且下游需求较为疲软, MDI/TDI 市场仍延续下行走势, 据百川资讯, 1 月上旬华东地区纯 MDI/聚合 MDI 价格分别为 2.15/1.15 万元/吨, 较 2018 年 11 月下旬分别下跌 2%/8%, 公司 2019 年 1 月中国地区纯 MDI/聚合 MDI 挂牌价较上月分别下调 700/700 元/吨至 2.37/1.28 万元/吨; 华东地区 TDI 价格较 2018 年 11 月下旬已下跌 24% 至 1.45 万元/吨, 公司 30 万吨 TDI 项目于 2018 年 12 月底投产, 将逐步贡献利润。石化产品方面, 受油价下跌影响, 丙烯酸/环氧丙烷价格自 11 月以来分别下跌 9%/5% 至 0.85/1.05 万元/吨。

整体上市待完成, 新项目快速推进

万华化学整体上市方案已于 7 月 2 日获山东省国资委批准, 若后续顺利完成, 公司有望在完善全球布局、解决潜在同业竞争等方面显著改善。另一方面, 新项目快速推进, 公司预计 13 万吨 PC 项目二期 2019Q1 建成投产; 100 万吨乙烯项目开始建设, 2020 年中期建成; 其他水性涂料、TPU、ADI、香料等扩能项目亦稳步推进。

维持“增持”评级

我们认为公司石化业务产业链持续完善, 水性涂料、香料等高附加值项目也将有序进入产出期, 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 4.39/4.94/5.50 元, 若考虑整体上市, 则公司 2018-2020 年 EPS 分别为 5.56/6.13/6.70 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。

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)	27.10-53.30
总市值 (百万元)	84,098
总资产 (百万元)	71,994
每股净资产 (元)	11.76

资料来源: 公司公告

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	11,994	13,518	15,027
+/-%	128.57	202.62	7.71	12.71	11.16
EPS (元, 最新摊薄)	1.35	4.07	4.39	4.94	5.50
PE (倍)	22.86	7.55	7.01	6.22	5.60

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

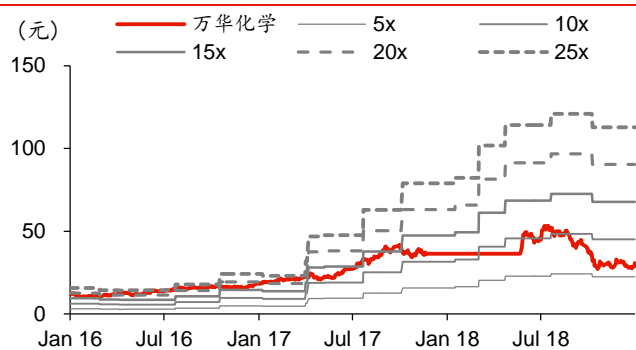
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2018E	2019E	2018E	2019E		
华鲁恒升	11.99	2.01	2.28	6	5	7.1	1.7
浙江龙盛	9.21	1.27	1.39	7	7	6.0	1.5
荣盛石化	10.27	0.39	0.82	26	12	3.4	3.0
恒力股份	13.66	0.85	1.99	16	7	5.6	2.4
平均				14	8		2.2

备注：股价为 1 月 9 日收盘价，BPS 截至 2018 年 9 月 30 日；所有公司 EPS 采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

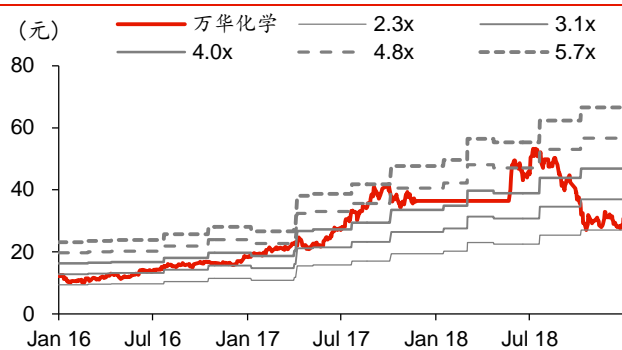
PE/PB - Bands

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	32,186	42,699	51,021
现金	1,987	3,063	10,677	17,866	22,743
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	745.93	892.91	1,027
存货	4,337	7,000	8,604	9,967	11,551
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	75,842	93,912	113,778
流动负债	22,601	27,820	23,515	26,925	29,874
短期借款	8,501	12,715	2,500	3,000	3,300
应付账款	3,467	4,388	9,324	11,161	12,834
其他流动负债	10,633	10,717	11,691	12,764	13,740
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	28,915	30,919	32,423
少数股东权益	3,512	3,475	7,654	12,936	19,278
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	34,147	44,930	56,950
归属母公司股东权益	14,822	27,280	39,273	50,057	62,077
负债和股东权益	50,765	65,828	75,842	93,912	113,778

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	26,475	21,882	24,730
净利润	4,548	13,309	16,173	18,800	21,370
折旧摊销	2,762	3,186	2,782	3,550	4,556
财务费用	889.95	929.39	687.17	(72.49)	(441.70)
投资损失	(52.75)	(125.56)	(100.00)	(80.00)	(100.00)
营运资金变动	(926.76)	(6,933)	5,943	(514.92)	(805.75)
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)	(11,943)	(3,652)	(3,847)
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)	(228.13)	(2,652)	(2,647)
现金净增加额	(99.44)	1,083	7,614	7,189	4,877

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	37,296	44,645	51,337
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	687.17	(72.49)	(441.70)
资产减值损失	74.30	303.32	130.00	120.00	100.00
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	19,846	23,120	26,272
营业外收入	89.48	18.68	440.00	450.00	540.00
营业外支出	85.00	228.25	70.00	70.00	100.00
利润总额	5,653	16,750	20,216	23,500	26,712
所得税	1,105	3,440	4,043	4,700	5,342
净利润	4,548	13,309	16,173	18,800	21,370
少数股东损益	868.65	2,175	4,179	5,282	6,343
归属母公司净利润	3,679	11,135	11,994	13,518	15,027
EBITDA	9,301	21,074	23,315	26,598	30,386
EPS (元, 基本)	1.35	4.07	4.39	4.94	5.50

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	17.02	16.49	13.63
归属母公司净利润	128.57	202.62	7.71	12.71	11.16
获利能力 (%)					
毛利率	31.08	39.70	40.12	38.73	38.13
净利率	12.22	20.96	19.26	18.55	18.11
ROE	24.82	40.82	30.54	27.00	24.21
ROIC	13.98	29.85	35.68	34.14	31.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.88	53.28	38.12	32.92	28.50
净负债比率 (%)	67.47	61.89	36.05	30.52	25.16
流动比率	0.59	0.91	1.37	1.59	1.71
速动比率	0.39	0.65	1.00	1.22	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.91	0.88	0.86	0.80
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	5.44	4.36	4.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.35	4.07	4.39	4.94	5.50
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	3.74	9.68	8.00	9.05
每股净资产(最新摊薄)	5.42	9.98	14.36	18.31	22.71
估值比率					
PE (倍)	22.86	7.55	7.01	6.22	5.60
PB (倍)	5.67	3.08	2.14	1.68	1.35
EV_EBITDA (倍)	11.25	4.97	4.49	3.94	3.44

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、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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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