

中信证券研究部

核心观点



**王喆**  
首席化工分析师  
S1010513110001



**袁健聪**  
化工分析师  
S1010517080005



联系人：陈渤阳

**下游需求萎靡致 MDI 盈利能力下降，公司短期业绩承压。长期看，公司龙头地位巩固，产业链布局不断完善，石化、新材料领域亦有增量，维持公司 2019-2021 年 EPS 预测为 3.33/3.84/4.63 元/股，维持目标价 63 元和“买入”评级。**

■ **需求疲弱产品价格筑底，三季度业绩同比下滑。**公司 2019 年前三季度实现营收 485.39 亿元，同比-12.48%；实现归母净利润 78.99 亿元，同比-41.75%。公司 Q3 实现营收 170.00 亿元，同比-6.62%，环比+9.07%；实现归母净利润 22.78 亿元，同比-25.45%，环比-19.36%。受全球经济发展增速放缓、主产品价格下滑以及出口成本增加等因素影响，公司产品的盈利能力受到一定影响，公司前三季度业绩同比下滑。10 月份聚合 MDI 分销市场已至 16500 元/吨，较去年同期+6.45%，直销市场 16000 元/吨，与去年同期持平；纯 MDI 价格 21700 元/吨，较去年同期-25.68%。

■ **持续外延并购，完善全球产业链。**公司已完成收购瑞典国际化工 100% 股权，瑞典国际化工拥有 MDI、TDI、过氧化氢、生物化工等技术，将进一步丰富公司聚氨酯及相关产品的工艺技术能力，夯实公司在全球 MDI 行业龙头的地位。此外，公司拟收购康乃尔聚氨酯 80% 的股权，康乃尔聚氨酯计划在福建江阴投资建设 MDI 装置，其中一期 40 万吨目前已经获得批文进入项目启动阶段。如果康乃尔装置如期顺利投产，公司在全球及国内 MDI 的市场份额将有望进一步提升。

■ **石化+新材料助力主营多向增长。**公司具备石化产业链核心技术，投资 178 亿建设的 100 万吨乙烯项目将为公司打开成长空间。该项目于 2018 年 12 月全面开工建设，进展顺利，项目配套新上 40 万吨 PVC、45 万吨 LLDPE、35 万吨 HDPE、30 万吨 PP、15 万吨环氧乙烷、30/65 万吨 PO/SM、5 万吨丁二烯等装置。新材料方面，公司设立六大事业部，30 万吨/年 TDI、3 万吨/年 SAP、13 万吨/年 PC、8 万吨/年 PMMA、5 万吨/年 MMA 助力公司腾飞。全方位的布局加深了公司的产业多元化和抗风险能力。总体看，公司布局完善，业绩长期有保障。

■ **风险因素：**下游需求萎缩；市场竞争加剧；贸易争端加剧；规模扩大带来的资金压力。

■ **投资建议：**受 MDI 价格下跌影响，公司短期业绩承压，但长期看龙头地位稳固，内生外延为业绩带来增量，三大业务板块布局深远，我们维持公司 2019-2021 年 EPS 预测为 3.33/3.84/4.63 元/股，维持目标价 63 元（对应 2019 年 19 倍 PE）和“买入”评级。

<b>万华化学</b>	<b>600309</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	43.12 元
目标价	63 元
总股本	3,140 百万股
流通股本	1,424 百万股
52 周最高/最低价	50.3/27.1 元
近 1 月绝对涨幅	-3.56%
近 6 月绝对涨幅	-3.07%
近 12 月绝对涨幅	53.52%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	53,123	60,621	64,360	78,011	91,258
营业收入增长率	76%	14%	6%	21%	17%
净利润(百万元)	11,135	10,610	10,463	12,049	14,542
净利润增长率	203%	-5%	-1%	15%	21%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.55	3.38	3.33	3.84	4.63
毛利率%	40%	34%	32%	31%	32%
净资产收益率 ROE%	40.82%	31.41%	20.47%	20.40%	21.24%
每股净资产(元)	8.69	10.76	16.28	18.81	21.81
PE	12	13	13	11	9
PB	5	4	3	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	53,123	60,621	64,360	78,011	91,258
营业成本	32,033	40,114	43,516	53,734	62,496
毛利率	39.70%	33.83%	32.39%	31.12%	31.52%
营业税金及附加	475	546	530	681	790
销售费用	1,417	1,721	1,738	2,134	2,517
营业费用率	2.67%	2.84%	2.70%	2.74%	2.76%
管理费用	2,035	1,002	1,094	1,482	1,598
管理费用率	3.83%	1.65%	1.70%	1.90%	1.75%
财务费用	929	795	666	487	359
财务费用率	1.75%	1.31%	1.03%	0.62%	0.39%
投资收益	126	93	91	103	96
营业利润	16,959	16,085	15,959	18,315	22,074
营业利润率	31.92%	26.53%	24.80%	23.48%	24.19%
营业外收入	19	10	39	23	24
营业外支出	228	117	144	163	141
利润总额	16,750	15,978	15,854	18,174	21,957
所得税	3,440	3,148	3,160	3,645	4,369
所得税率	20.54%	19.70%	19.93%	20.06%	19.90%
少数股东损益	2,175	2,219	2,231	2,480	3,046
归属于母公司股东的净利润	11,135	10,610	10,463	12,049	14,542
净利率	20.96%	17.50%	16.26%	15.44%	15.94%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,063	5,096	4,456	5,486	6,803
存货	7,000	7,810	9,027	11,117	12,687
应收账款	14,141	12,082	13,780	17,672	19,467
其他流动资产	997	4,757	4,984	5,159	5,228
流动资产	25,200	29,745	32,248	39,434	44,185
固定资产	27,610	29,120	28,730	26,595	35,924
长期股权投资	526	643	643	643	643
无形资产	2,521	3,129	3,129	3,129	3,129
其他长期资产	9,971	14,276	23,350	33,685	27,851
非流动资产	40,628	47,168	55,853	64,053	67,547
资产总计	65,828	76,913	88,101	103,487	111,732
短期借款	12,715	17,412	7,552	9,819	3,099
应付账款	6,240	7,835	9,384	10,850	12,768
其他流动负债	8,866	7,733	7,659	8,889	9,474
流动负债	27,820	32,980	24,595	29,559	25,341
长期借款	6,322	3,818	3,818	3,818	3,818
其他长期负债	932	865	865	865	865
非流动性负债	7,254	4,683	4,683	4,683	4,683
负债合计	35,074	37,662	29,277	34,242	30,024
股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,393	2,393	14,334	14,334	14,334
归属于母公司所有者权益合计	27,280	33,779	51,120	59,062	68,479
少数股东权益	3,475	5,472	7,703	10,184	13,229
股东权益合计	30,754	39,250	58,823	69,246	81,708
负债股东权益总计	65,828	76,913	88,101	103,487	111,732

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	16,750	15,978	15,854	18,174	21,957
所得税支出	-3,440	-3,148	-3,160	-3,645	-4,369
折旧和摊销	3,186	3,185	2,683	2,720	3,535
营运资金的变化	-6,933	2,167	-1,683	-3,456	-931
其他经营现金流	651	1,076	589	381	262
经营现金流合计	10,212	19,257	14,283	14,173	20,454
资本支出	-5,953	-10,279	-11,368	-10,920	-7,029
投资收益	126	93	91	103	96
其他投资现金流	367	-132	2	-2	0
投资现金流合计	-5,460	-10,318	-11,275	-10,818	-6,933
发行股票	2,487	0	12,346	0	0
负债变化	47,743	79,930	-9,860	2,268	-6,721
股息支出	-4,101	-5,468	-5,468	-4,107	-5,125
其他融资现金流	-49,789	-82,400	-666	-487	-359
融资现金流合计	-3,660	-7,937	-3,647	-2,326	-12,205
现金及现金等价物净增加额	1,092	1,002	-640	1,029	1,317

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	76.5%	14.1%	6.2%	21.2%	17.0%
营业利润增长率	200.1%	-5.2%	-0.8%	14.8%	20.5%
净利润增长率	202.6%	-4.7%	-1.4%	15.2%	20.7%
毛利率	39.7%	33.8%	32.4%	31.1%	31.5%
EBITDA Margin	39.1%	32.9%	26.4%	24.2%	25.0%
净利率	21.0%	17.5%	16.3%	15.4%	15.9%
净资产收益率	40.8%	31.4%	20.5%	20.4%	21.2%
总资产收益率	16.9%	13.8%	11.9%	11.6%	13.0%
资产负债率	53.3%	49.0%	33.2%	33.1%	26.9%
所得税率	20.5%	19.7%	19.9%	20.1%	19.9%
股利支付率	36.8%	51.5%	39.2%	42.5%	44.4%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。