

化工

2019年10月25日

万华化学 (600309)

——业绩符合预期，MDI 价格逐渐企稳石化业务环比大增

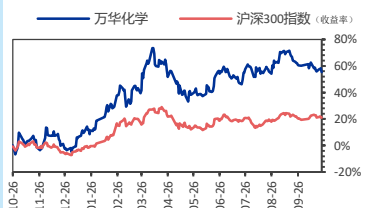
报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)
市场数据： 2019年10月24日

收盘价(元)	43.12
一年内最高/最低(元)	52.16/26.8
市净率	3.4
息率(分红/股价)	4.64
流通A股市值(百万元)	61392
上证指数/深证成指	2940.92/9555.76

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日

每股净资产(元)	12.85
资产负债率%	56.50
总股本/流通A股(百万)	3140/1424
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《万华化学(600309)点评：19H1 业绩符合预期，MDI 未来新增产能有限价格进入底部区间，新项目保障未来成长》
2019/08/21

《万华化学(600309)点评：收购瑞典国际化工防止 MDI 核心技术扩散，附加收购把控 MDI 行业扩产节奏》
2019/07/31

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

王成强
(8621)23297818×转
wangcq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2019 三季报：**1-3Q2019 实现营业收入 485.39 亿元 (YoY-12.48%)，实现归母净利润 78.99 亿元 (YoY-41.75%)，扣非后归母净利润 72.47 亿元 (YoY-43.52%)，其中 2019Q3 实现营收 170.00 亿元 (YoY-6.62%，QoQ+9.07%)，Q3 归母净利润 22.78 亿元 (YoY-25.45%，QoQ-19.36%)，Q3 扣非后归母净利润 22.06 亿元 (YoY-24.96%，QoQ-16.00%)。业绩符合市场预期。公司业绩同比下滑的主要原因是 MDI 行业景气高点回落，公司主要产品 MDI 价格同比下滑。
- **Q3 公司主营产品 MDI 价格下滑影响较大，部分石化产品价格上涨有亮点。聚氨酯版块：**Q3 公司聚氨酯版块产品产销量分别环比降低 9.64%、2.52%至 63.6、64.5 万吨，根据我们测算，Q3 单季度 MDI 销量约 35-40 万吨，MDI 销量环比基本持稳，TDI 销量约 10 万吨，聚醚销量 11-12 万吨，ADI 及改性 MDI 销量合计约 3-5 万吨；产品价格方面：产品纯/聚合 MDI 2019Q3 的市场均价分别为 18146、12983 元/吨，环比 Q2 分别下滑 13%、15%，同比 18Q3 分别下滑 35%、31%，公司 Q3 主营产品 MDI 价格环比下滑，对业绩影响较大。整个聚氨酯版块 Q3 营收 75.7 亿元，环比降低 8.14%。**石化版块：**Q3 产量 53.97 万吨，环比 Q2 增长 16.6%，其中 MTBE 价格 Q3 环比上涨接近 15%，Q3 销量约 15 万吨，贡献重要业绩增量，石化板块 Q3 量价齐升业绩环比增加约 2 亿元，此外由于贸易量增加导致石化产品销量 Q3 增长 78.4%至 119 万吨，整个石化板块 Q3 营收 51.3 亿元，环比增长 46.87%；**精细化工及新材料版块：**19Q3 产销量分别增长 12.55%、13.24%至 10.7、10.8 万吨，主要因为 PMMA 三季度开工率逐渐稳定，贡献增量，整个精细化工及新材料版块 Q3 营收 18 亿元，环比增长 5.56%。此外由于公司主要利润来源 MDI 价格下滑，公司 1-3Q2019 销售毛利率同比下滑 7pct 至 29.82%。
- **Q4 万华宁波 MDI 装置大修，MDI 价格预计维持稳定；19-20 全球 MDI 新增产能有限，万华把控扩产节奏掌握行业绝对话语权。**Q4 需求端：外部不利市场环境下，国内 MDI 下游厂商开工不足，MDI 下游需求较为清淡，按需采购；供给端：公司 10 月 15 日发布公告，宁波两套 MDI 装置将分别进行为期 55 天的大修，市场 MDI 供给将会有一定程度的收缩，供需两弱格局下预计 Q4 价格将维持相对稳定，具有成本优势的企业盈利能力更强。2019-2020 年全球 MDI 新增产能有限，以万华自身扩产 80 万吨为主，其他企业扩产仅科思创和锦湖三井 25 万吨等。MDI 每年全球新增需求近 30 万吨，价格有望维持中枢 1.5 万元/吨附近。万华化学收购瑞典化工一方面能够实现两家公司技术的融合与发展，更重要的是牢牢把控 MDI 量产核心技术，防止技术扩散，MDI 行业寡头垄断格局得到维系。且万华将持有福建康奈尔 80%股权，对未来 MDI 行业扩产节奏把控进一步增强，市占率进一步提升，成为全球行业绝对龙头，对 MDI 价格控制权也会进一步增强。
- **乙烯项目进展顺利，精细化工板块依托原料一体化成本优势明显，长期看好万华全面发展成长为全球化工行业领军者。**石化业务板块乙烯项目总投资约 178 亿元，主要装置包括 100 万吨/年乙烯裂解装置、40 万吨/年聚氯乙烯、15 万吨/年环氧乙烷、45 万吨/年 LLDPE、30/65 万吨/年 PO/SM 装置、5 万吨/年丁二烯装置，预计 2020 年四季度试生产；新材料业务板块 PC 一期 7 万吨已运行，13 万吨预计 2020 年投产，PMMA (8 万吨)、MMA (5 万吨)已于 2019 年 1 月投产，HDI 及加合物项目将在年底或明年初投产。石化及新材料新增项目将陆续投产，支撑未来发展，且大板块协同下成本优势明显。在建工程同比增长 77%至 200 亿元，烟台工业园资本开支持续进行，长期看好万华全面发展成长为全球化工行业领军者。
- **投资建议：**维持“增持”评级，由于公司主营产品 MDI 价格下滑，下调公司盈利预测，预计 2019-21 年归母净利润 106.2、126.4、147.0 (原 111.9、139.2、173.2) 亿元，EPS 3.38、4.03、4.68 (原 3.56、4.43、5.52) 元，当前市值对应 PE 为 13X、11X、9X。
- **风险提示：**新项目投产不及预期；下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测 (19 年同比增长基数为 18 年调整后数据)

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	60,621	48,539	63,839	75,530	90,552
同比增长率(%)	14.1	-12.5	-12.4	18.3	19.9
归母净利润(百万元)	10,610	7,899	10,615	12,641	14,700
同比增长率(%)	-4.7	-41.8	-31.8	19.1	16.3
每股收益(元/股)	3.88	2.52	3.38	4.03	4.68
毛利率(%)	33.8	29.8	29.1	29.2	28.6
ROE(%)	31.4	19.6	23.9	22.1	20.5
市盈率	11		13	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	53,123	60,621	63,839	75,530	90,552
其中: 营业收入	53,123	60,621	63,839	75,530	90,552
减: 营业成本	32,033	40,114	45,243	53,438	64,684
减: 税金及附加	475	546	575	680	816
主营业务利润	20,615	19,961	18,021	21,412	25,052
减: 销售费用	1,417	1,721	1,915	2,266	2,717
减: 管理费用	796	1,002	1,596	1,888	2,264
减: 研发费用	1,238	1,610	1,915	2,266	2,717
减: 财务费用	929	795	812	711	549
经营性利润	16,234	14,833	11,783	14,281	16,805
减: 资产减值损失	303	-36	-10	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	126	93	93	93	93
营业利润	16,959	16,085	13,010	15,496	18,023
加: 营业外净收入	-210	-107	0	0	0
利润总额	16,750	15,978	13,010	15,496	18,023
减: 所得税	3,440	3,148	2,067	2,464	2,869
净利润	13,309	12,830	10,943	13,032	15,155
少数股东损益	2,175	2,219	328	391	455
归属于母公司所有者的净利润	11,135	10,610	10,615	12,641	14,700
全面摊薄总股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140
每股收益 (元)	4.09	3.88	3.38	4.03	4.68

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。