

聚合 MDI 价格承压，看好长期成长

——万华化学(600309.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆**单季度 EPS 0.73 元**：公司公告 2019Q3 季报和经营数据，前三季度实现营收 485.4 亿元，同减 12.48%（吸收合并“万华化工”后口径）；归母净利 79.0 亿元，同减 41.75%；扣非后 72.5 亿元，同减 43.52%，EPS2.52 元，经营性净现金流 131.2 亿元。Q3 实现营收 170.0 亿元，同减 6.62%，归母净利 22.8 亿元，同减 25.45%，扣非后 22.1 亿元；单季 EPS0.73 元。

◆**聚氨酯销量环比下滑，营收环比下降**：三季度公司聚氨酯系列产量和销量分别实现 63.5 万吨和 64.5 万吨，环比下降 9.64%和 2.52%，营业收入环比下滑 8.1%至 75.7 亿元，平均销售价格 1.19 万元/吨，环比基本稳定。石化系列产销 53.9 万吨和 118.9 万吨，为近一年来单季最高；精细化学品和新材料系列产销环比上升 12.55%和 13.24%，营业收入环比增长 5.6%。

◆**MDI 价格依旧承压**：2019Q3 华东聚合 MDI 市场均价 12983 元/吨，环比二季度下降 16.1%，Q3 聚合 MDI 均价差 7950 元/吨，环比下降 26.3%；2019Q3 华东纯 MDI 市场均价 18146 元/吨，环比下降 13.8%，Q3 纯 MDI 均价差 13048 元/吨，环比下降 20.0%。三季度国内主要厂家限量保价供货策略明显，供给环比二季度偏紧；进口方面国内 1-8 月份共进口 20.55 万吨聚合 MDI，同比增长 4.85%，沙特货源冲击的边际效应已不明显；但需求端低迷依旧，供需博弈下聚合 MDI 价格仍旧承压。展望四季度，万华化学和重庆巴斯夫均有检修计划，根据卓创资讯统计潜在检修产能占比四成左右，关注淡季下检修情况对市场供需的影响。

◆**资本开支情况**：2019 年三季度购建固定无形资产支付现金 134.06 亿元，环比二季度增加 46.67 亿元，2019 年三季度末公司在建工程 200.88 亿元，主要为烟台工业园工程项目投入，环比二季度末增加 43.18 亿元，公司乙烯项目继续顺利推进，看好项目投产后一体化能力的进一步增强。

◆**投资建议**：需求低迷下 MDI 价格中短期持续承压，下调 2019-2021 年年盈利预测，预计归母净利分别为 105.2/125.5/150.2 亿元（前次为 125.6/151.3/177.3 亿元），对应 EPS 分别为 3.35/4.00/4.78 元，长期继续看好公司的进一步多元化和国际化。维持“增持”评级。

◆**风险提示**：宏观经济下滑，原材料价格波动，新产能投放低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	53,123	60,621	72,710	78,527	84,809
营业收入增长率	76.49%	14.11%	19.94%	8.00%	8.00%
净利润(百万元)	11,135	10,610	10,521	12,552	15,015
净利润增长率	202.62%	-4.71%	-0.84%	19.30%	19.63%
EPS(元)	3.55	3.38	3.35	4.00	4.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	40.82%	31.41%	27.09%	26.76%	26.55%
P/E	12	13	13	11	9
P/B	5.0	4.0	3.5	2.9	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日

增持(维持)

当前价：44.71 元

分析师

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)
010-58452072

zhaogc@ebsecn.com

陈冠雄 (执业证书编号：S0930517058003)
021-52523810

chenguanxiong@ebsecn.com

裘孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535

qiuxf@ebsecn.com

市场数据

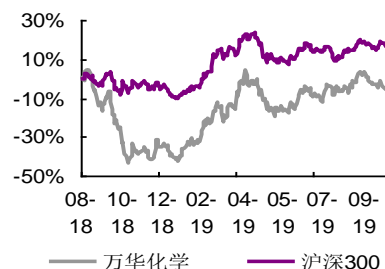
总股本(亿股)：31.40

总市值(亿元)：1404.0

一年最低/最高(元)：25.46/49.56

近 3 月换手率：38.75%

股价表现(一年)



资料来源：Wind

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.78	-0.21	32.12
绝对	-3.56	1.13	53.52

资料来源：Wind

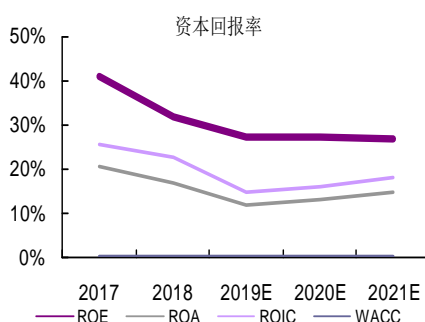
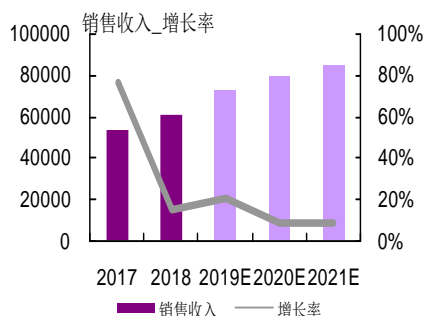
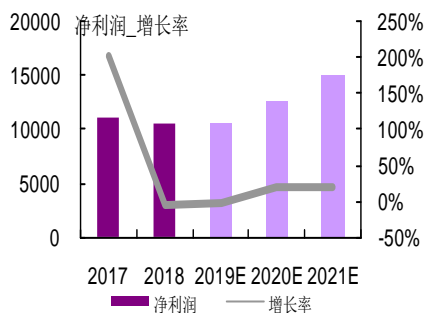
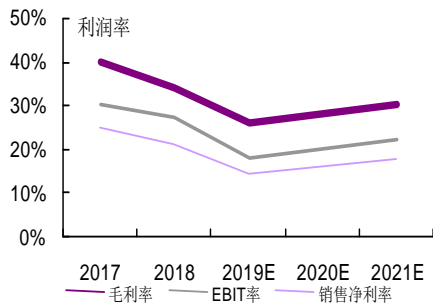
相关研报

MDI 价格下行影响业绩，多元化进程稳步推进——万华化学(600309.SH) 2019 年半年报点评

.....2019-08-21

MDI 行业寡头垄断破局的风险已慢慢消散——万华化学(600309.SH) 收购瑞典国际化工点评

.....2019-08-04



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	53,123	60,621	72,710	78,527	84,809
营业成本	32,033	40,114	53,805	56,539	59,366
折旧和摊销	3,186	3,185	3,540	4,468	5,239
营业税费	475	546	655	707	764
销售费用	1,417	1,721	2,065	2,230	2,408
管理费用	2,035	1,002	3,132	3,383	3,654
财务费用	929	795	1,033	1,123	1,004
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	126	93	93	93	93
营业利润	16,959	16,085	13,210	15,739	18,807
利润总额	16,750	15,978	13,103	15,632	18,700
少数股东损益	2,175	2,219	0	0	0
归属母公司净利润	11,135	10,610	10,521	12,552	15,015

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	65,828	76,913	90,977	99,391	105,132
流动资产	25,200	29,745	36,920	39,700	42,676
货币资金	3,063	5,096	5,817	6,282	6,785
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,833	2,543	3,050	3,294	3,557
应收票据	11,308	9,539	11,441	12,357	13,345
其他应收款	246	133	160	173	187
存货	7,000	7,810	10,479	11,012	11,563
可供出售投资	20	20	22	24	27
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	526	643	643	643	643
固定资产	27,610	29,120	37,642	44,635	47,677
无形资产	2,521	3,129	3,168	3,107	2,953
总负债	35,074	37,662	46,673	47,020	43,095
无息负债	13,367	14,499	19,083	20,086	21,140
有息负债	21,707	23,163	27,590	26,934	21,955
股东权益	30,754	39,250	44,304	54,895	66,155
股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140
公积金	5,216	5,216	4,810	4,810	4,810
未分配利润	19,320	25,829	30,883	41,474	52,734
少数股东权益	3,475	5,472	5,472	5,472	5,472

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	10,212	19,257	13,016	16,791	19,803
净利润	11,135	10,610	10,521	12,552	15,015
折旧摊销	3,186	3,185	3,540	4,468	5,239
净营运资金增加	10,350	1,912	2,725	1,723	1,865
其他	-14,458	3,550	-3,770	-1,952	-2,316
投资活动产生现金流	-5,460	-10,318	-10,109	-10,009	-7,910
净资本支出	5,917	10,243	10,200	10,100	8,001
长期投资变化	526	643	0	0	0
其他资产变化	-11,902	-21,204	-20,309	-20,109	-15,911
融资活动现金流	-3,660	-7,937	-2,187	-6,317	-11,391
股本变化	572	0	406	0	0
债务净变化	-173	1,457	4,426	-656	-4,979
无息负债变化	2,816	1,132	4,585	1,003	1,054
净现金流	1,083	1,045	721	465	503

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	76.49%	14.11%	19.94%	8.00%	8.00%
净利润增长率	202.62%	-4.71%	-0.84%	19.30%	19.63%
EBITDA 增长率	128.65%	2.86%	-18.93%	21.38%	18.48%
EBIT 增长率	184.58%	3.44%	-24.48%	20.07%	18.83%
估值指标					
PE	12	13	13	11	9
PB	5	4	3	3	2
EV/EBITDA	7	7	10	9	7
EV/EBIT	9	9	13	11	9
EV/NOPLAT	11	11	17	14	11
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	39.70%	33.83%	26.00%	28.00%	30.00%
EBITDA 率	35.98%	32.44%	22.81%	25.64%	28.13%
EBIT 率	29.99%	27.18%	17.94%	19.95%	21.95%
税前净利润率	31.53%	26.36%	18.02%	19.91%	22.05%
税后净利润率 (归属母公司)	20.96%	17.50%	14.47%	15.98%	17.70%
ROA	20.22%	16.68%	11.56%	12.63%	14.28%
ROE (归属母公司) (摊薄)	40.82%	31.41%	27.09%	26.76%	26.55%
经营性 ROIC	25.23%	22.55%	14.71%	15.99%	17.94%
偿债能力					
流动比率	0.91	0.90	0.90	0.98	1.19
速动比率	0.65	0.67	0.64	0.71	0.87
归属母公司权益/有息债务	1.26	1.46	1.41	1.83	2.76
有形资产/有息债务	2.86	3.13	3.14	3.53	4.60
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	3.55	3.38	3.35	4.00	4.78
每股红利	0.00	1.74	1.43	1.70	2.04
每股经营现金流	3.25	6.13	4.15	5.35	6.31
每股自由现金流(FCFF)	0.20	1.55	0.35	1.66	3.29
每股净资产	8.69	10.76	12.37	14.94	18.02
每股销售收入	16.92	19.31	23.16	25.01	27.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼