



万华化学

2015 中报低于预期，维持推荐

业绩回顾

业绩低于预期

万华化学 2015 年上半年实现营业收入 100 亿元，同比下降 14%，实现净利润 10 亿元，同比下降 27%。2015 年上半年每股收益 0.47 元，低于我们的预期。

公司利润下降的主要原因是：1) 国内需求不旺，导致国内 MDI 产品价格持续低迷，公司 MDI 产品售价降低；2) 石化购销业务贸易额减少；3) 财务费用增长 47%，主要由于利息支出较上年同期增加。

发展趋势

聚氨酯需求趋缓，万华成本优势使其维持较好盈利能力。2015 年聚氨酯整体需求增速放缓，行业供需结构发生变化。拜尔新增 15 万吨产能使得 MDI 价格承压。今年重庆巴斯夫 40 万吨产能将投产，MDI 价格上行阻力加大。上半年纯 MDI 均价约 18,000 元/吨，聚合 MDI 均价约 13,000 元/吨，分别同比下滑 5% 和 19%。然而万华处于成本曲线最低的位置，并且售价高于竞争对手，因此依然保持较好的盈利能力。

海外销售增长迅速。上半年海外销售 31 亿元，同比增长 19%。15 年公司加大海外市场的拓展，不断提升海外市场形象和客户满意度，加速成为以中国为中心，全球化发展的聚氨酯领军企业。

PO/AE 一体化项目将在三季度投产，八角工业园陆续投产助力万华成为多元化巨头。公司成本控制能力强，地理位置优越，配合副产氢气的再利用，百万立方米洞窟的存储优势，八角将打开公司成长空间，未来公司四大业务齐头并进，完善产业链丰富产品结构，助力万华成为多元化的化工巨头。

盈利预测调整

由于产品价格下滑，下调公司 2015 年 EPS 到 1.12 元，下调幅度 17%。下调公司 2016 年 EPS 到 1.36 元，下调幅度 18%。

估值与建议

股价对应 2015~2016 年 P/E 分别为 19x 和 16x。维持推荐评级。由于盈利预测调整，下调目标价至 26 元(幅度-5%)，对应 2016 年 P/E 19x。

风险

MDI 需求低于预期；MDI 价格下滑风险；原材料采购风险；市场估值中枢下移。

高峰

分析员

zheng.gao@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511010038

SFC CE Ref: AZD599

唐卓菁

联系人

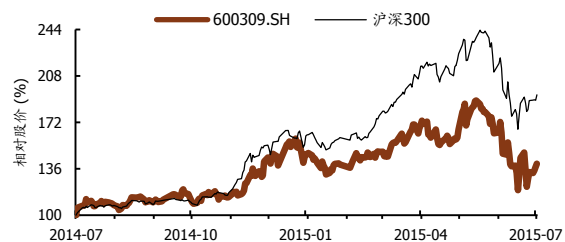
zhuojing.tang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080114090027

SFC CE Ref: BFK685

维持推荐

股票代码	600309.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 21.63
目标价	人民币 26.00
52 周最高价/最低价	人民币 29.99~15.49
总市值(亿)	人民币 468
30 日日均成交额(百万)	人民币 772.76
发行股数(百万)	2,162
其中: 自由流通股(%)	47
30 日日均成交量(百万股)	35.70
主营行业	化工



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	20,238	22,088	25,862	41,743
增速	26.9%	9.1%	17.1%	61.4%
归属母公司净利润	2,891	2,419	2,414	2,931
增速	23.1%	-16.3%	-0.2%	21.4%
每股净利润	1.34	1.12	1.12	1.36
每股净资产	4.48	4.90	5.72	6.74
每股股利	0.70	0.30	0.33	0.41
每股经营现金流	1.79	1.86	2.39	3.38
市盈率	16.2	19.3	19.4	16.0
市净率	4.8	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	11.4	12.5	11.3	8.6
股息收益率	3.2%	1.4%	1.5%	1.9%
平均总资产收益率	10.8%	6.7%	5.4%	5.5%
平均净资产收益率	32.2%	23.9%	21.0%	21.8%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	20,238	22,088	25,862	41,743	营业收入	26.9%	9.1%	17.1%	61.4%
营业成本	13,583	15,270	18,133	31,364	营业利润	18.1%	-2.8%	2.2%	33.9%
营业税金及附加	125	108	126	204	EBITDA	15.8%	4.0%	17.8%	30.8%
营业费用	596	700	879	1,336	净利润	23.1%	-16.3%	-0.2%	21.4%
管理费用	1,388	1,359	1,603	2,171	盈利能力				
财务费用	258	434	885	999	毛利率	32.9%	30.9%	29.9%	24.9%
其他	-27	-74	0	0	营业利润率	21.1%	18.8%	16.4%	13.6%
营业利润	4,261	4,143	4,235	5,669	EBITDA 利润率	26.8%	25.5%	25.7%	20.8%
营业外收支	148	22	230	250	净利润率	14.3%	11.0%	9.3%	7.0%
利润总额	4,410	4,165	4,465	5,919	偿债能力				
所得税	660	951	1,116	1,480	流动比率	0.78	0.74	0.71	0.98
少数股东损益	874	798	935	1,508	速动比率	0.57	0.51	0.48	0.70
归属母公司净利润	2,891	2,419	2,414	2,931	现金比率	0.09	0.08	0.06	0.27
EBITDA	5,423	5,640	6,642	8,684	资产负债率	62.1%	68.0%	66.3%	67.0%
资产负债表					净债务资本比率	38.9%	51.6%	56.8%	21.3%
货币资金	989	1,025	981	5,896	回报率分析				
应收账款及票据	4,459	3,818	4,470	7,215	总资产收益率	10.8%	6.7%	5.4%	5.5%
预付款项	477	348	413	714	净资产收益率	32.2%	23.9%	21.0%	21.8%
存货	2,265	3,010	3,575	6,183	每股指标				
其他流动资产	0	1,556	1,556	1,556	每股净利润 (元)	1.34	1.12	1.12	1.36
流动资产合计	8,189	9,757	10,995	21,564	每股净资产 (元)	4.48	4.90	5.72	6.74
固定资产及在建工程	18,245	28,571	33,099	34,623	每股股利 (元)	0.70	0.30	0.33	0.41
无形资产及其他长期资产	1,726	1,923	2,049	2,186	每股经营现金流 (元)	1.79	1.86	2.39	3.38
非流动资产合计	22,954	31,836	36,490	38,151	估值分析				
资产合计	31,144	41,592	47,485	59,715	市盈率	16.2	19.3	19.4	16.0
短期借款	3,752	4,496	5,996	6,996	市净率	4.8	4.4	3.8	3.2
应付账款及票据	4,732	5,110	5,711	10,491	EV/EBITDA	11.4	12.5	11.3	8.6
其他流动负债	1,957	3,627	3,745	4,479	股息收益率	3.2%	1.4%	1.5%	1.9%
流动负债合计	10,441	13,234	15,452	21,967					
应付长期债券	1,000	2,000	2,000	2,000					
非流动负债合计	8,902	15,053	16,048	18,048					
负债合计	19,344	28,287	31,500	40,014					
股东权益合计	9,678	10,594	12,359	14,566					
少数股东权益	2,103	2,692	3,626	5,135					
负债及股东权益合计	31,124	41,573	47,485	59,715					
现金流量表									
净利润	3,766	3,218	3,349	4,439					
折旧和摊销	877	989	1,522	2,016					
营运资本变动	1,730	841	-560	-140					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	3,869	4,021	5,176	7,315					
投资活动现金流入	34	100	0	0					
投资活动现金流出	-6,851	-9,126	-6,176	-3,676					
投资活动现金流	-6,816	-9,026	-6,176	-3,676					
股权融资	160	189	0	0					
银行借款	13,157	6,691	3,500	3,000					
其他	-10,710	-1,879	-2,543	-1,724					
筹资活动现金流	2,607	5,001	957	1,276					
汇率变动对现金的影响	-44	10	0	0					
现金净增加额	-384	6	-43	4,915					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

万华化学成立于 1998 年，是国内 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）制造龙头企业，亚太地区最大的 MDI 制造企业，总部位于山东省烟台市。公司主要从事 MDI 为主的异氰酸酯系列产品、芳香多胺系列产品等的研究开发、生产和销售。产品质量和单位消耗均达到国际先进水平。MDI 产品的下游主要包括冰箱冷柜、鞋底液、弹性体、氨纶、浆料等。



图表 1: 盈利预测调整

(人民币百万元)	2015E			2016E		
	调整前	调整后	变化(%)	调整前	调整后	变化(%)
主营业务收入	26,001	25,862	-0.5%	42,167	41,743	-1.0%
主营业务成本	18,002	18,133	0.7%	31,560	31,364	-0.6%
主营业务利润	7,999	7,729	-3.4%	10,607	10,379	-2.2%
营业费用	806	879	9.1%	1,265	1,336	5.6%
管理费用	1,508	1,603	6.3%	2,108	2,171	3.0%
财务费用	878	885	0.8%	979	999	2.0%
净利润	2,907	2,414	-16.9%	3,555	2,931	-17.6%
每股盈利 (元)	1.34	1.12	-16.9%	1.64	1.36	-17.6%

资料来源: 中金公司研究部

图表 2: 业绩回顾对比

(人民币百万元)	1H14A	2H14A	1H15A	YoY	HoH	2015E	1H as % of FY
收入	11,665	10,424	10,042	-13.9%	-3.7%	25,862	38.8%
毛利	3,542	3,277	3,324	-6.1%	1.4%	7,729	43.0%
营业利润	2,252	1,893	1,898	-15.7%	0.3%	4,235	44.8%
净利润	1,405	1,015	1,019	-27.5%	0.4%	2,414	42.2%
全面摊薄每股收益 (元)	0.65	0.47	0.47	-27.5%	0.4%	1.12	42.2%
毛利率	30.4%	31.4%	33.1%	2.7ppt	1.7ppt	29.9%	
营业利润率	19.3%	18.2%	18.9%	-0.4ppt	0.7ppt	16.4%	
净利率	12.0%	9.7%	10.1%	-1.9ppt	0.4ppt	9.3%	

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

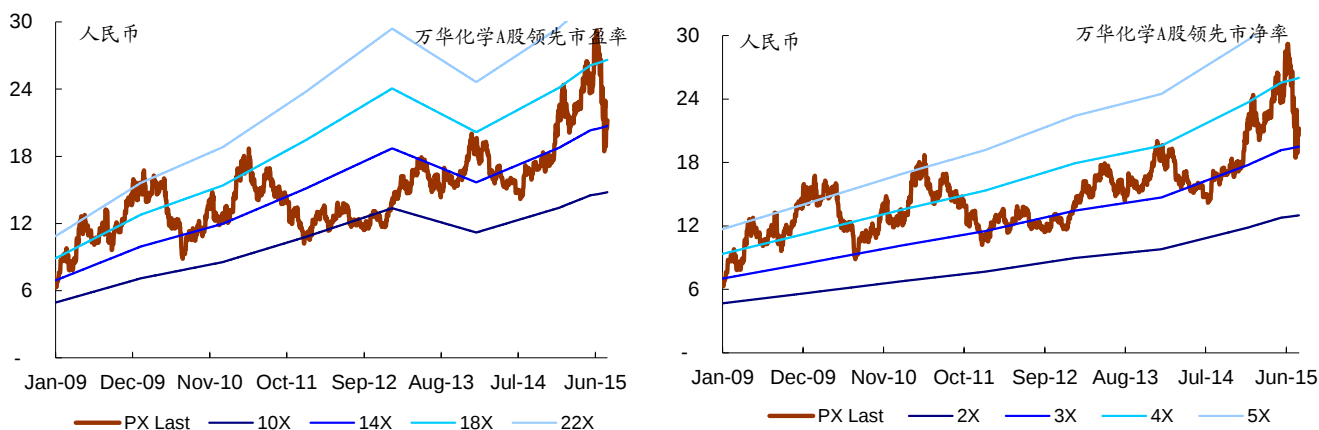
图表 3: 可比公司估值表

代码	公司	评级	收盘价	EPS (最新股本摊薄)			市盈率		
			2015/7/23	FY14	FY15	FY16	FY14	FY15	FY16
600309.SH	万华化学	推荐	21.63	1.12	1.12	1.36	19	19	16
002165.SZ	红宝丽	未覆盖	8.38	0.17	0.23	0.32	49	36	26
行业平均值							34	28	21

注: 未覆盖公司 EPS 预测采用 Wind 一致预期

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

