

烟台万华 (600309)

出色经营能力助二季度环比大幅改善

——2009 年中报点评

✍ 魏涛

☎ 0755-23976212

✉ weitao@gtjas.com

- 二季度公司销售量升价涨，费用控制出色，盈利环比大幅改善，下半年将继续好转。

本报告导读：

投资要点：

- 2009 上半年公司实现销售收入 27.5 亿元，同比下降 34.02%；实现归属于母公司所有者净利润 5.02 亿元，同比下降 48.95%；实现摊薄后 EPS 为 0.3 元，扣除非经常性损益后 EPS 为 0.2 元；每股经营活动现金净流量为 0.62 元。公司当前开工率达到 9 成，对外销售顺畅，上半年公司销售 MDI 19-20 万吨，同比增长 13% 左右。
- 公司二季度经营状况显著好转，单季收入环比增长 26.9%；净利润环比增长 62.6%，二季度单季综合毛利率回升至 32%，环比上升 8 个百分点。剔除补贴及所得税返还，公司二季度主业实现 EPS 0.15 元，而一季度为 0.05 元，环比上升 2 倍。
- 1-5 月份出口数据显示我国 MDI 出口仍保持较好水平，显示公司出口也保持了良好增长。下半年我国纺织品出口将环比增长；汽车、家电产销两旺将得以保持，加之三季度为北方管道保温旺季，预计下半年 MDI 需求整体较上半年将有较大改观。
- 宁波二期 30 万吨项目 2010 年三季度建成投产，在配套建设煤化工、苯胺原料后，宁波二期将具备一体化优势，生产成本更低，竞争力更强。并且苯胺大部分自供会增强公司对其他苯胺供应商的谈判能力，从而抑制原材料波动给经营带来的负面影响。
- 预计公司全年 MDI 销售量将达到 41 万吨，下半年产品售价高于上半年，生产成本也高于上半年，毛利率环比进一步小幅提升，经营业绩环比继续好转。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 至 0.78 元、0.94 元、1.16 元，其中 2009 年主业贡献 0.63 元，给予“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,804	7,704	6,521	8,250	9,673
(+/-)%	59%	-1%	-15%	27%	17%
经营利润 (EBIT)	2,291	1,700	1,489	2,075	2,605
(+/-)%	76%	-25%	-13%	39%	26%
净利润	1,481	1,510	1,291	1,561	1,922
(+/-)%	79%	2%	-14%	21%	23%
每股净收益 (元)	0.89	0.91	0.78	0.94	1.16
每股股利 (元)	0.40	0.50	0.39	0.38	0.46

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
经营利润率 (%)	29.4%	22.1%	22.8%	25.1%	26.9%
净资产收益率 (%)	37.8%	32.8%	24.6%	25.2%	26.2%
投入资本回报率 (%)	29.1%	24.5%	21.7%	27.8%	31.5%
EV/EBITDA	12.2	15.5	17.1	12.7	10.3
市盈率	20.1	19.7	23.1	19.1	15.5
股息率 (%)	2.2%	2.8%	2.2%	2.1%	2.6%

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：¥20.00

上次预测：¥18.00

当前价格：¥17.61

2009.07.28

交易数据

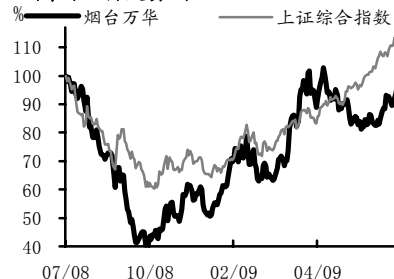
52 周内股价区间 (元)	7.69 ~ 21.10
总市值 (百万元)	29,291
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,663/1,663
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	14.9
日均成交值 (百万元)	221.0

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	4,817.46
每股净资产	2.90
市净率	6.19
资产负债率	30.7%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.23	0.12
Q2	0.30	0.18
Q3	0.20	0.23
Q4	0.23	0.25
全年	0.91	0.78

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9.7	0.7	-4.8
相对指数	-5.5	-39.5	-22.6

相关报告

产品价格同比大幅下降影响一季度盈利

(09.04.27)

韬光养晦、蛰伏待机

(09.03.30)

新格局，新考验

(09.03.05)

模型更新时间: 2009.07.24

股票研究

石化工业

化学原料及化学制品制造业

烟台万华(600309)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥ 20.00

上次预测: ¥ 18.00

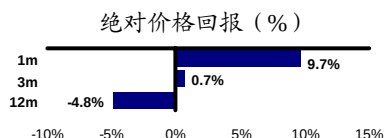
当前价格: ¥ 17.61

公司网址:

www.ytwh.com

公司简介

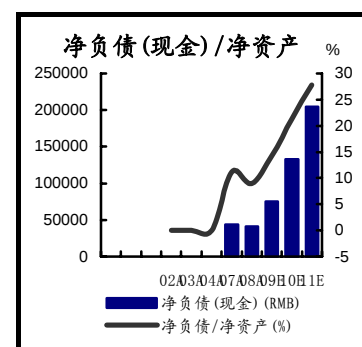
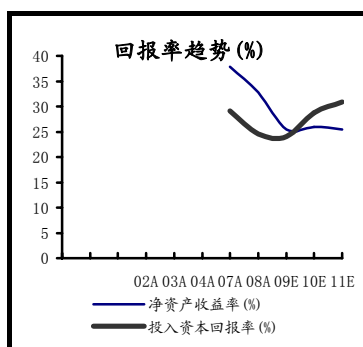
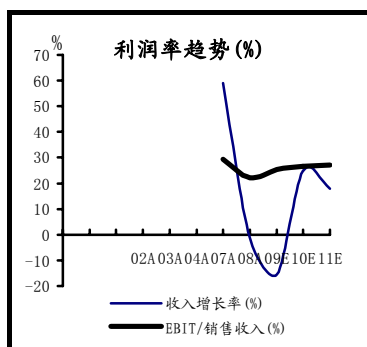
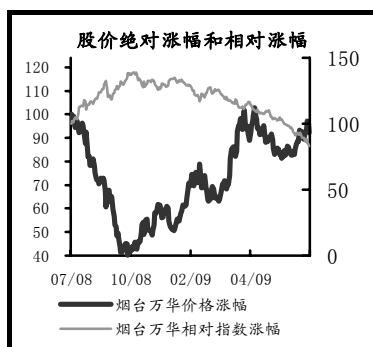
公司是国内唯一的 MDI 生产商。



52 周价格范围 7.69~21.10
市值 (百万) 29,291

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	7,804	7,704	6,508	8,129	9,573
主营业务成本	4,652	5,294	4,211	5,248	6,225
税金及附加	67	49	52	77	87
主营业务利润	3,085	2,362	2,246	2,804	3,260
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	224	207	195	203	211
管理费用	571	454	404	439	469
EBIT	2,291	1,700	1,647	2,162	2,581
财务费用	54	51	100	85	92
营业利润	2,217	1,653	1,547	2,077	2,488
所得税	785	268	262	328	386
少数股东损益	216	248	140	241	308
净利润	1,481	1,510	1,345	1,618	1,876
资产负债表					
货币资金、短期投资	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他流动资产	1,429	1,272	1,075	1,463	2,180
长期投资	2,633	2,563	2,434	3,080	3,751
固定资产合计	35	185	185	185	187
无形资产及其他资产	3,317	3,668	3,485	3,562	3,682
资产合计	131	175	126	114	102
流动负债	7,594	7,863	7,306	8,405	9,903
长期负债	2,553	1,985	392	463	527
股东权益	600	426	288	104	104
投入资本(IC)	3,923	4,603	5,275	6,246	7,372
现金流量表	5,230	6,054	5,704	6,343	7,058
NOPLAT	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
折旧与摊销	1,522	1,486	1,370	1,821	2,181
流动资金增量	235	278	300	333	360
资本支出	(1,351)	(429)	118	(574)	(607)
自由现金流	(1)	(673)	(69)	(397)	(468)
经营现金流	405	662	1,720	1,182	1,466
投资现金流	486	1,653	2,003	1,702	2,027
融资现金流	167	(818)	(69)	(397)	(468)
现金流净增加额	(201)	(1,279)	(2,131)	(917)	(843)
财务指标	452	(444)	(197)	388	717
成长性					
收入增长率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT 增长率	59.0%	-1.3%	-15.5%	24.9%	17.8%
净利润增长率	76.1%	-24.9%	-3.4%	31.3%	19.4%
利润率	79.3%	1.9%	-10.9%	20.3%	16.0%
收益率					
毛利率	40.4%	31.3%	35.3%	35.4%	35.0%
EBIT 率	29.4%	22.1%	25.3%	26.6%	27.0%
净利润率	19.0%	19.6%	20.7%	19.9%	19.6%
运营能力					
净资产收益率(ROE)	37.8%	32.8%	25.5%	25.9%	25.5%
总资产收益率(ROA)	19.5%	19.7%	20.0%	20.7%	20.1%
投入资本回报率	29.1%	24.5%	24.0%	28.7%	30.9%
运营能力					
存货周转天数	43.73	43.13	59.86	62.43	68.42
应收账款周转天数	15.72	12.93	12.93	12.93	12.93
总资产周转天数	355.21	372.50	409.71	377.37	377.59
净利润现金含量	0.33	1.09	1.49	1.05	1.08
资本支出/收入	0%	9%	1%	5%	5%
偿债能力					
资产负债率	41.6%	31.6%	10.1%	7.2%	6.8%
净负债率	11.2%	8.9%	14.3%	21.3%	27.8%
估值比率					
PE	15.1	14.8	16.6	13.8	11.9
PB	5.7	4.8	4.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	9.2	11.7	11.9	9.3	7.9
P/S	2.86	2.90	3.43	2.74	2.33
股息率	3.0%	3.7%	3.0%	2.9%	3.4%



1、经营回顾

1.1. 二季度盈利环比大幅好转

2009 上半年公司实现销售收入 27.5 亿元，同比下降 34.02%；实现归属于母公司所有者净利润 5.02 亿元，同比下降 48.95%；净资产收益率 11.19%；实现摊薄后 EPS 为 0.3 元，扣除非经常性损益后 EPS 为 0.2 元；每股经营活动现金净流量为 0.62 元。非经常性损益主要为政府补助和往年度的所得税返还，报告期内确认 2.16 亿元。

公司二季度经营状况显著好转，单季收入环比增长 26.9%；成本环比增长 13.6%；三项费用环比下降 8.5%；净利润环比增长 62.6%。收入上升幅度显著高于成本，及三项费用环比下降是二季度业绩环比大幅回升的主要原因。剔除补贴及所得税返还，公司二季度主业实现 EPS 0.15 元，而一季度为 0.05 元，环比上升 2 倍。

上半年在家电下乡、汽车下乡政策刺激下，我国冰箱、冰柜、汽车产销量均保持良好增长势头，对聚氨酯需求平稳增长。供应方面，受主要供应商轮番检修支撑，国内 MDI 产能虽然富余，但市场供应却略显紧张，特别是二季度以来国内 MDI 供应一直处于紧平衡状态。目前上海拜耳、上海联恒装置均处于开工状态，但供应量却十分有限，市场货源偏紧。公司当前开工率达到 9 成，对外销售顺畅，2009 上半年，公司销售 MDI 19-20 万吨，同比增长 13%左右。

图 1：公司 2002 年以来收入、净利润及增长率

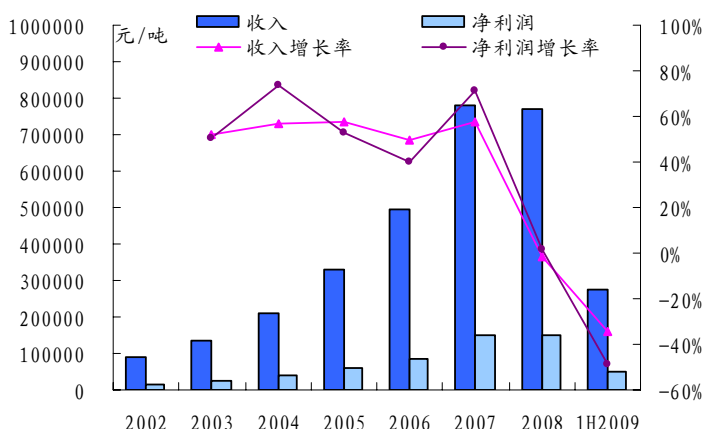
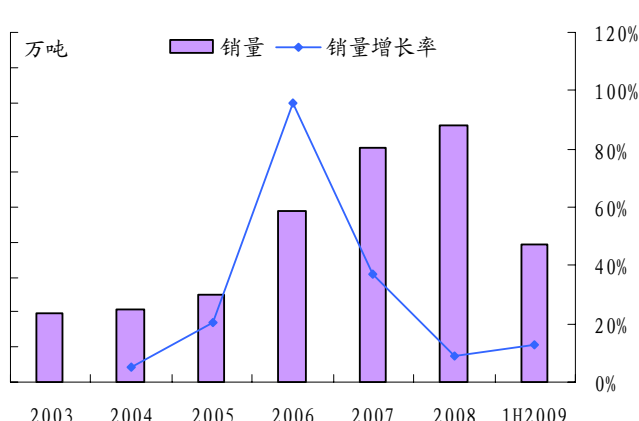


图 2：公司 2003 年以来 MDI 销量及增长率



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

1.2. 二季度毛利率环比显著回升

二季度国内 MDI 价格上涨，烟台万华聚合 MDI 挂牌价从 13000 元/吨上涨至 16500 元/吨；纯 MDI 挂牌价从 16600 元/吨上涨至 18600 元/吨。MDI 价格上涨推动毛利率大幅改善，公司二季度单季综合毛利率回升至 32%，环比上升 8 个百分点。

苯胺是 MDI 的主要原材料，生产 1 吨 MDI 需要 0.76 吨苯胺，2008 年苯胺成本在 MDI 生产成本中占比达到 60%，其价格变化对 MDI 生产成本影响很大。受 2 月份以来国际油价大幅上涨推动，国内苯胺价格 3 月份的 6600 元/吨上涨至目前的 9300 元/吨，后期国际油价继续上涨的概率较大，苯胺价格将高位徘徊，预计公司三季度原材料成本将高于二季度。苯胺价格坚挺将促使 MDI 现货成交价逐渐贴近挂牌价，从而维持毛利率小幅上升。

图 3: 2005 年以来国内聚合和纯 MDI 价格

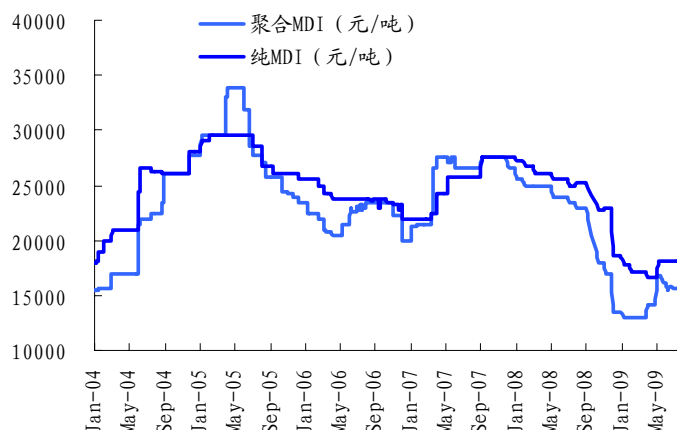


图 4: 2005 年以来国内苯胺价格

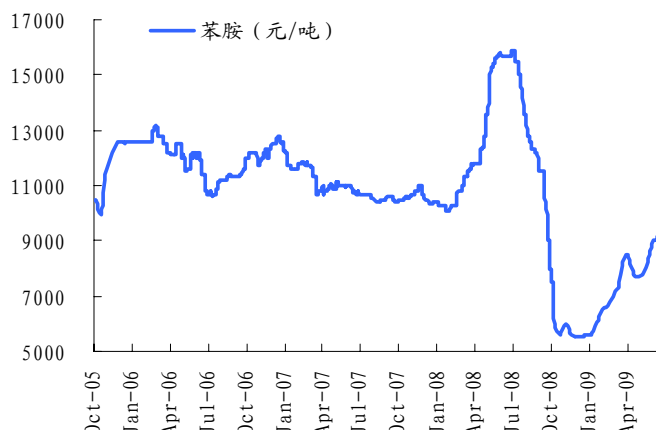


图 5: 公司 2006 年以来单季度综合毛利率

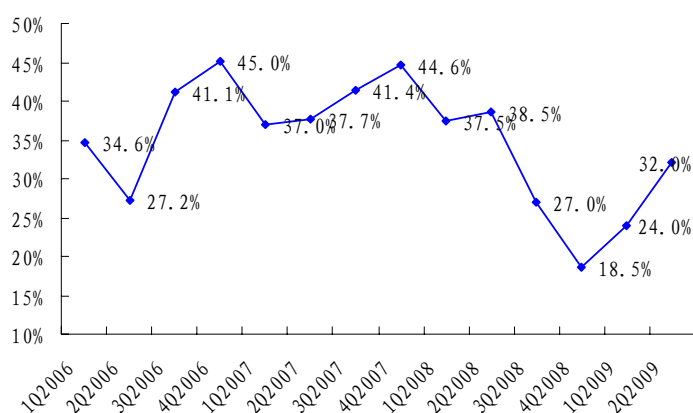
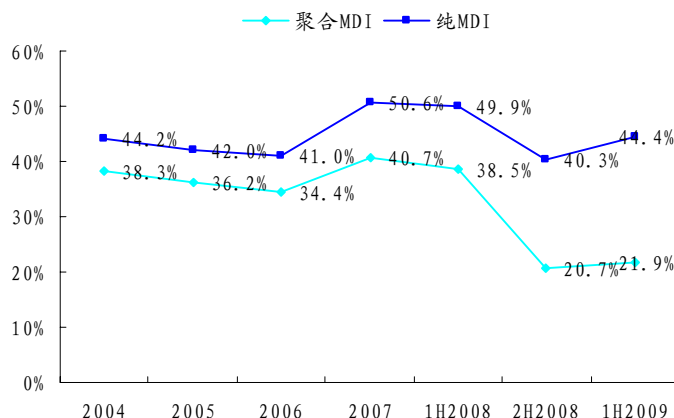


图 6: 公司 2004-2008, 及 2009 上半年分产品毛利率

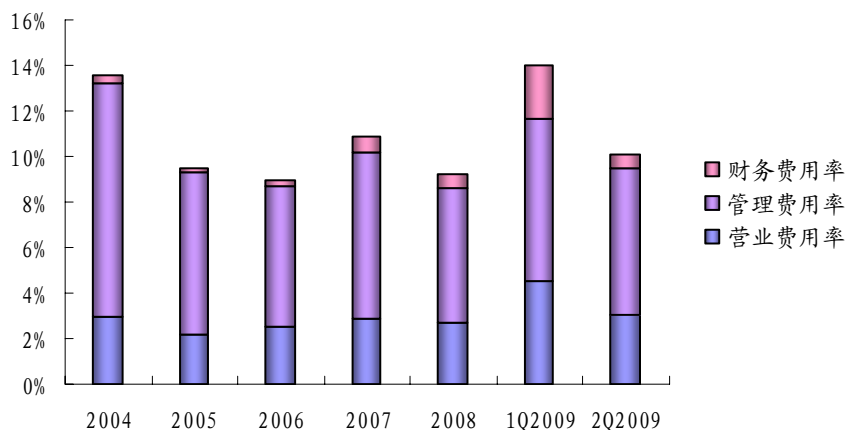


资料来源: 化工在线、环球聚氨酯网、公司财务报告、国泰君安证券

1.3. 二季度费用控制出色, 现金流状况良好

上半年公司短期借款大增 20.68 亿元, 资产负债率从年初的 30.7% 上升至 45.2%, 仍为合理水平, 偿债风险低; 应收账款和存货保持在正常水平。二季度期间费用率环比明显下降, 主要是销售和财务费用率下降。上半年公司实现经营活动净现金流 10.38 亿元, 同比增长 117%, 经营性现金流状况非常好。

7: 公司 2004 年以来三项费用率情况



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

2. 我国 MDI 出口得到保持

2008 年我国进口 MDI 39.1 万吨，同比下降 14.6%；出口 MDI 8.36 万吨，同比增长 39.8%；净进口量为 30.73 万吨，同比下降 22.8%。今年 1-5 月，我国进口 MDI 10.88 万吨；出口 MDI 5.88 万吨，净进口量为 5 万吨。我们在前期报告中提示关注 MDI 出口数据，以便从侧面印证公司出口增长情况，1-5 月份出口数据显示我国 MDI 出口仍保持较好水平，显示公司出口也保持了良好增长。

图 8：2001 年以来我国 MDI 消费量和增速

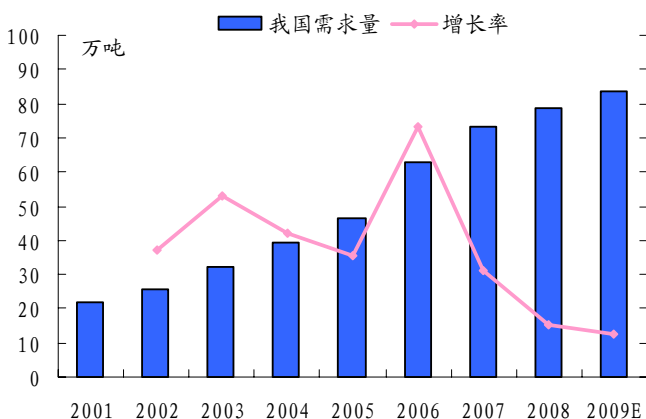
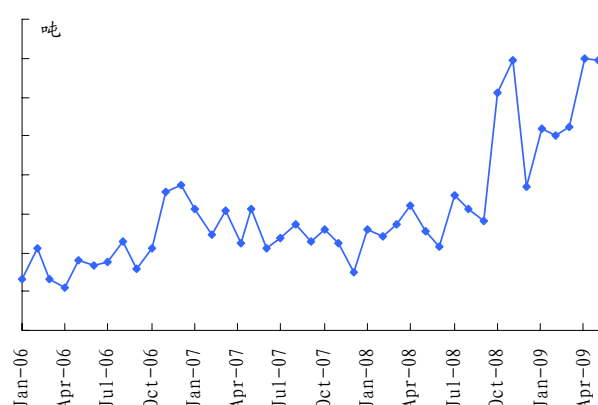


图 9：2006 年以来我国 MDI 月度出口量



资料来源：石化工业协会、国泰君安证券

3. 下半年 MDI 需求受益经济复苏

聚氨酯用途广泛，主要用于家电、汽车、管道保温、建筑、皮革、纺织、制鞋及其他众多产业，下半年随着经济逐步复苏，聚氨酯产品的消费必将跟随复苏。根据预测，下半年我国纺织品出口将环比增长；汽车、家电产销两旺将得以保持，加之三季度为北方管道保温旺季，预计下半年 MDI 需求整体较上半年将有较大改观。公司目前 MDI 总产能达到 52 万吨。宁波二期 30 万吨项目 2010 年三季度建成投产，在配套建设煤化工、苯胺原料后，宁波二期将具备一体化优势，生产成本更低，竞争力更强。并且苯胺大部分自供会增强公司对其他苯胺供应商的谈判能力，从而抑制原材料波动给经营带来的负面影响。

4. 新基地、新产品支撑长期发展

烟台新基地拥有 10 平方公里的土地（面积是现有宁波基地的 5 倍），新基地新产品规划十分丰富，包括 MDI、TDI、PC、PO、组合聚醚等产品，未来新基地无论是产品种类还是规模都将是老基地的数倍。

公司在研发上已进化出原发性创新能力，凭借每年 3 亿元以上的研发投入和一批优秀的研发人员，依托“光气化”和“加氢”两个核心平台，未来的新产品都将具备“高起点、高附加值、高竞争力”的优势，中长期发展拥有牢固的技术基础。今年 1 月份公司 HMDI 中试装置在宁波一次开车成功，产品品质、收率、生产工艺均优于国外厂商，成为全球仅有的三家 HMDI 生产企业之一。HMDI 单价高，性能异常优越，

未来发展空间广阔。

5. 给予“谨慎增持”评级

预计公司全年 MDI 销售量将达到 41 万吨，下半年产品售价高于上半年，生产成本也高于上半年，毛利率环比进一步小幅提升，经营业绩环比继续好转。未来两年出口增长、建筑节能进入加速期将保障公司 MDI 销量增长。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 至 0.78 元、0.94 元、1.16 元，其中 2009 年主业贡献 0.63 元，给予“谨慎增持”评级。

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券研究所,基础化工行业研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司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。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券销售交易总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com