

烟台万华(600309) 2009-7-29

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

最暗的夜已经过去，黎明即将到来

——中报点评

事件：

公司于7月27日晚间公布了2009年中报，中报显示上半年公司实现营业收入27.50亿元，同比下降34.02%；实现归属于母公司所有者的净利润5.02亿元，同比下降48.95%；实现每股收益0.3元。

要点：

- **受金融危机影响，上半年业绩同比下滑。**受危机影响，下游产品浆料、鞋底和保温等需求依然低迷，而且随着BASF、Bayer等装置陆续投产，国内产能出现过剩，MDI价格大幅下降，二季度价格虽有回升，但整个上半年平均价格与08年同期相比依然处于低位。
- **回暖苗头明显，二季度业绩环比上升。**环比来看，二季度主营业务实现销售收入15.38亿元，同比下降30.2%，环比上升26.9%；实现净利润3.11亿元，同比下降38.4%，环比上升62.6%。剔除上半年退税补贴等，二季度实现EPS近0.15元，而一季度为0.5元，环比上涨约200%，二季度业绩向好的主要原因是产品价格出现明显回升。
- **公司未来产能扩张明确，行业龙头地位更加巩固。**公司现有MDI产能50万吨/年，正在建设的宁波二期30万吨/年MDI工程预计于2010年下半年建成并投产，届时产能将达到80万吨/年，行业龙头地位得到进一步巩固，同时公司加大海外市场的开拓，确保销售无忧。
- **维持“推荐”评级。**我们认为在房地产、汽车行业回暖及建筑节能继续深化的带动下，公司未来业绩将会持续稳定得增长，我们继续给以“推荐”评级。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	978.48	1023.04	1449.45	1666.87	1966.90
净利润	82.32	145.44	272.75	261.64	385.63
每股收益(EPS)	0.26	0.47	0.88	0.84	1.24
净资产收益率(ROE)	32.47%	19.54%	28.20%	21.57%	24.49%
市盈率(P/E)	57.38	32.48	17.32	18.05	12.25

评级：推荐（维持）

当前价格：17.88元

2009.7.28

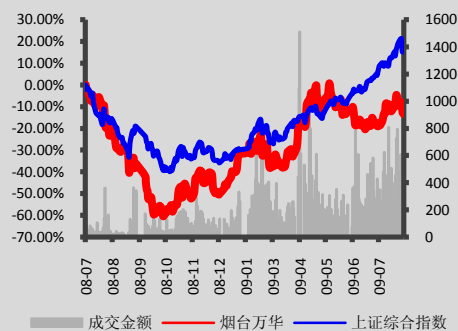
基础数据

总市值(亿元)	283.60
每股净资产(元)	3.1
总股本/流通A股(百万股)	1663/1663
净资产收益率(%)	10.80
流通市值(亿元)	283.60

交易数据

52周内股价区间(元)	7.69-20.76
静态市盈率(倍)	20.32
动态市盈率(倍)	21.28
市净率(倍)	6.28

52周内股价走势图



行业研究员 杜志强

电话 021-32229888*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

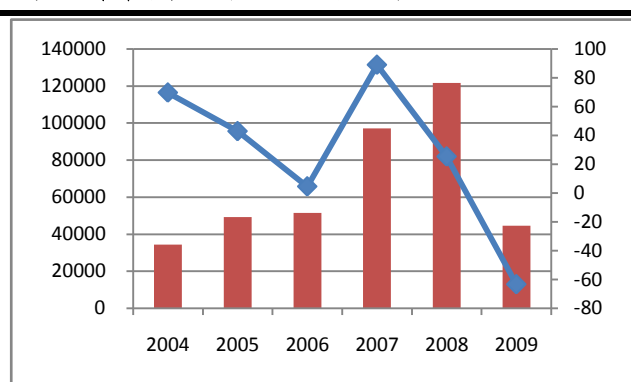
相关研究报告：

- 《2009下半年投资策略：强者恒强，关注通胀预期下的资源类龙头》；
- 《华昌化工：主营稳定提升业绩，区位优势保证销量》；
- 《澳洋科技：产品价格上涨利好有限，业绩增长还看下游需求》；

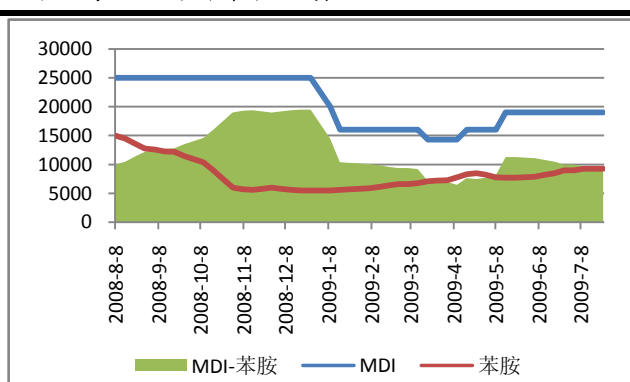
1、上半年业绩同比出现大幅下滑。

公司主要产品分为纯MDI和聚合MDI两大类，纯MDI主要下游为氨纶、鞋底浆液等，聚合MDI主要下游为冰箱、冷藏集装箱、保温管线等。两种产品目前都处在恢复期，价格逐步上升。公司上半年业绩出现滑落主要是由于产品价格较去年同期大幅下跌。以长三角地区MDI价格为例，由08年上半年均价23500元/吨跌至今年同期的13500元/吨，下跌幅度近43%。而同期主要原材料苯胺价格随着今年以来国际原油价格大幅反弹，跌幅有所收窄，与08年上半年相比，跌幅仅为36%，明显低于MDI，使得公司净利润出现明显下滑。

图一：半年报营业利润（万元）及同比



图二：产品及原材料价格走势



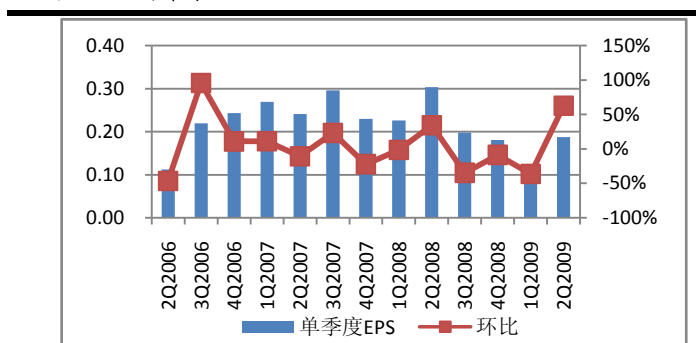
数据来源：爱建证券研究部

2、分季度来看，二季度业绩环比上升。

虽然上半年业绩总的来看低于市场预期，但我们通过季度报表可以看出公司二季度业绩比一季度有了大幅好转。二季度主营业务实现销售收入15.38亿元，环比上升26.9%；实现净利润3.11亿元，环比上升62.6%。剔除上半年退税补贴等，二季度实现EPS近0.15元，环比上涨约200%。

我们认为化工行业最坏的阶段已经过去，下半年开始随着国家前期投资拉动作用的显现，化工行业将逐步走出低谷。公司产品的主要应用领域家电、汽车、管道保温、建筑、皮革、纺织、制鞋及其他众多产业将会随着经济回暖逐步复苏，对MDI产品的需求也将逐步增加。

图三：公司单季度 BPS 及环比变化



3、公司未来产能扩张明确，行业龙头地位更加巩固。

公司现有MDI产能50万吨/年（烟台20万吨，宁波一期30万吨），正在建设的宁波二期30万吨/年预计于2010年下半年建成并投产，此项目同时配套煤化工、苯胺原料，具备上下游一体化优势，生产成本更低，竞争力更强，部分抵消了原材料波动给公司带来的负面影响。项目完成后，公司产能将达到80万吨/年，同时公司控股子公司万华荣威还拥有3万吨/年的聚醚单体生产能力，公司在国内处于绝对龙头地位。今年二季度以来，市场需求拉动公司MDI产品价格逐步回升，公司业绩也出现明显好转，目前公司各套装置接近满负荷生产，下半年有望延续二季度的回暖态势。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。