

烟台万华(600309) 2009-10-28



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

业绩步入上升通道，未来增长可期

——季报点评

事件：

公司于10月28日公布了2009年三季报，报告显示上半年公司实现营业收入46.54亿元，同比下降25.6%；实现归属于母公司所有者的净利润8.64亿元，同比下降28.6%，营业收入和净利润的同比降幅进一步收窄；前三季度实现每股收益0.52元。

要点：

- **受金融危机影响，1—9月业绩同比下滑。**上半年受危机影响，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，公司上半年业绩同比下滑明显，但二季度之后，MDI价格明显回升，公司业绩得到快速提升。
- **回暖苗头明显，三季度业绩环比继续上升。**回暖的态势在二季度就已开始，三季度得以延续维持。环比来看，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%。三季度业绩在此基础上进一步提升，营业收入和净利润环比分别上升23.79%和16.07%。三季度业绩向好的主要原因是产品价格上升明显。
- **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，我们继续维持“推荐”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7704	6780	8814	11017
归属母公司净利润	1510	1300	1732	2061
毛利率(%)	31.3%	32.0%	35.0%	35.0%
每股收益(元)	0.91	0.78	1.04	1.24
P/E	21.51	24.98	18.75	15.75

评级：推荐（维持）

当前价格：19.52元

2009.10.27

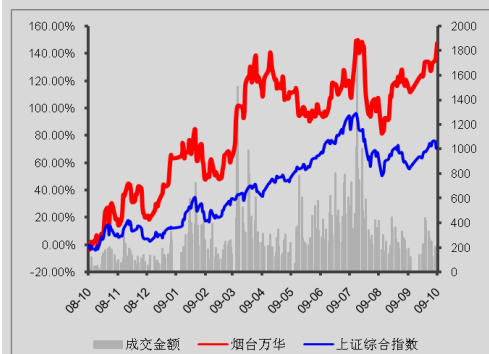
基础数据

总市值(亿元)	335.16
每股净资产(元)	2.91
总股本/流通A股(百万股)	1663/1663
净资产收益率(%)	17.88
流通市值(亿元)	335.16

交易数据

52周内股价区间(元)	8.05-21.31
静态市盈率(倍)	21.51
动态市盈率(倍)	24.98
市净率(倍)	6.71

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

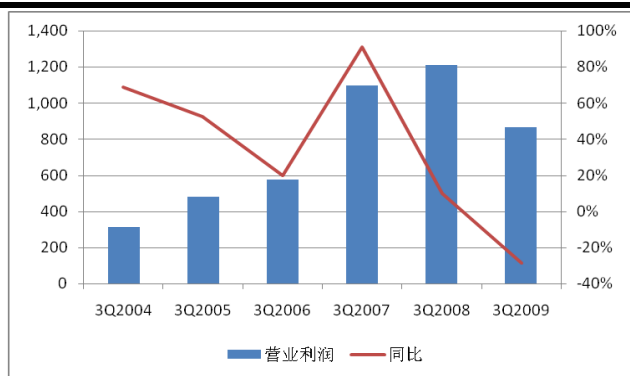
相关研究报告：

- 《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》；

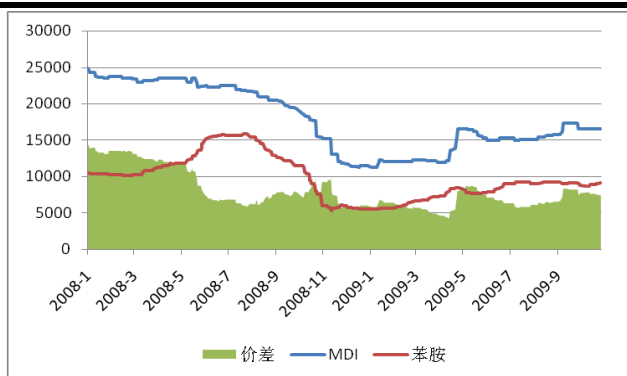
1、前三季业绩同比出现下滑

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。公司今年前三季业绩出现滑落主要是由于产品价格和去年同期相比处在低位。以长三角地区MDI价格为例，08年前三季均价22651元/吨，今年同期为14348元/吨，下跌幅度为36.67%。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，公司净利润出现下滑。

图一：前三季营业利润（百万元）及同比



图二：产品及原材料价格走势



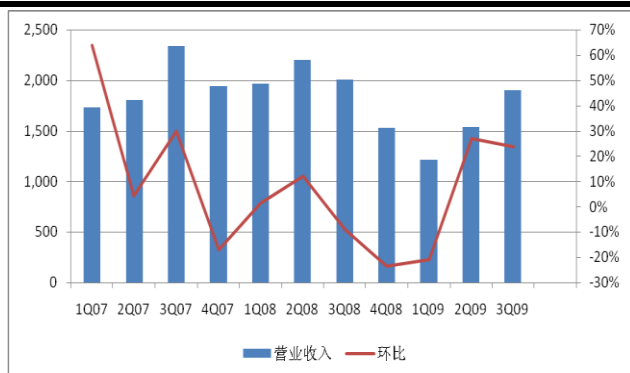
数据来源：爱建证券研究部

2、分季度来看，三季度业绩环比继续上升

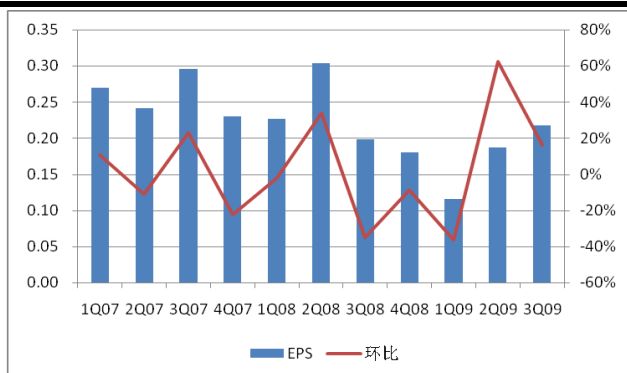
三季度报表显示，公司业绩在二季度业绩环比上涨的基础上，继续得以提升。三季度主营业务实现销售收入19.04亿元，环比上升23.79%；实现净利润3.62亿元，环比上升16.39%。三季度实现EPS近0.22元，环比上升15.78%。

我们认为公司所处的子行业将会持续向好。近期公布的数据显示经济恢复状态良好，说明危机以来采取的应对措施作用明显。进入四季度，随着国家前期投资拉动作用的继续显现，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：单季度营业收入（百万元）及环比



图四：单季度 EPS 及环比



数据来源：爱建证券研究部

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，二季度开始的回暖态势有望得以延续。

4、财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3835	4887	4496	3950	营业收入	7704	6780	8814	11017
现金	1272	1500	1500	1000	营业成本	5294	4610	5729	7161
应收账款	273	303	360	445	营业税金及附加	49	34	44	55
其他应收款	35	30	39	49	营业费用	207	237	282	331
预付账款	703	1125	1009	857	管理费用	454	488	617	661
存货	600	626	614	620	财务费用	51	96	196	419
其他流动资产	951	1303	974	979	资产减值损失	0	20	10	10
非流动资产	4028	4965	7470	11871	公允价值变动收益	-1	-2	0	0
长期投资	185	196	192	194	投资净收益	5	15	5	5
固定资产	3271	3617	4846	9427	营业利润	1653	1307	1940	2386
无形资产	144	192	227	266	营业外收入	384	450	400	400
其他非流动资产	428	960	2205	1985	营业外支出	11	1	0	0
资产总计	7863	9852	11966	15821	利润总额	2026	1757	2340	2786
流动负债	1985	3157	3469	5463	所得税	268	211	304	362
短期借款	839	1390	2104	3909	净利润	1758	1546	2036	2424
应付账款	179	536	250	269	少数股东损益	248	246	304	362
其他流动负债	966	1231	1116	1286	归属母公司净利润	1510	1300	1732	2061
非流动负债	429	535	633	735	EBITDA	1962	1649	2456	3350
长期借款	412	512	612	715	EPS (元)	0.91	0.78	1.04	1.24
其他非流动负债	16	22	20	21					
负债合计	2413	3691	4102	6199	主要财务比率				
少数股东权益	632	878	1182	1544	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1663	1663	1663	1663	成长能力				
资本公积	48	48	48	48	营业收入	-1.3%	-12.0%	30.0%	25.0%
留存收益	3105	3573	4972	6368	营业利润	-30.3%	-20.9%	48.4%	22.9%
归属母公司股东权益	4817	5282	6682	8078	归属于母公司净利润	1.5%	-13.9%	33.2%	19.0%
负债和股东权益	7863	9852	11966	15821	获利能力				
					毛利率 (%)	31.3%	32.0%	35.0%	35.0%
现金流量表					净利率 (%)	19.6%	19.2%	19.7%	18.7%
单位: 百万元									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE (%)	31.3%	24.6%	25.9%	25.5%
经营活动现金流	2000	2092	2281	3599	ROIC (%)	26.2%	19.6%	20.4%	18.4%
净利润	1758	1546	2036	2424	偿债能力				
折旧摊销	258	246	319	545	资产负债率 (%)	30.7%	37.5%	34.3%	39.2%

财务费用	51	96	196	419	净负债比率 (%)	69.76%	59.68%	72.31%	78.89%
投资损失	-5	-15	-5	-5	流动比率	1.93	1.55	1.30	0.72
营运资金变动	-55	237	-282	208	速动比率	1.63	1.35	1.12	0.61
其他经营现金流	-6	-18	17	9	营运能力				
投资活动现金流	-926	-1457	-2515	-4939	总资产周转率	1.00	0.77	0.81	0.79
资本支出	1014	1100	2800	4900	应收账款周转率	23	21	24	24
长期投资	-94	11	-4	1	应付账款周转率	24.51	12.89	14.58	27.60
其他投资现金流	-6	-347	281	-38	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-1164	-958	521	35	每股收益 (最新摊薄)	0.91	0.78	1.04	1.24
短期借款	-269	551	713	1805	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.20	1.26	1.37	2.16
长期借款	113	100	100	102	每股净资产 (最新摊薄)	2.90	3.18	4.02	4.86
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	9	0	0	0	P/E	21.51	24.98	18.75	15.75
其他筹资现金流	-1017	-1609	-292	-1872	P/B	6.74	6.15	4.86	4.02

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。