

烟台万华（600309）

强烈推荐（维持）

产销良好带动利润增长，宁波二期是下半年主要看点

市场数据

报告日期	2010-8-17
收盘价(元)	16.83
总股本(百万股)	1663.33
流通股本(百万股)	1663.33
总市值(百万元)	27993.92
流通市值(百万元)	27993.92
净资产(百万元)	5341.20
总资产(百万元)	10203.13
每股净资产	3.21

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6493	9086	11889	14948
同比增长(%)	-15.7%	39.9%	30.9%	25.7%
净利润(百万元)	1066	1351	1760	2294
同比增长(%)	-31.1%	26.7%	30.2%	30.4%
毛利率(%)	29.0%	29.3%	29.4%	29.4%
净利率(%)	16.4%	14.9%	14.8%	15.3%
净资产收益率(%)	21.1%	22.9%	23.8%	24.6%
每股收益(元)	0.64	0.81	1.06	1.38
每股经营现金流(元)	0.87	0.86	1.16	1.52

相关报告

《面临发展良机，竞争力全面提升》2010-4-7

《新项目打下未来十年成长基石》2009-12-29

《打造世界级聚氨酯产业链》2009-12-9

投资要点

事件：

烟台万华发布 2010 年半年报，1-6 月实现营业总收入 43.80 亿元，同比增长 59.29%；营业利润 6.97 亿元，同比增长 56.59%；归属于上市公司股东的净利润 6.06 亿元，同比增长 20.55%。按 16.63 亿股的总股本计，实现每股收益 0.364 元，每股经营性净现金流量为 0.135 元。

点评：

烟台万华 2010 年上半年 EPS 略高于我们 0.35 元的预测。公司主营业务的增长与我们的预测基本一致，而营业外收入的数额略高于我们的预测（同比已大幅下降）是差异所在。

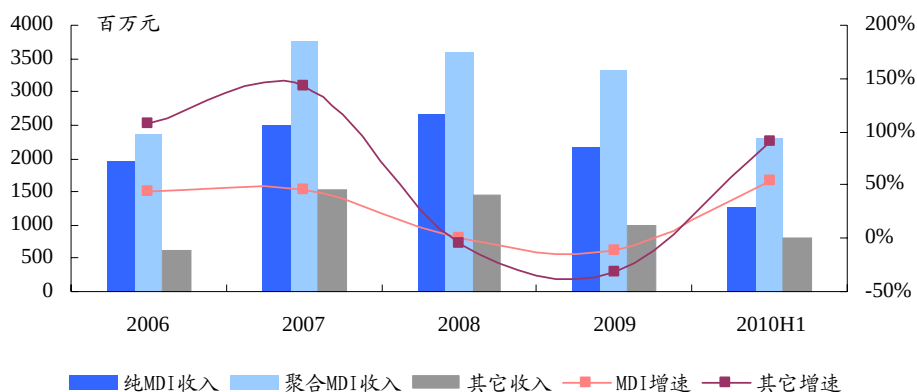
- **产销两旺与 MDI 单价上升带动营业收入大幅增长。**2009 年上半年，由于处于金融危机后的复苏初期，万华的 MDI 装置开工率由低谷逐渐上升，同时 MDI 价格处于低位，导致整体产销量和收入处于较低水平。而本报告期内（2010 年 1-6 月），下游需求旺盛带动万华烟台、宁波两地生产装置高负荷平稳运行，MDI 产销良好，此外 MDI 价格同比上涨（主要是聚合 MDI 价格上涨，以华东市场为例，上半年均价由 09 年同期的 13600 元/吨涨至 16500 元/吨；纯 MDI 涨幅相对较小），由此带动营业收入同比增长 59.29%，这也是报告期内公司利润增长的主要来源。
- **原料涨价导致毛利率有所下降。**2010 年上半年，MDI 生产的主要原料苯胺市场价格出现大幅上涨，涨幅高于 MDI。据我们统计，华东市场苯胺均价由 2009 年上半年的 7200 元/吨一线涨至 2010 年上半年的 11000

分析师

郑方铤 S0190207120108
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn

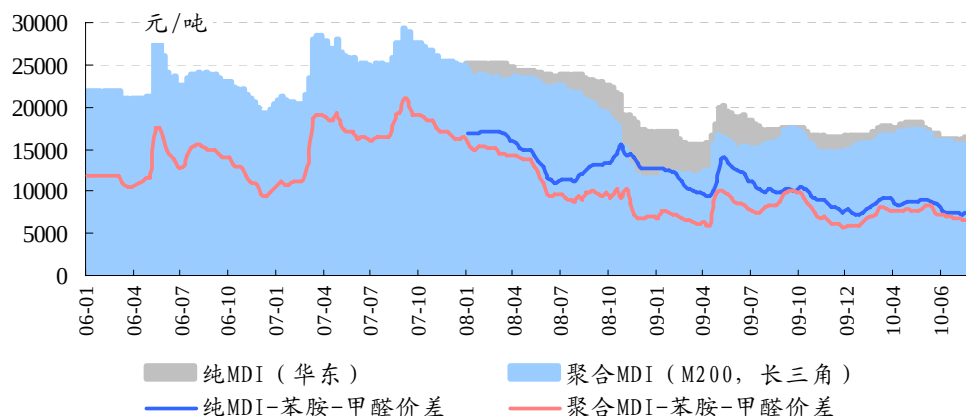
元/吨左右，由此导致 MDI 生产成本上升近 3000 元/吨。原料价格的上涨导致烟台万华的纯 MDI 和聚合 MDI 毛利率分别由 2009 年上半年的 41.43%、26.18%下降至 2010 年上半年的 36.43%和 23.10%。公司的综合毛利率也由 2009 年上半年的 28.50%下降至 2010 年上半年的 25.96%。

图 1 烟台万华历年分产品收入及增速



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

图 2 MDI 产品价格与价差走势



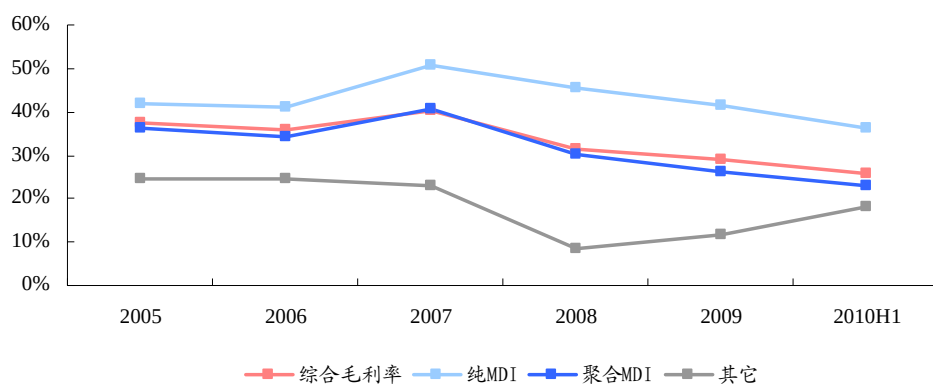
数据来源：环球聚氨酯，百川资讯，兴业证券研发中心

- **期间费用控制良好，营业外收入下降凸显主营业务贡献。**报告期内，烟台万华的期间费用控制良好，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别由 09 年上半年的 3.69%、6.76%、1.34%下降至 3.09%、5.29%和 0.79%。期间费用率则由 09 年上半年的 11.79%降至 9.17%。

此外，报告期内烟台万华营业外收入为 1.03 亿元，主要来自政府补助（1.02 亿元），较 09 年同期的 2.16 亿元有明显下降，这也是报告期内公司净利润增速明显低于毛利增速的主要原因。我们认为，随着公司宁波项目的逐步竣工，固定资产投资阶段性下降，相应的所得税抵免等政府补助可能阶段性减少，从而导致营业外收入的下降。但本次中报的这一情况也凸显了主营业务收入

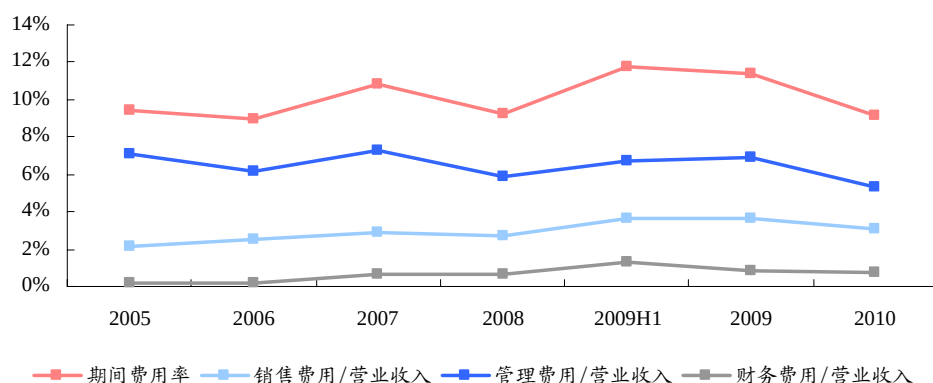
和利润的上升对公司净利润增长的贡献。

图 3 烟台万华各项业务历年毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

图 4 烟台万华历年期间费用率



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

- **宁波二期项目是下半年主要看点。**烟台万华的宁波二期 30 万吨 MDI 项目于 2008 年 10 月开工，经过近两年的工程建设和设备安装调试，目前已经进入试车阶段。我们预计宁波二期项目有望于 4 季度正式竣工投产，届时配套的 36 万吨苯胺项目预计也将投产，从而有望显著降低宁波万华的 MDI 生产成本。宁波二期 MDI 及配套项目的投产将进一步提升烟台万华在 MDI 领域的竞争优势和市场份额，成为万华 2010 年下半年及 2011 年的主要业绩增长点。
- **维持“强烈推荐”评级。**烟台万华是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的公司，随着宁波万华一、二期项目的陆续建设投产，以及国际市场的开拓，万华正站在参与 MDI 及相关产品全球化竞争的新起点上，步入成长的新格局。

从市场需求看，虽然由于全球经济复苏的曲折性，今年以来国内外 MDI 需求增速相对平稳，导致原材料涨价下 MDI 产品提价幅度有限，但我们认为这属于行业成长过程中受经济周期影响的正常波动，从长期看，以冰箱冷柜、建

筑保温、浆料、鞋底原液等领域为代表，MDI 的下游应用增长潜力依然巨大，预计万华新增的 MDI 产能将较快得以消化。

烟台万华本次中报业绩及反映出的经营情况与我们此前的预期基本一致，因此我们维持公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.81、1.06 和 1.38 元的预测，维持“强烈推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3761	3693	4488	7019
货币资金	1177	800	829	2546
交易性金融资产	57	0	0	0
应收账款	323	345	452	568
其他应收款	24	36	47	59
存货	756	769	964	1159
非流动资产	5900	6523	6722	6709
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	199	190	190	190
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3171	5460	5729	5846
在建工程	2285	617	558	429
油气资产	0	0	0	0
无形资产	137	138	139	140
资产总计	9661	10217	11211	13728
流动负债	3201	2659	1865	2068
短期借款	2127	1750	850	900
应付票据	137	10	13	16
应付账款	483	321	420	528
其他	455	578	582	624
非流动负债	635	633	633	632
长期借款	621	621	621	621
其他	15	12	12	12
负债合计	3836	3292	2497	2700
股本	1663	1663	1663	1663
资本公积	48	48	48	48
未分配利润	2376	2958	4095	5579
少数股东权益	774	1022	1321	1693
股东权益合计	5825	6925	8714	11028
负债及权益合计	9661	10217	11211	13728

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1066	1351	1760	2294
折旧和摊销	289	303	413	455
资产减值准备	10	-27	6	7
无形资产摊销	6	4	4	4
公允价值变动损失	6	0	0	0
财务费用	54	75	97	56
投资损失	-23	-5	-5	-5
少数股东损益	213	248	299	372
营运资金的变动	-257	497	655	657
经营活动产生现金流量	1862	1438	1927	2523
投资活动产生现金流量	-1898	-854	-620	-438
融资活动产生现金流量	303	-962	-1278	-368
现金净变动	266	-377	29	1717
现金的期初余额	1272	1177	800	829
现金的期末余额	1538	800	829	2546

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6493	9086	11889	14948
营业成本	4607	6420	8399	10555
营业税金及附加	28	41	54	67
销售费用	235	263	327	396
管理费用	450	572	713	867
财务费用	54	75	97	56
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动	6	0	0	0
投资收益	23	5	5	5
营业利润	1139	1718	2304	3010
营业外收入	322	130	100	100
营业外支出	12	10	10	10
利润总额	1450	1838	2394	3100
所得税	170	239	335	434
净利润	1280	1599	2059	2666
少数股东损益	213	248	299	372
归属母公司净利润	1066	1351	1760	2294
EPS (元)	0.64	0.81	1.06	1.38

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-15.7%	39.9%	30.9%	25.7%
营业利润增长率	-33.1%	50.8%	34.1%	30.7%
净利润增长率	-31.1%	26.7%	30.2%	30.4%
盈利能力(%)				
毛利率	29.0%	29.3%	29.4%	29.4%
净利率	16.4%	14.9%	14.8%	15.3%
ROE	21.1%	22.9%	23.8%	24.6%

偿债能力(%)

资产负债率	39.7%	32.2%	22.3%	19.7%
流动比率	1.17	1.39	2.41	3.39
速动比率	0.94	1.10	1.89	2.83

营运能力(次)

资产周转率	0.74	0.91	1.11	1.20
应收帐款周转率	19.14	24.78	28.34	27.85

每股资料(元)

每股收益	0.64	0.81	1.06	1.38
每股经营现金	0.87	0.86	1.16	1.52
每股净资产	3.04	3.55	4.44	5.61

估值比率(倍)

PE	26.25	20.72	15.91	12.20
PB	5.54	4.74	3.79	3.00

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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。