

化工新材料 II

烟台万华 (600309. SH) / 16.83 元
业绩略低于预期，未来前景仍看好
事 项

2010 年 8 月 18 日，烟台万华公布了半年报，今年上半年公司 EPS 为 0.36 元，同比增加 20%。

主要观点
(1) 上半年业绩略低于预期，主要原因为原料苯胺价格上涨

今年上半年，公司实现营业收入 43.8 亿元，同比增加 59.29%；归属母公司所有者净利润同比增加 20.55%。公司上半年业绩略低于预期，主要原因为原材料苯胺价格同比大幅上涨，产品毛利率被压缩。今年 1-6 月份，国内纯苯市场价格为 7350 元/吨，同比上涨 77%；受纯苯涨价影响，苯胺市场平均价格为 11000 元/吨，同比上涨 47%。

(2) 宁波 2 期装置的投产将使下半年业绩有较大上涨空间

今年 6 月份宁波二期 30 万吨 MDI 投产，预计下半年将贡献 10 万吨产量，至少增加营业收入 15 个亿。另外，同时投产的 36 万吨苯胺将使公司生产成本大幅下降。每吨 MDI 消耗 0.75 吨苯胺，则采用自产苯胺将使每吨 MDI 成本下降 2000 元左右，毛利率提高 10% 以上。另外，36 万吨苯胺装置的投产将使国内本已产能过剩的苯胺市场竞争更为激烈，苯胺价格面临下行压力，万华自购苯胺的成本也将进一步降低，使公司毛利率提高。

(3) 进口替代和出口高速增长带来长期成长动力

近几年中国 MDI 出口维持 60% 左右的复合增长，从 07 年的 59000 吨增加到 09 年的 16 万吨；而烟台万华作为国内最大的 MDI 出口厂商，出口量占国内出口总量的 60% 以上。随着全球 MDI 生产重心向中国的转移，海外市场的扩张将成为烟台万华成长的强有力引擎。从国内市场来看，中国的 MDI 仍处在进口替代的过程当中，进口量由 07 年的 46 万吨降至 09 年的 36 万吨。国内主要的进口省份为山东、江苏和浙江，而将生产基地分别设在烟台和宁波的烟台万华有着明显的地理优势，将成为进口替代过程中的最大收益者。

(4) 盈利预测

预测公司 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.8 元、1.29 元和 1.53 元，维持推荐评级。

研究员：高利

联系人：冀光坤 何多粮

Tel: 010-59370811

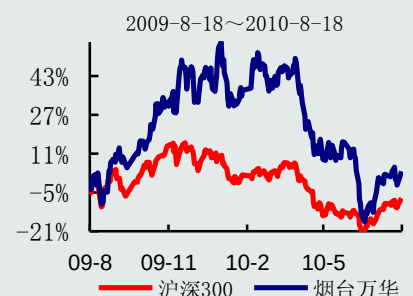
Email: jiguangkun@hczq.com

投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	166333
流通 A 股/B 股(万股)	166333/0
资产负债率(%)	39.71
每股净资产(元)	3.04
市盈率(倍)	26.25
市净率(倍)	5.54
12 个月内最高/最低价	26.4/13.25

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《万华大股东增持，看好未来发展前景》	2010-07-17
《烟台万华新起点：建筑节能和差异化发展》	2010-06-17

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3761	4494	6404	8611
现金	1177	1881	3817	6017
应收账款	323	311	302	312
其它应收款	24	30	30	28
预付账款	655	634	664	651
存货	756	669	675	700
其他	826	970	916	904
非流动资产	5900	5697	5590	5457
长期投资	199	140	175	171
固定资产	3171	3013	2855	2697
无形资产	137	141	141	138
其他	2393	2403	2419	2451
资产总计	9661	10191	11994	14068
流动负债	3201	2652	2696	2972
短期借款	2127	1358	1441	1642
应付账款	483	305	322	370
其他	591	989	933	960
非流动负债	635	658	690	777
长期借款	621	560	647	726
其他	15	98	43	52
负债合计	3836	3310	3387	3749
少数股东权益	774	1001	1231	1455
股本	1663	1663	1663	1663
资本公积金	48	48	48	48
留存收益	3339	4168	5665	7153
归属母公司股东权益	5051	5880	7376	8864
负债和股东权益	9661	10191	11994	14068

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1454	1816	2511	3046
净利润	1280	1555	2369	2773
折旧摊销	289	162	163	163
财务费用	54	109	69	46
投资损失	-23	-59	-29	-37
营运资金变动	-143	38	-31	130
其它	-2	11	-31	-30
投资活动现金流	-1772	127	-4	29
资本支出	1758	0	0	0
长期投资	-52	-59	35	-4
其他	-66	68	31	26
筹资活动现金流	-610	-1239	-570	-875
短期借款	1288	-769	83	201
长期借款	208	-60	87	78
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-2105	-410	-741	-1154
现金净增加额	-925	704	1936	2200

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6493	11168	13401	15010
营业成本	4607	8488	9649	10582
营业税金及附加	28	48	68	80
营业费用	235	342	419	491
管理费用	450	722	833	981
财务费用	54	109	69	46
资产减值损失	10	10	7	9
公允价值变动收益	6	10	20	30
投资净收益	23	59	29	37
营业利润	1139	1519	2406	2889
营业外收入	322	278	328	310
营业外支出	12	10	11	11
利润总额	1450	1787	2723	3188
所得税	170	232	354	414
净利润	1280	1555	2369	2773
少数股东损益	213	227	230	224
归属母公司净利润	1066	1328	2139	2550
EBITDA	1482	1789	2638	3098
EPS（元）	0.64	0.80	1.29	1.53

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-15.7%	72.0%	20.0%	12.0%
营业利润	-33.1%	33.3%	58.5%	20.0%
归属母公司净利润	-31.1%	24.5%	61.1%	19.2%
获利能力				
毛利率	29.0%	24.0%	28.0%	29.5%
净利率	16.4%	11.9%	16.0%	17.0%
ROE	21.1%	22.6%	29.0%	28.8%
ROIC	14.6%	20.2%	31.2%	38.6%
偿债能力				
资产负债率	39.7%	32.5%	28.2%	26.7%
净负债比率	74.89%	67.63%	70.31%	69.71%
流动比率	1.17	1.69	2.37	2.90
速动比率	0.94	1.44	2.12	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.74	1.13	1.21	1.15
应收帐款周转率	22	35	43	48
应付帐款周转率	13.91	21.54	30.76	30.56
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.80	1.29	1.53
每股经营现金	0.87	1.09	1.51	1.83
每股净资产	3.04	3.53	4.43	5.33
估值比率				
P/E	26.25	21.09	13.09	10.98
P/B	5.54	4.76	3.80	3.16
EV/EBITDA	20	17	11	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801