

烟台万华 (600309)

宁波二期进展顺利, 2011 年大幅增长值得期待

——2010 中报分析

 **魏涛**
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 S0880209050544

本报告导读:

宁波二期 30 万吨 MDI 及苯胺项目年内打通; 烟台八角新基地项目一期工程 2010 年开工建设, 2013 年建成投产, 未来 5 年长期发展空间仍然很大。

投资要点:

- 2010 上半年公司实现销售收入 43.8 亿元, 同比增长 59.29%; 实现归属于母公司所有者净利润 6.06 亿元, 同比增长 20.55%; 净资产收益率 11.66%; 实现摊薄后 EPS 为 0.36 元, 扣除非经常性损益后 EPS 为 0.32 元; 每股经营活动现金净流量为 0.13 元。一季度公司实现 EPS 0.15 元, 二季度实现单季 EPS 0.21 元。
- 上半年聚合 MDI 毛利率上升 3.5 个百分点, 纯 MDI 下降 5.71 个百分点, 其他产品毛利率增加 8.13 个百分点。从价差来看, 三季度公司 MDI 毛利率将被压缩, 但四季度或明年随着宁波二期苯胺装置的正常运转, 毛利率将显著回升。
- 2010 上半年公司出口收入为 10.69 亿元, 同比增长 58.96%; 内销收入 33.03 亿元, 同比增长 59.69%。公司出口和内销保持了同步增长, 出口收入比例为 24.5%, 保持在 20% 以上并稳步上升。
- 公司目前 MDI 总产能达到 52 万吨, 其中烟台 20 万吨, 宁波 32 万吨。宁波二期 30 万吨 MDI 项目今年 6 月逐步建成进入试生产, 目前后段的 MDI 合成已经完成试车; 前段的煤气化及苯胺合成在四季度能够打通, 2011 年自产苯胺带来的成本降低将在公司利润中得到良好体现。
- 2011 年宁波二期 30 万吨 MDI 产能释放, 且配套苯胺原料将显著降低生产成本, 公司盈利将大幅增长。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 至 0.8 元、1.11 元、1.32 元, 考虑到公司增长的确定性及其未来 5 年长期发展空间仍然很大, 给予“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,704	6,493	8,992	10,683	12,772
(+/-)%	-1%	-16%	38%	19%	20%
经营利润 (EBIT)	1,700	1,174	1,654	2,579	3,152
(+/-)%	-26%	-31%	41%	56%	22%
净利润	1,510	1,066	1,335	1,845	2,203
(+/-)%	2%	-29%	25%	38%	19%
每股净收益 (元)	0.91	0.64	0.80	1.11	1.32
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.30	0.30	0.30

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	22.1%	18.1%	18.4%	24.1%	24.7%
净资产收益率 (%)	31.3%	21.1%	22.7%	25.5%	24.7%
投入资本回报率 (%)	26.0%	14.3%	15.2%	20.7%	20.2%
EV/EBITDA	15.2	21.2	16.6	11.2	9.5
市盈率	19.4	27.5	22.0	15.9	13.3
股息率 (%)	1.1%	1.1%	1.7%	1.7%	1.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **23.00**

上次预测: 26.00

当前价格: 16.83

2010.08.18

交易数据

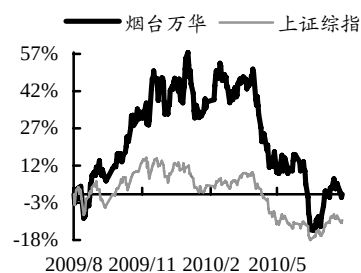
52 周内股价区间 (元)	13.25-26.40
总市值 (百万元)	27,994
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,663/1,663
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	194

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,341
每股净资产	3.21
市净率	5.2
净负债率	57%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.15
Q2	0.19	0.21
Q3	0.22	0.20
Q4	0.12	0.24
全年	0.64	0.80

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	-4%	5%
相对指数	9%	0%	19%

相关报告

- 《新起点, 5 年实现再跨越》
2010.05.27
- 《MDI 进入旺季, 股价下跌提供买入机会》
2010.04.28
- 《烟台新基地拉开第三次战略发展大幕》
2010.04.07
- 《盈利恢复中, 新产能奠定新希望》
2009.10.28
- 《出色经营能力助二季度环比大幅改善》
2009.07.28

模型更新时间: 2010.08.17

股票研究

原材料
基础化工

烟台万华 (600309)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.00

上次预测: 26.00

当前价格: 16.83

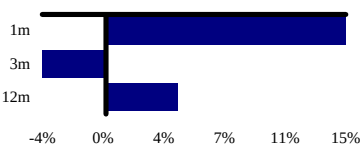
公司网址

www.ytpu.com

公司简介

公司是国内 MDI(二苯基甲烷二异氰酸酯) 制造龙头企业, 亚太地区最大的 MDI 制造企业。公司主要从事 MDI 为主的异氰酸酯系列产品、芳香多胺系列产品的研发、生产和销售, 产品质量和单位消耗均达到国际先进水平。公司一如既往地肩负发展中国聚氨酯工业的历史使命, 积极响应国家发展循环经济和创建节约型社会的号召, 以产业报国为己任, 实施国际化战略, 致力于创建国际一流的化工新材料公司。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

13.25-26.40

市值 (百万)

27,994

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

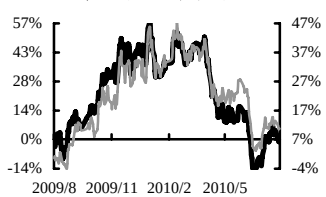
EV/EBITDA

P/S

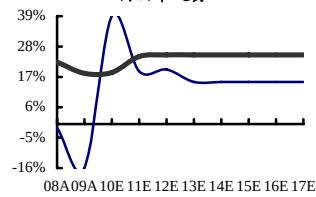
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	7,704	6,493	8,992	10,683	12,772
营业成本	5,294	4,607	6,511	7,143	8,534
税金及附加	49	28	45	53	64
销售费用	207	235	288	342	383
管理费用	454	450	495	566	639
EBIT	1,700	1,174	1,654	2,579	3,152
公允价值变动收益	-1	6	0	0	0
投资收益	5	23	25	20	20
财务费用	51	54	62	81	95
营业利润	1,653	1,139	1,616	2,519	3,078
所得税	268	170	228	338	409
少数股东损益	248	213	193	416	535
净利润	1,510	1,066	1,335	1,845	2,203
货币资金、交易性金融资产	1,272	1,235	32	43,818	171
其他流动资产	5	0	0	0	0
长期投资	185	199	199	199	199
固定资产合计	3,668	5,525	6,990	8,533	10,084
无形及其他资产	144	137	126	119	112
资产合计	7,863	9,661	11,059	13,028	15,634
流动负债	1,985	3,201	3,385	3,292	3,158
非流动负债	429	635	821	1,121	1,621
股东权益	4,817	5,051	5,886	7,232	8,937
投入资本(IC)	5,679	7,267	9,456	10,849	13,550
NOPLAT	1,476	1,036	1,439	2,244	2,743
折旧与摊销	258	289	279	266	257
流动资金增量	-478	466	-1,095	143	-1,157
资本支出	-1,009	-1,738	-1,593	-1,722	-1,732
自由现金流	247	54	-971	931	111
经营现金流	2,000	1,454	503	2,666	1,863
投资现金流	-926	-1,772	-1,568	-1,702	-1,712
融资现金流	-1,164	-610	-137	-558	-418
现金流净增加额	-90	-927	-1,202	406	-267
收入增长率	-1.3%	-15.7%	38.5%	18.8%	19.5%
EBIT 增长率	-25.8%	-31.0%	40.9%	56.0%	22.2%
净利润增长率	1.9%	-29.4%	25.2%	38.2%	19.4%
利润率					
毛利率	31.3%	29.0%	27.6%	33.1%	33.2%
EBIT 率	22.1%	18.1%	18.4%	24.1%	24.7%
净利润率	19.6%	16.4%	14.8%	17.3%	17.3%
净资产收益率(ROE)	31.3%	21.1%	22.7%	25.5%	24.7%
总资产收益率(ROA)	19.2%	11.0%	12.1%	14.2%	14.1%
投入资本回报率(ROIC)	26.0%	14.3%	15.2%	20.7%	20.2%
存货周转天数	43	54	54	54	54
应收账款周转天数	14	17	17	17	17
总资产周转天数	366	493	421	34	37
净利润现金含量	1.32	1.36	0.38	1.44	0.85
资本支出/收入	13%	27%	18%	16%	14%
资产负债率	30.7%	39.7%	38.0%	33.9%	30.6%
净负债率	8.5%	32.4%	47.6%	33.6%	32.4%
PE	19.4	27.5	22.0	15.9	13.3
PB	6.1	5.8	5.0	4.1	3.3
EV/EBITDA	15.2	21.2	16.6	11.2	9.5
P/S	3.8	4.5	3.3	2.7	2.3
股息率	1.1%	1.1%	1.7%	1.7%	1.7%

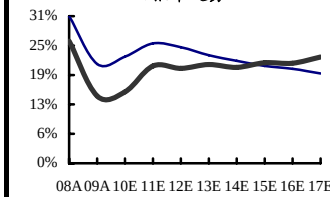
股票绝对涨幅和相对涨幅



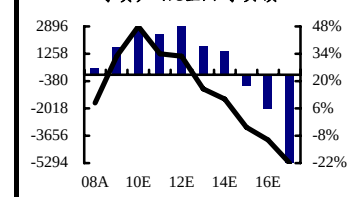
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1、经营回顾

1.1. 价、量回升，收入大幅增长

2010 上半年公司实现销售收入 43.8 亿元，同比增长 59.29%；实现归属于母公司所有者净利润 6.06 亿元，同比增长 20.55%；净资产收益率 11.66%；实现摊薄后 EPS 为 0.36 元，扣除非经常性损益后 EPS 为 0.32 元；每股经营活动现金净流量为 0.13 元。一季度公司实现 EPS 0.15 元，二季度实现单季 EPS 0.21 元。

去年上半年是 MDI 历史上的低谷，聚合 MDI 价格一度跌至 12000 元/吨的历史低价，烟台万华的开工率也降至 5 成。今年上半年宏观经济环境已大大回暖，MDI 价格同比回升幅度达到 20%以上，销量也得到恢复。公司上半年收入的大幅增长来自于 MDI 价、量的同比回升。

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

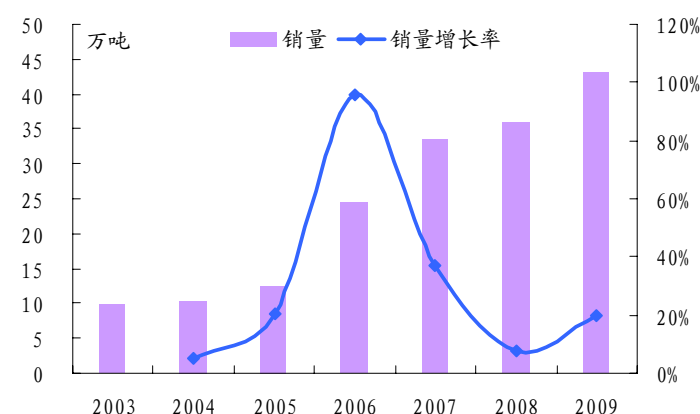
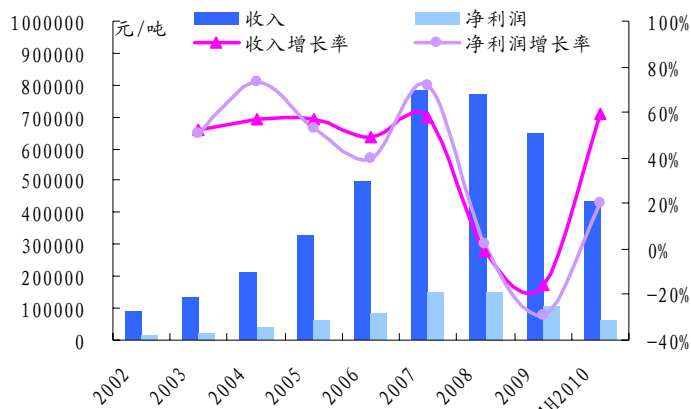
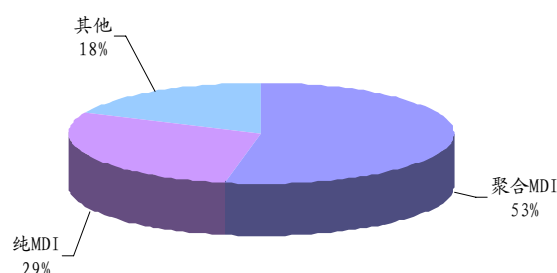
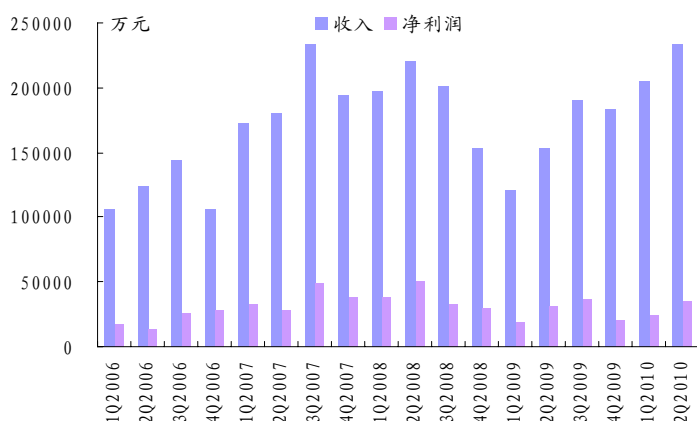


图 3：2006 年以来公司单季度收入、净利润

图 4：公司 2010 上半年收入构成



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

1.2. 苯胺价格坚挺，MDI 毛利率三季度将有所压缩，明年改善

一季度淡季 MDI 需求平淡，产品价格处在较低位，3 月份开始逐步进入旺季，4、5 月份开始国内外装置轮流检修，二季度 MDI 价格上涨。三季度受石油价格下跌，及耐用消费品去库存减弱对原材料的需求影响，MDI 价格走弱。目前聚合 MDI 市场售价 15000—15800 元/吨；纯 MDI 市场价 16500—17200 元/

吨。四季度为 MDI 需求淡季，国内市场供应充足，预计价格将小幅震荡。虽然进入三季度纯苯价格下跌幅度较大，但苯胺价格坚挺，仅从 11700 元/吨跌至 10400 元/吨，跌幅明显小于纯苯，近期又跟随纯苯价格上涨而反弹至 11300-11500 元/吨。

上半年聚合 MDI 毛利率上升 3.5 个百分点，纯 MDI 下降 5.71 个百分点，其他产品毛利率增加 8.13 个百分点。从价差来看，三季度公司 MDI 毛利率将被压缩，但四季度或明年随着宁波二期苯胺装置的正常运转，毛利率将显著回升。

图 5: 2005 年以来国内聚合和纯 MDI 价格

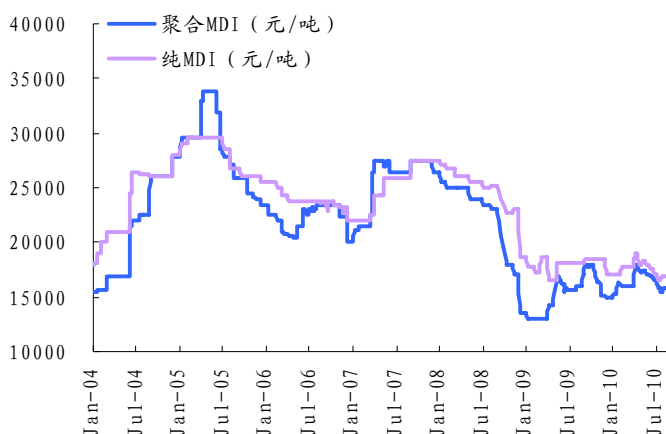


图 6: 2005 年以来国内苯胺价格



图 7: 公司 2006 年以来单季度综合毛利率

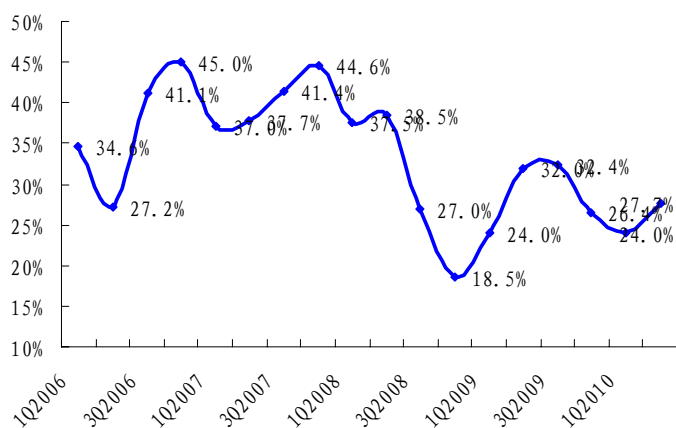
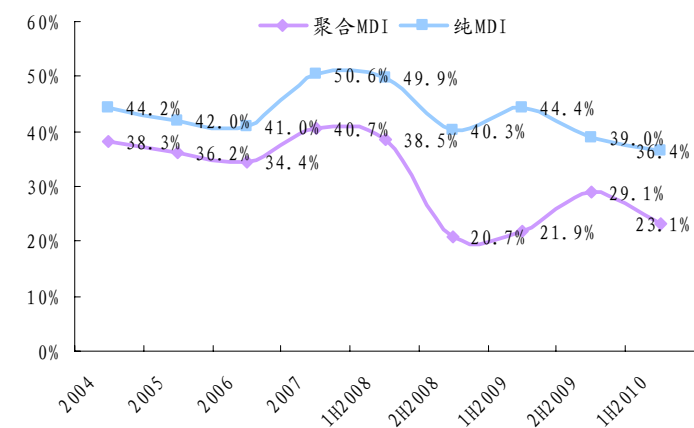


图 8: 公司 2004-2010 上半年分产品毛利率



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. 公司出口、内销保持同步增长

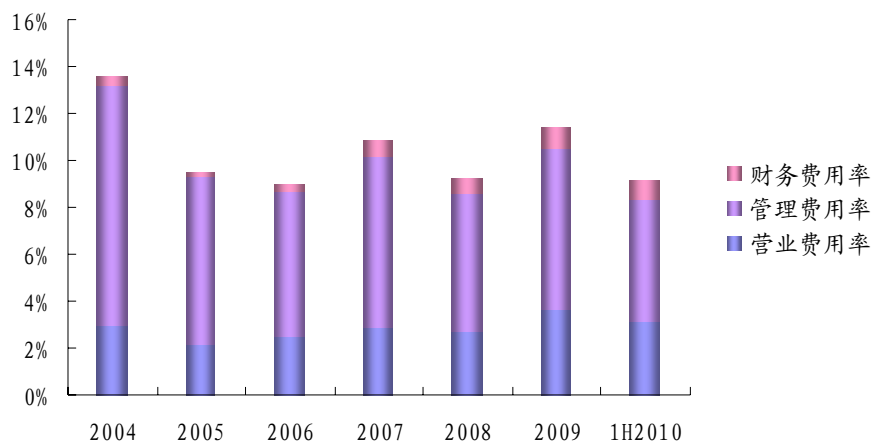
2010 上半年公司出口收入为 10.69 亿元，同比增长 58.96%；内销收入 33.03 亿元，同比增长 59.69%。公司出口和内销保持了同步增长，出口收入比例为 24.5%，保持在 20% 以上并稳步上升。

公司已成为国际化 MDI 供应商，海外市场拓展是公司重要的战略构成。亚太地区新兴市场印度、中东等地区 MDI 需求增速达到 20%，但本土并无 MDI 生产商，公司将新兴市场作为 2010 年重要的目标市场，未来力争成为这些地区的主流供应商。公司宁波二期 30 万吨 MDI 投产后，国内市场短期内无法消化，因此出口的增加是公司消化新产能的必然途径。

1.4. 简要财务分析

公司资产负债率 43.2%，为合理水平，偿债风险低；应收账款和存货保持在正常水平。由于收入同比大幅上升，公司三项费用率有所下降。上半年公司实现经营活动净现金流 2.25 亿元，经营性现金流状况继续保持良好水平。

图 9：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

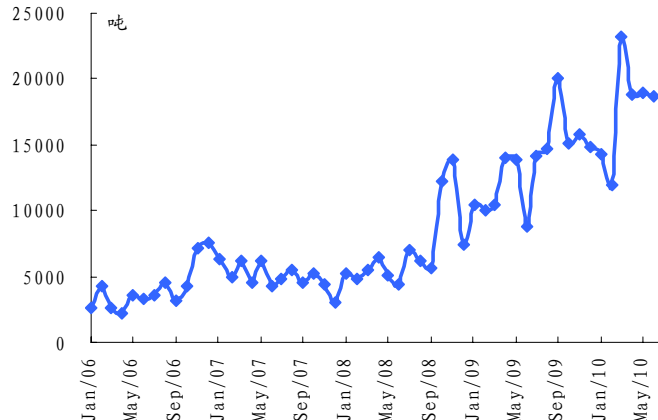
2. 上半年我国 MDI 进口、出口均快速增长

2009 年我国进口 MDI 36.32 万吨，同比下降 7.1%；出口 MDI 16.22 万吨，同比增长 94%；净进口量为 20.1 万吨，同比下降 34.6%。今年上半年，我国 MDI 进口量明显回升，月度进口量基本恢复到 2007 年 MDI 供应紧张阶段的水平，出口量则继续保持在较高水平。进口量的回升一方面显示国内需求较好，另一方面也显示国际市场货源充足，从国内市场货源量看，今年四季度和明年国内市场都将比较充足。

图 10：2001 年以来我国 MDI 消费量和增速



图 11：2006 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. 宁波二期 30 万吨 MDI 年内打通全部流程

公司目前 MDI 总产能达到 52 万吨，其中烟台 20 万吨，宁波 32 万吨。宁波二期 30 万吨 MDI 项目今年 6 月逐步建成进入试生产，目前后段的 MDI 合成已经完成试车；前段的煤气化及苯胺合成在四季度能够打通，2011 年自产苯胺带来的成本降低将在公司利润中得到良好体现。

4. 2011 年业绩增速达 40%，给予“增持”评级

2011 年宁波二期 30 万吨 MDI 产能释放，且配套苯胺原料将显著降低生产成本，公司盈利将大幅增长。预计公司 2010 年 MDI 销售量将达到 52 万吨，聚合 MDI 实现含税销售均价 16200 元/吨，纯 MDI 实现含税销售均价 17200 元/吨，苯胺年含税均价 10600 元/吨。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 至 0.8 元、1.11 元、1.32 元，考虑到公司增长的确切性及未来 5 年长期发展空间仍然很大，给予“增持”评级，未来 12 个月目标价 23 元。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		