

湘财证券研究所

行业部

陈国俊 分析师

执业编号: S0500511010012

联系人:

陈刚

Tel: 021-68634518-8221

E-mail: cg3264@xcsc.com

- **国内最大的 MDI 厂家, 多向扩张求可持续发展:** 公司目前产能为烟台万华 20 万吨 MDI、宁波万华 60 万吨 MDI, 合计 80 万吨 MDI 产能; 其中宁波万华去年新建投产的 30 万吨 MDI 项目配套 36 万吨原材料苯胺装置, 能提供宁波分部 70% 的苯胺需求。新产能释放将保证公司 2011-2012 年的业绩增长。

根据宁波大榭开发区 2011.4.1 环评公示, 公司拟投资 24 亿元进行改造, 将宁波一期 30 万吨 MDI 扩增到 40 万吨; 二期 30 万吨 MDI 扩增到 80 万吨, 新配套 18 万吨苯胺; 宁波万华将形成 120 万吨 MDI、54 万吨苯胺的生产规模。另, 万华八角 MDI 一体化项目于 2011.3.11 正式开工, 一期计划建设 60 万吨 MDI、30 万吨 TDI, 配套 36 万吨苯胺等一系列上游产品。预计于 2014 年左右达产, 届时将形成 180 万吨 MDI、90 万吨苯胺生产规模。

HDI 项目已完成 3000 吨中试, 预计今年年底前 1.5 万吨 HDI、0.6 万吨三聚体项目将建成投产。HDI (环己二异氰酸酯), 广泛运用于航空、汽车、塑料涂料等领域, 是高档涂料的重要组成部分, 具有很高的技术含量和产品附加值。

- **行业持续高增长, 未来 3 年仅万华有新产能达产:** 2010 年中国 MDI 市场需求 130 万吨, 增速超 20%; 今年一季度以来, MDI 下游运行情况良好, 冰箱产量同比增长 21%、房屋竣工面积同比增长 15%、皮革鞋业产量同比增长 22%, 公司维持满负荷生产; 日本地震 NPU 一套装置停产, 再加上日本限电也会导致其他装置开工受限, 亚洲 MDI 市场供给趋紧, 我们认为 MDI 价格长期看涨。根据我们的统计, 全球未来 3 年新增产能仅万华一家, 宁波大榭扩产、万华八角一体化项目具体达产时间仍未公布, 我们预计其将于 2014 年左右达产。公司在独享近 3 年市场持续增长的优势条件下, 未来仍具有持续上升空间。
- **收购 BC, 战略意义重大:** 公司大股东万华集团收购匈牙利博苏公司 96% 的股权, 委托公司进行管理运营, 每年支付托管费 1000 万元。收购博苏公司对上市公司短期业绩不大, 但战略意义重大。可以实现产品互补, 博苏公司多年的 TDI 运营及技术, 可以给万华丰富的经验, 加速上市公司 TDI 装置大规模生产; 同时公司进军欧洲市场的同时, 少了对手, 多了帮手。
- **估值和评级:** 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.35 元、1.67 元和 1.94 元, 对应 PE 分别为 17 倍、14 倍、11 倍, 维持“买入”评级。

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9429.78	13018.03	16564.35	19095.30
归属母公司净利润	1530.21	2247.04	2771.09	3232.25
每股收益(元)	0.92	1.35	1.67	1.94
P/E	25.51	17.37	14.09	12.08

表 1. 估值模型

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4801	7921	12113	16442	营业收入	9430	13018	16564	19095
现金	898	2951	5737	9102	营业成本	7042	9234	11744	13398
应收账款	608	713	948	1099	营业税金及附加	27	51	60	69
其他应收款	42	55	70	81	营业费用	274	325	414	477
预付账款	520	983	1193	1321	管理费用	536	716	911	1050
存货	1168	1387	1780	2053	财务费用	35	34	37	36
其他流动资产	1563	1832	2385	2785	资产减值损失	32	20	22	23
非流动资产	8142	7712	7306	6874	公允价值变动收益	-15	-2	-3	-3
长期投资	20	99	108	122	投资净收益	203	79	92	80
固定资产	6930	6890	6453	5958	营业利润	1673	2715	3464	4119
无形资产	229	275	330	370	营业外收入	267	305	295	294
其他非流动资产	962	449	415	423	营业外支出	2	4	6	6
资产总计	12943	15633	19419	23316	利润总额	1938	3016	3753	4407
流动负债	3722	3862	4458	4613	所得税	217	452	563	661
短期借款	2277	2277	2277	2277	净利润	1721	2563	3190	3746
应付账款	577	679	1019	1082	少数股东损益	191	316	419	514
其他流动负债	869	907	1162	1254	归属母公司净利润	1530	2247	2771	3232
非流动负债	2066	2056	2059	2058	EBITDA	2028	3225	3994	4650
长期借款	2023	2023	2023	2023	EPS (元)	0.92	1.35	1.67	1.94
其他非流动负债	43	33	36	35	主要财务比率				
负债合计	5788	5918	6517	6671	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1009	1325	1744	2258	成长能力				
股本	1663	1663	1663	1663	营业收入	45.2%	38.1%	27.2%	15.3%
资本公积	109	109	109	109	营业利润	46.8%	62.3%	27.6%	18.9%
留存收益	4371	6618	9389	12621	归属于母公司净利润	43.5%	46.8%	23.3%	16.6%
归属母公司股东权	6146	8390	11158	14387	获利能力				
负债和股东权益	12943	15633	19419	23316	毛利率(%)	25.3%	29.1%	29.1%	29.8%
现金流量表					净利率(%)	16.2%	17.3%	16.7%	16.9%
单位: 百万元					ROE(%)	24.9%	26.8%	24.8%	22.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	14.3%	20.8%	25.6%	29.5%
经营活动现金流	413	2028	2787	3402	偿债能力				
净利润	1721	2563	3190	3746	资产负债率(%)	44.7%	37.9%	33.6%	28.6%
折旧摊销	321	477	493	495	净负债比率(%)	79.38%	77.48%	70.70%	68.79%
财务费用	35	34	37	36	流动比率	1.29	2.05	2.72	3.56
投资损失	-203	-79	-92	-80	速动比率	0.98	1.69	2.32	3.12
营运资金变动	-1495	-970	-866	-813	营运能力				
其他经营现金流	35	4	24	19	总资产周转率	0.83	0.91	0.95	0.89
投资活动现金流	-1443	73	13	18	应收账款周转率	18	17	18	16
资本支出	1299	60	8	0	应付账款周转率	13.29	14.70	13.83	12.75
长期投资	-85	-60	16	23	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-228	73	37	41	每股收益(最新摊薄)	0.92	1.35	1.67	1.94
筹资活动现金流	1587	-48	-14	-55	每股经营现金流	0.25	1.22	1.68	2.05
短期借款	150	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.70	5.04	6.71	8.65
长期借款	1402	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	25.51	17.37	14.09	12.08
资本公积增加	61	0	0	0	P/B	6.35	4.65	3.50	2.71
其他筹资现金流	-26	-48	-14	-55	EV/EBITDA	21	13	11	9
现金净增加额	549	2053	2786	3365					

资料来源：湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。