



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

**公司动态**  
证券研究报告

2011年7月14日

化工

研究部

高峰<sup>1</sup>

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080210070001  
gaozheng@cicc.com.cn

维持审慎推荐

烟台万华 (600309.SH)

上半年预增 60%，基本符合预期，维持审慎推荐

### 主要财务信息

| (百万元)        | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E  | 2012E  |
|--------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 7,704 | 6,493 | 9,430 | 13,969 | 17,239 |
| (+/-)        | -1%   | -16%  | 45%   | 48%    | 23%    |
| 主营业务利润       | 2,362 | 1,859 | 2,361 | 4,250  | 5,376  |
| (+/-)        | -23%  | -21%  | 27%   | 80%    | 26%    |
| 净利润          | 1510  | 1066  | 1530  | 2193   | 2817   |
| (+/-)        | 2%    | -29%  | 43%   | 43%    | 28%    |
| 全面摊薄每股盈利 (元) | 0.91  | 0.64  | 0.92  | 1.01   | 1.30   |
| 市盈率          | 21.1  | 29.9  | 20.8  | 18.9   | 14.7   |
| 市净率          | 6.6   | 6.3   | 5.2   | 4.7    | 3.6    |
| EV/EBITDA    | 21.7  | 30.3  | 25.6  | 13.0   | 9.1    |
| 净资产收益率       | 31.3% | 21.1% | 24.9% | 25.2%  | 24.4%  |
| 投入资本回报率      | 25.8% | 14.2% | 14.1% | 23.2%  | 34.4%  |
| 现金分红收益率      | 2.1%  | 2.6%  | 2.1%  | 1.6%   | 2.0%   |
| 每股经营现金流(元)   | 1.20  | 0.87  | 0.25  | 2.25   | 2.37   |
| P/OCF        | 15.92 | 21.90 | 77.06 | 8.51   | 8.07   |

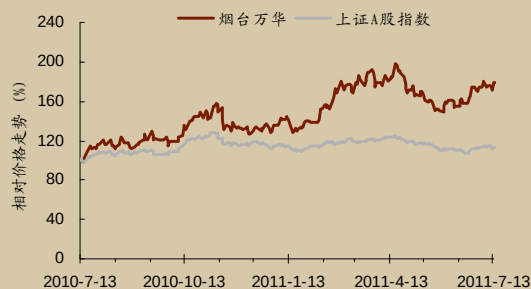
### 股票信息

|             | A股                  |
|-------------|---------------------|
| 股票代码        | 600309 CH           |
| 当前股价        | 人民币 19.15           |
| 目标价格        | -                   |
| 日成交量 (百万股)  | 19.52               |
| 52周最高价/最低价  | 人民币 28.65/13.66     |
| 发行股数 (百万股)  | 2162.34             |
| 总市值 (百万元)   | 41,408.72           |
| 流通股 (百万股)   | 2162.34             |
| 主要股东 (持股比例) | 万华实业集团有限公司 (50.50%) |

### 最近估值走势

|             | 上周    | 过去一月  | 过去三月  | 年初至今   |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| [600309.SH] | +1.22 | +2.35 | -2.59 | +31.92 |
| [上证A股指数]    | -0.08 | +3.29 | -8.33 | -0.42  |

### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

<sup>1</sup>报告贡献人: 王子欣

### 上半年预增 60%，基本符合预期，维持审慎推荐:

烟台万华今日发布上半年业绩预增公告，预计上市公司股东净利润比去年同期增长 60% 左右，约在 9.7 亿元，合每股收益约 0.45 元，基本符合我们预期。

上半年由于公司宁波的第二套装置投产运行，公司产能提升，利润增加。

目前来看，到 2014 年以前，全球 MDI 产能扩产有限，仅有烟台万华在宁波的 60 万吨技改项目，以及位于韩国丽水的锦湖三井的 5 万吨 MDI 扩产项目。而全球 MDI 的需求仍将保持 10% 左右的增速，2013 年以前全球 MDI 供需趋紧，行业景气度将向上。

公司未来几年将依靠新产能的逐步投放，以及配套苯胺装置带来的毛利率上升的推动作用，业绩将具有较高的确定性。

### 未来股价催化剂:

1. MDI 价格上涨;
2. 下游需求超预期。

### 盈利预测和投资建议:

我们仍然维持烟台万华 2011-2012 年的盈利预测 1.01 元和 1.30 元，对应 PE 分别为 19 倍和 15 倍，维持审慎推荐评级。

### 风险:

1. MDI 下游需求萎缩风险;
2. 市场估值中枢下行风险。

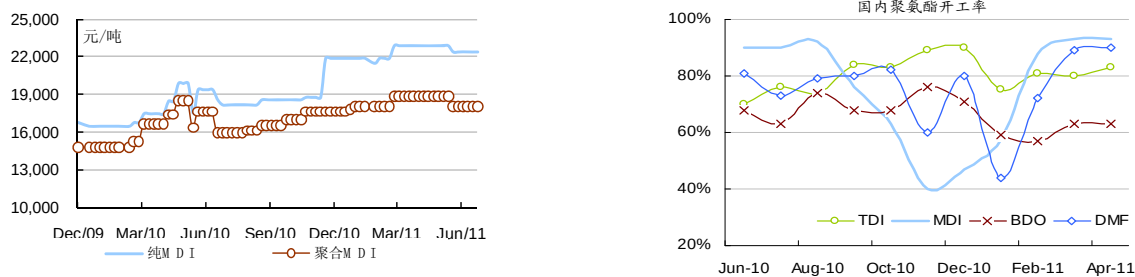
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：历史及未来财务数据

| 损益表(百万元)     | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 7,704  | 6,493  | 9,430  | 13,969 | 17,239 |
| 主营业务成本       | 5,294  | 4,607  | 7,042  | 9,615  | 11,736 |
| 主营业务利润       | 2,362  | 1,859  | 2,361  | 4,250  | 5,376  |
| 营业利润         | 1,649  | 1,111  | 1,484  | 2,861  | 3,774  |
| 利润总额         | 2,026  | 1,450  | 1,938  | 3,064  | 3,977  |
| 净利润          | 1,510  | 1,066  | 1,530  | 2,193  | 2,817  |
| <b>现金流量表</b> |        |        |        |        |        |
| 经营活动产生之现金流   | 2,000  | 1,454  | 413    | 4,868  | 5,133  |
| 投资活动产生之现金流   | -926   | -1,772 | -1,443 | -417   | -417   |
| 筹资活动产生之现金流   | -1,164 | -610   | 1,587  | -70    | -70    |
| 现金及现金等价物净增加额 | -99    | -925   | 549    | 4,382  | 4,646  |
| <b>资产负债表</b> |        |        |        |        |        |
| 流动资产         | 3,835  | 3,761  | 4,801  | 9,137  | 14,558 |
| 长期投资         | 185    | 199    | 20     | 20     | 20     |
| 固定资产         | 3,668  | 5,525  | 7,402  | 6,140  | 6,197  |
| 流动负债         | 1,985  | 3,201  | 3,722  | 3,066  | 5,165  |
| 长期负债         | 426    | 633    | 2,037  | 2,332  | 2,332  |
| 股东权益         | 4,817  | 5,051  | 6,146  | 8,719  | 11,537 |
| <b>财务指标</b>  |        |        |        |        |        |
| 毛利率          | 31%    | 29%    | 25%    | 30%    | 31%    |
| 净利率          | 20%    | 16%    | 16%    | 16%    | 16%    |
| 净资产收益率       | 31%    | 21%    | 25%    | 25%    | 24%    |
| 股息收益率        | 2%     | 3%     | 2%     | 2%     | 2%     |
| 净债务/股东权益     | 22%    | 49%    | 77%    | 8%     | -29%   |
| 资产负债率        | 31%    | 40%    | 45%    | 35%    | 36%    |
| 流动比率         | 1.93   | 1.17   | 1.29   | 2.98   | 2.82   |
| 速动比率         | 1.63   | 0.94   | 0.98   | 2.68   | 2.60   |

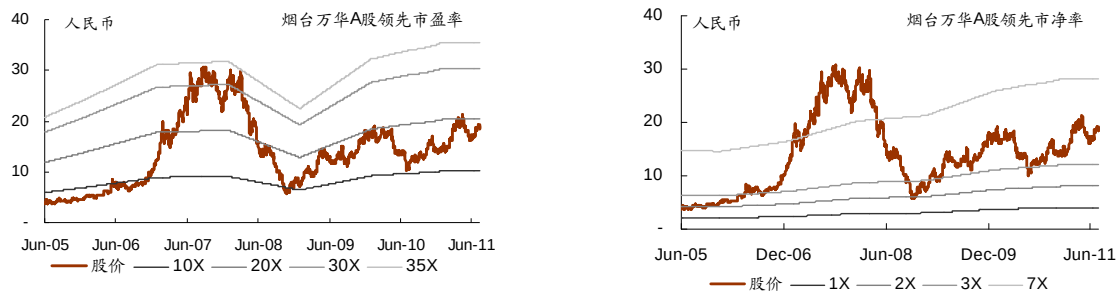
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：MDI 价格走势（左图）；国内聚氨酯开工率（右图）



资料来源：中国资讯网，百川资讯，中金公司研究部

图表 3：公司 PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED