

化工新材料 II

烟台万华 (600309. SH) / 19.15 元

中期业绩符合预期，公司发展前景乐观

事项

7 月 13 日，烟台万华发布半年度业绩预增公告，公司上半年归属上市公司股东净利润同比增加 60%。

主要观点

7 月 13 日，烟台万华发布半年度业绩预增公告，公司上半年实现归属上市公司股东净利润 9.7 亿元，同比增加 60%；实现 EPS 0.45 元。公司上半年业绩大幅增加的原因包括：

- 1) **公司产能大幅扩张。**2010 年 12 月，宁波万华 30 万吨 MDI 正式投产，公司总产能由 50 万吨增至 80 万吨，同比增加 60%。
- 2) **原材料苯胺自给率提高，产品盈利能力提升。**宁波万华 36 万吨苯胺于去年底投产，公司苯胺自给率由原来的不到 10% 提高到 50% 以上。按照每吨苯胺消耗 0.852 吨纯苯、苯胺价格 10000 元计算，苯胺毛利率近 14%。自产苯胺将使公司 MDI 毛利率提高 5% 以上。
- 3) **MDI 价格同比上涨。**上半年国内 MDI 需求较为旺盛，前五个月冰箱产量同比增加 17.7%。聚合 MDI 价格维持在 18000-18800 元，去年同期仅为 16000-18500 元；纯 MDI 价格在 21900-22900 元之间，去年同期仅为 17400-19900 元。

我们认为未来两年公司将维持快速增长，并实现跨越式发展，理由如下：

- 1) **公司将于 2012 年成为全球第二大 MDI 巨头。**2014 年之前，全球 MDI 行业仅有烟台万华和韩国巴斯夫两家扩产。烟台万华主要的扩产厂家，到 2013 年将扩产 60 万吨。扩产完成后，公司占国内产能的比重将由 2009 年的 46% 增至 2013 年的 70%，占全球产能的比重将由 8.7% 增至 21%。相应地，公司产品的市场占有率也将显著增加。
- 2) **博苏化学的收购给公司海外业务带来超预期可能，并使公司全球战略迈上新台阶。**博苏化学的收购将极大提升公司产品在欧洲市场的竞争力和市场地位、提高公司出口产品的盈利能力并规避反倾销政策风险、为公司积累宝贵的 TDI 生产运营及销售经验。
- 3) **未来三年全球 MDI 消费量每年新增超过 30 万吨，中国是主要增长地区。**

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：冀光坤
Tel: 010-59370811
Email: jiguangkun@hczq.com

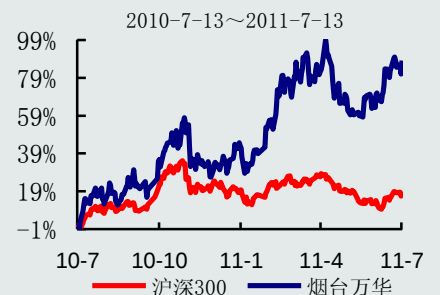
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	216233
流通 A 股/B 股(万股)	216233/0
资产负债率(%)	48.52
每股净资产(元)	3.98
市盈率(倍)	86.26
市净率(倍)	4.81
12 个月内最高/最低价	28.65/13.66

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

- 《行业前景乐观，公司发展进入新阶段》
2011-07-06
- 《公司进入快速增长通道》
2011-04-28
- 《业绩超预期，未来三年是公司发展的黄金时期》
2011-03-21
- 《BC 公司收购完成，烟台万华全球布局已现雏形》
2011-02-10
- 《原材料价格上涨影响公司 3 季度业绩》
2010-10-21
- 《业绩略低于预期，未来前景仍看好》
2010-08-18

- 4) 我们预计未来三年全球 MDI 需求增速超过 7%，每年新增消费量超过 30 万吨。而国内 MDI 需求将以 15% 以上的速度增长，每年新增需求超过 20 万吨，占全球需求增量的 60% 以上。
- 5) 2014 年之前全球 MDI 供给面将持续好转，开工率有望稳步提高。2011-2013 年，全球 MDI 产能复合增速为 4.5%，远低于需求增速的 7%，预计全行业开工率将稳步提高：2010 年全球 MDI 开工率约 80%，预计到 2013 年全球 MDI 行业开工率超过 84%。
- 6) 苯胺市场价格走低和苯胺自给率提高将提高公司 MDI 盈利能力。今明两年新增苯胺产能将集中投放，预计苯胺价格将持续走低。另外，公司苯胺自给率也将稳步提高：明年宁波 18 万吨苯胺达产后，公司苯胺自给率约 50%；2014 年烟台八角工业园 36 万吨苯胺达产后，公司苯胺自给率达 66% 左右。

盈利预测与投资建议。维持公司 2011、2012 年 EPS 为 0.92 元和 1.18 元，对应 PE 为 21X 和 16X，维持推荐评级。

风险提示：

宏观经济回落；其他 MDI 厂家技改项目密集上马。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4801	7494	11176	15509
现金	898	4026	7858	11946
应收账款	608	402	444	485
其它应收款	42	34	33	36
预付账款	520	626	600	582
存货	1168	841	922	977
其他	1563	1565	1318	1482
非流动资产	8142	7513	7057	6569
长期投资	20	135	118	91
固定资产	6930	7254	7526	7746
无形资产	229	257	290	339
其他	962	-132	-877	-1607
资产总计	12943	15007	18233	22077
流动负债	3722	3046	3457	3573
短期借款	2277	1747	2050	2025
应付账款	577	413	491	494
其他	869	885	915	1054
非流动负债	2066	2622	3353	4259
长期借款	2023	2597	3326	4227
其他	43	24	27	31
负债合计	5788	5667	6810	7832
少数股东权益	1009	1200	1391	1582
股本	1663	2162	2162	2162
资本公积金	109	109	109	109
留存收益	4371	5865	7757	10389
归属母公司股东权益	6146	8140	10032	12664
负债和股东权益	12943	15007	18233	22077

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	413	2984	3616	3954
净利润	1721	2185	2732	3471
折旧摊销	321	482	534	586
财务费用	35	35	40	40
投资损失	-203	0	0	0
营运资金变动	-1495	304	307	-151
其它	35	-22	2	6
投资活动现金流	-1443	151	-77	-91
资本支出	1299	0	0	0
长期投资	-85	-1	2	-1
其他	-228	150	-75	-92
筹资活动现金流	1587	-7	294	225
短期借款	150	-529	303	-26
长期借款	1402	574	728	902
普通股增加	0	499	0	0
资本公积增加	61	0	0	0
其他	-26	-551	-737	-651
现金净增加额	549	3128	3832	4088

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9430	14710	18241	22801
营业成本	7042	10959	13553	16873
营业税金及附加	27	43	53	66
营业费用	274	427	529	662
管理费用	536	836	1036	1295
财务费用	35	35	40	40
资产减值损失	32	40	40	40
公允价值变动收益	-15	0	0	0
投资净收益	203	0	0	0
营业利润	1673	2371	2989	3825
营业外收入	267	100	100	100
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	1938	2468	3087	3923
所得税	217	284	355	451
净利润	1721	2185	2732	3471
少数股东损益	191	191	191	191
归属母公司净利润	1530	1994	2541	3280
EBITDA	2028	2888	3564	4452
EPS（元）	0.92	0.92	1.18	1.52

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	45.2%	56.0%	24.0%	25.0%
营业利润	46.8%	41.7%	26.1%	28.0%
归属母公司净利润	43.5%	30.3%	27.5%	29.1%
获利能力				
毛利率	25.3%	25.5%	25.7%	26.0%
净利率	16.2%	13.6%	13.9%	14.4%
ROE	24.9%	24.5%	25.3%	25.9%
ROIC	14.3%	21.9%	30.0%	39.8%
偿债能力				
资产负债率	44.7%	37.8%	37.3%	35.5%
净负债比率	79.38%	81.68%	82.39%	83.29%
流动比率	1.29	2.46	3.23	4.34
速动比率	0.98	2.18	2.97	4.07
营运能力				
总资产周转率	0.83	1.05	1.10	1.13
应收帐款周转率	20	29	43	49
应付帐款周转率	13.29	22.14	29.98	34.27
每股指标(元)				
每股收益	0.92	0.92	1.18	1.52
每股经营现金	0.19	1.38	1.67	1.83
每股净资产	2.84	3.76	4.64	5.86
估值比率				
P/E	27.36	27.30	21.42	16.59
P/B	6.81	6.69	5.43	4.30
EV/EBITDA	23	16	13	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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司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,并不构成对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预期收入可能会波动。

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,未经本公司事先书面许可,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。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

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