

烟台万华（600309）

推荐（维持）

上半年业绩符合预期，MDI 前景向好

市场数据

报告日期	2011-8-16
收盘价(元)	16.99
总股本(百万股)	2162.33
流通股本(百万股)	2162.33
总市值(百万元)	36738.07
流通市值(百万元)	36738.07
净资产(百万元)	6617.17
总资产(百万元)	15044.07
每股净资产	3.06

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9430	13126	17080	22106
同比增长(%)	45.2%	39.2%	30.1%	29.4%
净利润(百万元)	1530	2092	2976	4043
同比增长(%)	43.5%	36.7%	42.3%	35.8%
毛利率(%)	25.3%	31.4%	33.5%	34.5%
净利率(%)	16.2%	15.9%	17.4%	18.3%
净资产收益率(%)	24.9%	27.6%	29.4%	29.8%
每股收益(元)	0.71	0.97	1.38	1.87
每股经营现金流(元)	0.19	1.23	1.82	2.35

相关报告

《一季度开局理想，2011 年增长前景乐观》2011-4-28

《2010 年重归增长，2011 年将再上台阶》2011-3-22

《7-9 月净利润高于市场预期，关注宁波二期投产进度》2010-10-24

投资要点

事件：

烟台万华公布 2011 年半年报，报告期实现营业收入 68.78 亿元，同比增长 57.0%，实现营业利润 15.01 亿元，同比增长 115.3%，实现归属于母公司的净利润 9.98 亿元，同比增长 64.8%。按 21.62 亿股的总股本计，实现 EPS 0.46 元，每股经营性现金流为 0.44 元。

点评：

烟台万华上半年业绩与我们此前 EPS 为 0.45 元的预测基本一致，也与公司此前公布的约 60% 的增长幅度一致。MDI 行业景气提升和产能扩大带来的产销量增长是公司业绩增长的根本原因。

- **收入增长源自产销量增加和产品价格上涨。**公司上半年业绩增长的主要原因是宁波万华第二套 MDI 装置投产带动销量增加，而需求复苏下的产品价格上涨也对收入增长有所助益。以华东市场价为例，聚合 MDI、纯 MDI 的含税均价分别为 1.73、2.05 万元/吨，较去年同期分别上涨 5.4%、18.4%。
- **MDI 毛利率有较显著改善。**上半年公司聚合 MDI、纯 MDI 的毛利率分别为 31.1%、46.3%，同比分别上涨 8.0、9.9 个百分点，均处于历史较高水平。原料苯胺价格同比下降以及宁波万华苯胺项目投产（2010 年末投产）是公司产品毛利率显著改善的主要原因。

分析师 郑方铤

021-3856 5927

zhengfb@xyzq.com.cn

SAC:S0190510120005

联系人 刘曦

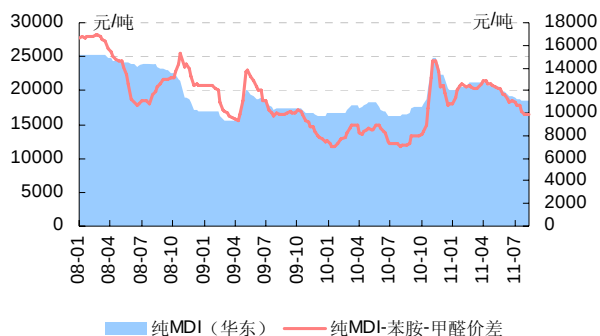
021-3856 5754

liuxi@xyzq.com.cn

- **净利增长主要由主业带动，增长质量较高。**报告期内公司收到的政府补助减少，上半年公司营业外收入同比减少超过 7500 万元，若扣除该部分非经常性损益，则公司净利的同比增速为 80.8%，公司凭借主业依然实现了较快增长，显示出较高的增长质量；另一方面，由于宁波万华产销量的提高，报告期内少数股东损益也有所提高，公司期间费用率基本维持稳定。
- **MDI 处于新的上升周期。**近期 MDI 价格由于需求淡季等原因出现回落属于正常现象，预计未来伴随部分下游旺季到来，产品价格将逐步回升。同时我们预期，未来新的建筑保温材料防火标准有望出台，一方面提高聚氨酯保温材料的阻燃等级，另一方面通过加强对建筑施工企业和保温材料生产企业管理，达到既保温节能又安全的效果。若如此，则一度因国内数起火灾后政策冻结而停滞的聚氨酯在建筑保温领域的应用将在规范后得以重新打通，从而拓宽聚氨酯材料的市场空间。

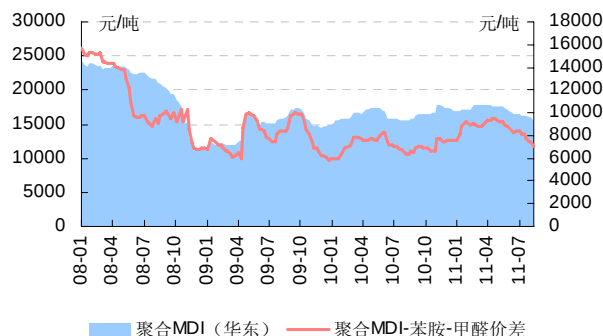
 而从全球供需的角度看，未来两年内除宁波万华技改扩产（60 万吨，分步实施）外全球没有重要的新增产能，而全球需求仍处于快速增长期（1.5-2 倍于 GDP 增速），MDI 行业正处于新的上升周期之中。
- **维持“推荐”评级。**我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.97、1.38、1.87 元的预测，在 MDI 新的上升周期中，万华将是主要的受益者；从更长的视角看，万华烟台工业园 MDI 一体化等项目将为公司进一步扩大 MDI 市场占有率及开拓新的增长点打下坚实基础。我们维持公司“推荐”的投资评级。

图 1 08 年以来国内纯 MDI 价格和价差



数据来源：环球聚氨酯、百川资讯，兴业证券研究所

图 2 08 年以来国内聚合 MDI 价格和价差



数据来源：环球聚氨酯、百川资讯，兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4801	5741	9117	14630
货币资金	898	800	3125	7153
交易性金融资产	40	0	0	0
应收账款	608	578	752	973
其他应收款	42	53	68	88
存货	1168	1441	1817	2316
非流动资产	8142	8580	8641	8499
可供出售金融资产	174	174	174	174
长期股权投资	20	20	20	20
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	6930	7535	7480	7375
在建工程	424	245	372	336
油气资产	0	0	0	0
无形资产	229	230	231	232
资产总计	12943	14321	17758	23129
流动负债	3722	3080	3003	3540
短期借款	2277	1258	850	900
应付票据	422	450	568	724
应付账款	577	721	908	1158
其他	446	651	677	758
非流动负债	2066	2059	2056	2054
长期借款	2023	2023	2023	2023
其他	43	36	33	31
负债合计	5788	5139	5060	5594
股本	1663	2162	2162	2162
资本公积	109	109	109	109
未分配利润	3220	3897	6098	9060
少数股东权益	1009	1613	2571	3961
股东权益合计	7155	9182	12698	17535
负债及权益合计	12943	14321	17758	23129

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1530	2092	2976	4043
折旧和摊销	321	499	551	583
资产减值准备	32	1	24	30
无形资产摊销	7	4	4	4
公允价值变动损失	-15	0	0	0
财务费用	35	163	150	78
投资损失	-203	-20	-25	-30
少数股东损益	191	604	958	1390
营运资金的变动	1187	664	717	1004
经营活动产生现金流量	744	2653	3928	5088
投资活动产生现金流量	-2028	-865	-600	-413
融资活动产生现金流量	1259	-1886	-1003	-647
现金净变动	-25	-98	2325	4028
现金的期初余额	1177	898	800	3125
现金的期末余额	1153	800	3125	7153

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9430	13126	17080	22106
营业成本	7042	9009	11355	14474
营业税金及附加	27	59	77	99
销售费用	274	354	461	597
管理费用	536	656	786	951
财务费用	35	163	150	78
资产减值损失	32	0	0	0
公允价值变动	-15	0	0	0
投资收益	203	20	25	30
营业利润	1673	2904	4277	5938
营业外收入	267	150	177	209
营业外支出	2	8	8	8
利润总额	1938	3046	4446	6138
所得税	217	350	511	706
净利润	1721	2696	3934	5432
少数股东损益	191	604	958	1390
归属母公司净利润	1530	2092	2976	4043
EPS (元)	0.71	0.97	1.38	1.87

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	45.2%	39.2%	30.1%	29.4%
营业利润增长率	46.8%	73.6%	47.2%	38.8%
净利润增长率	43.5%	36.7%	42.3%	35.8%
盈利能力(%)				
毛利率	25.3%	31.4%	33.5%	34.5%
净利率	16.2%	15.9%	17.4%	18.3%
ROE	24.9%	27.6%	29.4%	29.8%

偿债能力(%)

资产负债率	44.7%	35.9%	28.5%	24.2%
流动比率	1.29	1.86	3.04	4.13
速动比率	0.98	1.40	2.43	3.48

营运能力(次)

资产周转率	0.83	0.96	1.06	1.08
应收帐款周转率	17.85	19.55	22.62	22.57

每股资料(元)

每股收益	0.71	0.97	1.38	1.87
每股经营现金	0.19	1.23	1.82	2.35
每股净资产	2.84	3.50	4.68	6.28

估值比率(倍)

PE	24.52	17.93	12.60	9.28
PB	6.10	4.96	3.70	2.76

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。