



烟台万华（600309）2011年半年报点评：上半年业绩大幅增长，价格短暂低迷不影响公司长期发展

绿色能源主题报告

评级：买入

分析师

郝祝兵 翟卢琼

电话：0755-83704850

邮件：yanzb@ghzq.com.cn

证书编号：S0350210050001

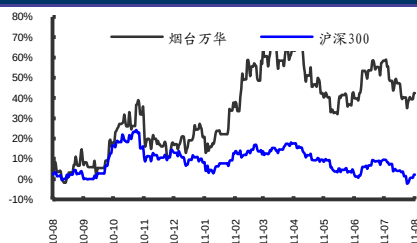
合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%？

☒ 是

☐ 否

相对沪深300表现



市场数据

2011. 8. 16

当前价格（元）	17.35
52周价格区间（元）	15.62-28.65
总市值（百万）	37516.51
流通市值（百万）	37516.51
总股本（万股）	216233.47
流通股（万股）	216233.47

财务数据

FYE(%)

毛利率	31.3
净利率	19.6
净资产收益率	31.3
总资产收益率	0.19
资产负债率	30.7
现金分红收益率	0.0

事件

- 2011年8月16日，烟台万华发布2011年半年报。2011年上半年公司实现营业收入68.78亿元，比上年同期增长57.03%；营业利润15亿元，比上年同期增长115.34%；归属于上市公司股东的净利润9.98亿元，比上年同期增长64.81%。实现摊薄后EPS为0.46元。

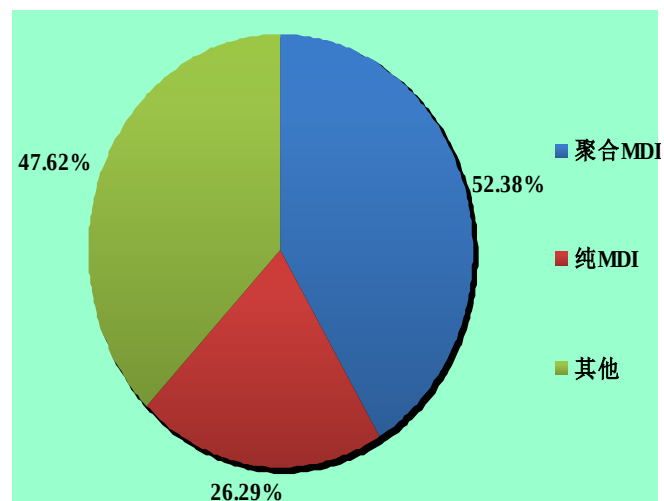
点评

纯MDI与聚合MDI营业收入和毛利率同比大幅提升带来净利润大幅增长

2011年8月16日，烟台万华发布2011年半年报。2011年上半年公司实现营业收入68.78亿元，比上年同期增长57.03%；营业利润15亿元，比上年同期增长115.34%；归属于上市公司股东的净利润9.98亿元，比上年同期增长64.81%。实现摊薄后EPS为0.46元。

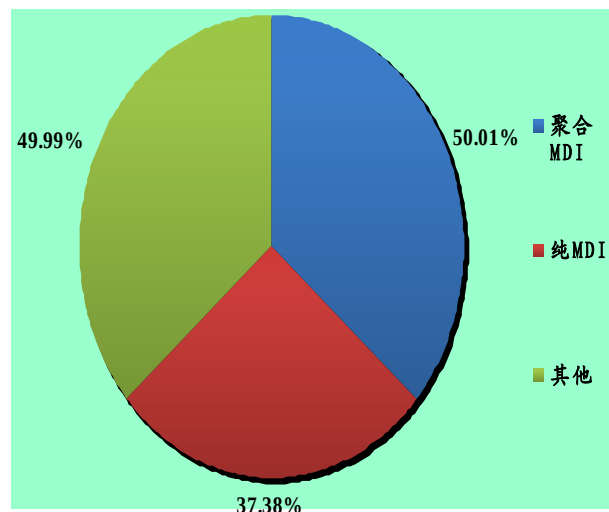
由于2010年底公司宁波二期装置顺利投产，公司2011年上半年成本出现较大幅度下降，而公司的纯MDI和聚合MDI今年上半年价格处于高位，所以公司2011年上半年纯MDI和聚合MDI销售毛利率处于近年新高，同时，公司聚合MDI和纯MDI销量也得到大幅提升，纯MDI与聚合MDI营业收入和毛利率同比大幅提升带来公司净利润大幅增长。

图 1 2011 年公司营业收入构成



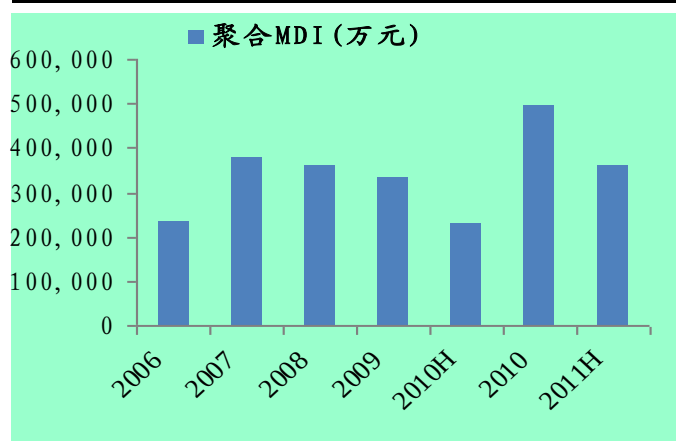
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 2 2011 年公司营业利润构成



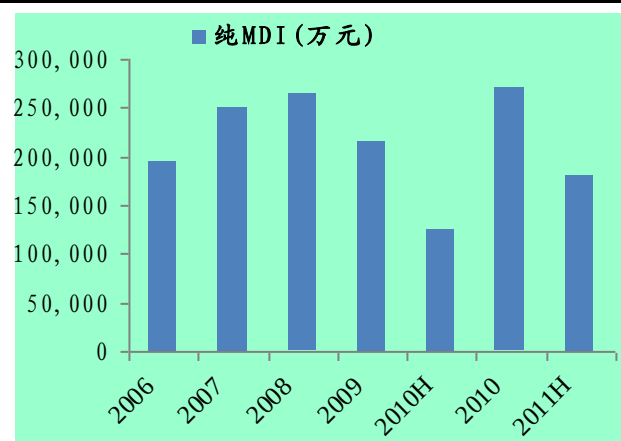
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 3 公司近年来聚合 MDI 营业收入情况



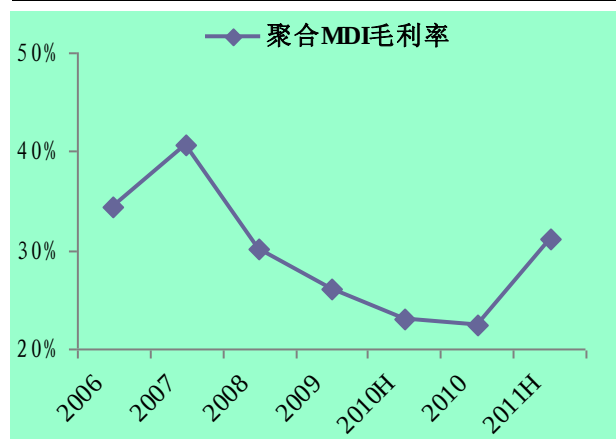
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 4 公司近年来纯 MDI 营业收入情况



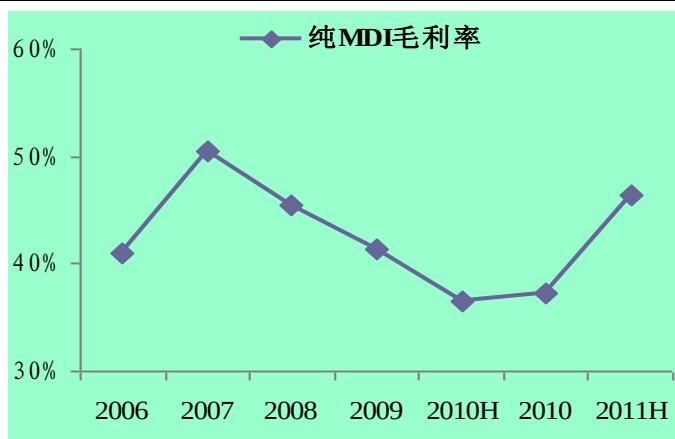
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 5 公司近年来聚合 MDI 毛利率情况



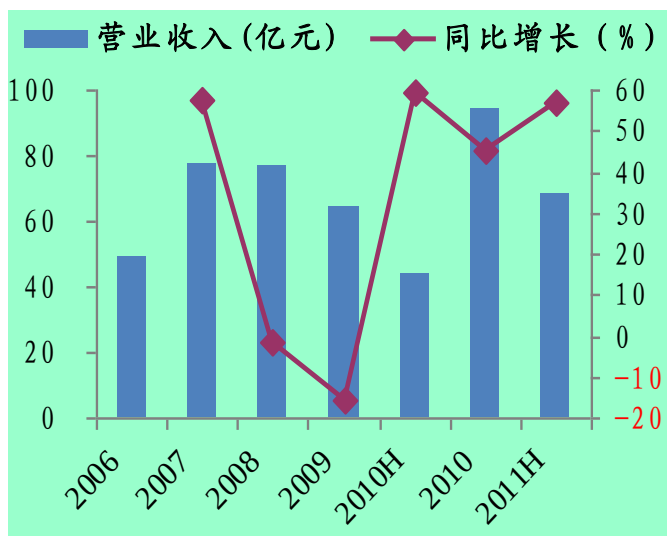
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 6 公司近年来纯 MDI 毛利率情况



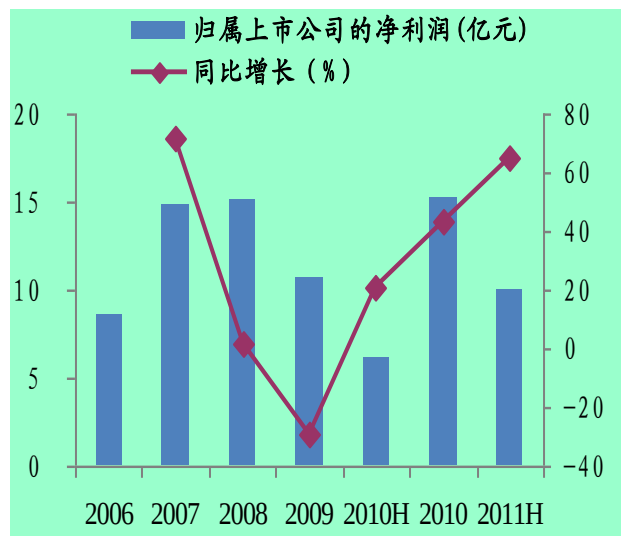
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图7 公司近来来营业收入及同比增长率



资料来源：公司公告 国海证券研究所

图8 公司归属于上市公司净利润及同比增长率



资料来源：公司公告 国海证券研究所

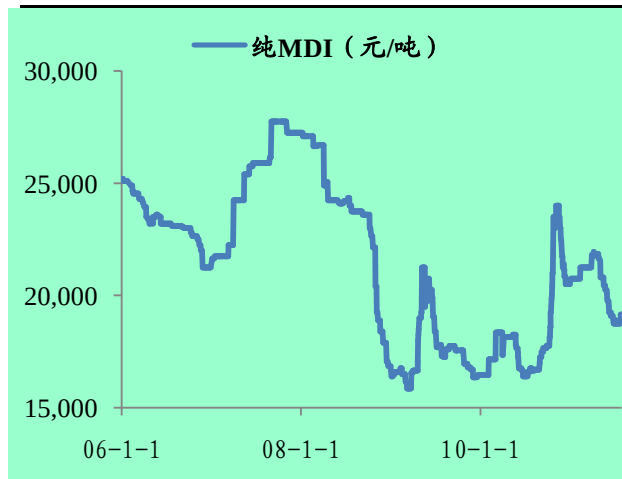
聚合MDI和纯MDI价格出现回落，苯胺价格反弹，公司三季度业绩将环比出现下滑

据了解，2010年国内MDI需求达到130万吨；2011年国内MDI需求增速有望超过15%，未来若建筑节能领域需求启动，国内MDI年增需求将至少为30万吨，从未来3年内全球MDI供给增量来看，MDI仍将维持供求偏紧的格局。

从2011年5月下旬开始，国内聚合MDI价格出现一定幅度回落，目前聚合MDI市场价格为1.55万元/吨，较2011年上半年聚合MDI价格高点下降幅度超过200元/吨，纯MDI价格也由5月份的2.15万元/吨下滑到目前为1.88万元/吨左右。我们认为聚合MDI和纯MDI价格下降的主要原因为从5月下旬开始下游需求步入淡季，季节性需求环比下滑导致价格回落。

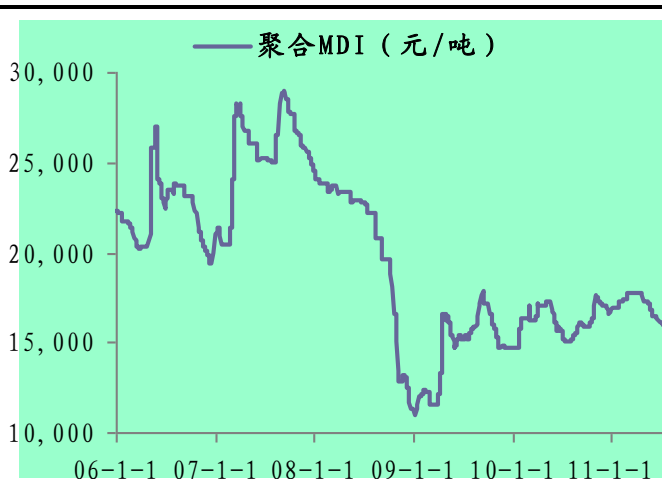
与此同时，国内苯胺市场价格由6月下旬的9850元/吨的价格触底反弹到目前的1.75万元/吨的水平，由于聚合MDI和纯MDI三季度价格出现回落，而苯胺价格三季度较二季度有所提升，我们预计公司三季度业绩将环比二季度出现一定幅度下滑。

图9 纯MDI价格走势



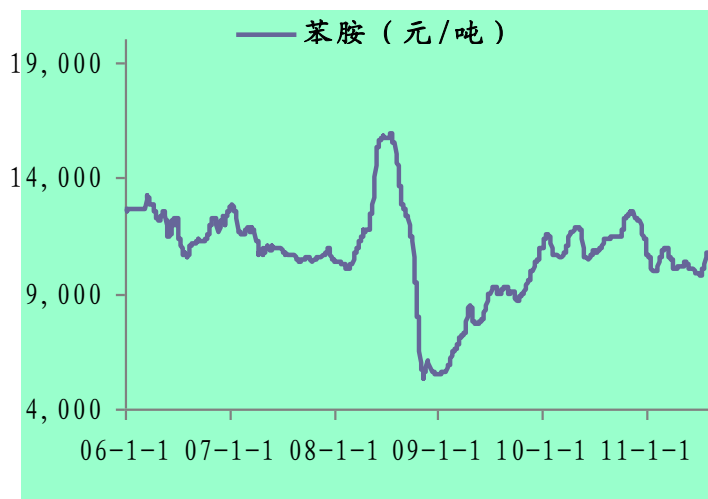
资料来源：环球聚氨酯 国海证券研究所

图10 聚合MDI价格走势



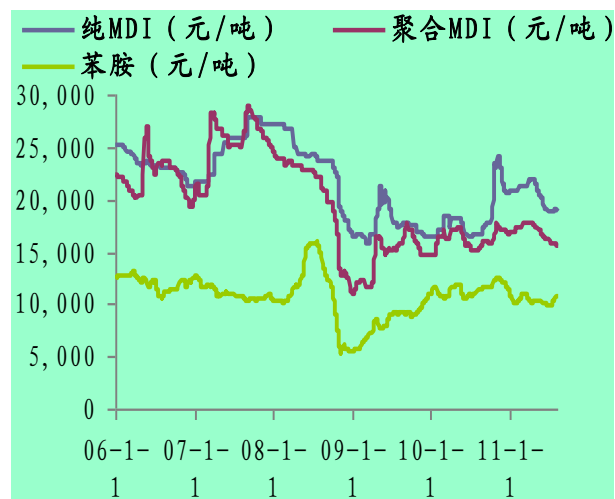
资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 11 苯胺价格走势



资料来源：环球聚氨酯 国海证券研究所

图 12 聚 MDI、纯 MDI、苯胺价格走势



资料来源：环球聚氨酯 国海证券研究所

预计今年9月份随着北方管道保温工程步入旺季，聚合MDI价格将有所好转，纺织服装步入旺季，纯MDI价格也将出现回升，我们预计公司四季度业绩将较三季度业绩出现显著回升。

“原料自给+成本下降+规模扩张+海外并购”：公司业绩迎来新一轮的增长

公司目前MDI总产能达到82万吨(烟台20万吨/年和宁波万华62万吨/年)。公司苯胺目前自给率超过50%以上，公司产能规模扩大、产业链延伸后业绩也必将迎来新一轮增长。公司烟台本部厂区未来有可能搬迁到新的厂区，新厂区计划5年搬迁完成，新厂区面积达到10平方公里，烟台本部规划未来MDI产能达到60万吨，TDI产能达到30万吨/年，我们预计公司2015年MDI总产能达到150万吨左右，跻身于世界MDI前三强。“原料自给+成本下降+规模扩张”迎来公司业绩迎来新一轮增长。

表 1 公司未来产能计划 (单位: 万吨)

	2004	2005	2006	2007	2008	2010E	2015E
台本部	10	12	12	12	20	20	60
宁波万华 (74.5%)	—	—	16	24	30	60	90
总计	28	38	28	36	50	80	150

资料来源：国海证券研究所

2011年2月，烟台万华大股东收购匈牙利博苏公司的股权，集团收购收购博苏完成后其相应的MDI和TDI资产可能会注入到上市公司，对于烟台万华加速实现全球布局，具有战略意义。

二级市场投资建议

我们认为未来5年烟台万华业绩将迎来新一轮大幅增长，我们预测公司2011、2012、2013年EPS分别为0.88元、1.20元、1.45元，我们非常看好拥有技术、规模、服务等众多优势的公司未来的长期发展，维持公司“买入”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。