

## 公司研究

基础化工

评级：维持“买入”

## 基础资料

|           |      |
|-----------|------|
| 总股本（百万股）  | 2162 |
| 总市值（亿元）   | 369  |
| 流通股数（百万股） | 2162 |
| 流通市值（亿元）  | 369  |

## 信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼6层

## 郭荆璞

SAC 执业证书 S1500510120013  
010-63081257  
guojingpu@cindasc.com

## 联系人：

赵雅君

010-63081095  
zhaoyajun@cindasc.com

麦土荣

010-63081084  
maiturong@cindasc.com

印培

010-63081087  
yinpei@cindasc.com

## 烟台万华（600309）：11年中报点评

## ——基本面趋势不变，盈利能力稳定

2011年8月16日

## ◆ 中报业绩基本符合预期

烟台万华发布 2011 年中报，上半年实现营业收入 68.78 亿元，同比增长 57.03%；实现营业利润 15.01 亿元，同比增长 115.34%；归属上市公司股东的净利润 9.98 亿元，实现每股收益 0.46 元。

## ◆ 公司毛利率保持在较高水平

公司营业收入增长得益于宁波二期 30 万吨产能的完全达产，公司产量增长，出口也随之增加，国外地区营业收入同比增长 97.86%。目前公司本部产能 20 万吨，宁波产能 60 万吨，配套 36 万吨苯胺，可以满足宁波工厂 48 万吨 MDI 的生产。公司上半年综合毛利率达到 33%，比 10 年毛利率水平提高了 9 个百分点，其中纯 MDI 毛利率 46%，聚合 MDI 毛利率 31%。二季度聚氨酯处于淡季，产品价格下滑，但由于公司自产苯胺的成本较低，而市场上的苯胺由于公司新增的产能，价格也大幅滑落，外购苯胺成本不高，公司毛利率较一季度保持稳定。

## ◆ 公司未来产能稳步扩张，享受 MDI 景气周期

公司宁波二期技改完成了能评和环保项目验收，总共扩产 60 万吨 MDI。预计今年先有 10 万吨产能达产，到 2013 年，宁波地区产能翻倍，达到 120 万吨。未来三年 MDI 行业其他公司扩产较少，全球只有巴斯夫在重庆的 40 万吨新增产能预计在 2014 年投产，以及韩国锦湖三井小规模扩产项目。行业竞争格局有序，公司享受未来三年的景气周期。

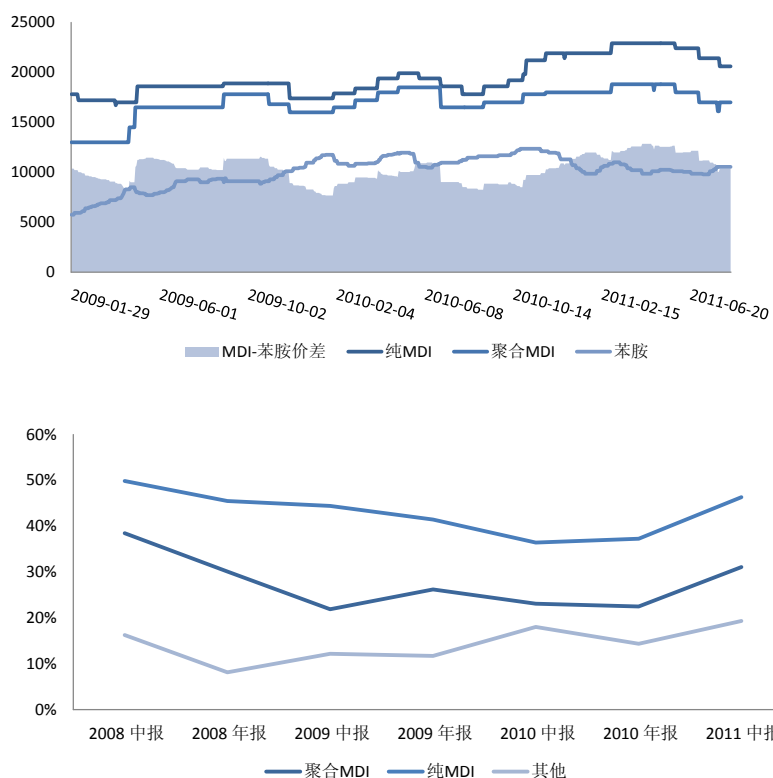
## ◆ 维持“买入”评级

鉴于 MDI 行业未来三年处于景气周期，公司产能稳步扩张，毛利率维持较高水平，我们预测 2011 年至 2012 年每股收益为 1.07、1.29 元，对应当前股价（2011 年 8 月 16 日收盘价 17.08 元）的市盈率为 16、13 倍，给予 2011 年 20 倍市盈率，目标价 21 元。

## ◆ 风险提示

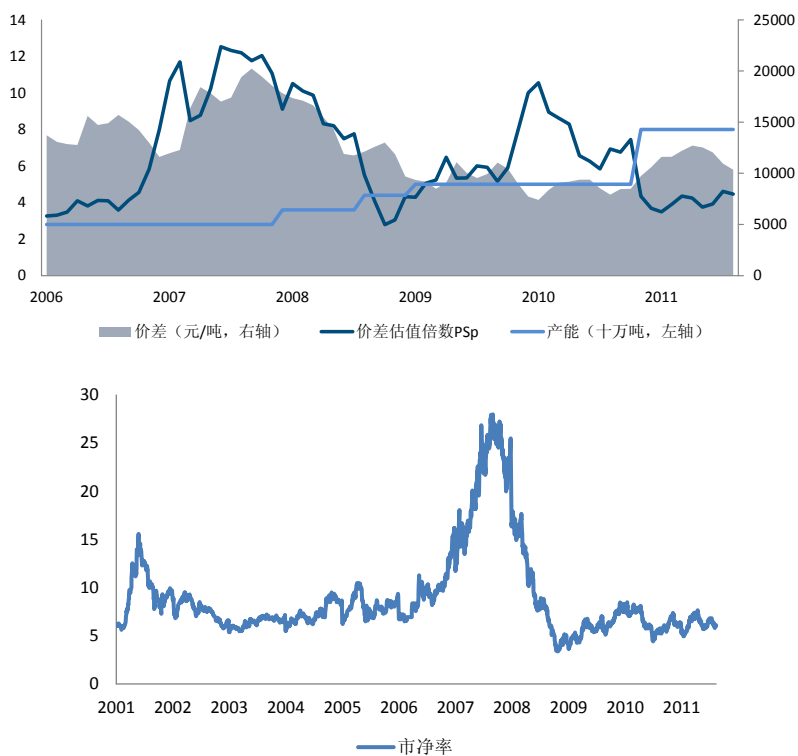
未来 MDI 需求持续低迷。

图表 1: 主营产品价格、价差、毛利率



资料来源: 信达证券

图表 2: 价差估值 PSp, 历史 PB



资料来源: 信达证券

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                        |
|--------|------|---------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈买入 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上       |
|        | 买入   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间  |
|        | 持有   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|        | 卖出   | 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上       |
| 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       |

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6 层

邮编：100031

传真：0086 10 63081102