

烟台万华（600309）

推荐（维持）

拟建项目前景良好，并为公司产业链延伸奠定基础

市场数据

报告日期	2011-11-22
收盘价(元)	13.95
总股本(百万股)	2162.33
流通股本(百万股)	2162.33
总市值(百万元)	30164.57
流通市值(百万元)	30164.57
净资产(百万元)	6971.53
总资产(百万元)	15505.05
每股净资产	3.22

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9430	14600	17497	21683
同比增长(%)	45.2%	54.8%	19.8%	23.9%
净利润(百万元)	1530	1996	2702	3741
同比增长(%)	43.5%	30.4%	35.4%	38.4%
毛利率(%)	25.3%	29.1%	31.2%	33.4%
净利率(%)	16.2%	13.7%	15.4%	17.3%
净资产收益率(%)	24.9%	26.7%	27.6%	28.8%
每股收益(元)	0.71	0.92	1.25	1.73
每股经营现金流(元)	0.19	1.35	1.62	2.19

相关报告

《MDI 销量增加和毛利率提升推动业绩增长》2011-10-28

《前三季度业绩符合预期，长期成长前景明确》2011-10-12

《上半年业绩符合预期，MDI 前景向好》2011-8-15

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

投资要点

事件：

烟台万华公布第五届董事会 2011 年第四次临时会议决议公告，董事会审议通过《关于建设环氧丙烷及丙烯酸酯一体化项目的议案》，主要内容为：60 万吨/年丙烷脱氢制丙烯（PDH）、24 万吨/年环氧丙烷（PO）、22.5 万吨/年丁醇、30 万吨/年丙烯酸及配套的丙烯酸酯和 30 万吨/年聚醚多元醇装置等。项目总投资 148.8 亿元，其中约 37 亿元为自有资金，其余约 111 亿元通过银行贷款解决（贷款资金已经由控股股东万华实业集团有限公司与中国银行、中国进出口银行签订了长期战略合作协议）。

上述项目已经烟台市发改委备案，其他相关手续正在办理中，并需提交股东大会审议。

点评：

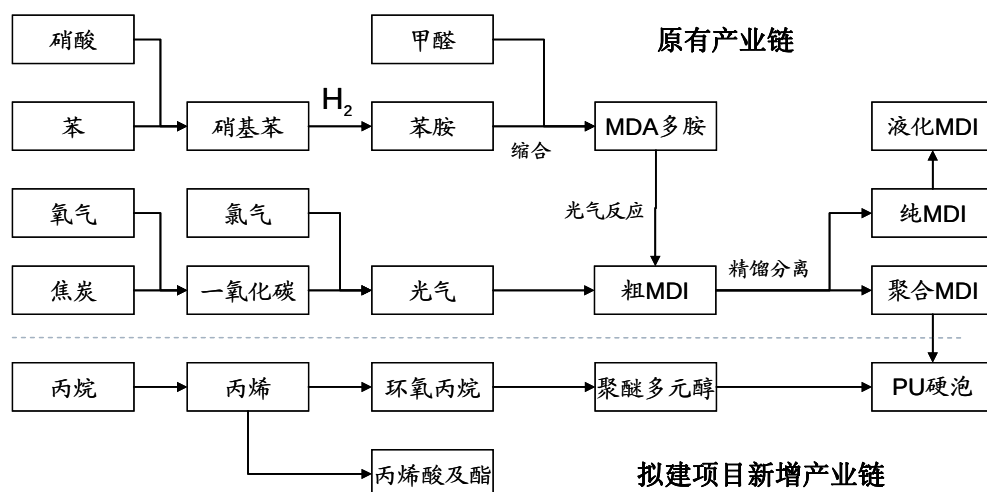
- 拟建项目属烟台老厂搬迁配套项目，为公司产业链延伸奠定基础。烟台万华老厂搬迁项目在烟台临港工业区拟新建 60 万吨 MDI 和 30 万吨 TDI，以及氯碱、合成氨、硝酸、苯胺等一系列项目，一体化程度较高；本次公布的配套项目通过 PDH 制环氧丙烷，进而生产聚醚多元醇，将使得公司在聚氨酯硬泡领域构筑从初始原料到终端制品的完整产业链，并增强公司现有聚醚业务的竞争力；另一方面，以丙烯为原料的丙烯酸及其酯类产品将有助于公司进入以异氰酸酯、丙烯酸酯为原料的涂料产业。

- **丙烷脱氢制丙烯（PDH）项目前景良好。**目前全球的丙烯主要来源于石脑油裂解制乙烯和石油炼制的催化裂化，但在高油价背景之下，美国、沙特等国家大规模开发页岩气、油田伴生气等碳原子数较少的非常规油气资源，由此造成丙烯供应的相对紧张。利用廉价、易得的LPG（液化石油气）生产丙烯及其下游产品具有很好的盈利前景，吸引了一批企业参与投资：据不完全统计，目前全球规划或在建的PDH装置折合的丙烯产能超过800万吨（约相当于全球丙烯消费量的10%）。

对于万华而言，虽然业内目前存在一批PDH规划项目，但是公司在投产进度上将具备先发优势，PDH环节若能顺利实施，则公司的聚醚、丙烯酸及其酯产品相比外购丙烯的生产企业将具备较为明显的成本优势。

- **NPU装置停产对国内MDI价格未产生明显影响。**本月13日，日本东曹PVC工厂爆炸导致NPU部分MDI装置停工（复产时间未定），NPU每月向中国出口1万余吨MDI，并为其在中国温州瑞安的5万吨/年MDI精馏装置提供原料，其出口量约占国内消费量的10%。上述事件对国内MDI企业具有一定的正面影响，但由于目前国内MDI潜在供应能力较为充裕（万华宁波二期等装置检修），价格尚未有明显反应。
- **维持“推荐”评级。**本次公告拟建项目需经过股东大会审议，而贡献利润预计要在2013年以后，对万华短期业绩暂无影响。结合我们对经济形势和MDI需求的判断，我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.92、1.25、1.73元，MDI景气短期受经济景气下行、下游客户资金面紧张等因素影响而处于相对低位，但是长期来看，其整体供需格局依然有序，宁波万华技改扩产将是未来三年内最主要的新增产能，烟台万华有望据此分享行业需求的增长，而拟建项目则将为公司产业链的延伸奠定基础，我们维持“推荐”的投资评级。

图1 烟台万华产业链示意图



数据来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4801	5979	6660	9736
货币资金	898	1004	800	2606
交易性金融资产	40	35	35	35
应收账款	608	584	700	867
其他应收款	42	58	70	87
存货	1168	1657	1926	2311
非流动资产	8142	8520	11117	12627
可供出售金融资产	174	111	111	111
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	8766	10088
在建工程	424	245	1622	1811
油气资产	0	0	0	0
无形资产	229	230	231	232
资产总计	12943	14499	17776	22363
流动负债	3722	3447	3699	4034
短期借款	2277	800	888	900
应付票据	422	518	602	722
应付账款	577	828	963	1156
其他	446	1301	1246	1256
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	5506	5755	6087
股本	1663	2162	2162	2162
资本公积	109	109	109	109
未分配利润	3220	3812	5791	8543
少数股东权益	1009	1520	2244	3298
股东权益合计	7155	8993	12021	16275
负债及权益合计	12943	14499	17776	22363

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1530	1996	2702	3741
折旧和摊销	321	499	595	723
资产减值准备	32	-78	0	0
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	155	160	147
投资损失	-203	-20	-25	-30
少数股东损益	191	511	725	1054
营运资金的变动	1187	130	656	890
经营活动产生现金流量	744	2908	3511	4744
投资活动产生现金流量	-2028	-838	-3180	-2205
融资活动产生现金流量	1259	-1965	-535	-733
现金净变动	-25	106	-204	1806
现金的期初余额	1177	898	1004	800
现金的期末余额	1153	1004	800	2606

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9430	14600	17497	21683
营业成本	7042	10354	12039	14444
营业税金及附加	27	66	79	98
销售费用	274	394	472	585
管理费用	536	949	1050	1193
财务费用	35	155	160	147
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	2702	3723	5247
营业外收入	267	150	165	182
营业外支出	2	20	15	10
利润总额	1938	2832	3873	5418
所得税	217	326	445	623
净利润	1721	2507	3427	4795
少数股东损益	191	511	725	1054
归属母公司净利润	1530	1996	2702	3741
EPS (元)	0.71	0.92	1.25	1.73

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	45.2%	54.8%	19.8%	23.9%
营业利润增长率	46.8%	61.6%	37.8%	40.9%
净利润增长率	43.5%	30.4%	35.4%	38.4%
盈利能力(%)				
毛利率	25.3%	29.1%	31.2%	33.4%
净利率	16.2%	13.7%	15.4%	17.3%
ROE	24.9%	26.7%	27.6%	28.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	44.7%	38.0%	32.4%	27.2%
流动比率	1.29	1.73	1.80	2.41
速动比率	0.98	1.25	1.28	1.84
营运能力(次)				
资产周转率	0.83	1.06	1.08	1.08
应收帐款周转率	17.85	22.99	27.26	27.67
每股资料(元)				
每股收益	0.71	0.92	1.25	1.73
每股经营现金	0.19	1.35	1.62	2.19
每股净资产	2.84	3.46	4.52	6.00
估值比率(倍)				
PE	19.50	14.95	11.04	7.98
PB	4.85	3.99	3.05	2.30

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.xyzq.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。