

MDI 触底反弹

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

16.50 元

期限: 6 个月 上次预测: 28.00 元

现价(2011 年 12 月 30 日): 12.90 元

报告日期: 2012-1-3

报告关键点:

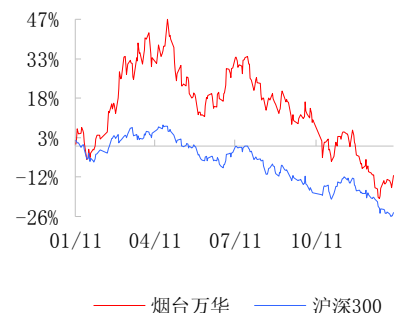
- MDI触底反弹
- 产能投放驱动业绩增长
- 维持买入-A评级

报告摘要:

- MDI触底反弹: 巴斯夫总部宣布全球黑白料涨价300美金, 将1月挂牌价定在20000元/吨。之后, 另一MDI巨头亨斯迈公司也于12月19日宣布, 自2012年1月1日起上调亚太地区所有MDI产品价格, 提价幅度为200美元/吨。国际巨头的提价推动了国内MDI价格上涨, 本月涨幅已高达20%。前期价格跌幅过大、主要生产厂检修导致供给偏紧以及下游厂商库存不足是此次提价最主要的动因。虽然目前需求仍然萎靡, 成交一般, 但是预示着MDI预计随着明年春节后旺季到来, MDI 价格有望重回上涨趋势。
- 产能投放驱动业绩增长: 公司现有产能80万吨, 其中烟台20万吨, 宁波一期30万吨, 宁波二期30万吨, 2012年宁波三期60万吨装置将投产, 预期上半年投产30万吨, 年底再投产30万吨, 总产能将达到140万吨。虽然下游需求增速有所放缓, 但是MDI产能扩张有限, 巴斯夫的重庆工厂需要到2014年才可建成投产。我们判断公司逐步消化新增产能的压力不大。
- 维持买入-A评级: MDI价格目前正处于低位回升阶段, 公司盈利能力也在四季度到达低点, 2012年一季度业绩环比预计改善明显。公司目前估值也处于历史底部, 我们认为公司投资价值已现, 按2012年EPS 1.10元, 给予15倍估值, 6个月目标价16.5元, 维持买入-A评级。
- 风险提示: 原材料短期导致开工率不足; 下游疲软导致需求下滑

总市值(百万元)	27,894.12
流通市值(百万元)	27,894.12
总股本(百万股)	2,162.33
流通股本(百万股)	2,162.33
12个月最低/最高	11.40/28.65 元
十大流通股东(%)	60.04%
股东户数	84,623

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.40	(9.79)	13.88
绝对收益	(2.57)	(18.92)	(11.13)

刘军
021-68766167
执业证书编号
谭志勇
021-68765172
执业证书编号

首席行业分析师
liujun@essence.com.cn
S1450511020010
行业分析师
tanzy2@essence.com.cn
S1450511020017

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,492.9	9,429.8	14,125.8	19,075.5	25,809.1
Growth(%)	-15.7%	45.2%	49.8%	35.0%	35.3%
净利润	1,066.4	1,530.2	1,451.6	1,829.9	2,357.2
Growth(%)	-29.4%	43.5%	-5.1%	26.1%	28.8%
毛利率(%)	29.0%	25.3%	24.1%	23.5%	24.8%
净利润率(%)	16.4%	16.2%	10.3%	9.6%	9.1%
每股收益(元)	0.49	0.71	0.87	1.10	1.42
每股净资产(元)	2.69	3.31	4.69	5.66	6.92
市盈率	25.3	17.6	14.3	11.3	8.8
市净率	4.6	3.8	2.7	2.2	1.8
净资产收益率(%)	22.0%	24.0%	21.4%	22.1%	23.3%
ROIC(%)	17.3%	21.9%	16.9%	14.6%	14.0%
EV/EBITDA	16.0	13.0	11.6	10.2	8.2
股息收益率	1.8%	3.1%	2.1%	2.6%	3.4%

报告联系人

贾鹏
021-68765906
jiapeng@essence.com.cn

前期研究成果

烟台万华: MDI 步入景气周期
2011-03-23
烟台万华: 苯胺装置确立成本优势
2010-08-18
烟台万华: 建筑节能开启广阔市场
2009-12-16

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/12/29		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-15.7%	45.2%	49.8%	35.0%	35.3%
减: 营业成本	6,492.9	9,429.8	14,125.8	19,075.5	25,809.1	营业利润增长率	-31.1%	46.8%	6.6%	26.0%	50.1%
营业税费	27.5	27.3	77.9	105.2	142.4	净利润增长率	-29.4%	43.5%	-5.1%	26.1%	28.8%
销售费用	235.2	273.6	423.8	515.0	696.8	EBITDA 增长率	-24.5%	36.9%	35.5%	28.4%	38.7%
管理费用	449.7	535.7	819.3	1,106.4	1,496.9	EBIT 增长率	-30.0%	43.2%	25.5%	31.8%	45.9%
财务费用	53.5	35.1	361.0	579.8	752.4	NOPLAT 增长率	-26.3%	31.7%	12.5%	30.2%	26.1%
资产减值损失	9.7	32.5	49.7	29.9	40.5	投资资本增长率	4.0%	45.9%	50.7%	31.0%	25.6%
加: 公允价值变动收益	5.5	-14.8	-39.6	-	-	净资产增长率	6.9%	22.8%	8.9%	20.8%	22.3%
投资和汇兑收益	23.0	203.4	150.0	100.0	100.0						
营业利润	1,139.1	1,672.7	1,783.0	2,246.4	3,371.6	利润率					
加: 营业外净收支	310.9	265.0	180.0	200.0	200.0	毛利率	29.0%	25.3%	24.1%	23.5%	24.8%
利润总额	1,450.0	1,937.7	1,963.0	2,446.4	3,571.6	营业利润率	17.5%	17.7%	12.6%	11.8%	13.1%
减: 所得税	170.3	216.9	294.4	367.0	892.9	净利润率	16.4%	16.2%	10.3%	9.6%	9.1%
净利润	1,066.4	1,530.2	1,451.6	1,829.9	2,357.2	EBITDA/营业收入	22.8%	21.5%	19.5%	18.5%	19.0%
						EBIT/营业收入	18.4%	18.1%	15.2%	14.8%	16.0%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	179	193	187	154	122
交易性金融资产	1,177.4	897.9	2,925.2	3,915.1	5,261.8	流动营业资本周转天数	162	113	150	194	218
应收账款	57.2	39.6	-	-	-	流动资产周转天数	211	163	178	212	227
应收账款	346.9	650.6	766.7	1,035.3	1,400.7	应收帐款周转天数	18	13	14	17	17
应收票据	769.2	1,523.9	1,467.6	1,981.8	2,681.4	存货周转天数	38	37	35	35	35
预付帐款	654.6	520.4	2,085.9	4,216.8	7,050.8	总资产周转天数	486	431	404	403	373
存货	755.6	1,168.3	1,588.9	2,162.6	2,876.3	投资资本周转天数	436	377	374	385	364
其他流动资产	-0.0	-0.0	300.0	-0.0	-0.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	173.6	-	-	-	ROE	22.0%	24.0%	21.4%	22.1%	23.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	13.3%	8.9%	8.7%	9.0%
长期股权投资	198.8	20.0	190.9	190.9	190.9	ROIC	17.3%	21.9%	16.9%	14.6%	14.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,171.5	6,930.5	7,770.5	8,594.6	8,868.0	销售费用率	3.6%	2.9%	3.0%	2.7%	2.7%
在建工程	2,284.6	424.4	1,412.2	1,506.1	1,028.1	管理费用率	6.9%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%
无形资产	136.8	229.3	221.7	214.3	207.2	财务费用率	0.8%	0.4%	2.6%	3.0%	2.9%
其他非流动资产	108.4	364.5	63.7	52.2	46.4	三费/营业收入	11.4%	9.0%	11.4%	11.5%	11.4%
资产总额	9,661.2	12,942.9	18,793.2	23,869.7	29,611.6	偿债能力					
短期债务	2,126.8	2,276.6	7,954.7	11,512.0	15,324.8	资产负债率	39.7%	44.7%	58.5%	60.6%	61.1%
应付帐款	519.0	611.3	655.7	892.5	1,187.0	负债权益比	65.9%	80.9%	141.2%	153.6%	157.3%
应付票据	136.5	422.1	192.5	262.0	348.5	流动比率	1.17	1.29	1.03	1.08	1.21
其他流动负债	127.0	104.3	514.2	832.0	1,261.9	速动比率	0.94	0.98	0.85	0.90	1.03
长期借款	620.7	2,022.9	2,122.9	2,122.9	2,122.9	利息保障倍数	22.28	48.62	5.94	4.87	5.48
其他非流动负债	14.5	42.6	16.6	16.6	16.6	分红指标					
负债总额	3,836.1	5,787.7	11,000.1	14,457.6	18,101.9	DPS(元)	0.22	0.38	0.26	0.33	0.43
少数股东权益	773.9	1,008.7	1,204.0	1,428.5	1,717.8	分红比率	44.6%	54.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	1,663.3	1,663.3	1,663.3	1,663.3	1,663.3	股息收益率	1.8%	3.1%	2.1%	2.6%	3.4%
留存收益	3,387.3	4,479.4	4,925.8	6,320.2	8,128.5	业绩和估值指标					
股东权益	5,825.1	7,155.2	7,793.1	9,412.1	11,509.7	EPS(元)	0.49	0.71	0.87	1.10	1.42
现金流量表						BVPS(元)	2.69	3.31	4.69	5.66	6.92
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	PE(X)	25.3	17.6	14.3	11.3	8.8
加: 折旧和摊销	1,279.7	1,720.8	1,451.6	1,829.9	2,357.2	PB(X)	4.6	3.8	2.7	2.2	1.8
资产减值准备	289.3	320.6	604.0	701.9	768.6	P/FCF	13.9	-62.2	17.7	-232.6	79.8
公允价值变动损失	9.7	32.5	49.7	29.9	40.5	P/S	4.1	2.9	1.5	1.1	0.8
财务费用	-5.5	14.8	-39.6	-	-	EV/EBITDA	16.0	13.0	11.6	10.2	8.2
投资收益	22.4	54.8	13.3	361.0	579.8	CAGR(%)	17.6%	15.9%	45.9%	-100.0%	-100.0%
少数股东损益	-23.0	-203.4	-150.0	-100.0	-100.0	PEG	1.4	1.1	0.3	-0.1	-0.1
营运资金的变动	213.3	190.5	216.9	249.5	321.4	ROIC/WACC	1.8	2.2	1.7	1.5	1.4
经营活动产生现金流量	-347.4	-1,637.8	-2,775.2	-3,617.1	-4,821.7	REP	1.7	1.0	1.1	1.0	1.0
投资活动产生现金流量	1,454.4	413.4	-281.6	-326.1	-681.5						
融资活动产生现金流量	-1,772.2	-1,442.7	-2,508.7	-1,201.0	-451.0						
	-609.5	1,586.8	4,682.7	2,428.5	2,353.2						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

刘军、谭志勇分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034