



万华化学（600309）

2013年7月30日

MDI 量价齐升助公司业绩大幅增长

事件:

万华化学7月30日发布半年报,实现营业收入99.76亿元,同比增长39.32%,实现净利润15.10亿元,同比增长58.37%,合每股收益0.71元。

投资要点:

◆ **MDI 量价齐升,为实现全年销售计划奠定基础** 2013年上半年,MDI行业延续之前的回暖趋势,价格一直维持高位运行。公司继续使用“以销定产”的模式,实现了销量及利润的增长,主营产品国内销售收入比去年同期增长42.72%;国际业务二季度情况出现了好转,出口收入比去年同期增长27.15%。公司的全产业链经营模式,也使成本得到了较好的控制,销售毛利率较去年同期提升了3个百分点。

◆ **产能有序投放,MDI景气延续助产能消化无忧** 公司下半年宁波技改项目有20万吨新产能投产,2013年产能将达到140万吨,2014年烟台八角园区基地建成投产后,MDI总产能将达到200万吨,规模将跃居全球第一。未来2-3年,全球MDI新增产能较少,而MDI需求增速预计维持在5%左右。目前全球开工率在85%左右,整体供应偏紧张,因此我们推测公司新增产能销售情况良好。

◆ **布局全产业链,向国际化巨头迈进** 在扩建MDI产能的同时,公司配套建设了上游原料生产装置,使生产成本得到了很好的控制。公司同时向MDI下游产品延伸,目前公司HMDA、HMDI和水性涂料等产品项目进展顺利,将成为公司未来新的盈利增长点。公司目标成为聚氨酯行业的国际化巨头企业。

◆ **投资建议** 我们预测公司2013-2015年EPS分别为1.45元、1.69元和1.90元,对应当前股价的PE分别为10倍、9倍和8倍。考虑到公司未来两年受益于行业景气度延续、产能释放等因素,给予公司“增持”评级。

◆ **风险提示** 行业景气下行的风险;新增产能增速过快的风险;新项目不能如期达产的风险。

盈利预测

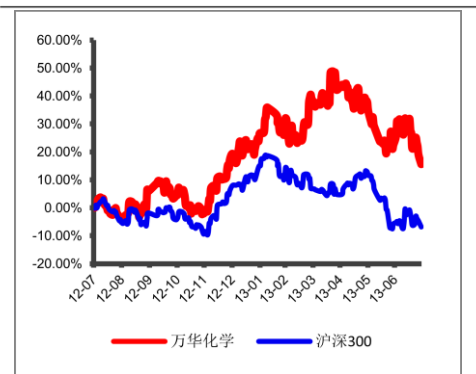
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率
2011A	13662.31	44.88%	1853.90	21.15%	0.86	30.55%
2012A	15942.13	16.69%	2348.88	26.70%	1.09	34.88%
2013E	18235.36	14.38%	3026.17	28.83%	1.45	33.77%
2014E	20889.43	14.55%	3422.76	13.11%	1.69	32.80%
2015E	23906.38	14.44%	3534.83	3.27%	1.89	30.31%

所属行业	化工行业
投资评级	增持
目标价格	17.00
当前价格	15.12

交易数据

52周股价区间	12.33-19.73
总市值(百万元)	32694.50
流通A股(百万股)	2162.33
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	10.31
日均成交额(百万元)	160.80

股价表现



分析师: 茹姗

执业证书编号: S0280512070001

Email: rushan@xsdzq.cn

Tel: 010-83561325



盈利预测和主要财务指标

资产负债表(百万元)	2013E	2014E	2015E	利润表(百万元)	2013E	2014E	2015E
货币资金	1851.72	2746.85	6341.15	营业收入	18517.18	21932.21	25794.21
应收票据及账款	3950.90	4679.54	5503.55	营业成本	12116.48	14577.40	17499.35
预付账款	490.83	1599.04	1880.61	营业税金及附加	86.65	102.63	120.70
其他应收款	78.35	92.80	109.14	销售费用	559.03	662.13	778.72
存货	1881.71	2263.89	2717.68	管理费用	1160.98	1375.10	1617.24
其他流动资产	27.90	27.90	27.90	财务费用	411.80	303.48	257.31
流动资产总计	8281.41	11410.02	16580.03	其他经营损益	-14.52	-14.52	-14.52
长期股权投资	45.17	45.17	45.17	投资收益	0.00	0.00	0.00
固定资产	10032.23	9106.54	8060.84	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
在建工程	135.00	125.00	25.00	营业利润	4167.72	4896.95	5506.37
无形资产	1103.15	1025.58	943.01	其他非经营损益	196.94	196.94	196.94
长期待摊费用	57.63	50.00	50.00	利润总额	4364.66	5093.89	5703.31
其他非流动资产	1820.76	1863.63	1901.76	所得税	579.29	676.08	756.96
非流动资产合计	13193.94	12215.92	11025.78	净利润	3785.37	4417.81	4946.35
资产总计	21475.35	23625.94	27605.81	少数股东损益	656.37	766.03	857.68
短期借款	1368.54	0.00	0.00	归属母公司股东净利润	3129.00	3651.78	4088.67
应付票据及账款	1513.84	1821.31	2186.38	EBITDA	6073.72	6775.39	7350.76
其他流动负债	1857.44	2224.06	2653.45	NOPLAT	3971.71	4510.21	4998.70
流动负债合计	4739.82	4045.38	4839.83	EPS(元)	1.45	1.69	1.89
其他非流动负债	4442.46	4442.46	4442.46	主要财务比率	2013E	2014E	2015E
非流动负债合计	12.50	12.50	12.50	成长能力			
负债合计	4454.96	4454.96	4454.96	营收增长率	0.16	0.18	0.18
股本	9194.78	8500.33	9294.79	EBIT 增长率	0.24	0.13	0.10
资本公积	3162.33	4162.33	5162.33	EBITDA 增长率	0.32	0.12	0.08
留存收益	-966.41	-1966.41	-2966.41	净利润增长率	0.25	0.17	0.12
归属母公司权益	7889.85	9968.86	12296.60	盈利能力			
少数股东权益	10085.77	12164.78	14492.52	毛利率	0.35	0.34	0.32
股东权益合计	2194.79	2960.82	3818.50	净利率	0.20	0.20	0.19
负债和股东权益合计	12280.56	15125.61	18311.02	ROE	0.31	0.30	0.28
现金流量表(百万元)	2013E	2014E	2015E	估值倍数	0.15	0.15	0.15
税后经营利润	3614.57	4247.01	4775.55				
折旧与摊销	1297.27	1378.02	1390.14	P/E	10	9	8
财务费用	411.80	303.48	257.31	P/S	12.31	10.55	9.42
其他经营资金	-156.75	-1559.38	-781.25	P/B	0.37	0.63	0.79
经营性现金净流量	5166.88	4369.13	5641.75	股息率	3.82	3.17	2.66
投资性现金净流量	-249.20	-229.20	-29.20	EV/EBIT	0.03	0.04	0.05
筹资性现金净流量	-4155.60	-3244.80	-2018.24	EV/EBITDA	13.44	14.98	16.16
现金流量净额	762.08	895.13	3594.31	EV/NOPLAT	10.57	11.94	13.11



分析师声明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级界定:

行业评级:

推荐: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

股票评级:

买入: 预期未来6个月股价涨幅: $\geq 15\%$

增持: 预期未来6个月股价涨幅: $10\% - 15\%$

中性: 预期未来6个月股价涨幅: $-10\% - +10\%$

减持: 预期未来6个月股价跌幅: $> 10\%$

免责声明:

本报告信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“新时代证券公司研发中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址: 北京市海淀区北三环西路 99 号西海国际中心 1 号楼 15 层

电话: 010-83561319