

烟台万华 (600309)

新格局，新考验

魏涛

0755-23976212

weitao@gtjas.com

- 业绩符合预期，但主业贡献度低于预期；目前毛利率仍维持较好水平，但吨毛利下降，下调公司盈利预测。

本报告导读：

投资要点：

- 2008 年公司实现收入 77.04 亿元，同比下降 1.27%；实现归属于母公司所有者净利润 15.1 亿元，同比增长 1.47%；净资产收益率 31.34%，实现摊薄后 EPS 为 0.91 元。公司拟分红方案为每 10 股分配现金红利 5 元，按昨日 13.4 元的收盘价计算，派息率达到 3.73%，属较高水平。
- 2008 年下半年，公司纯 MDI 毛利率为 40.3%，仍维持较高水平，但聚合 MDI 毛利率仅为 20.7%，较上半年几乎减少 18 个百分点。期间费用率保持平稳，相比 2007 年略有下降。2008 年公司实现经营活动净现金流 20 亿元，同比增长 56%。
- 2009 年我国消费 MDI 79 万吨，同比增长 8%。值得注意的是 2008 年月度出口数据中的聚合 MDI 出口量 2008 年 10 月出现跳跃式增长。
- 由于国内市场增长有限，2009 年公司销量增长重点将放在出口上，计划将出口增加 7 万吨至 15 万吨。公司将利用欧美聚氨酯下游生产商将采购渠道多元化这一契机来增加出口量。
- 按目前的原材料和产品价格测算，公司纯 MDI 毛利率仍达到 40%，聚合 MDI 毛利率在 30% 左右。但由于 MDI 价格绝对值已大幅下降，因此公司 MDI 产品吨毛利还是不可避免的出现较大幅度下降。
- 公司已获得高新技术企业批文，2008-2010 年享受 15% 所得税率。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 至 0.81 元、0.97 元、1.13 元，给予 2009 年 20 倍 PE，目标价 16 元，“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,804	7,704	6,529	8,483	9,516
(+/-)%	59%	-1%	-15%	30%	12%
经营利润 (EBIT)	2,291	1,700	1,679	2,346	2,750
(+/-)%	76%	-25%	-1%	40%	17%
净利润	1,481	1,510	1,347	1,615	1,875
(+/-)%	79%	2%	-11%	20%	16%
每股净收益 (元)	0.89	0.91	0.81	0.97	1.13
每股股利 (元)	0.40	0.50	0.32	0.39	0.45

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
经营利润率 (%)	29.4%	22.1%	25.7%	27.7%	28.9%
净资产收益率 (%)	37.8%	32.8%	24.9%	25.3%	25.0%
投入资本回报率 (%)	29.1%	24.5%	24.5%	31.0%	33.1%
EV/EBITDA	9.2	11.7	11.7	8.6	7.4
市盈率	15.1	14.8	16.6	13.8	11.9
股息率 (%)	3.0%	3.7%	2.4%	2.9%	3.4%

评级：谨慎增持

上次评级：增持

目标价格：¥16.00

上次预测：¥18.00

当前价格：¥13.41

2009.03.05

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.69 ~ 42.19
总市值 (百万元)	20,825
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,663/823
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.50
日均成交量 (百万股)	9.4
日均成交值 (百万元)	154.3

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	4,817.46
每股净资产	2.90
市净率	4.63
资产负债率	30.7%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.23	0.15
Q2	0.30	0.24
Q3	0.20	0.23
Q4	0.23	0.19
全年	0.91	0.81

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12.8	10.4	-66.5
相对指数	-11.0	6.9	-14.3

相关报告

央视大楼着火事件有望推动聚氨酯硬泡在建筑节能领域应用加速

(09.02.17)

四季度经营将好转，估值已具吸引力

(08.10.24)

模型更新时间: 2009.03.03

股票研究

石化工业

化学原料及化学制品制造业

烟台万华(600309)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥ 16.00

上次预测: ¥ 18.00

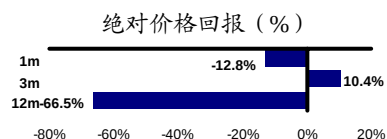
当前价格: ¥ 13.41

公司网址:

www.ytwh.com

公司简介

公司是国内唯一的 MDI 生产商。



52 周价格范围 7.69~42.19
市值 (百万) 20,825

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

主营业务收入

主营业务成本

税金及附加

主营业务利润

其他业务利润

营业费用

管理费用

EBIT

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、短期投资

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

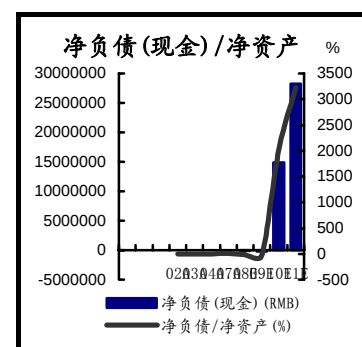
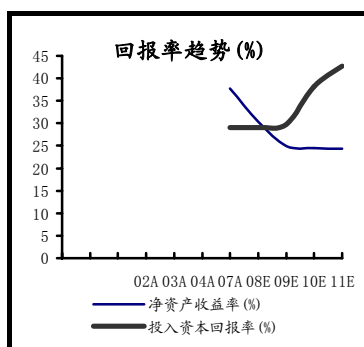
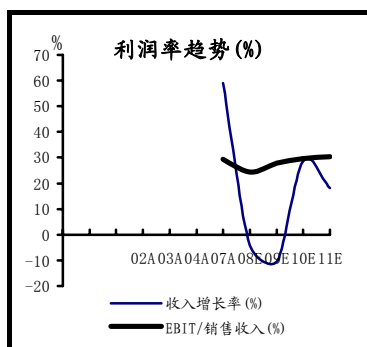
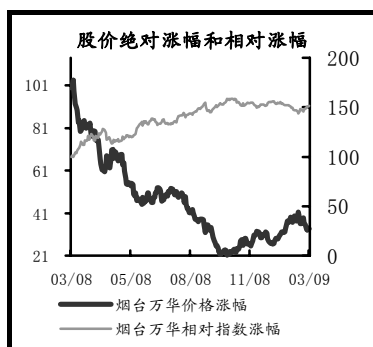
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	7,804	7,478	6,688	8,600	10,157
主营业务成本	4,652	4,935	4,170	5,335	6,353
税金及附加	67	52	54	60	71
主营业务利润	3,085	2,491	2,464	3,206	3,733
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	224	209	194	215	223
管理费用	571	449	408	447	416
EBIT	2,290	1,832	1,862	2,543	3,093
财务费用	54	68	98	124	96
营业利润	2,237	1,765	1,764	2,419	2,997
所得税	785	302	302	366	450
少数股东损益	216	201	211	293	420
净利润	1,481	1,511	1,500	1,781	2,129
资产负债表					
货币资金、短期投资	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
其他流动资产	1,429	1,194	2,225	3,132	4,529
长期投资	2,633	2,745	2,798	3,614	4,439
固定资产合计	35	35	35	35	37
无形及其他资产	3,317	3,185	3,020	2,872	2,738
资产合计	7,594	7,277	8,184	9,748	11,828
流动负债	2,553	921	834	1,043	1,213
长期负债	600	556	288	104	104
股东权益	3,923	4,981	6,031	7,278	8,768
投入资本(IC)	5,230	5,236	5,199	5,647	6,158
现金流量表					
NOPLAT	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
折旧与摊销	1,520	1,520	1,545	2,159	2,629
流动资金增量	235	278	295	311	323
资本支出	(1,351)	(152)	(139)	(607)	(654)
自由现金流	403	1,514	1,582	1,711	2,118
经营现金流	486	1,906	1,965	1,902	2,311
投资现金流	167	(132)	(118)	(152)	(180)
融资现金流	(201)	(2,009)	(816)	(843)	(735)
现金流净增加额	452	(235)	1,031	907	1,397
财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
成长性					
收入增长率	59.0%	-4.2%	-10.6%	28.6%	18.1%
EBIT 增长率	77.6%	-20.0%	1.6%	36.6%	21.6%
净利润增长率	79.3%	2.0%	-0.7%	18.7%	19.6%
利润率					
毛利率	40.4%	34.0%	37.6%	38.0%	37.5%
EBIT 率	29.4%	24.5%	27.8%	29.6%	30.4%
净利润率	19.0%	20.2%	22.4%	20.7%	21.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	37.8%	30.3%	24.9%	24.5%	24.3%
总资产收益率(ROA)	19.5%	21.1%	18.6%	18.5%	18.2%
投入资本回报率	29.1%	29.0%	29.7%	38.2%	42.7%
运营能力					
存货周转天数	43.73	55.36	85.17	86.55	94.48
应收账款周转天数	15.72	15.72	15.72	15.72	15.72
总资产周转天数	355.21	355.17	446.68	413.70	425.06
净利润现金含量	0.33	1.26	1.31	1.07	1.09
资本支出/收入	0%	2%	2%	2%	2%
偿债能力					
资产负债率	41.6%	20.6%	13.9%	11.9%	11.2%
净负债率	11.2%	-11.0%	-30.6%	2046.9	3222.3
估值比率					
PE	16.0	15.7	15.8	13.3	11.1
PB	6.0	4.8	3.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	5.1	6.1	6.0	4.5	3.8
P/S	3.04	3.17	3.55	2.76	2.34
股息率	2.8%	1.9%	1.9%	2.3%	2.7%



1、经营回顾

1.1. 业绩符合预期，但主业贡献度略低于预期

2008 年公司实现销售收入 77.04 亿元，同比下降 1.27%；实现归属于母公司所有者净利润 15.1 亿元，同比增长 1.47%；净资产收益率 31.34%，扣除非经常性损益后净资产收益率 25.53%。实现摊薄后 EPS 为 0.91 元，扣除非经常性损益后 EPS 为 0.74 元。非经常性损益主要为政府补助和往年度的所得税返还，报告期内合计确认 3.82 亿元。公司拟分红方案为每 10 股分配现金红利 5 元，方案尚待股东大会审议。按公司昨日 13.4 元的收盘价计算，公司派息率达到 3.73%，属于较高水平。

2008 年是不平凡的一年，全球金融危机蔓延，石油价格暴涨，公司重要原材料苯胺价格经历暴涨暴跌，对公司经营产生不小的影响。外需减弱使得公司下游家电、纺织、鞋等行业出口放缓，对 MDI 需求增速放缓。供应方面，2006 年投产后一直运行不稳定的上海联恒 24 万吨 MDI 装置逐渐运转正常，2008 年产量相比 2007 年大大提高；上海拜耳 35 万吨 MDI 装置 2008 年 9 月建成投产；烟台万华完成“13 改 20”，宁波一期也完成“24 改 32”。产能的大幅增加使我国 MDI 供求关系发生质的改变，由原来的不能自给变成产能充足，市场竞争更加激烈。2008 年，公司销售 MDI 36-37 万吨，同比增长 8.5%左右，增速较 2006、2007 年显著下降。

图 1：公司 2004 年以来收入、净利润及增长率

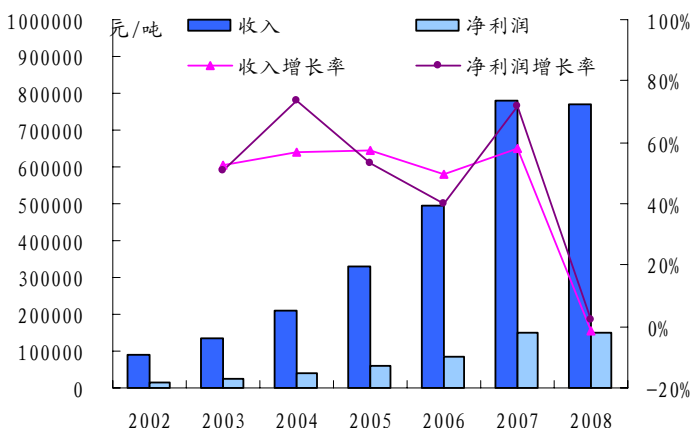
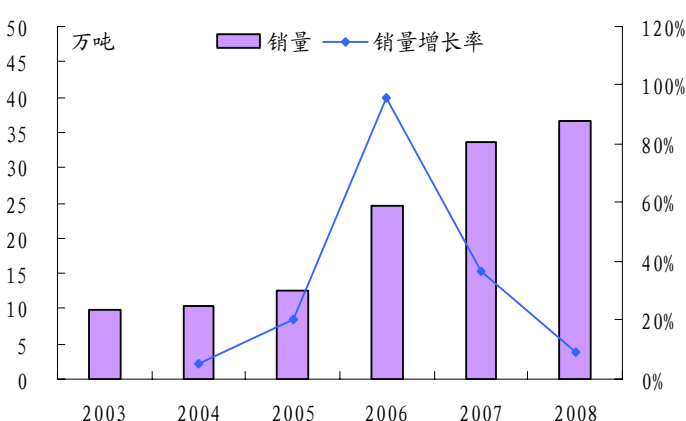


图 2：公司 2004 年以来净利润及增长



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

1.2. 季度毛利率波动剧烈

苯胺是 MDI 的主要原材料，生产 1 吨 MDI 需要 0.76 吨苯胺，2008 年苯胺成本在 MDI 生产成本中占比达到 60%，其价格变化对 MDI 生产成本影响很大。2008 上半年苯胺受国际石油价格不断上涨，奥运会导致部分苯胺企业限产、危险化学品限运、苯胺企业开工率低等多重因素影响，价格从 4 月初的 10800 元/吨左右开始快速上涨，6、7 月份达到 15000-16000 元/吨的高位，奥运会结束后苯胺价格迅速回落，到年底已下跌至 6000 元/吨。

MDI 价格从 2008 年初开始持续下跌，其中聚合 MDI 价格下跌最高超过 50%；纯 MDI 价格下跌 37%，导致下半年毛利率明显下滑，产品盈利能力下降。2008 下半年，公司纯 MDI 毛利率为 40.3%，仍维持较高水平，但聚合 MDI 毛利率仅为 20.7%，较上半年几乎减少 18 个百分点。

图 3: 2005 年以来国内聚合和纯 MDI 价格

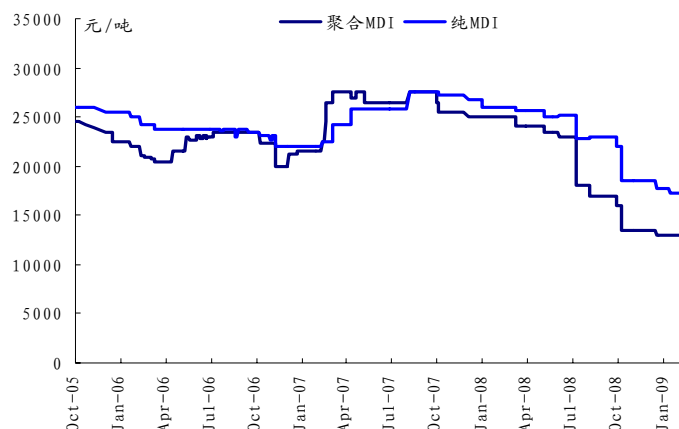


图 4: 2005 年以来国内苯胺价格

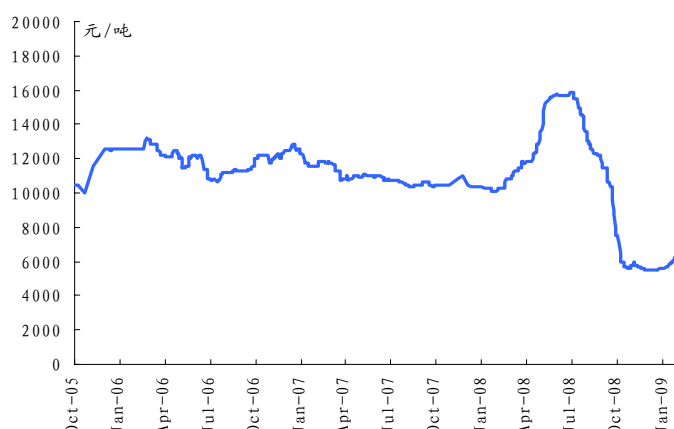


图 5: 公司 2006 年以来单季度综合毛利率

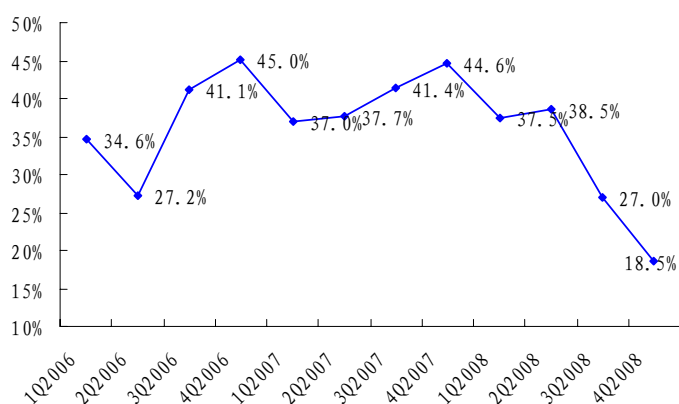
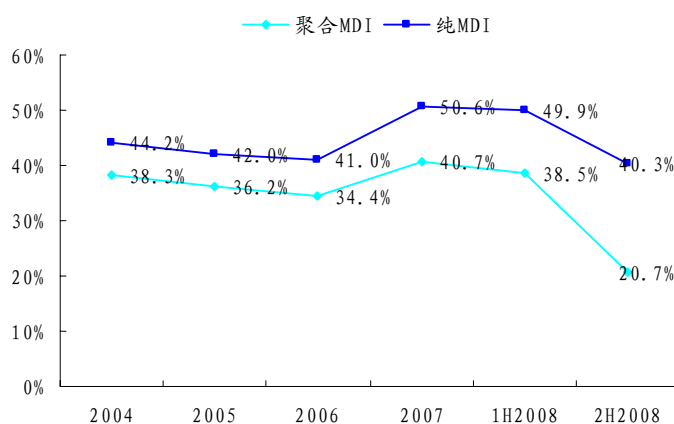


图 6: 公司 2004-2007, 及 2008 上下半年分产品毛利率

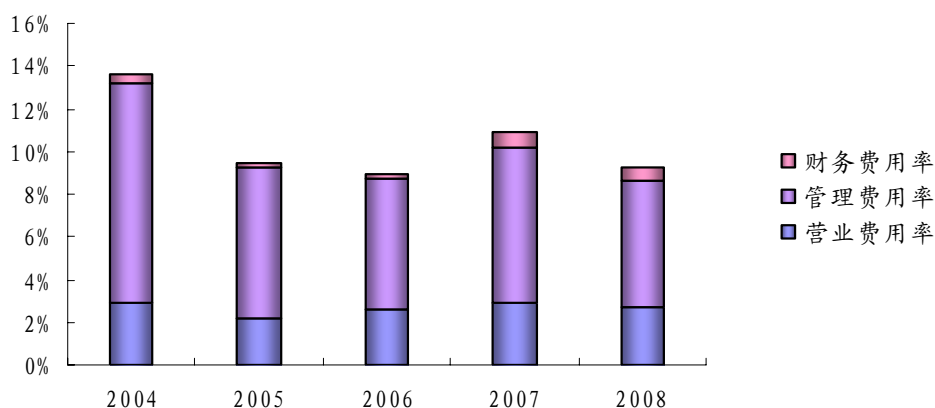


资料来源: 化工在线、环球聚氨酯网、公司财务报告、国泰君安证券

1.3. 费用率稳定, 现金流状况良好

公司资产负债率为 30.7%, 偿债风险低, 拥有进一步债务融资的能力; 应收账款低于 2008 年初水平和存货与 2008 年初基本持平, 均属于正常水平。期间费用率保持平稳, 相比 2007 年略有下降。2008 年公司实现经营活动净现金流 20 亿元, 同比增长 56%, 经营性现金流状况非常好。

图 7: 公司 2004 年以来三项费用率情况

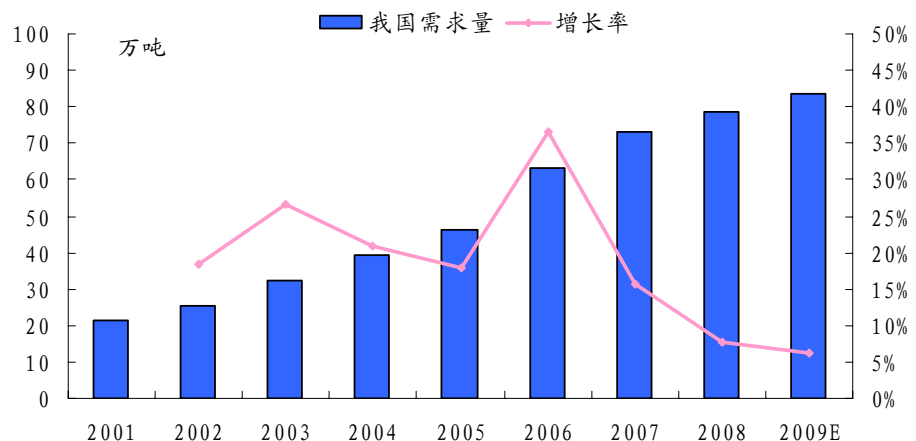


数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

2. 2008 年国内 MDI 消费量保持 8% 增长

2008 年我国消费 MDI 79 万吨，同比增长 8%，其中消费聚合 MDI 48 万吨，同比增加约 4 万吨；消费纯 MDI 30.8 万吨，同比增加约 1.8 万吨。经过多年快速增长后，国内 MDI 消费量增速从两位数降至一位数，未来 MDI 消费增长的主要潜在领域为建筑外墙保温，这一市场目前仍处于初级阶段，增速快但总量小，但长期来看将发展成为聚合 MDI 最大的应用领域。预计 2009 年国内 MDI 消费增速在 5-6%。

图 8：2001 年以来我国 MDI 消费量



资料来源：国泰君安证券

2008 年我国进口 MDI 39.1 万吨，同比下降 14.6%；出口 MDI 8.36 万吨，同比增长 39.8%；净进口量为 30.73 万吨，同比下降 22.8%。净进口量大幅下降主要由于国内产能日益充足，跨国厂商以本地产品替代进口。值得注意的是 2008 年月度出口数据中的聚合 MDI 出口量 2008 年 10 月出现跳跃式增长。烟台万华表示 2009 年公司力争使出口量翻一番，即由 8 万吨左右增加至 15 万吨左右，我们认为聚合 MDI 月度出口量是印证公司能否实现其出口目标的重要数据，需保持跟踪。

图 9：2005 年以来我国 MDI 净进口量和同比增速

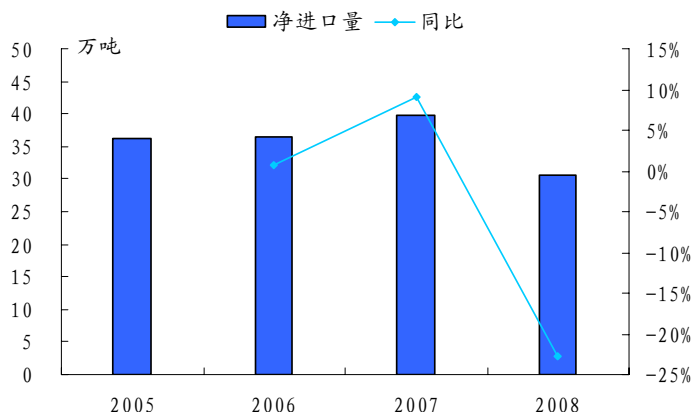
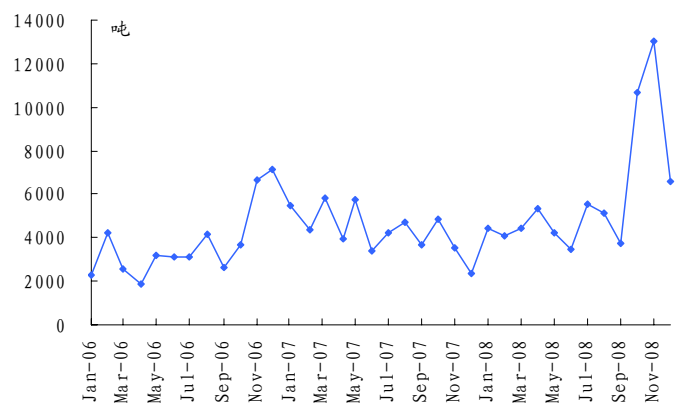


图 10：2006 年以来我国聚合 MDI 月度出口量



资料来源：石化工业协会、国泰君安证券

截至 2008 年底，国内 MDI 产能已经增加至 116 万吨，2010 年宁波万华二期 30 万吨项目建成后国内 MDI 产能将增加至 146 万吨，届时我国将成为辐射亚太地区的 MDI

供应中心，供应印度、东南亚等市场。

2.1. 聚合 MDI 需求增速较快

聚合 MDI 下游消费中冰箱、冰柜占比最高，约 48%，其他领域合计约 52%，主要有管道保温、冷链物流、胶黏剂、建筑外墙保温板、环保板材、太阳能热水器等。2008 年我国冰箱产量为 4756.9 万台，同比增长 8%；冰柜产量为 1177.6 万台，同比下降 1.4%；外墙保温板增速在 20%以上；环保板材增速在 15%以上；太阳能热水器增速在 30%以上。2009 年家电下乡有望带动冰箱、冰柜保持增长势头，而外墙保温板、环保板材、太阳能热水器仍将保持快速增长，预计 2009 年国内聚合 MDI 消费增长率在 6%左右。

图 11：2005 年以来我国冰箱产量和增速

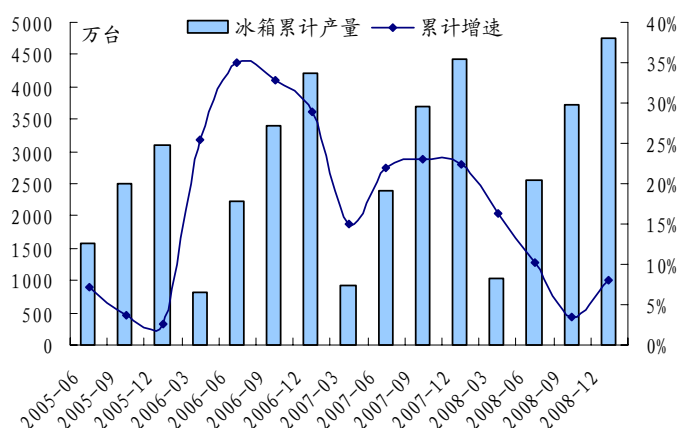
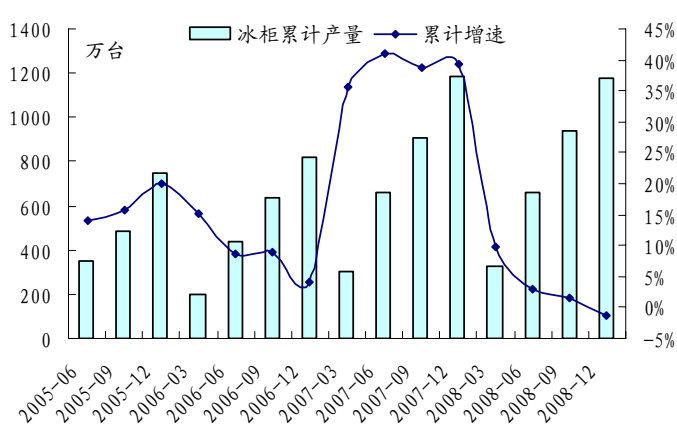


图 12：2005 年以来我国冰柜产量和增速



资料来源：中经数据，国泰君安证券

2.2. 纯 MDI2009 年仍将保持增长势头

纯 MDI 下游主要为合成革浆料、鞋底原液、氨纶、TPU 等领域，受金融危机影响，纯 MDI 下游消费增长明显放缓。2008 年我国合成革浆料产量为 110.5 万吨，同比下降 3.32%；鞋底原液产量为 23.8 万吨，同比增长 6.5%；氨纶产量为 20.22 万吨，同比增长 0.15%。2009 年在纺织行业复苏的带动下，预计纯 MDI 需求仍将保持 5%左右的增长。

图 13：2005 年以来我国轻质革产量和增速

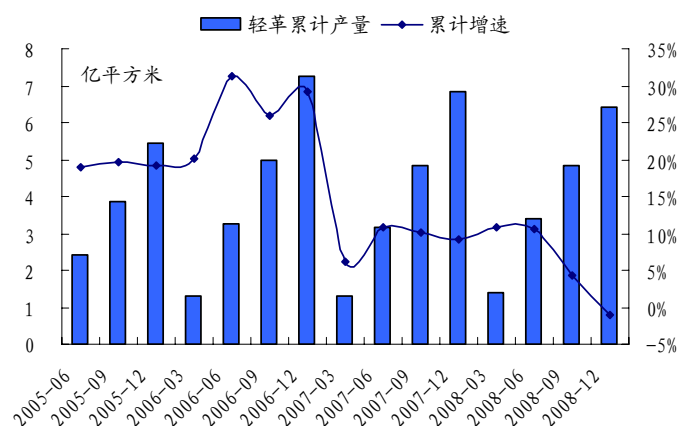
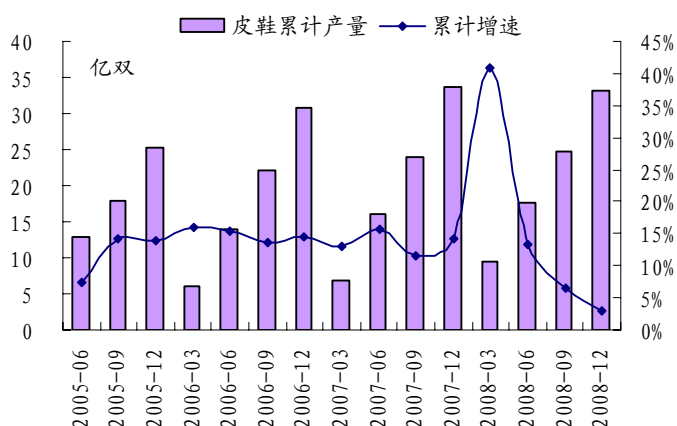


图 14：2005 年以来我国皮鞋产量和增速



资料来源：中经数据，国泰君安证券

图 15: 2003 年以来我国浆料产量和增速

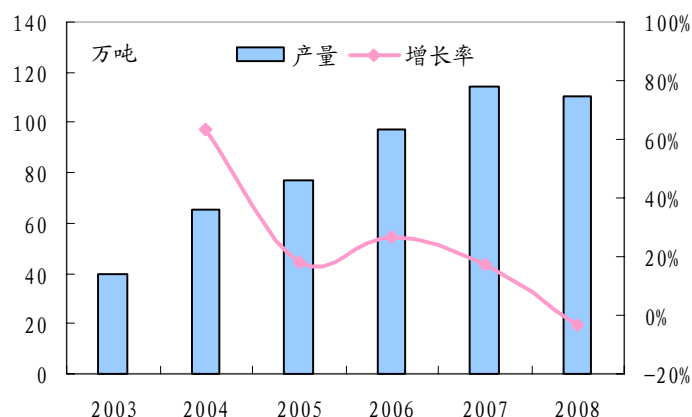


图 16: 2002 年以来我国鞋底原液产量和增速

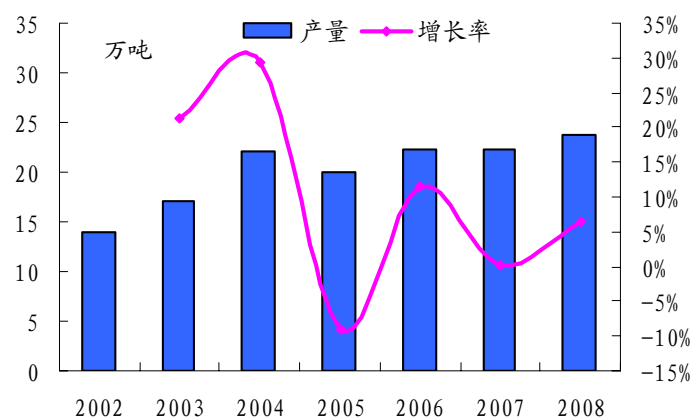
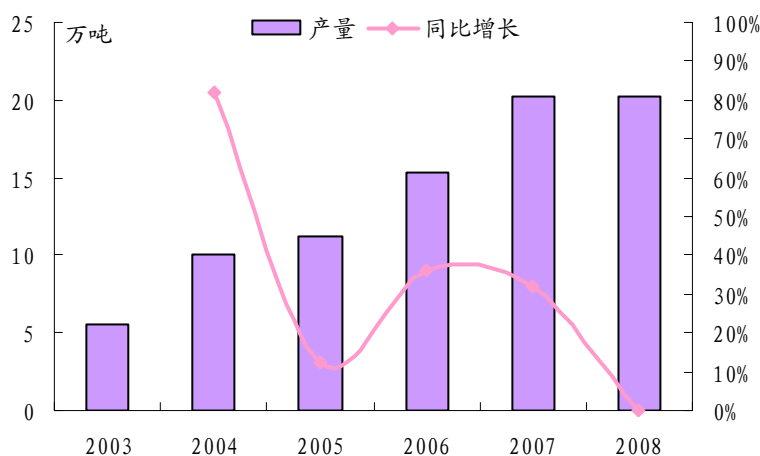


图 17: 2003 年以来国内氨纶产量和增速



资料来源: 环球聚氨酯网, 国泰君安证券

3. 产能按步扩张, 2009 年销量增长主要依赖出口

2008 年三季度在没有进行设备改造的情况下仅通过工艺流程调整就提高了宁波一期装置产能从 24 到 32 万吨。加上烟台装置 20 万吨的生产能力, 公司目前 MDI 总产能达到 52 万吨。宁波二期项目建设顺利, 计划于 2010 年二季度建成, 届时公司 MDI 产能将达到 80 万吨, 成为国内规模最大的 MDI 生产商。

由于国内市场增长有限, 2009 年公司销量增长重点将放在出口上, 计划将出口增加 7 万吨至 15 万吨。公司将利用欧美聚氨酯下游生产商将采购渠道多元化这一契机来增加出口量。

新产品开发方面, 公司过去大多采用“引进→消化吸收→再创新”的模式, 经过多年的发展, 公司已具备原发性创新能力。公司 HDI 产品完成中试, 2009 年有望形成 2000 吨产能; PC 中试设计已完成, 但由于市场环境低迷, 工业化生产装置建设要到 2010 年。

4. 毛利率目前仍保持较好水平，但吨毛利下降

按目前的原材料和产品价格测算（苯胺含税 6600 元/吨，纯 MDI 含税 16600 元/吨，聚合 MDI 含税 13000 元/吨），公司纯 MDI 毛利率仍达到 40%，聚合 MDI 毛利率在 30% 左右。但由于 MDI 价格绝对值已大幅下降，因此公司 MDI 产品吨毛利还是不可避免的出现较大幅度下降。

图 18：2005 年 10 月以来聚合 MDI—苯胺价差

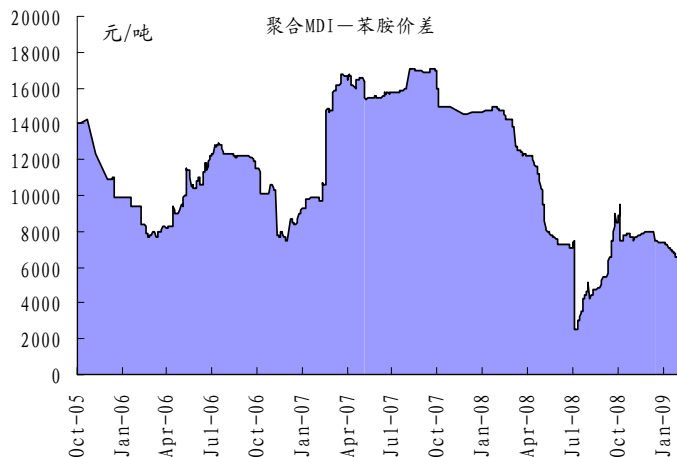
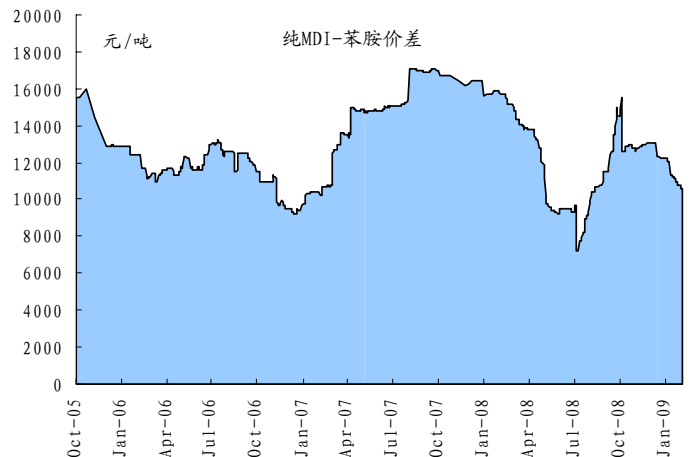


图 19：2005 年 10 月以来纯 MDI—苯胺价差



资料来源：公司财报、国泰君安证券

5. 新的格局，新的考验

经过十多年发展，我国 MDI 产业从无到有，从有到大，从大到强，在这个过程中，烟台万华作为市场的主角，也获得了超常规的发展。公司产能从不到 1 万吨发展到目前的 52 万吨，净利润从 1 千多万元增长到 15 亿元，不但为我国聚氨酯产业的发展做出了重大贡献，也为股东创造了丰厚的回报。放眼未来，国际化工巨头已在我国建立了大型 MDI 生产基地，国内供应从过去的紧缺变成充足，甚至富余，下游聚氨酯产业也从高速成长期进入稳定增长期，市场格局已出现了质的变化。未来的市场竞争将更加激烈，在新的市场格局下，烟台万华将如何面对考验，继续保持成长，我们充满期待，也将拭目以待。

6. 给予“谨慎增持”评级

公司已获得高新技术企业批文，2008-2010 年享受 15% 所得税率。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 至 0.81 元、0.97 元、1.13 元，给予 2009 年 20 倍 PE，目标价 16 元，“谨慎增持”评级。

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券研究所,基础化工行业研究员。

免责声明

本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本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com