

张志宏
 0755-82960064
 zhangzh@cmschina.com.cn

2009年3月5日

烟台万华(600309.SH)/13.41元

业绩持平难能可贵 苦练内功提升长期价值

原材料·基础化工

目标估值: 14元

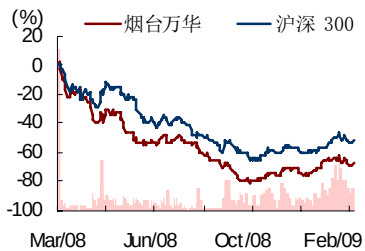
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2198
总股本(万股)	166333
已上市流通股(万股)	82343
总市值(亿元)	223
流通市值(亿元)	110
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	25.5
资产负债率	30.7%
主要股东	万华实业集团公司
主要股东持股比例	50.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-6	-66
相对表现	-14	-7	-15



相关报告

- 1、《烟台万华(600309)--产能提升与降税补助共保未来成长》2008/7/22
- 2、《烟台万华(600309)--成本压力正在缓解 需求回暖仍待观察》2008/10/27

烟台万华公布年报, 实现主营业务收入 77.04 亿元, 同比去年下降 1.3%, 实现营业利润 16.53 亿元, 同比下降 30.0%, 实现净利润 15.1 亿元, 同比增长 1.5%; 每股收益 0.91 元/股, 分配预案为 10 派 5 元, 分配预案较优厚。

- **公司 08 年业绩基本符合预期, 实属难能可贵。**在公司上半年利润有 45% 增长的情况下, 下半年由于受到国际金融危机的影响, MDI 价格大幅下跌, 对业绩冲击很大, 最终 08 年全年业绩与 07 年基础持平主要是由于 08 年公司共收到 3.8 亿元左右的所得税返还和财政补贴, 及公司加强了成本控制。其中第四季度实现 EPS 0.18 元/股左右 (扣除四季度收到的退税补贴, 实际 EPS 在 0.11 元/股左右), 综合毛利率仅为 18.5%, 为历年最低水平。
- **下游需求正在复苏, MDI 价格筑底反弹。**我们认为聚合 MDI 在 12000 元/吨、纯 MDI 在 16500 元/吨已成功筑底, 目前公司聚合 MDI 挂牌价已高于低点价格 1000 元/吨左右。随着国内家电下乡的推行、建筑节能保温市场的启动, MDI 的需求逐渐复苏, 价格将继续反弹, 目前公司的开工率已在八成以上, 我们认为公司 MDI 最终毛利率可恢复至接近 30% 的水平。
- **苦练内功, 细化管理, 为未来奠定更扎实的基础。**08 年公司在内部推行“三化一低”(全球化、差异化、精细化、低成本)的经营理念, 通过实施 SAP ERP 平台来降低管理成本, 增加与客户互动, 加快技术创新等措施, 为未来长远发展奠定更扎实的基础。除了在建的宁波二期 MDI 项目外, 08 年公司还顺利完成 HMDA、HMDI 的中试, 09 年有望形成 0.2 万吨/年产能, 有利于未来产品线的丰富。近期公司还计划发行不超过 16 亿元债券, 控制中长期融资成本。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**由于未来执行 15% 税率补贴收入将大幅减少, 我们预计公司 09~11 年 EPS 分别为 0.63、0.96、1.19 元/股左右。金融危机造成国内外 MDI 需求的放缓, 09 年可能形成近年公司业绩低谷, 但随着下游各行业的逐渐回暖, 以及明年万华成本优势明显的宁波二期 30 万吨/年 MDI 项目的投产, 我们认为明年公司仍将重回成长之路。公司综合竞争力较强, 并有 40%~50% 的较高派现率, 未来仍有较好的成长, 我们认为按 10 年 15 倍动态 PE 进行估值是合适的, 目标价 14 元, 维持“审慎推荐-A”投资评级。
- **风险提示。**MDI 价格波动对公司业绩影响较大, 初步估算在目前价位下, MDI 价格波动 100 元, 大约可影响 EPS 0.01 元/股左右。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	7804	7704	7342	9812	11463
同比增长	59%	-1%	-5%	34%	17%
营业利润(百万元)	2361	1653	1345	1980	2464
同比增长	83%	-30%	-19%	47%	24%
净利润(百万元)	1481	1510	1040	1602	1983
同比增长	83%	2%	-31%	54%	24%
每股收益(元)	0.89	0.91	0.63	0.96	1.19
PE	15.1	14.8	21.4	13.9	11.2
PB	5.7	4.6	4.2	3.6	3.1

资料来源: 招商证券

一、经营分析

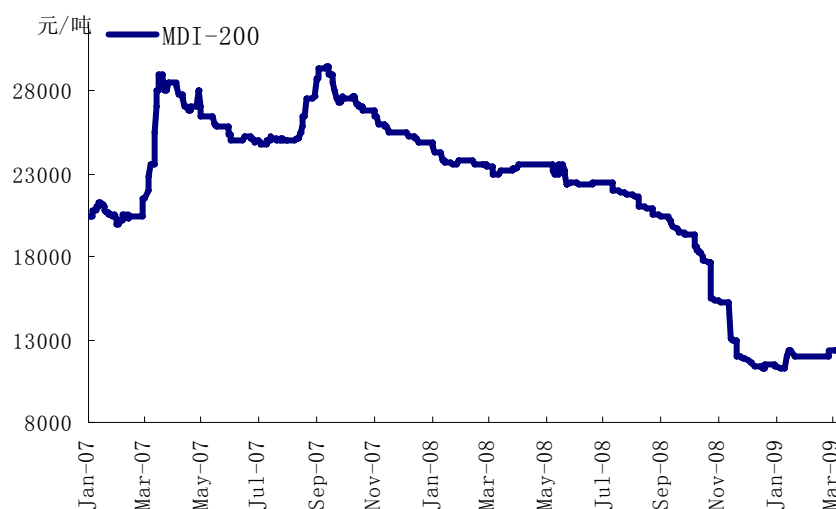
公司 08 年实现主营业务收入、营业利润、净利润 77.04 亿元、16.53 亿元、12.1 亿元，分别同比去年增长-1.3%、-30.0%、1.5%。

公司 08 年业绩基本符合预期，实属难能可贵。公司在上半年利润有 45% 增长的情况下，下半年由于受到国际金融危机的冲击较大，MDI 价格大幅下跌，对业绩影响很大，不过由于 08 年公司共收到 3.8 亿元左右的所得税返还和财政补贴，以及公司加强了成本控制，使得全年业绩与 07 年基础持平，实属难能可贵。其中第四季度收入较 07 年同期下滑 21%，只实现 EPS 0.18 元/股左右（扣除收到的退税补贴部分，实际在 0.11 元/股左右），综合毛利率仅为 18.5%，为历年最低水平，但我们认为这种业绩低谷主要是金融危机造成的短期冲击，未来毛利率可重新回升至接近 30% 左右。

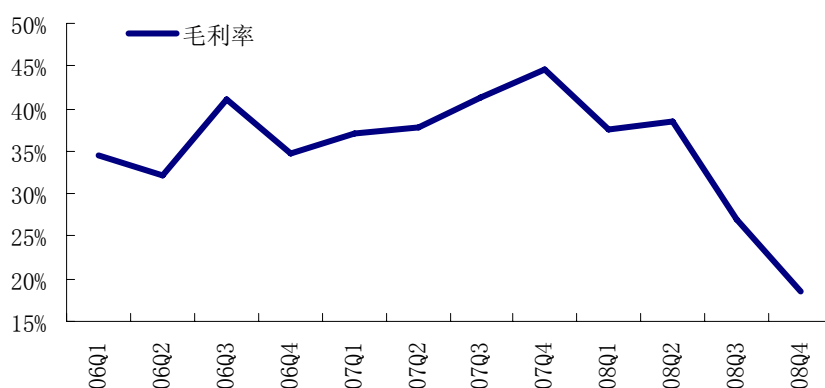
表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	2337	1938	1965	2203	2005	1532
营业毛利	968	865	738	848	541	284
营业费用	61	64	51	58	55	43
管理费用	162	216	123	109	110	112
财务费用	22	-5	-19	1	45	24
投资收益	54	86	7	-14	8	5
营业利润	746	643	562	648	325	112
所得税	205	250	146	157	94	-130
归属母公司净利润	492	383	376	497	330	300
EPS (元)	0.30	0.23	0.23	0.30	0.20	0.18
主要比率						
毛利率	41.4%	44.6%	37.5%	38.5%	27.0%	18.5%
营业费用率	2.6%	3.3%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%
管理费用率	6.9%	11.1%	6.3%	5.0%	5.5%	7.3%
营业利润率	0.9%	-0.3%	-1.0%	0.1%	2.2%	1.6%
有效税率	27.4%	35.6%	25.3%	21.6%	19.5%	-56.1%
净利率	21.1%	19.7%	19.1%	22.6%	16.5%	19.6%
YoY						
收入	61.6%	42.5%	13.7%	22.3%	-14.2%	-21.0%
归属母公司净利润	88.6%	65.3%	17.5%	73.9%	-33.0%	-21.7%

资料来源：招商证券

图1：四季度MDI价格大跌成拖累营业利润的主要因素（长三角地区）


资料来源：招商证券

图2：08年公司综合毛利率遭遇低谷


资料来源：招商证券

面对 08 年严峻挑战，公司在全年之中注重苦练内功，细化管理。

08 年公司在内部开始推行“三化一低”（全球化、差异化、精细化、低成本）的经营理念，并成功实施 SAP ERP 平台，该项目还成为国内 2008 年度唯一的 SAP 项目推荐为 SAP 德国总部认定的全球成功案例加以推广。SAP 的成功上线优化了公司的流程，提升了公司的管理水平，使公司的管理向国际化标准迈进了一大步，并且为下一步公司跨区域、国际化的发展打下了良好的管理工作平台。

08 年公司还通过技改，使 MDI 产能进一步提升至 50 万吨/年左右，其中宁波装置产能从 24 万吨/年提升至 30 万吨/年、烟台装置产能也提升至 20 万吨/年左右。在产品线的丰富上，除了 PC 中试装置外，公司 08 年还顺利完成 HMDA、HMDI 的中试，09 年可形成 HMDI 0.1~0.2 万吨/年的生产能力。

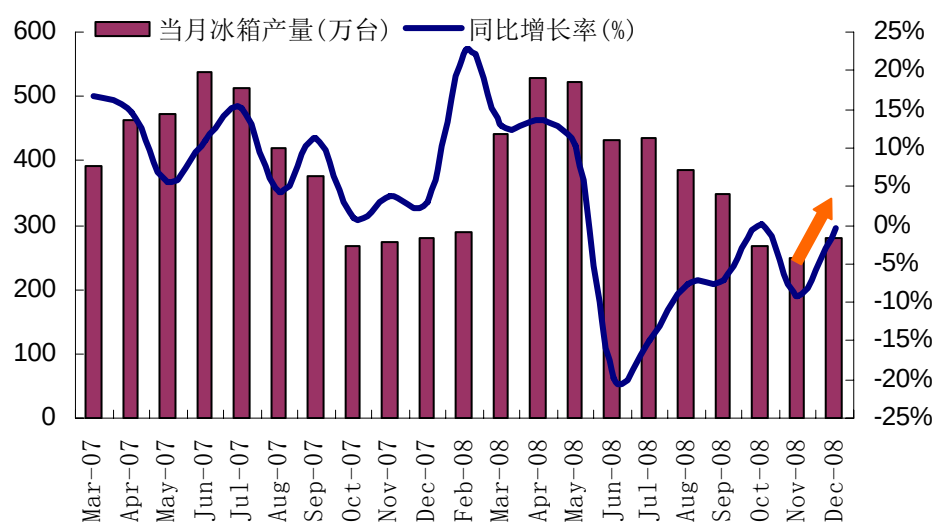
宁波二期 30 万吨/年 MDI 正按计划进行，包括新建 30 万吨/年 MDI 装置和硝酸、硝基苯、苯胺、甲醛、自主煤气化造气在内的配套项目，产业链完整，且采用循环利用模式，成本优势将非常明显。目前宁波万华二期项目进展顺利，预计明年一季度末可投产，未来还可进一步扩大到 60 万吨/年产能，使宁波万华 MDI 总产能可达 90 万吨/年。如果

加上公司烟台本部未来搬迁后还将扩产, 预计公司 2015 年 MDI 总产能可达 150 万吨/年, 跻身全球 MDI 前三强。

这些措施使公司在管理、市场、研发、生产各体系都进一步得以优化提升, 为公司未来长远发展奠定更扎实的基础。

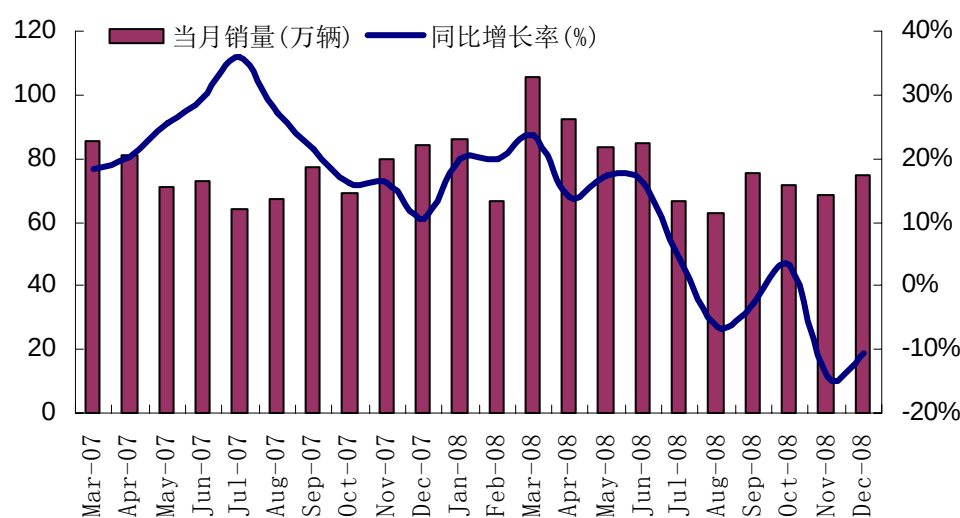
目前随着国内家电下乡的推行、建筑节能保温市场的启动, MDI 的需求逐渐复苏(图 3、图 4), MDI 价格已筑底反弹(图 1)。我们认为聚合 MDI 在 12000 元/吨、纯 MDI 在 16500 元/吨已成功筑底, 目前公司聚合 MDI 挂牌价已高于低点价格 1000 元/吨左右, 纯 MDI 挂牌价也高于低点价格 500 元/吨。

图3: 下游冰箱产量逐渐企稳



资料来源: 中经网 招商证券

图4: 下游汽车销量逐渐企稳



资料来源: 中经网 招商证券

二、盈利预测

由于 08 年起公司实施 15% 所得税, 未来收到财政补贴将大幅减少, 假设 09 ~ 11 年 MDI 销售量 46、66、79 万吨, 毛利率回升至 32% 左右, 我们对公司未来三年盈利预测如下。

表2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7804	7704	7342	9812	11463
营业成本	4652	5294	5233	6943	8055
营业税金及附加	67	49	46	62	72
营业费用	224	207	191	255	275
管理费用	571	454	433	471	516
财务费用	54	51	94	101	81
资产减值损失	20	0	0	0	0
公允价值变动收益	(4)	(1)	0	0	0
投资收益	148	5	0	0	0
营业利润	2361	1653	1345	1980	2464
营业外收入	128	384	50	50	50
营业外支出	7	11	0	0	0
利润总额	2482	2026	1395	2030	2514
所得税	785	268	184	268	332
净利润	1697	1758	1211	1762	2182
少数股东损益	216	248	171	160	199
母公司所有者净利润	1481	1510	1040	1602	1983
EPS (元)	0.89	0.91	0.63	0.96	1.19

资料来源: 招商证券

三、估值及投资建议

公司在化工行业内的竞争力较突出, 由于金融危机造成国内外 MDI 需求的放缓, 使得 09 年可能形成近年公司业绩低谷, 但随着下游各行业的逐渐回暖, 以及明年万华成本优势明显的宁波二期 30 万吨/年 MDI 项目的投产, 我们认为明年公司仍将重回成长之路。公司综合竞争力较强, 并有 40% ~ 50% 的较高派现率, 未来仍有较好的成长, 我们认为按 2010 年 15 倍动态 PE 进行估值是合适的, 目标价 14 元, 维持“审慎推荐-A”投资评级。

风险提示: 公司业绩与 MDI 价格相关度较高, 敏感性分析表明, 在目前 MDI 价格下, MDI 下跌 100 元/吨, 影响 EPS 0.01 元/股左右。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4062	3835	3435	4321	4876
现金	1370	1272	1104	1135	1174
交易性投资	59	0	0	0	0
应收票据	1072	946	954	1276	1490
应收款项	336	273	294	392	459
其它应收款	31	35	37	705	810
存货	651	600	576	764	886
其他	543	708	471	49	57
非流动资产	3532	4028	6184	6549	6698
长期股权投资	35	185	185	185	185
固定资产	3168	3271	5829	6208	6367
无形资产	131	144	129	117	105
其他	198	428	40	40	40
资产总计	7594	7863	9619	10870	11574
流动负债	2553	1985	3020	3292	2805
短期借款	1108	839	2512	2683	2130
应付账款	253	179	209	278	322
预收账款	139	67	78	104	121
其他	1052	900	221	228	232
长期负债	603	429	458	476	476
长期借款	299	412	443	461	461
其他	304	16	15	15	15
负债合计	3156	2413	3479	3769	3282
股本	1663	1663	1663	1663	1663
资本公积金	39	48	48	48	48
留存收益	2221	3105	3625	4426	5417
少数股东权益	514	632	803	963	1162
母公司所有者权益	3923	4816	5336	6137	7129
负债及权益合计	7594	7863	9619	10870	11574

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1282	2000	1653	1544	2265
净利润			1040	1602	1983
折旧摊销			333	434	452
财务费用			94	101	81
投资收益			0	0	0
营运资金变动			27	(753)	(451)
其它			159	160	199
投资活动现金流	(367)	(926)	(2480)	(800)	(600)
资本支出			(2500)	(800)	(600)
其他投资			20	0	0
筹资活动现金流	232	(1164)	659	(713)	(1626)
借款变动			1272	189	(552)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(520)	(801)	(992)
其他			(92)	(101)	(81)
现金净增加额	1148	(90)	(168)	31	39

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7804	7704	7342	9812	11463
营业成本	4652	5294	5233	6943	8055
营业税金及附加	67	49	46	62	72
营业费用	224	207	191	255	275
管理费用	571	454	433	471	516
财务费用	54	51	94	101	81
资产减值损失	20	0	0	0	0
公允价值变动收益	(4)	(1)	0	0	0
投资收益	148	5	0	0	0
营业利润	2361	1653	1345	1980	2464
营业外收入	128	384	50	50	50
营业外支出	7	11	0	0	0
利润总额	2482	2026	1395	2030	2514
所得税	785	268	184	268	332
净利润	1697	1758	1211	1762	2182
少数股东损益	216	248	171	160	199
母公司所有者净利润	1481	1510	1040	1602	1983
EPS (元)	0.89	0.91	0.63	0.96	1.19

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	59%	-1%	-5%	34%	17%
营业利润	83%	-30%	-19%	47%	24%
净利润	83%	2%	-31%	54%	24%
获利能力					
毛利率	40.4%	31.3%	28.7%	29.2%	29.7%
净利率	19.0%	19.6%	14.2%	16.3%	17.3%
ROE	37.8%	31.3%	19.5%	26.1%	27.8%
ROIC	26.4%	20.7%	13.7%	17.6%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	41.6%	30.7%	36.2%	34.7%	28.4%
净负债比率	23.8%	21.4%	30.7%	28.9%	22.4%
流动比率	1.6	1.9	1.1	1.3	1.7
速动比率	1.3	1.6	0.9	1.1	1.4
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0
存货周转率	8.3	8.5	8.9	10.4	9.8
应收帐款周转率	24.8	25.3	25.9	28.6	26.9
应付帐款周转率	15.1	24.5	26.9	28.5	26.9
每股资料(元)					
每股收益	0.89	0.91	0.63	0.96	1.19
每股经营现金	0.77	1.20	0.99	0.93	1.36
每股净资产	2.36	2.90	3.21	3.69	4.29
每股股利	0.40	0.50	0.31	0.48	0.60
估值比率					
PE	15.1	14.8	21.4	13.9	11.2
PB	5.7	4.6	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	17.0	26.4	25.4	17.9	15.0

分析师简介

张志宏，生物化学专业硕士，3 年医药、化工行业研究经历，2007 年 10 月加盟招商证券从事基础化工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。