

石油化工行业

2009 年 04 月 10 日

烟台万华（600309）

当前股价：18.16 元

MDI 价格略有回升，09 年出口业务决定销售

投资要点：

- 3 月份至今，MDI 市场价格维持上涨走势，随着市场货源逐步消化，现货市场整体偏紧，加之在苯价格上涨和外盘报价坚挺的支撑下，市场拉涨气氛逐步形成。从华东地区市场价格来看，近期市场价格反弹幅度已经达到30%，但从MDI—苯胺价差走势来看，短期内MDI毛利水平依旧处在低位。
- 公司计划2009年MDI销售量增长20%，在目前国内市场竞争较为激烈，市场增长空间有限的背景下，这部分增长主要来自于出口市场。在欧美市场销售渠道构建逐渐成熟的背景下，公司计划把欧美市场销售量提升一倍，即8万吨以上。
- 作为烟台万华这样的新材料行业龙头企业，技术创新能力是核心竞争力，在MDI行业竞争状况逐渐加剧的背景下，聚氨酯行业的相关多元化将极大地依赖于公司的技术创新能力。烟台万华目前技术研发人员已占公司员工总人数的15%左右，研发中心拥有七个研发部门，体系完善。公司将依托光气化和加氢这两个技术平台进行横向多元化发展，烟台万华在项目储备上，已经有很多基于加氢技术的产品进行过试，其中HMDI在宁波的中试装置已经于今年1月份一次性开车成功，并且技术指标相对高于竞争对手，产品收率也达到98%以上；同时在宁波的3000吨PC中试装置也正在建设之中。预计未来如HMDI、HDI、PC等这些高端产品的逐步工业化生产将进一步确保公司在国内聚氨酯领域的行业领先地位。
- 经过了过去几年的快速增长期，预计公司将进入稳定增长阶段，由于市场环境的变化，公司已经将计划中二季度开始建设的宁波二期30万吨装置推迟到三季度开工建设
- 此次公司债的发行由于烟台开发区新生产基地的审批程序尚未完成，将延迟至下半年进行，届时公司将在烟台建设新的以MDI为中心的生产基地，包括MDI、PC、HDI等项目，成为公司新的发展起点。
- 根据预测，公司09-10年业绩分别为0.87和1.06元，动态市盈率分别为21.07和17.33倍，维持公司“谨慎推荐”投资评级。

研究员：熊杰

电话：025-84457777-833

E-mail: yjsxj@mail1.htsc.com.cn

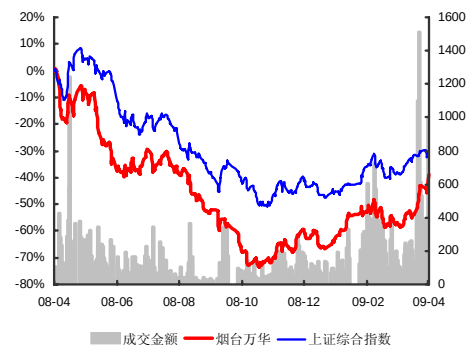
http://www.htsc.com.cn

地址：南京市中山东路 90 号

投资评级 谨慎推荐

目标价 19.50

股价走势图



相关研究

烟台万华：产品价格位于底部，公司业绩相对稳定 2009. 03. 05

烟台万华：短期需求波动不影响长期增长格局 2008. 07. 22

烟台万华：业绩高增长不仅仅来自于规模扩张 2008. 03. 07

公司基本资料

总股本（万股）	166333.44
实际流通 A 股（万股）	82342.65
52 周内股价区间（元）	6.95-53.38
总市值（万元）	2230531.43
总资产（万元）	786272.27
每股净资产（元）	2.90

主要经营指标预测

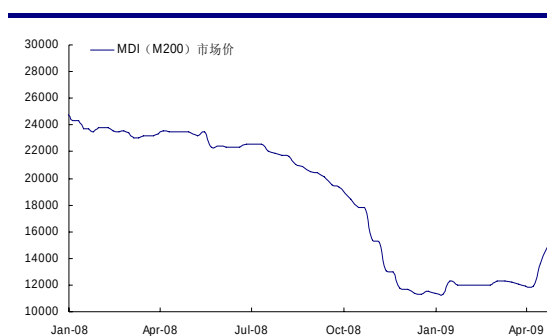
	08A	09E	10E	11E
主营业务收入	770439.30	797902.00	895843.00	1087451.0
+/-%	-1.27%	3.56%	12.27%	21.39%
净利润	150973.64	143342.47	174343.22	232466.40
+/-%	1.47%	-5.05%	21.63%	33.34%
EPS	0.91	0.86	1.05	1.40
P/E	20.01	21.07	17.33	12.99

一、MDI 市场价格略有反弹

3 月份至今, MDI 市场价格维持上涨走势, 随着市场货源逐步消化, 现货市场整体偏紧, 加之在苯价格上涨和外盘报价坚挺的支撑下, 市场拉涨气氛逐步形成。万华 3 月纯 MDI 结算价格为 16400 元/吨, 4 月涨至 17000 元/吨, 聚合 MDI 结算价格维持 13000 元/吨。从华东地区市场价格来看, 近期市场价格反弹幅度已经达到 30%。

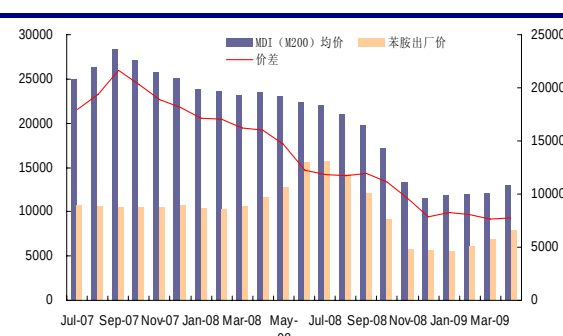
上游纯苯价格节节攀升, 加之下游保温、喷涂等行业需求良好, 且市场货源供应仍旧紧张, 市场拉涨气氛犹存, 预计短期聚合 MDI 市场仍有拉涨空间。纯 MDI 拉涨气氛初步形成, 且市场现货供应偏少, 在外盘价格上涨带动下预计后期仍有上涨空间。但从 MDI—苯胺价差走势来看, 短期内 MDI 毛利水平依旧处在低位。

图 1: MDI 市场价格走势



资料来源: 化工在线、华泰华泰证券研究所

图 2: MDI、苯胺价格及价差状况



资料来源: 化工在线、华泰华泰证券研究所

二、销售增长主要来自于出口市场

3 月份产品销售状况比去年同期有所增加。08 年四季度公司的出货量状况的确出现了大幅度的下降, 但从进入 09 年以后, 状况在不断好转, 每个月的销售收入都有所增加, 1 月份 MDI 销售量为 2.1 万吨, 2 月份为 2.7 万吨, 3 月则上升到了 3.7 万吨, 已经恢复到产能的 80% 以上, 一季度累计销售量达到 8.5 万吨。

2008 年公司实现 MDI 销售 35 万吨, 计划 2009 年 MDI 销量增长 20% 以上, 即达到 42 万吨, 这一增长主要来自于海外市场出口量的增加, 尤其是美国和欧洲市场

国内市场而言, MDI 市场份额约在 79-80 万吨, 随着下游需求的下降, 预计 2009 年国内市场需求增速不大, 难以再维持过去几年 15%-20% 左右的增幅, 对于目前已占到国内市场份额 30% 以上的烟台万华来说, 国内销售量的增长空间仅有 1-2 万吨。

而在国际市场方面, 美国和欧洲的 MDI 市场分别达到 120 万吨/年和 130 万吨/年, 而在这两个主要 MDI 消费市场中, 万华的产品质量都是已经是逐渐得到市场认可的, 质量评价要排在日本 NPU 和韩国 BASF

之上。公司从 2003 开始的国际化步伐将在今年开始逐渐体现，公司在欧洲、美国和日本都成了发展公司，实现了销售人员的本土化，并且塑造起了较高的品牌认可度，在欧洲和美国市场分别仅仅在拜尔和 BASF 之后。2009 年公司的海外市场布局将逐渐进入收获期，烟台万华计划将海外市场销售量提升 100%，即从 08 年的 3-4 万吨提升到 8 万吨左右，在此基础之上，公司销售量 20% 的提升将得以实现。

三、公司技术创新能力将在聚氨酯相关多元化上逐步体现

作为烟台万华这样的新材料行业龙头企业，技术创新能力是核心竞争力，在 MDI 行业竞争状况逐渐加剧的背景下，聚氨酯行业的相关多元化将极大地依赖于公司的技术创新能力。烟台万华目前技术研发人员已占公司员工总人数的 15% 左右，研发中心拥有七个研发部门，体系完善。

公司将依托光气化和加氢这两个技术平台进行横向多元化发展，其中 ADI（脂肪族聚氨酯）是主要的发展方向，ADI 是聚氨酯材料的重要原料之一，主要品种包括 HDI（六次甲基二异氰酸酯）、IPDI（异佛尔酮二异氰酸酯）、H₁₂MDI（二环己基甲烷-4,4'-二异氰酸酯），除此之外，ADI 还包括 TMXDI（四甲基二次甲基苯二异氰酸酯）、TMDI（三甲基六次甲基二异氰酸酯）、XDI（苯二亚甲基二异氰酸酯）、HTDI（甲基环己烷二异氰酸酯）等品种，其中，HDI、IPDI 和 H₁₂MDI 的产量占全球 ADI 产量的 85% 以上。

目前，世界 ADI 主要生产能力和分布还是分布在欧洲、北美和日本等地区，其中 Bayer 和 Evonik Degussa（赢创德固赛）在 ADI 生产中占有统治地位，占全球 ADI 产能的 60% 以上。

烟台万华在项目储备上，已经有很多基于加氢技术的产品进行过试小试，其中 HMDI 在宁波的中试装置已经于今年 1 月份一次性开车成功，并且技术指标相对高于竞争对手，产品收率也达到 98% 以上；同时在宁波的 3000 吨 PC 中试装置也正在建设之中。预计未来如 HMDI、HDI、PC 等这些高端产品的逐步工业化生产将进一步确保公司在国内聚氨酯领域的行业领先地位。

四、公司进入稳定增长期

经过了过去的快速增长期，预计从 09 年开始，公司将进入稳定增长阶段，由于市场环境的变化，公司已经将计划中二季度开始建设的宁波二期 30 万吨装置推迟到三季度开工建设，并且随着国内 MDI 产能的快速增长并逐渐运行稳定，国内 MDI 行业供应状况已经出现了较大的变化，因此公司经过几年储备的 PC、HDI、HMDI 等新产品和保温板将成为公司新的业绩增长点。

此次公司债的发行由于烟台开发区新生产基地的审批程序尚未完成，将延迟至下半年进行，届时公司将在烟台建设新的以 MDI 为中心的生产基地，包括 MDI、PC、HDI 等项目，成为公司新的发展起点。

根据预测，公司 09-10 年业绩分别为 0.87 和 1.06 元，动态市盈率分别为 21.07 和 17.33 倍，维持公司“谨慎推荐”投资评级。

图 3：公司主营业务收入及毛利状况

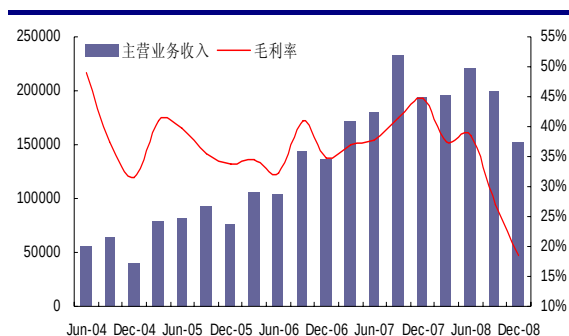
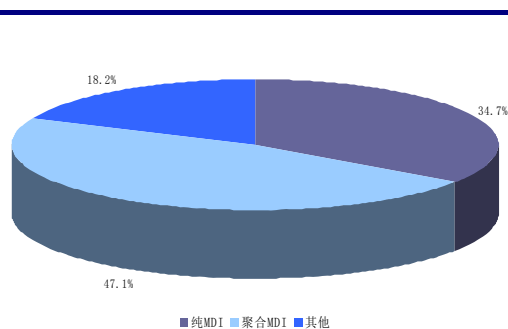


图 4：公司主营业务结构



资料来源：公司定期报告

资料来源：公司定期报告

图 5：公司主要业务情况

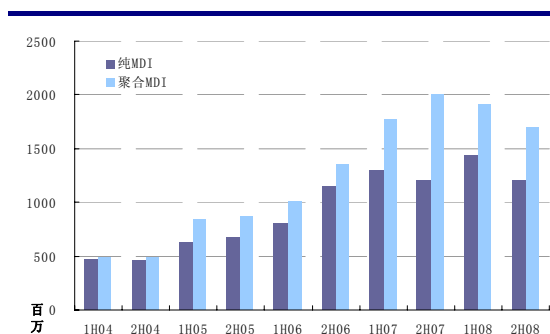
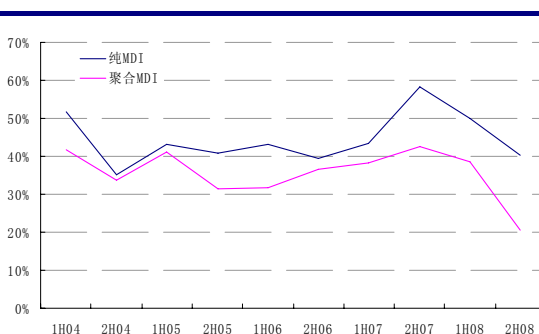


图 6：公司主要业务毛利状况



资料来源：公司定期报告

资料来源：公司定期报告

表 1：烟台万华损益表及预测（2008-11 年）

单位：万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	770439.30	797902.00	895843.00	1087451.00
营业成本	529419.68	543604.68	592364.81	691391.05
营业税金及附加	4855.14	6383.22	7166.74	8699.61
营业费用	20714.10	21751.07	24515.64	29633.90
管理费用	45418.70	50852.94	56896.96	68320.00
财务费用	5084.35	6882.04	6834.42	5635.76
资产减值损失	25.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-84.62	0.00	0.00	0.00
投资净收益	491.42	0.00	0.00	0.00

营业利润	165328.78	167428.05	207064.43	282770.68
营业外收入	38378.12	23752.37	26807.83	27717.73
营业外支出	1141.12	819.52	905.74	916.23
利润总额	202565.79	190360.90	232966.52	309572.18
所得税	26756.19	28554.13	34944.98	46435.83
净利润	175809.60	161806.76	198021.54	263136.35
少数股东损益	24835.96	17132.48	20966.99	27861.50
归属母公司净利润	150973.64	144674.28	177054.55	235274.85
EBITDA	196171.93	199202.78	244034.16	324544.10
EPS（元）	0.91	0.87	1.06	1.41

资料来源：华泰证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3835	5324	6267	8854	营业收入	7704	7979	8958	10875
现金	1272	2704	3309	5369	营业成本	5294	5436	5924	6914
应收账款	273	333	357	432	营业税金及附加	49	64	72	87
其它应收款	35	41	42	52	营业费用	207	218	245	296
预付账款	703	588	698	810	管理费用	454	509	569	683
存货	600	694	740	857	财务费用	51	69	68	56
其他	951	963	1121	1334	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	4028	4830	5582	6263	公允价值变动收				
长期投资	185	185	185	185	益	-1	0	0	0
固定资产	3271	3713	4260	4824	投资净收益	5	0	0	0
无形资产	144	191	238	279	营业利润	1653	1674	2071	2828
其他	428	741	899	976	营业外收入	384	238	268	277
资产总计	7863	10153	11849	15117	营业外支出	11	8	9	9
流动负债	1985	2174	2221	2258	利润总额	2026	1904	2330	3096
短期借款	839	886	907	889	所得税	268	286	349	464
应付账款	179	294	281	328	净利润	1758	1618	1980	2631
其他	966	993	1033	1041	少数股东损益	248	171	210	279
非流动负债	429	912	1412	2012	归属母公司净利				
长期借款	412	912	1412	2012	润	1510	1447	1771	2353
其他	16	0	0	0	EBITDA	1962	1992	2440	3245
负债合计	2413	3086	3634	4270	EPS (元)	0.91	0.87	1.06	1.41
少数股东权益	632	803	1013	1292	主要财务比率				
股本	1663	1663	1663	1663	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
资本公积	48	48	48	48	成长能力				
留存收益	3105	4552	5490	7843	营业收入	-1.3%	3.6%	12.3%	21.4%
归属母公司股东					营业利润	-30.3%	1.3%	23.7%	36.6%
权益	4817	6264	7203	9555	归属于母公司净				
负债和股东权益	7863	10153	11849	15117	利润	1.5%	-4.2%	22.4%	32.9%
现金流量表					获利能力				
单位: 百万元					毛利率	31.3%	31.9%	33.9%	36.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	净利率	19.6%	18.1%	19.8%	21.6%
经营活动现金流	2000	2081	2007	2579	ROE	31.3%	23.1%	24.6%	24.6%
净利润	1758	1618	1980	2631	ROIC	26.2%	23.5%	24.6%	28.7%
折旧摊销	258	249	301	361	偿债能力				
财务费用	51	69	68	56	资产负债率	30.7%	30.4%	30.7%	28.2%
投资损失	-5	0	0	0	净负债比率	69.76%	70.56%	74.88%	77.28%
营运资金变动	-55	148	-345	-481	流动比率	1.93	2.45	2.82	3.92
其它	-6	-3	3	11	速动比率	1.63	2.13	2.49	3.54
投资活动现金流	-926	-1074	-1046	-1042	营运能力				
资本支出	1014	1000	1000	1000	总资产周转率	1.00	0.89	0.81	0.81
长期投资	-94	-0	0	0	应收账款周转率	23	24	23	25
其他	-6	-75	-46	-42	应付账款周转率	24.51	22.95	20.60	22.72
筹资活动现金流	-1164	426	-357	523	每股指标 (元)				
短期借款	-269	47	21	-19	每股收益 (最新摊	0.91	0.87	1.06	1.41
长期借款	113	500	500	600	薄)				
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	1.20	1.25	1.21	1.55
资本公积增加	9	0	0	0	(最新摊薄)				
其他	-1017	-121	-878	-59	每股净资产 (最新	2.90	3.77	4.33	5.74
现金净增加额	-99	1433	605	2060	摊薄)				
					估值比率				
					P/E	14.77	15.42	12.60	9.48
					P/B	4.63	3.56	3.10	2.33
					EV/EBITDA	12	12	9	7

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。