



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 9 月 14 日

化工

研究部

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

审慎推荐

烟台万华(600309.CH)

聚合 MDI 形势走好

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	7,804	7,704	6,212	9,778
(+/-)	59%	-1%	-19%	57%
主营业务利润	3,085	2,362	1,699	2,938
(+/-)	78%	-23%	-28%	73%
净利润	1,481	1,510	1,196	1,494
(+/-)	79%	2%	-21%	25%
全面摊薄每股盈利(元)	0.89	0.91	0.72	0.90
市盈率	19.8	19.4	24.5	19.6
市净率	7.5	6.1	4.9	3.9
EV/EBITDA	12.1	15.5	20.9	11.8
净资产收益率	37.8%	31.3%	19.9%	19.9%
投入资本回报率	30.4%	25.8%	19.6%	23.0%
现金分红收益率	2.0%	2.3%	1.2%	1.5%
每股经营现金流(元)	0.77	1.20	1.27	1.34
P/OCF	22.82	14.63	13.86	13.08

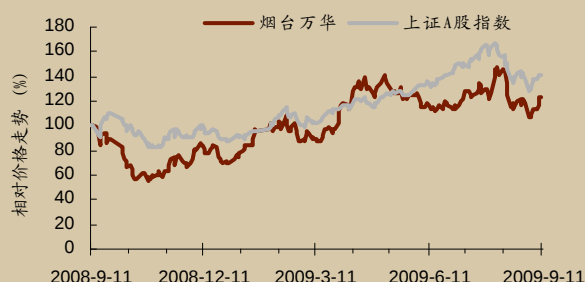
股票信息

A股	
股票代码	600309 CH
当前股价	人民币17.59
目标价格	-
日成交量(百万股)	20.87
52周最高价/最低价	人民币21.31/7.69
发行股数(百万股)	1663.33
总市值(百万元)	29258.05
流通股(百万股)	1663.33
主要股东(持股比例)	烟台万华华信合成革有限公司(50.50%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600309.SH]	+12.11	-11.96	+8.45	+72.63
[上证A股指数]	+4.48	-8.43	+6.87	+58.90

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况：

媒体报道，烟台万华的控股股东万华实业从 European Capital 和 Alcentra 手中购买了匈牙利 Bosodchem 2 亿欧元夹层贷款的约三分之二，未来计划进一步对其实施控股。Bosodchem 是东欧最大的聚氨酯原料企业，目前拥有 MDI 20 万吨/年，TDI 9 万吨/年(16 万吨在建)和 PVC 20 万吨/年的生产能力。2009 年因聚氨酯行业需求萎缩，当前面临严重的财务压力。

公司目前开工率接近 90%，最近聚合 MDI 价格较大幅度上涨，本月价格上涨近 1000 元至 17800 元/吨，纯 MDI 则相对平稳，价格已经和聚合 MDI 价格接近。

评论：

随着国内 MDI 市场趋于饱和，烟台万华一直在寻求全球化的市场策略，目前 MDI 出口量达到总量的 20% 以上，万华如果能够控制 Borsodchem 并进行技术改造，将获得一个低成本进入欧洲市场的门户，长期对公司发展战略有利。但因为国际并购涉及到一系列的政治问题和复杂的审批过程，收购仍然存在很大的不确定性，万华实业采取比较保守的购买夹层贷款方案，相对风险较小。

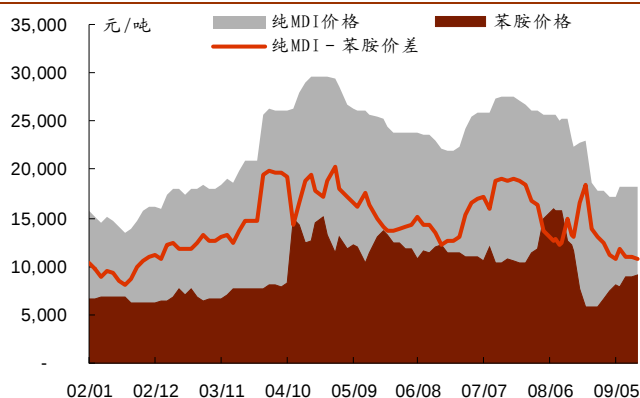
最近 MDI 价格的回升，一方面是今年冰箱冰柜和冷库需求的增长，主要是家电下乡的拉动，另一方面是上海 BASF 装置因催化剂原因负荷较低的因素。纯 MDI 下游的鞋底浆料和合成革原液进入旺季，开工小幅回升，但并不明显。

MDI 由于行业集中度高，盈利能力相对稳定。我们估算目前公司吨 MDI 净利润已经回到 3000 元以上，在目前市场环境下，盈利达到一个相对合理水平。2009 和 2010 年除了万华外，国际企业基本没有扩产，随着经济复苏，MDI 盈利能力仍有小幅度回升空间。

估值与建议：

公司宁波万华二期 30 万吨/年 MDI 项目将于 2010 年中期投产，届时公司 MDI 总产能达到近 80 万吨，同时宁波二期配套 40 万吨苯胺等原材料，成本预计将继续下降 500~1000 元/吨，2009~2011 年公司 MDI 产量预计将分别达到 40 万吨、55 万吨和 80 万吨，业绩将保持持续增长态势。维持“审慎推荐”。

图表 1：纯 MDI-苯胺价差走势



资料来源：彭博资讯，中国资讯网，中金公司研究部

图表 2：历史及未来财务数据

损益表(百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	7,804	7,704	6,212	9,778
主营业务成本	4,652	5,294	4,468	6,768
主营业务利润	3,085	2,362	1,699	2,938
营业利润	2,217	1,649	1,144	2,055
利润总额	2,482	2,026	1,505	2,055
净利润	1,481	1,510	1,196	1,494
现金流量表				
经营活动产生之现金流	1,282	2,000	2,111	2,236
投资活动产生之现金流	-367	-926	-1,017	-817
筹资活动产生之现金流	232	-1,164	-449	-477
现金及现金等价物净增加额	1,142	-99	646	943
资产负债表				
流动资产	4,062	3,835	3,951	5,574
长期投资	35	185	185	185
固定资产	3,317	3,668	4,441	4,986
流动负债	2,553	1,985	1,953	2,375
长期负债	600	426	14	14
股东权益	3,924	4,817	6,014	7,508
财务指标				
毛利率	40%	31%	27%	30%
净利率	19%	20%	19%	15%
净资产收益率	38%	31%	20%	20%
股息收益率	2%	2%	1%	2%
净债务/股东权益	24%	22%	2%	-13%
资产负债率	42%	31%	23%	22%
流动比率	1.59	1.93	2.02	2.35
速动比率	1.34	1.63	1.78	2.03

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率			EV/EBITDA		
				2009-9-11	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
国内化肥公司														
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	23.87	19.5	88.7	24.5	3.8	3.0	2.8	13.4	12.2	15.2	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	55.23	31.1	18.5	14.0	14.8	10.4	7.4	14.4	11.1	7.7	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	9.23	22.9	18.1	16.0	2.8	2.6	2.4	6.7	7.6	6.3	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	17.6	23.1	19.1	15.7	3.7	3.1	2.7	12.3	11.2	9.7	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.95	33.8	26.8	22.7	2.1	2.0	1.9	14.7	10.1	8.8	
冠农股份	600251 CH	CNY	审慎推荐	24.61	309.9	35.9	18.2	10.9	8.4	5.7	146.5	269.4	231.1	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	16.46	18.8	20.6	12.8	5.3	4.6	3.6	14.4	12.7	7.6	
中化化肥	297 HK	HKD	回避	3.81	12.3	n.m.	20.7	1.7	1.8	1.6	11.6	93.5	14.1	
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	24.30	49.5	24.9	19.5	11.7	8.0	5.7	24.2	13.9	10.3	
平均					57.9	31.6	18.3	6.3	4.9	3.8	28.7	49.1	34.5	
中间值					23.1	22.8	18.2	3.8	3.1	2.8	14.4	12.2	9.7	
国内材料公司														
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	17.59	19.4	24.5	19.6	6.1	4.9	3.9	15.5	20.9	11.8	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	43.1	7.3	27.5	19.1	4.1	3.8	3.3	4.9	14.4	10.5	
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	12.11	n.m.	n.m.	37.3	2.2	2.2	2.0	30.5	20.6	13.3	
三爱富	600636 CH	CNY	中性	8.48	n.m.	195.3	82.3	4.1	4.0	3.8	29.4	18.0	14.6	
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	7.61	48.4	56.6	53.5	2.2	2.1	2.1	40.4	13.5	11.0	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	8.68	295.7	202.7	41.0	1.9	1.9	1.9	20.4	20.1	15.0	
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	8.1	55.7	42.0	16.1	1.9	1.9	1.7	11.8	11.3	6.3	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	7.39	41.7	41.1	26.8	3.3	3.0	2.7	8.7	13.5	10.4	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	16.36	15.3	25.6	18.6	4.0	3.6	3.1	9.8	11.9	8.9	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	15.87	51.9	626.7	53.6	4.4	4.4	4.1	15.6	20.3	14.5	
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	26.17	473.9	441.9	30.2	30.4	5.3	4.5	1054.7	108.9	18.7	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.519	187.0	174.4	11.9	12.0	2.1	1.8	453.1	41.6	9.3	
平均					119.6	168.9	34.2	6.4	3.3	2.9	141.2	26.2	12.0	
中间值					50.2	56.6	28.5	4.0	3.3	2.9	18.0	19.0	11.4	

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 4：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率		市净率		EV/EBITDA			
			2009-9-11	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
国际化肥公司												
加拿大化肥公司												
Potashcorp	POT CN	CAD	96.85	8.52	13.71	7.87	6.23	3.55	2.53	6.67	10.59	6.20
Agrium	AGU CN	CAD	54.15	6.45	10.66	7.07	2.07	1.50	1.23	4.00	7.22	5.17
美国化肥公司												
Mosaic	MOS US	USD	52.26	n.a.	12.46	10.90	n.a.	2.82	2.31	n.a.	7.79	6.47
Terra Industry	TRA US	USD	33.1	4.91	11.22	10.54	3.10	2.79	2.40	3.11	5.22	5.32
Terra Nitrogen	TNH US	USD	106.34	7.14	n.a.	n.a.	8.74	n.a.	n.a.	4.32	n.a.	n.a.
欧洲化肥公司												
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	3.685	11.09	6.28	4.20	7.11	3.85	2.99	5.77	7.11	4.54
Yara	YAR NO	NOK	186.1	6.58	12.44	8.96	1.79	1.66	1.45	5.07	8.22	6.90
K+S	SDF GR	EUR	37.6	7.12	12.56	7.80	3.61	3.50	2.65	4.48	7.56	7.56
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	4265	7.01	15.33	8.64	5.78	4.60	3.45	1.86	12.70	7.59
平均				7.35	11.83	8.25	4.81	3.03	2.38	4.41	8.30	6.22
中间值				7.01	12.46	8.64	3.61	2.82	2.40	4.32	7.79	6.47
国际材料公司												
聚氨酯公司												
Bayer AG	BAY GR	EUR	45.68	20.58	14.11	12.04	2.15	2.01	1.90	7.89	7.95	7.15
BASF AG	BAS GR	EUR	36.09	11.53	23.44	17.05	1.89	2.01	1.98	4.73	7.61	6.65
Dow Chemical Co	DOW US	USD	23.59	38.05	80.24	20.25	1.61	1.81	1.75	12.06	12.20	8.45
平均				23.39	39.26	16.45	1.88	1.94	1.88	8.23	9.25	7.42
中间值				20.58	23.44	17.05	1.89	2.01	1.90	7.89	7.95	7.15
有机硅公司												
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	3320	44.56	76.08	26.17	2.05	2.02	1.92	11.01	16.56	11.80
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	780	23.26	n.m.	24.89	1.27	1.36	1.34	5.36	9.03	7.66
Solvay SA	SOLB BB	EUR	73.65	14.97	14.55	11.91	1.36	1.32	1.24	6.05	7.08	6.15
3M Co.	MMM US	USD	74	14.95	19.11	17.21	5.20	4.56	4.04	8.63	10.69	9.76
平均				24.43	36.58	20.04	2.47	2.31	2.13	7.77	10.84	8.84
中间值				19.12	19.11	21.05	1.71	1.69	1.63	7.34	9.86	8.71
有机硅公司												
GE Co.	GE US	USD	14.67	8.53	14.77	15.74	1.48	1.50	1.46	18.87	26.91	28.12
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	5660	15.62	24.52	19.20	1.76	1.67	1.56	6.26	7.66	6.97
Rhodia SA	RHA FP	EUR	8.864	8.44	n.m.	22.27	n.m.	n.m.	n.m.	3.30	6.50	4.60
Cabot Corp	CBT US	USD	20.62	15.05	n.m.	19.51	1.08	1.09	1.11	5.64	13.12	6.88
平均				11.91	19.65	19.18	1.44	1.42	1.38	8.51	13.55	11.64
中间值				11.79	19.65	19.35	1.48	1.50	1.46	5.95	10.39	6.93
环氧树脂公司												
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	20.1	n.m.	n.m.	n.m.	3.33	4.67	5.77	n.m.	n.m.	n.m.
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	335	n.m.	n.m.	n.m.	0.72	0.80	0.83	22.32	18.23	11.16
Sunoco Inc	SUN US	USD	27.5	4.15	11.36	7.43	1.13	1.09	1.00	3.20	5.83	4.58
平均				4.15	11.36	7.43	1.73	2.19	2.53	12.76	12.03	7.87
中间值				4.15	11.36	7.43	1.13	1.09	1.00	12.76	12.03	7.87

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 5：国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
美国特殊化学品	19.0	23.9	17.1	3.4	3.5	3.1	8.2	9.0	7.7
美国大宗化学品	14.3	27.6	24.0	4.5	3.4	2.6	6.8	8.5	7.2
欧洲化工	12.0	22.0	14.2	2.0	1.9	1.7	7.1	8.9	7.5
日本化工	102.3	57.6	29.2	1.3	1.2	1.2	8.5	11.1	8.0
亚太化工	30.5	19.2	16.1	1.8	2.0	2.6	30.5	13.1	13.0
平均	33.1	28.9	19.6	2.4	2.2	2.1	11.3	10.1	8.4
中间值	17.2	19.1	17.0	1.7	1.7	1.7	8.1	9.4	8.1
分类别估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
多元化化工	43.0	33.4	17.9	1.5	1.5	1.9	21.2	11.5	10.4
工业气体	13.8	17.0	12.3	1.4	1.7	1.5	6.6	9.9	7.9
大宗化学品	15.4	39.0	22.6	3.7	2.9	2.3	7.3	9.0	7.5
特殊化学品	36.7	22.3	20.9	2.7	2.6	2.3	8.5	10.1	8.1
平均	33.1	28.9	19.6	2.4	2.2	2.1	11.3	10.1	8.4
中间值	17.2	19.1	17.0	1.7	1.7	1.7	8.1	9.4	8.1
流通市值分类估值	P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
大盘公司	28.3	24.7	16.4	3.3	2.8	2.5	11.8	10.1	8.9
中盘公司	45.5	35.8	20.8	1.4	1.4	1.7	12.1	10.1	8.6
小盘公司	15.8	26.7	27.9	2.3	1.6	1.4	6.7	9.7	6.3
平均	33.1	28.9	19.6	2.4	2.2	2.1	11.3	10.1	8.4
中间值	17.2	19.1	17.0	1.7	1.7	1.7	8.1	9.4	8.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。