

烟台万华：志存高远

公司调研报告

报告关键点：

- 公司MDI盈利企稳回升至今年来最好水平
- 建筑节能市场启动或将大大拉动MDI的需求量
- 欲收购匈牙利博苏化学打开进入欧洲市场大门
- 投资建议，买入-A，提高12个月目标价至25元

报告摘要：

- 公司MDI盈利企稳回升至今年来最好水平：聚合MDI受益家电下乡，纯MDI受益鞋底浆料、氨纶等的内外需逐步好转支持，6月份以来公司MDI装置满负荷运转，盈利环比增长，目前的吨净利约合3000元。
- 建筑节能市场启动或将大大拉动MDI的需求量：我国城乡现有建筑面积约400亿平方米，其中，城镇建筑面积160亿平方米，每年竣工建筑面积约20亿平方米，其中，城镇竣工面积约13.5亿平方米。国务院2009年节能减排工作安排要求，2009年底施工阶段执行节能强制性标准比例提高到90%以上，部分大城市强制实施65%的节能标准。我们基于一系列假设对这一市场所能带来的聚合MDI的需求做了敏感性分析，结合目前的MDI供需情况，发现MDI在不考虑建筑节能需求的情况下，略微过剩，若考虑到建筑节能所带来的需求，那么实际上我国MDI仍将面临净进口局面。
- 欲收购匈牙利博苏化学打开进入欧洲市场大门：欧洲市场作为MDI在建筑节能领域应用最广的地区（建筑保温材料消费占到MDI的60%以上），若能成功打开欧洲市场，那么万华将摆脱过度依靠单一的国内市场，通过完善的全球销售体系进行合理的调配，加速引进聚合MDI在建筑节能领域的应用技术，更容易达到利润最大化，对公司拓展海外业务非常有利。
- 投资建议，买入-A，提高12个月目标价至25元：我们假设2009、2010、2011年公司MDI销量分别为40万吨、55万吨、80万吨，预计2009、2010、2011年公司EPS分别为0.76元、1.09元、1.68元。基于低碳经济的大势所趋以及公司的海外战略布局构想，我们维持对烟台万华的买入评级，提高12个月目标价至25元。
- 风险提示：建筑节能鼓励政策推出的时间、力度及方式会影响到聚合MDI的市场需求，万华实业收购匈牙利博苏化学也存在较多的不确定性。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,803.6	7,704.4	7,246.8	10,629.7	15,988.0
Growth(%)	57.8%	-1.3%	-5.9%	46.7%	50.4%
净利润	1,481.3	1,509.7	1,260.4	1,817.0	2,786.4
Growth(%)	71.6%	1.9%	-16.5%	44.2%	53.3%
毛利率(%)	40.4%	31.3%	32.6%	35.7%	38.9%
净利润率(%)	19.0%	19.6%	17.4%	17.1%	17.4%
每股收益(元)	0.89	0.91	0.76	1.09	1.68
每股净资产(元)	2.67	3.28	3.65	4.69	6.30
市盈率	20.1	19.7	23.6	16.4	10.7
市净率	6.7	5.5	4.9	3.8	2.8
净资产收益率(%)	38.2%	32.3%	24.4%	27.4%	31.2%
ROIC(%)	39.3%	28.6%	20.8%	22.8%	24.9%
EV/EBITDA	12.1	16.6	17.1	11.5	7.5
股息收益率	1.6%	2.8%	1.3%	1.8%	2.8%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **25.00 元**

期限： 12 个月 上次预测： 15.00 元

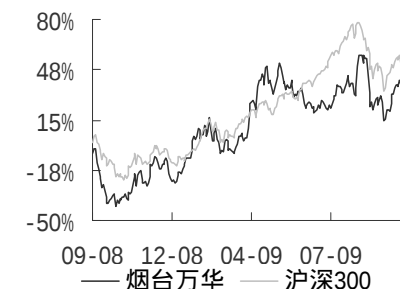
现价： 17.49 元

报告日期： **2009-09-28**

市场数据

总市值(百万元)	29,723.79
流通市值(百万元)	29,723.79
总股本(百万股)	1,663.33
流通股本(百万股)	1,663.33
12 个月最高/最低	7.69/21.31 元
十大流通股(%)	60.75%
股东户数	99,426

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.81	13.23	(5.84)
绝对收益	7.33	12.46	38.27

研究员

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

烟台万华：沧海横流方显英雄本色

2009-03-05

烟台万华：成本压力将在四季度缓解

2008-10-24

MDI 新需求和相关多元化是公司的长期增长动力

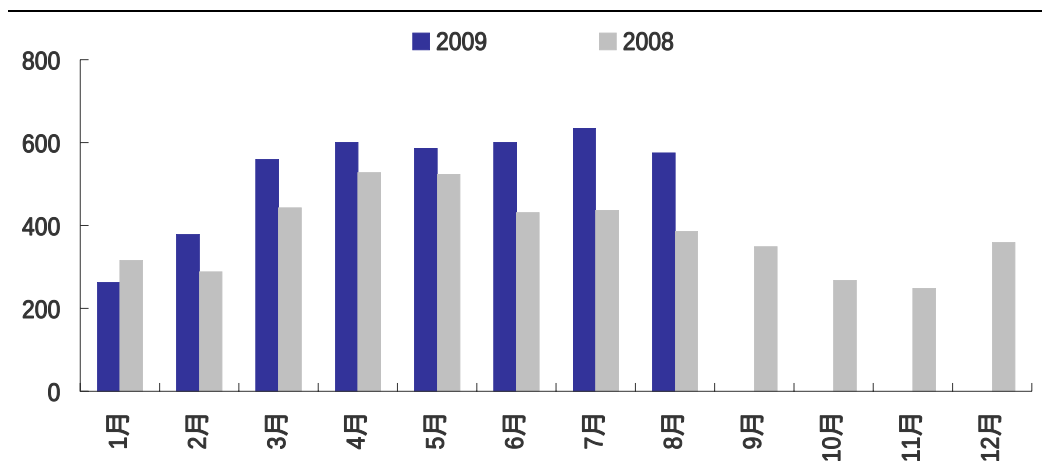
2007-07-25

1. 公司 MDI 盈利企稳回升至今年来最好水平

1.1. 聚合 MDI 受益家电下乡

受益今年初国家的家电下乡鼓励政策，国内冰箱产销量大幅增长，而在我国目前的聚合 MDI 消费结构中，有约 50% 是应用于冰箱保温材料的，冰箱的旺销带动了聚合 MDI 的需求量。

图 1 冰箱产量 万台

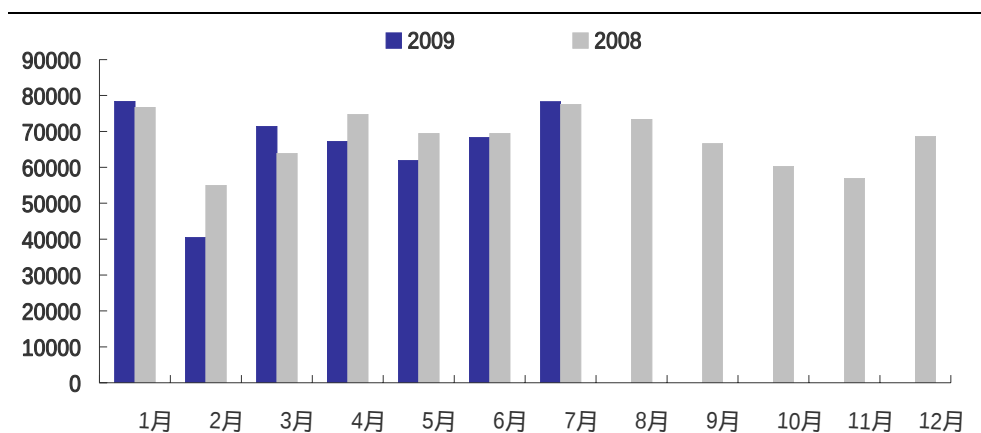


数据来源：CEIC、安信证券研究中心

1.2. 纯 MDI 受益鞋底浆料、氨纶等的内外需逐步好转支持

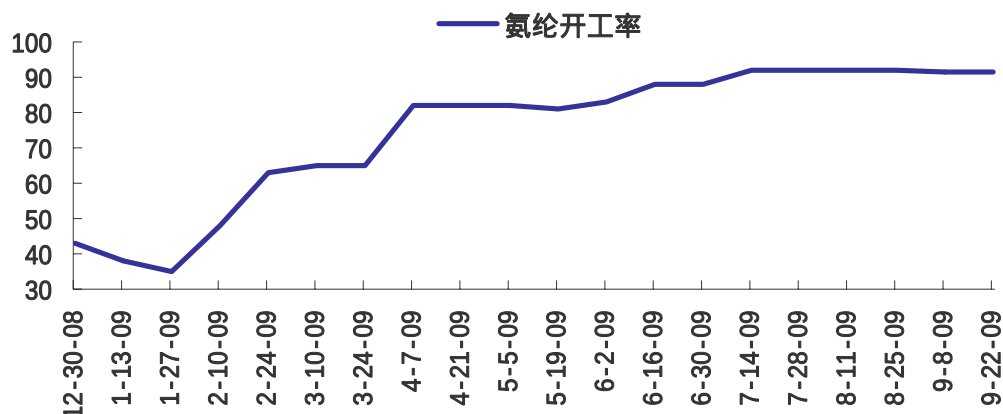
作为传统的出口型产业，鞋类、氨纶，随着全球经济复苏的推进，今后一段时间出口量出现持续环比增长是可期的。最新海关统计显示，在出口商品中，今年前 8 个月，我国主要劳动密集型产品出口同比降幅均小于总体降幅 22.2% 的水平，其中鞋类出口 183.3 亿美元，下降 5.8%，为劳动密集型产品出口降幅最小的品种，预示着纯 MDI 的下游鞋底原液的外需恢复最为理想。实际上氨纶的负荷指数也是逐步走高，攀升至 90% 以上。

图 2 鞋类出口 万双



数据来源：CEIC、安信证券研究中心

图 3 氨纶负荷指数 %

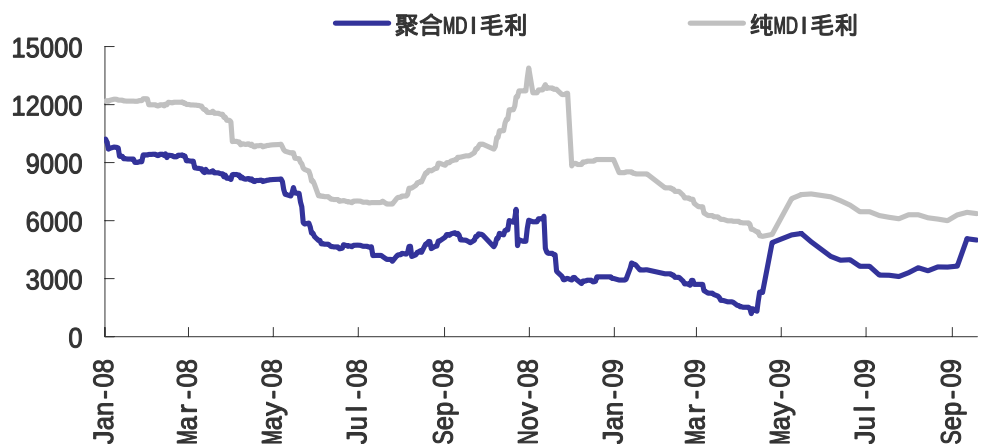


数据来源：化纤经济信息网、安信证券研究中心

1.3. 6 月份以来公司 MDI 装置满负荷运转，盈利环比增长

5 月份宁波装置检修完毕后，6 月份以来公司 MDI 开工率逐步提高至满负荷运转，目前的吨净利约合 3000 元，尽管单吨的 MDI 毛利低于 5 月份初的高点，但由于开工率提高，实际上公司 7、8 月份的盈利已经超出了今年上半年的任何一个月。

图 4 MDI 模拟毛利 元/吨



数据来源：百川资讯、安信证券研究中心

2. 建筑节能市场启动或将大大拉动 MDI 的需求量

2.1. 建筑节能用 MDI 敏感性分析

我国城乡现有建筑面积约 400 亿平方米，其中，城镇建筑面积 160 亿平方米，每年竣工建筑面积约 20 亿平方米，其中，城镇竣工面积约 13.5 亿平方米。国务院 2009 年节能减排工作安排要求，2009 年底施工阶段执行节能强制性标准比例提高到 90% 以上，部分大城市强制实施 65% 的节能标准。若建筑节能政策得以强制推行，那么聚合 MDI 在建筑节能外墙保温市场的潜在应用前景是诱人的，我们基于以下假设对这一市场所能带来的聚合 MDI 的需求做了敏感性分析：

外墙保温面积占建筑面积比例 40%；
 既有建筑按照 20 年规划改造完毕，新建建筑的 90% 实施强制建筑节能；
 65% 节能标准的聚氨酯厚度为 4cm，50% 节能标准的聚氨酯厚度 2.5cm；
 聚氨酯密度为 40kg/立方米；
 聚氨酯合成料中聚合 MDI（黑料）和聚醚多元醇（白料）各占 50%。

表 1 50%节能标准聚合 MDI 需求量的敏感性分析

聚氨酯在建筑外墙保温材料中的占比	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
聚合 MDI 需求量 (万吨)	4	8	12	16	20	24	28	32	36	40

数据来源：安信证券研究中心

表 2 65%节能标准聚合 MDI 需求量的敏感性分析

聚氨酯在建筑外墙保温材料中的占比	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
聚合 MDI 需求量 (万吨)	7	13	20	26	33	39	46	52	59	65

数据来源：安信证券研究中心

2.2. 建筑节能或将大大带动聚合 MDI 的需求量

MDI 需求量自 2001 年至 2007 年以年均 22% 的速度增长，2007 年达到 78 万吨，进口量也从 2001 年的 18.9 万吨上升至 2007 年的 45.8 万吨。2008 年受金融危机影响，需求量仅增加约 10%，约为 85 万吨。

我们假设聚氨酯在建筑外墙保温材料中的占比为 40%，2009 年开始年需求增长率 12%，国内 MDI 综合开工率 90%。那么 MDI 在不考虑建筑节能需求的情况下，略微过剩，若考虑到建筑节能所带来的需求，那么实际上我国 MDI 仍将面临净进口局面。

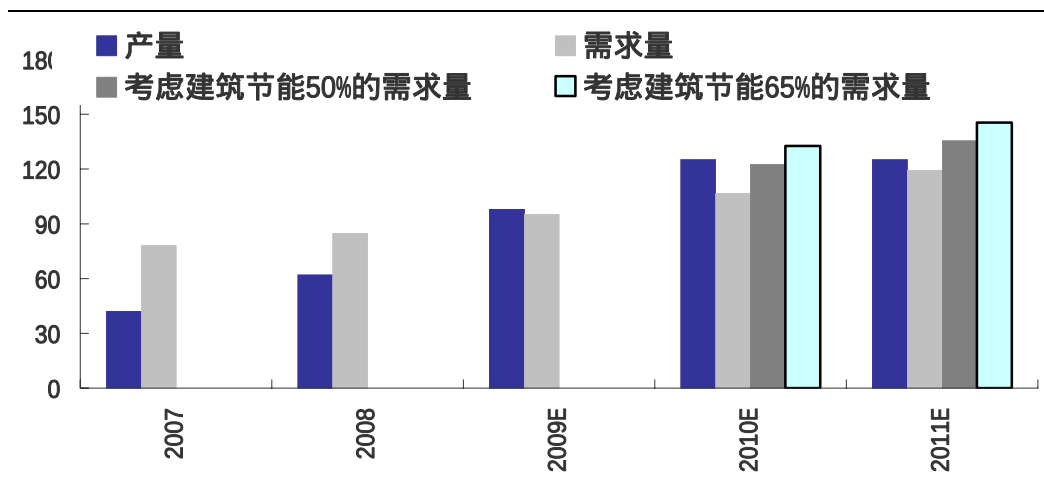
表 3 国内 MDI 产能统计 万吨

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
烟台万华	30	50	50	80	80
拜耳上海	0	35	35	35	35
上海联恒	24	24	24	24	24
合计	54	109	109	139	139

数据来源：化工信息周刊、安信证券研究中心

注：巴斯夫重庆化工园新建 40 万吨 MDI 项目原计划 2012 年投产，因环评等原因目前开工时间尚不明确。

图 5 国内 MD 产需预测 万吨



数据来源：化工信息周刊、安信证券研究中心

3. 欲收购匈牙利博苏化学打开进入欧洲市场大门

近日，匈牙利经济日报《Napi Gazdasag》爆出中国烟台万华将入股匈牙利博苏化学（BorsodChem）的消息，作为中国 MDI 生产的龙头，倘若最终入股成功，这将为万华未来拓展欧洲市场铺平道路，也意味着万华的海外战略有了重大突破。

博苏化学是中东欧最大的 MDI、TDI 生产商，在欧洲仅次于巴斯夫、拜耳、陶氏（这些 MDI 巨头的产能分布主要在德国、荷兰、比利时等西欧国家），目前拥有 TDI9 万吨（计划扩至 20 万吨），MDI18 万吨（计划扩至 22 万吨），PVC40 万吨。

虽然目前万华实业仍在与博苏化学的主要股东、Permira 进行商谈，但由于目前全球化工行业仍未完全复苏，博苏化学盈利能力受压，其大量债务也将到期，而 Permira 等投资者也很难短期内获利，因此这些财务投资者急需下家，出手博苏化学，而万华实业与博苏化学是同业公司，正是好的选择对象，因此双赢的结局将非常有利于促成这笔海外收购。

欧洲市场作为 MDI 在建筑节能领域应用最广的地区（建筑保温材料消费占到 MDI 的 60%以上），若能成功打开欧洲市场，那么万华将摆脱过度依靠单一的国内市场，通过完善的全球销售体系进行合理的调配，加速引进聚合 MDI 在建筑节能领域的应用技术，更容易达到利润最大化，对公司拓展海外业务非常有利。

4. 投资建议：买入-A，提高 12 个月目标价至 25 元

4.1. 维持买入-A 评级

我们假设 2009、2010、2011 年公司 MDI 销量分别为 40 万吨、55 万吨、80 万吨，预计 2009、2010、2011 年公司 EPS 分别为 0.76 元、1.09 元、1.68 元。

我们判断低碳经济将是未来中国和全球的大势所趋，政府的建筑节能鼓励政策将在合适的时机推出，聚氨酯在建筑节能领域的大力应用将得以实现；此外，若万华实业能成功收购匈牙利博苏化学进入欧洲市场，公司的海外战略布局也将为公司未来的发展开拓广阔市场。基于以上预期以及公司基本面，我们维持对烟台万华的买入-A 评级，提高 12 个月目标价至 25 元。

4.2. 风险提示

建筑节能鼓励政策推出的时间、力度及方式会影响到聚合 MDI 的市场需求，万华实业收购匈牙利博苏化学也存在较多的不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-9-23**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,803.6	7,704.4	7,246.8	10,629.7	15,988.0	成长性					
减: 营业成本	4,651.7	5,294.2	4,883.9	6,837.9	9,768.8	营业收入增长率	57.8%	-1.3%	-5.9%	46.7%	50.4%
营业税费	66.7	48.6	40.0	58.6	88.2	营业利润增长率	82.3%	-30.0%	-7.7%	64.6%	73.8%
销售费用	223.5	207.1	202.9	297.6	447.7	净利润增长率	71.6%	1.9%	-16.5%	44.2%	53.3%
管理费用	571.2	454.2	434.8	637.8	959.3	EBITDA 增长率	75.2%	-25.9%	3.6%	59.2%	61.1%
财务费用	53.7	50.8	142.0	261.7	320.6	EBIT 增长率	84.9%	-29.4%	-2.1%	66.2%	69.0%
资产减值损失	19.9	0.3	17.6	25.4	40.2	NOPLAT 增长率	80.9%	3.3%	-11.5%	47.2%	49.1%
加: 公允价值变动收益	-4.4	-0.8	-	-	-	投资资本增长率	42.1%	21.8%	34.1%	36.3%	28.3%
投资和汇兑收益	148.3	4.9	-	-	-	净资产增长率	53.0%	22.8%	11.5%	28.4%	34.3%
营业利润	2,360.8	1,653.3	1,525.5	2,510.6	4,363.2	利润率					
加: 营业外净收支	121.4	372.4	216.0	-	-	毛利率	40.4%	31.3%	32.6%	35.7%	38.9%
利润总额	2,482.2	2,025.7	1,741.5	2,510.6	4,363.2	营业利润率	30.3%	21.5%	21.1%	23.6%	27.3%
减: 所得税	785.4	267.6	261.2	376.6	1,090.8	净利率	19.0%	19.6%	17.4%	17.1%	17.4%
净利润	1,481.3	1,509.7	1,260.4	1,817.0	2,786.4	EBITDA/营业收入	33.9%	25.5%	28.1%	30.4%	32.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	30.9%	22.1%	23.0%	26.1%	29.3%
货币资金	1,370.1	1,271.6	1,965.2	2,225.9	3,297.6	运营效率					
交易性金融资产	59.3	-	-	-	-	固定资产周转天数	145	150	190	166	128
应收帐款	366.5	308.3	495.9	727.4	1,094.1	流动营业资本周转天数	96	159	196	186	198
应收票据	1,072.1	946.2	752.9	1,104.4	1,661.1	流动资产周转天数	135	184	236	223	212
预付帐款	543.3	703.1	1,416.2	2,414.7	3,841.1	应收帐款周转天数	16	16	20	21	21
存货	650.9	600.4	723.8	1,013.4	1,447.7	存货周转天数	26	29	33	29	28
其他流动资产	-	5.0	305.0	5.0	5.0	总资产周转天数	296	361	489	451	377
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	249	328	448	414	362
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	34.7	185.3	190.9	190.9	190.9	ROE	38.2%	32.3%	24.4%	27.4%	31.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	22.3%	22.4%	12.5%	14.4%	17.5%
固定资产	3,168.3	3,270.8	4,359.3	5,425.2	5,936.9	ROIC	39.3%	28.6%	20.8%	22.8%	24.9%
在建工程	138.0	376.5	1,438.3	1,519.1	1,034.6	费用率					
无形资产	130.8	143.8	139.0	134.4	129.9	销售费用率	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	60.4	51.5	50.3	45.5	43.0	管理费用率	7.3%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	7,594.4	7,862.7	11,836.8	14,805.8	18,682.0	财务费用率	0.7%	0.7%	2.0%	2.5%	2.0%
短期债务	1,108.3	839.1	4,500.0	5,816.6	7,122.5	三费/营业收入	10.9%	9.2%	10.8%	11.3%	10.8%
应付帐款	286.2	201.9	298.7	418.2	597.4	偿债能力					
应付票据	43.0	7.7	87.7	122.8	175.4	资产负债率	41.6%	30.7%	48.7%	47.3%	43.9%
其他流动负债	571.6	138.5	290.3	467.4	733.7	负债权益比	71.1%	44.3%	94.9%	89.9%	78.3%
长期借款	299.5	412.5	412.5	412.5	412.5	流动比率	1.59	1.93	1.06	1.14	1.46
其他非流动负债	303.8	16.2	16.1	16.1	16.1	速动比率	1.34	1.63	0.93	0.98	1.27
负债总额	3,155.9	2,413.3	5,762.3	7,007.1	8,204.6	利息保障倍数	44.95	33.52	11.74	10.59	14.61
少数股东权益	514.5	632.0	829.8	1,115.1	1,552.5	分红指标					
股本	1,663.3	1,663.3	1,663.3	1,663.3	1,663.3	DPS(元)	0.29	0.50	0.23	0.33	0.50
留存收益	2,260.0	3,152.6	3,581.4	5,020.3	7,261.5	分红比率	32.1%	55.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	4,438.5	5,449.4	6,074.5	7,798.7	10,477.4	股息收益率	1.6%	2.8%	1.3%	1.8%	2.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,696.9	1,758.1	1,260.4	1,817.0	2,786.4	EPS(元)	0.89	0.91	0.76	1.09	1.68
加: 折旧和摊销	234.6	257.6	365.3	463.7	530.7	BVPS(元)	2.67	3.28	3.65	4.69	6.30
资产减值准备	19.9	0.3	17.6	25.4	40.2	PE(X)	20.1	19.7	23.6	16.4	10.7
公允价值变动损失	4.4	0.8	-	-	-	PB(X)	6.7	5.5	4.9	3.8	2.8
财务费用	42.4	53.8	22.4	142.0	261.7	P/FCF	-213.2	47,152.9	14.6	-47.7	276.1
投资收益	-148.3	-4.9	-	-	-	P/S	3.8	3.9	4.1	2.8	1.9
少数股东损益	215.5	248.4	219.9	317.0	486.0	EV/EBITDA	12.1	16.6	17.1	11.5	7.5
营运资金的变动	-202.6	-111.2	-803.4	-1,968.1	-2,932.9	CAGR(%)	7.9%	23.0%	38.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,282.4	2,000.2	1,201.9	916.7	1,231.0	PEG	2.5	0.9	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-366.8	-925.9	-2,806.5	-1,301.0	-551.0	ROIC/WACC	4.3	3.1	2.3	2.5	2.7
融资活动产生现金流量	232.3	-1,164.0	2,878.3	509.7	149.4	REP	1.2	1.4	1.5	1.1	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心

谭志勇，石油与化工行业助理研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn

凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazzn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034