

2009 年 11 月 17 日

烟台万华

建筑节能市场推进力度加大

由于烟台万华不断开拓海外市场，加之 MDI 国内新需求持续增长，我们对公司中长期发展持乐观态度。而 2010 年，得益于 MDI 产品量升价涨，我们预计公司净利同比有望增长 43%，目前估值较低，我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 由于政府对建筑节能相关政策的推进，以及聚氨酯自身优异的性能保证，我们认为聚氨酯外墙保温市场前景广阔。根据公司测算，2009-2010 外墙保温对 MDI 的需求量将分别在 2.5 万吨和 4.2 万吨以上。
- 考虑全球经济复苏，以及国内 MDI 新需求的增长等因素，我们认为未来两年全球 MDI 行业，包括中国市场，处于供需相对平衡的状态。在原油价格处于 60-80 美元/桶的均价区间前提下，我们预计 2010 年 MDI 产品价格将稳中有升。
- 得益于产品的量升价涨，我们预计公司 2010 年净利将增长 43% 至 16 亿元，每股收益 0.96 元。

评级面临的风险因素

- 原油价格若快速上升，可能造成公司成本上升压力。
- 公司出口市场开拓如果不顺利，产品销量可能低于我们预期。

估值

- 我们维持公司 24.00 元目标价不变，维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	7,804	7,704	6,670	9,275	11,911
变动 (%)	58	(1)	(13)	39	28
净利润 (人民币 百万)	1,488	1,510	1,120	1,602	2,064
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.895	0.908	0.673	0.963	1.241
变动 (%)	72.2	1.5	(25.8)	43.0	28.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.740	1.008	1.282
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.673	0.963	1.241
调整幅度 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0
核心每股收益 (人民币)	0.895	0.908	0.673	0.963	1.241
变动 (%)	72.2	1.5	(25.8)	43.0	28.9
全面摊薄市盈率 (倍)	23.8	23.5	31.7	22.2	17.2
核心市盈率 (倍)	23.8	23.5	31.7	22.2	17.2
每股现金流量 (人民币)	0.93	1.18	0.96	0.92	1.29
价格/每股现金流量 (倍)	23.0	18.1	22.1	23.2	16.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	14.5	18.7	25.0	17.5	13.0
每股股息 (人民币)	0.071	0.400	0.500	0.350	0.350
股息率 (%)	0.3	1.9	2.3	1.6	1.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

600309.SS - 人民币 21.62

目标价格：人民币 24.00

倪晓曼

(8621) 6860 4866 分机 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	116	13	26	108
相对新华富时 A50 指数 (%)	29	3	20	37

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,663
流通股 (%)	39
流通股市值 (人民币 百万)	13,720
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	265
净负债比率 (%)	18
主要股东 (%)	
烟台万华集团	51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

估值。考虑烟台万华 2010-2011 年净利增长超过 30%，净资产收益率也在 30%以上，并且明年建筑节能需求的启动可能超预期，目前股价相当于 22 倍 2010 年预期市盈率，我们认为估值较低。给予公司 25 倍 2010 年预期市盈率，我们维持其 24.00 元目标价，维持**买入**评级。

建筑节能市场推进力度加大。在上周中银国际举行的低碳经济会议上，我们邀请了万华集团节能建材发展部的专家到会，就我国建筑节能与聚氨酯保温外墙的现状和未来发展前景做了深度分析，具体如下：

- 1) 相关政策逐步推进。由于建筑能耗占到国家能源消耗总量 30%左右，并且比例仍处于上升阶段，降低建筑能耗指标列入全国节能减排目标体系势在必行。建设部 10 月 23 日发布了关于征求民用建筑能耗和节能的统计、监测、考核实施方案，进一步细化相关数据采集，并将考核结果落实到各级政府部门。这是第一次将建筑节能目标纳入各级政府考核体系。另外，对国内既有建筑（特别是公共建筑）的改造，国家已出台方案补贴 45 元/平米，地方各级政府再按同比例配套实施补贴。我们预计，随着后续地方配套财政或税收政策的落实，将有效促进建筑节能工作在全国快速发展。
- 2) 聚氨酯性价比好于市场预期。

图表 2. PU 和其他保温材料性能比较

项目	聚氨酯硬泡 (PU)	膨胀聚苯乙烯 (EPS)	挤塑聚苯乙烯板 (XPS)
保温隔热性能 (w/m.k)	保温材料中最低,同样保温效果,厚度比 EPS 少 1/2, 比 XPS 少 1/3. 导热系数为: 0.017-0.023	导热系数为: ≤ 0.041	导热系数为: ≤ 0.031
适应温度	- 50 ~ 150	EPS 在 70 度时产生软化, 仅能在 70 度以下应用 -30 ~ 70	仅能在 75 度以下应用 -30 ~ 75
防水防潮性	防水性能较好, 吸水后导热系数变化不大 吸水率 ≤ 1.5	具有一定的防水性, 吸水后导热系数会大幅上升 吸水率 ≤ 2	最好的防水产品, 吸水率极低。 吸水率 ≤ 1
阻燃程度	热固性材料, 经过阻燃处理后, 遇火燃烧时表面碳化, 抑制火势的蔓延, 不会出现熔滴滴落	遇火燃烧后, 由于温度升高, EPS 软化收缩, 并产生熔滴, 火势随熔滴蔓延	遇火燃烧后, 由于温度升高, EPS 软化收缩, 并产生熔滴, 火势随熔滴蔓延
自粘贴性和成型时间	聚氨酯硬泡的成型时间一般会在几分钟内完成, 在正常温度下, 3 天即可完成后熟化过程。性能更加稳定, 体系安全。	在工厂预制板材, 42 天后熟化后才可上墙施工	在工厂预制板材, 42 天后熟化后才可上墙施工

资料来源：公司数据

聚氨酯相对其他建筑节能材料，具有导热系数低、使用寿命长、适用温度范围广、防水性能好、稳定性高等优点，并且聚氨酯硬泡是一种热固性产品，经过阻燃处理后，阻燃级别可以达到各种建筑的要求。虽然 PU 单价比 PS 板要贵，但考虑保温厚度、建筑成本等因素，PU 用于外墙保温成本比 PS 板仅仅高 15%-20% 左右。聚氨酯外墙保温经过近几年的发展，已经由市场导入期进入成长期，外墙保温施工系统已形成：现场喷涂干挂龙骨系统、现场喷涂薄抹灰系统、复合板外墙薄抹灰系统、PU 硬泡外墙一体化系统等系统，全国 PU 施工队伍也已有零增加至 50 家以上。

3) 聚氨酯外墙保温前景广阔。由于我国建筑外墙保温面积总量约在 4-5 亿平米，每年新建建筑面积为 16-20 亿平米，其中 60% 在城镇，也就是约 10 亿平米需要节能措施。根据既有建筑节能改造计划，“十一五”期间开始在各地试点进行既有建筑节能改造，计划完成改造面积 1.5 亿平方米，2010 年后在大城市全面推行。按照建筑面积与保温面积 1:0.4 比例计算，公司预计 2009 年需要外墙保温面积达到 3.95 亿平米，PU 面积大约在 2800 万平米，而到了 2012 年需要 PU 保温面积有望达到 1 亿平米。

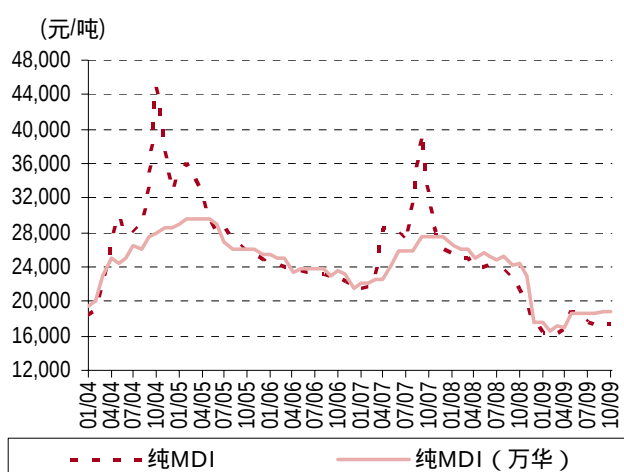
图表 3. 聚氨酯外墙保温面积测算

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
新增城镇建筑面积	10	10	10	10	10	10	10
拟改造部分建筑面积	0.1	0.1	0.3	0.4	0.6	1	2
需保温建筑面积	10.1	10.1	10.3	10.4	10.6	11	12
需保温外墙面积	4.04	4.04	4.12	4.16	4.24	4.4	4.8
节能标准执行比率%	53	71	93	95	95	95	95
实际保温外墙面积	2.1412	2.8684	3.8316	3.952	4.028	4.18	4.56
使用聚氨酯保温的比例%	0.50	1.50	4.00	7.00	12.00	18.00	22.00
聚氨酯保温面积	0.01	0.04	0.15	0.28	0.48	0.75	1.00

资料来源：公司数据

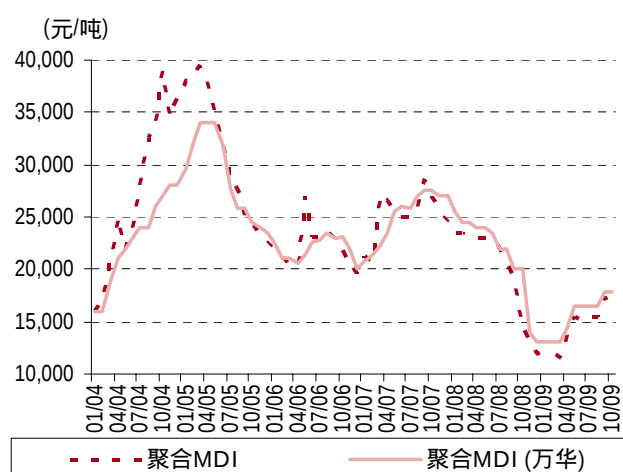
未来两年行业供需状况。由于 MDI 行业近两年需求增速在 10%-15%之间，我们预计 2009-2010 年由于出口和内需的复苏，国内 MDI 需求增速有望达到 8%以上。而根据公司测算，2009-2010 外墙保温对 MDI 的需求量将分别在 2.5 万吨和 4.2 万吨以上。这样，综合考虑传统需求和外墙保温需求，我们预计国内 2009 和 2010 年对 MDI 需求量分别在 88 万吨和 98 万吨左右。供给方面，2009 年国内产能在 109 万吨，2010 年由于宁波万华二期 30 万吨 MDI 项目投产，国内总产能将达到 139 万吨。考虑国内装置进修等因素，2009 年国内 MDI 产量约在 85 万吨左右。由于中国市场已经成为亚太地区 MDI 主要供给基地，我们认为对于象 MDI 这种供给集中度较高的品种，供需分析平衡应扩大至整个亚太，甚至全球市场来看。由于未来两年全球仅宁波万华 30 万吨装置扩产，考虑全球经济复苏，以及国内 MDI 新需求的增长等因素，我们认为未来两年全球 MDI 行业，包括中国市场，处于供需相对平衡的状态。在原油价格处于 60-80 美元/桶的均价区间内，我们预计 2010 年 MDI 产品价格将稳中有升。

图表 4.纯 MDI 价格走势



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 5.聚合 MDI 价格走势



资料来源：万得资讯及中银国际研究

预计 2010 年公司净利增长 43%。宁波万华第二期 30 万吨 MDI 项目将在 2010 年第三季度投产，由于该套装置配套 36 万吨苯胺和甲醛等原料项目，我们预计 MDI 生产成本较第一套装置将更具优势。在不考虑聚氨酯外墙保温新需求的刺激因素下，我们预计纯 MDI 和聚合 MDI 较目前分别上涨 2,000 元和 1,000 元至 1.9 万元/吨和 1.6 万元/吨，加之烟台万华宁波第二套 MDI 工程的竣工，将增加 MDI 产销量 20%至 50 万吨，我们预计公司 2010 年净利将增长 43%至 16 亿元，每股收益 0.96 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	7,804	7,704	6,670	9,275	11,911
销售成本	(4,718)	(5,343)	(4,799)	(6,568)	(8,353)
运营费用	(571)	(412)	(381)	(517)	(615)
息税折旧前利润	2,514	1,949	1,491	2,189	2,944
折旧与摊销	(234)	(249)	(249)	(315)	(400)
营业利润 (息税前利润)	2,280	1,700	1,242	1,875	2,544
净利息收入/(费用)	(54)	(51)	(103)	(131)	(112)
其它盈利/(亏损)	265	377	310	330	250
税前利润	2,492	2,026	1,449	2,074	2,682
所得税	(787)	(268)	(174)	(249)	(322)
少数股东损益	(217)	(248)	(155)	(223)	(296)
净利润	1,488	1,510	1,120	1,602	2,064
核心净利润	1,488	1,510	1,120	1,602	2,064
每股收益 (人民币)	0.895	0.908	0.673	0.963	1.241
核心每股收益 (人民币)	0.895	0.908	0.673	0.963	1.241
每股派息 (人民币)	0.071	0.400	0.500	0.350	0.350
营收增长率 (%)	58	(1)	(13)	39	28
系税前利润增长率 (%)	77	(25)	(27)	51	36
息税折旧前利润增长率 (%)	68	(22)	(24)	47	34
每股收益增长率 (%)	72	2	(26)	43	29
核心每股收益增长率 (%)	72	2	(26)	43	29

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及等价物	1,430	1,272	916	572	518
应收帐款	1,408	1,219	1,201	1,670	2,144
库存	651	600	520	723	928
其它流动资产	574	743	526	613	564
流动资产合计	4,063	3,835	3,162	3,577	4,154
固定资产	3,317	3,668	5,234	6,419	7,019
无形资产	0	0	0	0	0
其它长期资产	215	360	366	464	536
长期资产合计	3,532	4,028	5,599	6,883	7,555
总资产	7,595	7,863	8,762	10,460	11,710
应付账款	296	187	168	229	292
短期债	1,512	1,271	1,300	1,500	1,350
其它流动负债	745	527	653	694	718
流动负债合计	2,552	1,985	2,121	2,423	2,360
长期借款	300	413	600	800	600
其他长期负债	304	16	454	600	600
股本	1,663	1,663	1,663	1,663	1,663
储备	2,261	3,154	3,130	3,957	5,176
股东权益	3,925	4,818	4,793	5,621	6,839
少数股东权益	514	632	787	1,010	1,306
负债权益总计	7,595	7,863	8,762	10,460	11,710
每股账面价值 (人民币)	2.36	2.90	2.88	3.38	4.11
每股有形资产 (人民币)	2.36	2.90	2.88	3.38	4.11
每股净负债/(现金) (人民币)	0.23	0.25	0.59	1.04	0.86

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	2,492	2,026	1,449	2,074	2,682
折旧与摊销	234	249	249	315	400
净利息费用	54	51	103	131	112
营运资本变动	(611)	(44)	80	(610)	(618)
支付税金	(785)	(268)	(174)	(249)	(322)
其它经营现金流	171	198	146	184	288
经营活动产生的现金流	1,320	1,963	1,604	1,529	2,143
固定资产净采购	(530)	(1,014)	(1,220)	(1,500)	(1,000)
投资减少/(增加)	148	55	30	32	32
其它投资现金流	232	(56)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(150)	(1,015)	(1,190)	(1,468)	(968)
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	254	(128)	217	400	(350)
支付股息	(289)	(979)	(986)	(806)	(878)
其它筹资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	(34)	(1,107)	(770)	(406)	(1,228)
现金余额变动	1,136	(158)	(356)	(344)	(54)
年初现金	294	1,430	1,272	916	572
公司自由现金流	1,170	948	414	61	1,175
股权自由现金流	1,424	821	631	461	825

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	32.2	25.3	22.3	23.6	24.7
息税前利润率	29.2	22.1	18.6	20.2	21.4
税前利润率	31.9	26.3	21.7	22.4	22.5
净利率	19.1	19.6	16.8	17.3	17.3
流动性 (倍)					
流动比率	1.6	1.9	1.5	1.5	1.8
利息覆盖率	42.5	33.4	12.0	14.4	22.8
净权益负债率 (%)	8.6	7.6	17.6	26.1	17.6
速动比率	1.3	1.6	1.2	1.2	1.4
估值 (倍)					
市盈率	23.8	23.5	31.7	22.2	17.2
核心业务市盈率	23.8	23.5	31.7	22.2	17.2
目标价对应核心业务市盈率	22.4	22.0	29.7	20.8	16.1
市净率	9.0	7.4	7.4	6.3	5.2
价格/现金流	23.0	18.1	22.1	23.2	16.6
企业价值/息税折旧前利润	14.5	18.7	25.0	17.5	13.0
周转率					
存货周转天数	43.1	42.7	42.6	34.5	36.1
应收帐款周转天数	46.6	62.2	66.2	56.5	58.4
应付帐款周转天数	16.3	11.4	9.7	7.8	8.0
回报率 (%)					
股息支付率	8.0	44.1	74.3	36.3	28.2
净资产收益率	45.9	34.6	23.3	30.8	33.1
资产收益率	24.3	19.1	13.1	17.2	20.2
已运用资本收益率	42.6	25.4	17.0	22.8	26.7

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371