

买入 维持

烟台万华 (600309)

2009 年 11 月 25 日

## 利用搬迁契机，实现产能扩张

11 月 24 日收盘价 20.98 元，6 个月目标价 25.00 元

石化行业分析师：邓勇  
dengyong@htsec.com  
021-23219404

## 烟台万华临时董事会决议公告：

根据烟台市“退城进园”规划，烟台万华拟将厂区搬迁至烟台经济技术开发区八角临港工业园内，并希望通过搬迁扩大 MDI 产能，建设产能包括 60 万吨 MDI、30 万吨 TDI 等 11 套生产装置。

## 点评：

**通过异地搬迁实现产能的扩张。**目前万华在烟台本部有 20 万吨 MDI 产能，厂区接近市区。根据烟台市城市总体规划和产业规划，万华的老厂区将逐步搬迁至新的工业园区。通过厂区搬迁，实现异地技改扩能，即在新的工业园内兴建 60 万吨 MDI，而老厂区的 20 万吨产能可能逐步关闭。该项目完成后公司 MDI 产能将达到 120 万吨（宁波万华在明年第三季度将形成 60 万吨的 MDI 生产能力），成为全球最大的 MDI 生产企业之一。

**预计未来 MDI 价格稳中有升。**在 11 月 10 日的调研报告《烟台万华：宁波二期项目进展顺利》中，我们认为未来几年全球 MDI 的供给量增长有限（仅烟台万华宁波二期的 30 万吨投产），而在需求方面，仍将保持 5% 以上的增速，特别是我国，MDI 需求增速有望达到 15% 以上。在供给相对稳定，而需求稳步提升的供需格局下，我们预计未来几年全球 MDI 价格将稳中有升。

**发展其他产品，培育新的利润增长点。**在实现 MDI 的产能扩张后，公司 MDI 产品将扩至相当大的规模，再向上发展、扩大产能的空间已不大，因而公司未雨绸缪，通过发展 TDI 产品，培育公司新的利润增长点。目前公司已具备 TDI 生产技术，且凭借其在 MDI 生产方面的丰富经验和技术积累，公司储备的 TDI 生产技术也应该要好于同行业。但处于稳健经营的考虑，我们预计可能是先采用国内外成熟的生产技术，先行投资建设 30 万吨 TDI 生产项目，待项目运行正常后，再用自身更为先进的技术，对其进行技术升级，从而保证 TDI 项目能稳步推进。

**宁波二期项目预计明年第三季度建成投产。**宁波万华二期项目预计 2010 年第三季度竣工投产。在现有 30 万吨 MDI 产能的基础上，目前正在建设的二期项目（30 万吨 MDI）进展顺利，预计明年中期完工，再经过几个月的调试后，预计明年第三季度就可实现竣工投产。

**宁波万华项目：上下游配套，竞争优势更加明显。**在宁波大榭岛建设的 MDI 项目，不仅有港口码头、热电等相关配套设施，而且 MDI 的配套项目（苯胺、甲醛等）也将在明年底前建成，从而解决公司原料供应。同时在大榭工业园内，也有与 MDI 生产配套的公司，如韩华石化建设的 30 万吨 PVC 项目将消化 MDI 生产中所副产的盐酸。

宁波万华的 MDI 项目建于宁波大榭岛，大榭岛拥有 26 公里的海岸线（其中深水岸线 10.7 公里），这样宁波万华就拥有港口运输优势。另外，宁波万华紧邻石化产业园区，拥有原料供应及产品销售方面的优势。

36 万吨苯胺项目可满足 MDI 生产 80% 的苯胺原料需求。作为 MDI 二期项目的配套工程，公司正在建设 36 万吨苯胺项目，项目建成后，将可满足 48 万吨 MDI 生产所需，这样苯胺自给率可达到 80%。而目前公司苯胺需求全部外购。

36 万吨甲醛的生产足以满足公司 MDI 生产所需。在宁波 MDI 二期项目完工后，公司在宁波的 MDI 产能将达到 60 万吨，

需要甲醛 24 万吨左右，这样随着 36 万吨甲醛项目的完工，将足以满足其生产所需。其富余的甲醛将主要用于生产多聚甲醛（生产草甘膦的原料之一，需要耗用 9 万吨左右的甲醛）。

公司在宁波大榭岛建设的万华热电将为 MDI 项目提供蒸汽和电力，而万华码头则为 MDI 生产销售提供便捷的运输。

除了宁波万华自身建设的 MDI 配套项目外，在大榭岛工业区内，还引进了一些项目，在实现了园区良性循环发展的同时，也与万华的 MDI 项目实现了很好的衔接配套。东港电化将为 MDI 提供氯气和烧碱、林德气体为 MDI 项目提供氧气；而韩华石化在园区正在建设的 30 万吨氯碱项目（预计 2010 年底完工），将采购宁波万华 MDI 生产过程中所副产的盐酸，而此前，公司所副产的盐酸均通过海运销往沿海各地。

在明年第三季度宁波二期项目完工后，整个宁波项目的上下游配套将更充分，其成本优势也将得到更充分的体现。

**收购博苏化学也是未来集团的重要任务之一。**匈牙利博苏化学具有 MDI、TDI 和 PVC 的生产能力，而且通过收购，可以拓展欧洲市场，为公司长远发展打下坚实基础。博苏化学由于金融危机影响，出现了资金紧张等经营困境，因而有意转让股权。博苏化学目前具备 18 万吨 MDI、9 万吨 TDI 以及 40 万吨 PVC 的生产能力，在出现危机前，公司的经营和盈利一直不错。

如果能成功收购博苏化学，公司将实现在欧洲的布局，从而有利于公司的长远发展。我们认为如能成功收购，其意义主要有两方面：（1）实现在欧洲战略布局，能充分发挥成本优势。目前公司每年出口欧洲的 MDI 不到 5 万吨，而国内生产的 MDI 运至欧洲后，由于运费的增加，使得公司的 MDI 产品与欧洲生产企业相比并没有优势可言。而在收购博苏化学后，通过运用自身技术对其装置进行技术改造，使其生产的 MDI 产品较其他 MDI 生产企业更有成本优势，从而有助于增强市场竞争力，扩大在欧洲市场上的份额。（2）通过该收购该丰富公司产品，由于博苏化学除了 MDI 外，还有 TDI 等产品，而发展除了 MDI 外的其他产品，也符合烟台万华的发展战略。

我们预计公司未来 2009-2011 年每股收益分别为 0.73、0.99 和 1.32 元，维持“买入”投资评级。

## 财务报表分析和预测

| 价值评估（倍）    | 2008   | 2009E  | 2010E | 2011E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| P/E        | 23.32  | 29.10  | 21.40 | 16.01 |
| P/B        | 7.31   | 5.84   | 4.66  | 3.67  |
| P/S        | 4.57   | 5.10   | 4.22  | 3.19  |
| EV/EBITDA  | 17.97  | 20.20  | 13.75 | 8.90  |
| 偿债能力指标     | 2008   | 2009E  | 2010E | 2011E |
| 负债权益比率     | 0.44   | 0.40   | 0.36  | 0.29  |
| 借款/股东权益    | 0.23   | 0.23   | 0.21  | 0.17  |
| 已获利息倍数     | 33.44  | 17.14  | 23.22 | 27.57 |
| 流动比率       | 1.93   | 1.88   | 2.12  | 3.47  |
| 速动比率       | 1.63   | 1.60   | 1.80  | 3.09  |
| 现金比率       | 0.64   | 0.70   | 0.77  | 1.82  |
| 盈利能力指标     | 2008   | 2009E  | 2010E | 2011E |
| 毛利率        | 31.28  | 29.70  | 33.81 | 36.10 |
| 息税摊销折旧利润率  | 25.41  | 25.36  | 30.92 | 33.66 |
| 净利润率       | 19.60  | 17.52  | 19.72 | 19.90 |
| 净资产收益率     | 27.70  | 17.44  | 18.60 | 19.14 |
| 资产回报率      | 19.20  | 12.45  | 13.70 | 14.86 |
| 投资回报率      | 20.59  | 12.85  | 13.67 | 14.37 |
| 经营效率指标（%）  | 2008   | 2009E  | 2010E | 2011E |
| 应收帐款周转率    | 22.29  | 21.13  | 21.89 | 22.79 |
| 存货周转率      | 8.46   | 8.21   | 8.87  | 9.35  |
| 总资产周转率     | 1.25   | 0.79   | 0.77  | 0.82  |
| 固定资产周转率    | 4.71   | 2.17   | 1.79  | 1.77  |
| 盈利增长（%）    | 2008   | 2009E  | 2010E | 2011E |
| 营业收入增长率    | -1.24  | -10.49 | 21.04 | 32.63 |
| 营业利润增长率    | -29.97 | -17.85 | 46.54 | 45.18 |
| EBIT 增长率   | -25.77 | -16.74 | 45.06 | 44.72 |
| EBITDA 增长率 | -22.46 | -10.57 | 47.36 | 44.13 |
| 净利润增长率     | 1.92   | -19.84 | 35.99 | 33.65 |

| 利润表（万元）   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E   |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入      | 770439 | 690538 | 834544 | 1104926 |
| 营业成本      | 529420 | 485434 | 552404 | 706066  |
| 营业利润      | 165329 | 135815 | 199019 | 288927  |
| 营业费用      | 20714  | 17263  | 20864  | 27623   |
| 管理费用      | 45419  | 41432  | 50073  | 66296   |
| 利润总额      | 202566 | 173052 | 236256 | 326164  |
| EBIT      | 170032 | 141575 | 205362 | 297207  |
| 折旧摊销      | 25759  | 33520  | 52662  | 74686   |
| EBITDA    | 195790 | 175095 | 258024 | 371893  |
| 投资收益      | 491    | 2500   | 2500   | 2500    |
| 营业外收支净额   | 37237  | 37237  | 37237  | 37237   |
| 所得税       | 26756  | 24227  | 33076  | 45663   |
| 少数股东损益    | 24836  | 27812  | 38619  | 60573   |
| 净利润       | 150974 | 121013 | 164561 | 219928  |
| 基本每股收益（元） | 0.91   | 0.73   | 0.99   | 1.32    |

| 资产负债表（万元） | 2008   | 2009E  | 2010E   | 2011E   |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| 现金及现金等价物  | 127160 | 141736 | 161392  | 404103  |
| 应收款项      | 30834  | 33825  | 40879   | 54124   |
| 存货        | 60044  | 58252  | 66288   | 84728   |
| 流动资产      | 383467 | 382392 | 443895  | 771879  |
| 固定资产      | 366767 | 553337 | 721091  | 672427  |
| 总资产       | 786272 | 971768 | 1201024 | 1480345 |
| 应付帐款      | 17937  | 24272  | 27620   | 35303   |
| 长期借款      | 41249  | 73249  | 105249  | 107249  |
| 总负债       | 241331 | 278001 | 316179  | 331455  |
| 少数股东权益    | 63196  | 91008  | 129626  | 190200  |
| 股东权益      | 544941 | 693767 | 884845  | 1148890 |
| 付息负债      | 125157 | 157157 | 189157  | 191157  |
| 每股净资产（元）  | 2.90   | 3.62   | 4.54    | 5.76    |

| 现金流量表（万元）   | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E  |
|-------------|---------|---------|---------|--------|
| 净利润         | 150974  | 121013  | 164561  | 219928 |
| 折旧摊销        | 25759   | 33520   | 52662   | 74686  |
| 营运资金变动      | 42933   | -12888  | 34132   | 58076  |
| 经营活动现金流     | 200020  | 208480  | 226516  | 291469 |
| 固定资产投资      | 412530  | 220091  | 220416  | 26022  |
| 无形资产投资      | 1305    | 0       | 0       | 0      |
| 资本支出        | 438656  | 220091  | 220416  | 26022  |
| 投资活动现金流     | -92592  | -217645 | -217916 | -23522 |
| 公司自由现金流     | -308257 | 228497  | 442227  | 557688 |
| 股权自由现金流     | -325433 | 237741  | 443620  | 557931 |
| 债务变化        | -15626  | 32000   | 32000   | 2000   |
| 股票发行        | 0       | 0       | 0       | 0      |
| 融资活动现金流     | -116403 | 23741   | 11055   | -25236 |
| 现金净流量       | 127160  | 141736  | 161392  | 404103 |
| 每股经营性现金流（元） | 1.20    | 1.25    | 1.36    | 1.75   |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥行业

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 公司评级

**买入:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

**增持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

**卖出:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。