

## 烟台万华(600309) 2009-12-25



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 产能大幅扩张，国际市场是未来方向

## 投资要点：

- 回暖苗头明显，二季度开始业绩回升。在下游需求转暖的拉动下，从二季度开始，MDI价格出现回升，公司经营状况出现好转。主营业务收入、净利润等指标均出现了环比上涨，但价格与08年同期相比还处在较低水平。
- 公司未来产能扩张明确，行业龙头地位更加巩固。公司现有MDI产能50万吨/年(老厂区20万吨，宁波一期30万吨)，正在建设的宁波二期30万吨/年MDI工程预计于2010年下半年建成并投产，另外，公司将利用老厂搬迁实现技改扩能，在新工业园内兴建造60万吨MDI，老厂区的20万吨产能作为试验设备。该项目完成后公司MDI产能将达到120万吨，成为全球最大的MDI生产企业之一，行业龙头地位得到进一步巩固。同时配套30万吨TDI产能，凭借公司多年的MDI生产技术积累以及一体化的成本优势，未来TDI将成为公司又一盈利亮点。
- 收购博苏化学，布局国际市场。公司未来有大量产能投产，国内市场短期已经饱和，公司正加大海外市场的开拓。博苏化学是一家匈牙利公司，产品涉及MDI、TDI以及PVC，公司通过收购博苏化学可以拓展欧洲市场，为今后的发展打下坚实基础。
- 风险因素：1) 到2010年一季度之前，都是MDI传统的淡季，在产能过剩的压力下，国内价格可能出现下跌。  
2) 国际市场开拓不畅，未来扩大的产能只得国内销售，MDI价格受到压制。
- 维持“推荐”评级。我们认为在国内房地产、汽车等下游行业稳定增长以及国外经济复苏的带动下，公司未来业绩将会持续保持增长，维持“推荐”评级。

| 重要财务指标   | 单位:百万元 |       |       |       |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 主要财务指标   | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E |
| 营业收入     | 7704   | 6780  | 8814  | 11017 |
| 归属母公司净利润 | 1510   | 1282  | 1725  | 2147  |
| ROE(%)   | 31.3%  | 24.4% | 25.9% | 26.4% |
| 每股收益(元)  | 0.91   | 0.77  | 1.04  | 1.29  |
| P/E      | 25.56  | 30.10 | 22.38 | 17.97 |
| P/B      | 8.01   | 7.33  | 5.80  | 4.74  |

评级：推荐（维持）

当前价格：23.2 元

2009.12.25

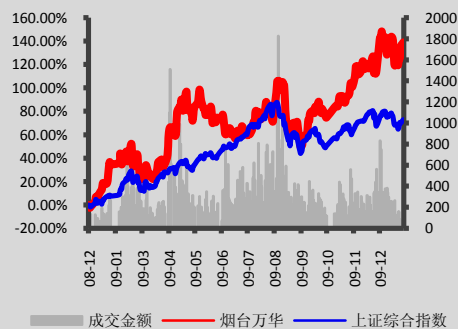
## 基础数据

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 总市值(亿元)         | 385.82    |
| 每股净资产(元)        | 3.1       |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 1663/1663 |
| 净资产收益率(%)       | 24.4      |
| 流通市值(亿元)        | 385.82    |

## 交易数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 52 周内股价区间(元) | 9.70-25.30 |
| 静态市盈率(倍)     | 25.56      |
| 动态市盈率(倍)     | 30.10      |
| 市净率(倍)       | 7.33       |

## 52 周内股价走势图



行业研究员 杜志强 张欣

电话 021-32229888\*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

## 相关研究报告：

《华昌化工：主营稳定提升业绩，区位优势保证销量》；

《澳洋科技：产品价格上涨利好有限，业绩增长还看下游需求》；

## 1、回暖势头明显，但价格受到产能过剩压制。

公司主要产品分为纯MDI和聚合MDI两大类，纯MDI主要下游为氨纶、鞋底浆液等，聚合MDI主要下游为冰箱、冷藏集装箱、保温管线等。两种产品目前都处在恢复期，价格逐步上升，尤其“家电下乡”等政策对公司的拉动作用比较明显，从二季度开始，MDI价格出现回升，公司经营状况出现好转。主营业务收入、净利润等指标均出现了环比上涨，但价格与08年同期相比还处在较低水平。公司上半年业绩出现滑落主要是由于产品价格较去年同期大幅下跌。以长三角地区MDI价格为例，由08年上半年均价23500元/吨跌至今年同期的13500元/吨，下跌幅度近43%。而同期主要原材料苯胺价格随着今年以来国际原油价格大幅反弹，跌幅有所收窄，与08年上半年相比，跌幅仅为36%，明显低于MDI，使得公司净利润出现明显下滑。

图 1：电冰箱月度产量：万台

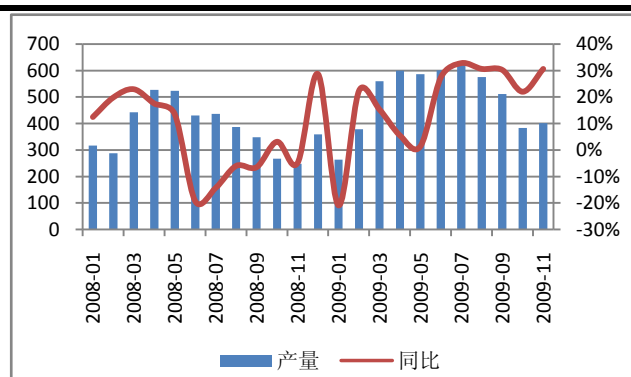
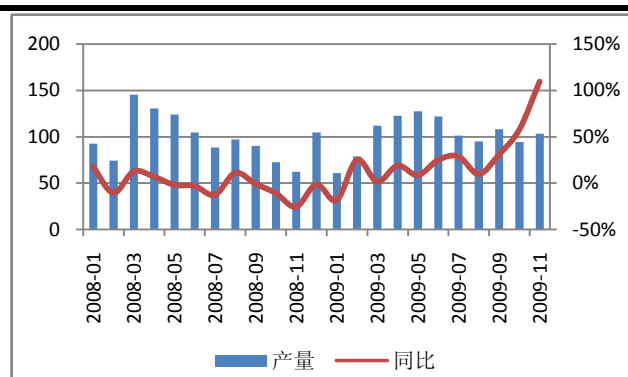


图 2：冰柜月度产量：万台



数据来源：爱建证券研究部

图 3：季度营业利润及销售毛利率

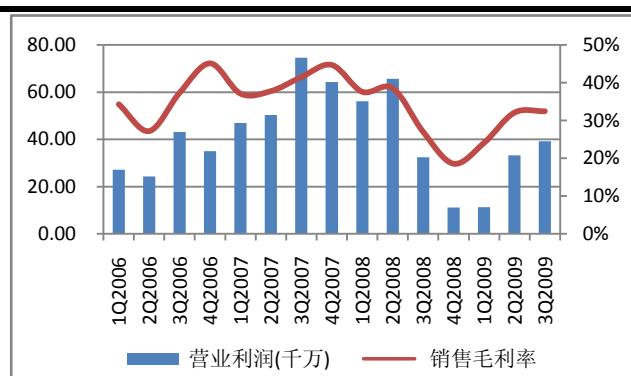
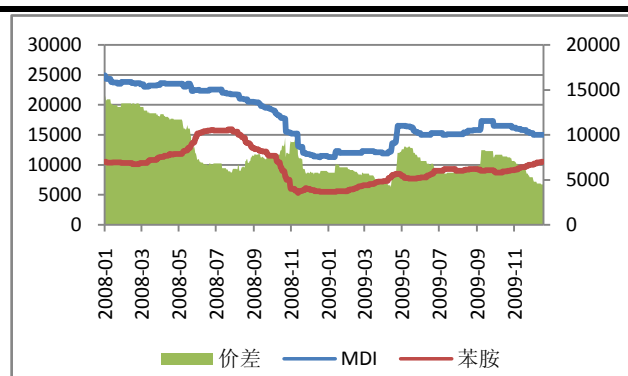


图 4：产品及原材料价格走势



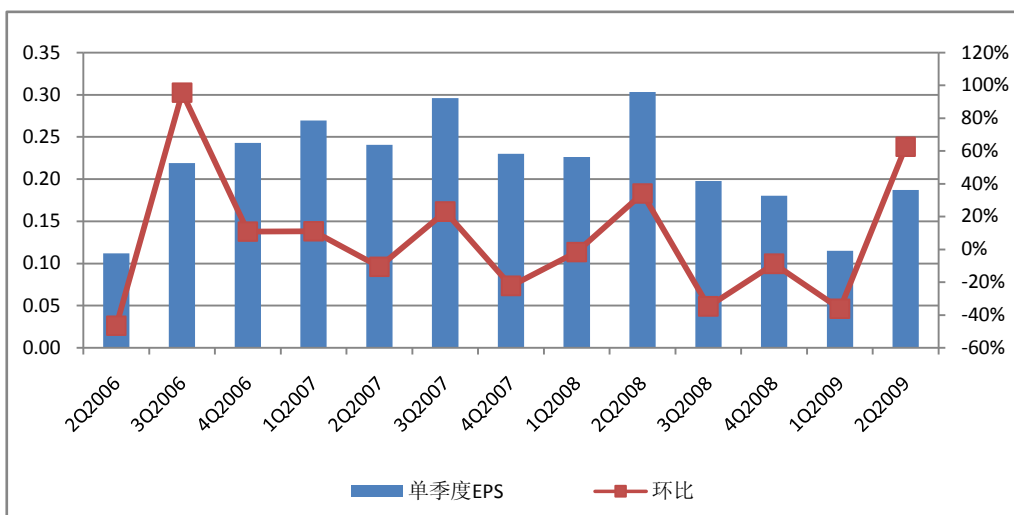
数据来源：爱建证券研究部

## 2、分季度来看，二季度开始业绩回升。

虽然上半年业绩总的来看低于市场预期，但我们通过季度报表可以看出公司从二季度开始业绩出现回升。我们认为化工行业最坏的阶段已

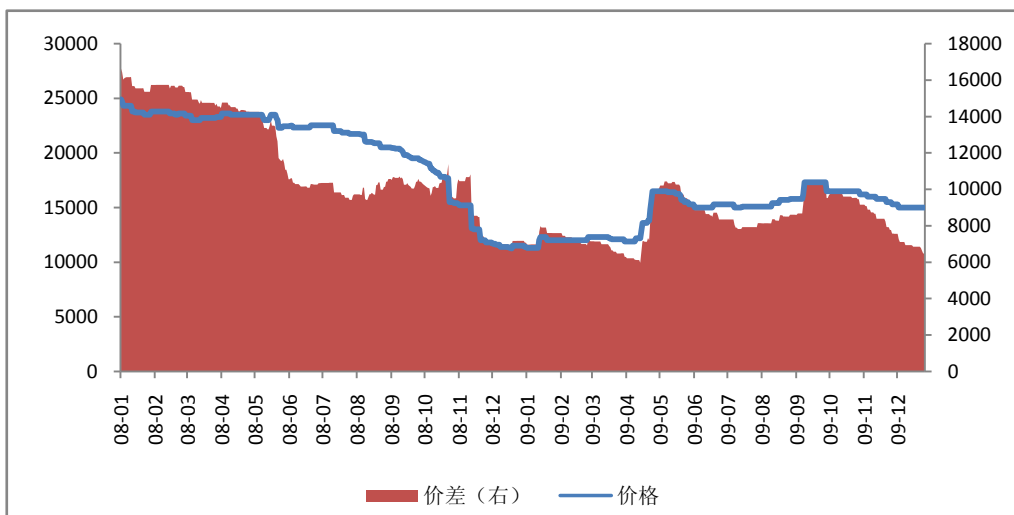
经过去，明年随着国家前期投资拉动作用的显现，化工行业将逐步走出低谷。公司产品的主要应用领域家电、汽车、管道保温、建筑、皮革、纺织、制鞋及其他众多产业将会随着经济回暖逐步复苏，对MDI产品的需求也将逐步增加。

图 5：公司单季度 EPS 及环比变化



数据来源：爱建证券研究部

图 6：MDI 价格及价差



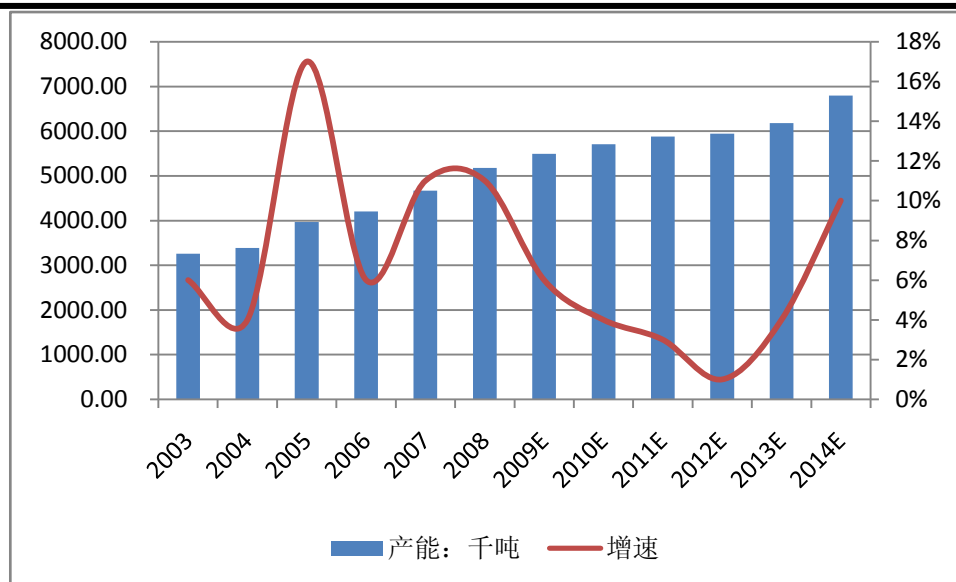
数据来源：爱建证券研究部

### 3、公司未来产能扩张明确，行业龙头地位更加巩固。

公司现有 MDI 产能 50 万吨/年（烟台 20 万吨，宁波一期 30 万吨），正在建设的宁波二期 30 万吨/年预计于 2010 年下半年建成并投产，此项目同时配套煤化工、苯胺原料，具备上下游一体化优势，生产成本更低，竞争力更强，部分抵消了原材料波动给公司带来的负面影响。同时公司

控股子公司万华荣威还拥有3万吨/年的聚醚单体生产能力，公司在国内处于绝对龙头地位。另外，公司将利用老厂搬迁实现技改扩能，在新工业园内兴建造60万吨MDI，老厂区的20万吨产能作为试验设备。该项目完成后公司MDI产能达到120万吨，成为全球最大的MDI生产企业之一，行业龙头地位得到进一步巩固。

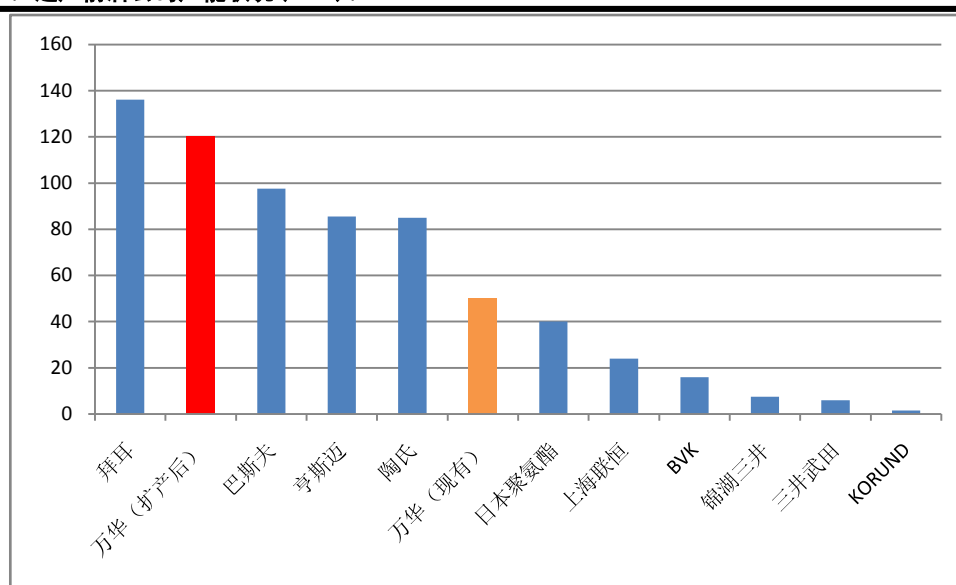
图 7：未来 MDI 全球产能 (2009)：



数据来源：爱建证券研究部

从上图可以看出，经历了危机前的高速扩张后，从08年开始，国际上的MDI产能增速进入了下降的通道，其中2010-2014年，产能增速仅为3%左右。新增的产能主要集中在国内，国内市场短期已经出现饱和，未来的增长取决于节能保温的深入程度。公司在未来新增的产能主要通过开拓国际市场来消化。

图 8：达产前后公司产能状况 (2009)：



数据来源：爱建证券研究部

图 9：全球 MDI 产能占比

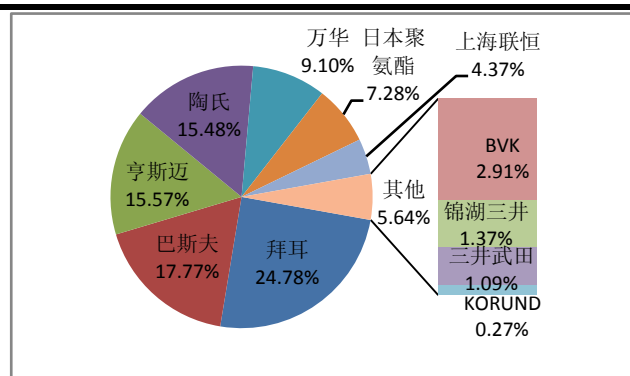
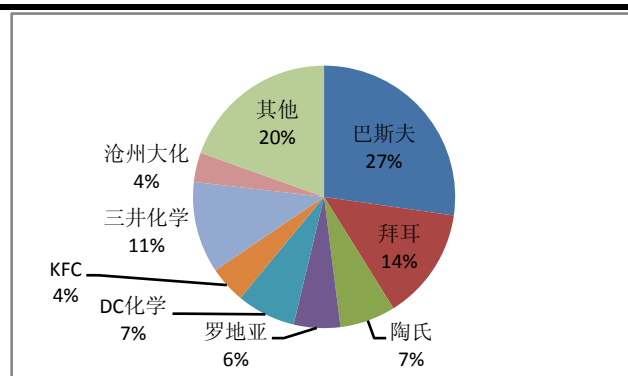


图 10：全球 TDI 产能占比



数据来源：爱建证券研究部

#### 4、低碳经济概念是中长期利好

冰箱、冰柜及建筑保温材料是公司主要产品聚合MDI的重要应用领域，未来低碳概念及相关生活方式的普及，尤其是在建筑外墙保温方面的大范围推广使用，将长期拉动公司的业绩。

以聚氨酯硬泡作为建筑保温材料在发达国家已经实行多年，技术等各方面均已成熟，市场占有率在50%以上，而国内建筑外墙保温目前主要以发泡聚苯乙烯板和挤塑聚苯乙烯板为主，聚氨酯占比不到10%。随着低碳经济深入社会生活的各个方面，再加上政府政策方面的推动，聚氨酯保温板将得到广泛的关注和应用。粗略估算，以65%的节能效果，新建和现有建筑节能改造将每年带来数十万吨的市场需求，凭借在这方面多年的投入和市场培育，公司未来将是最受益的建筑保温材料领导者。

图 11：中国建筑能耗各比例分布

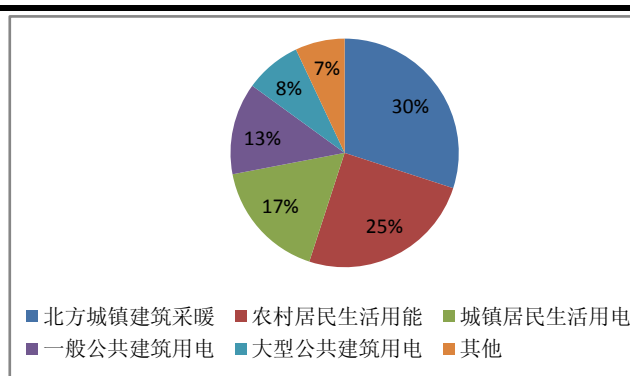
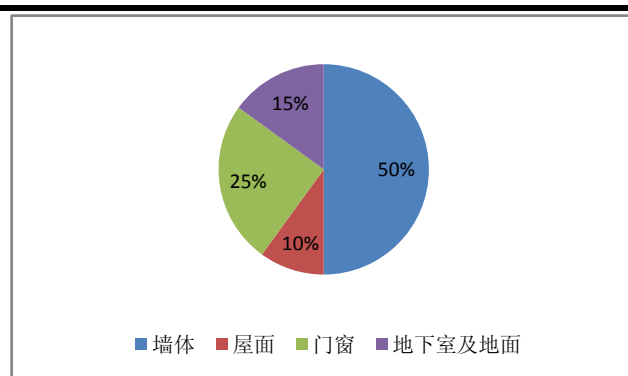


图 12：中国住宅能耗损失途径



数据来源：wind，爱建证券研发部

#### 5、收购博苏化学，布局国际市场。

随着国际产能向中国迁移，再加上公司未来也有大量产能投产，国内市场短期出现饱和，已经由进口国转为出口国，公司正加大海外市场

的开拓，近期收购博苏化学的一个目的就在于此。博苏化学是匈牙利的一家私企，MDI是其主要产品之一，在过去10多年里，其发展突飞猛进，业务范围扩展至欧洲、中东及非洲地区。公司通过收购博苏化学可以拓展欧洲市场，为今后的发展打下坚实基础。

## 财务报表预测

| 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 | 7088  | 9158  | 11948 | 营业收入      | 7704   | 6780   | 8814   | 11017  |
| 现金        | 1272 | 3701  | 6161  | 8998  | 营业成本      | 5294   | 4610   | 5729   | 7161   |
| 应收账款      | 273  | 303   | 360   | 445   | 营业税金及附加   | 49     | 34     | 44     | 55     |
| 其他应收款     | 35   | 30    | 39    | 49    | 营业费用      | 207    | 237    | 282    | 331    |
| 预付账款      | 703  | 1125  | 1009  | 857   | 管理费用      | 454    | 488    | 617    | 661    |
| 存货        | 600  | 626   | 614   | 620   | 财务费用      | 51     | 120    | 206    | 303    |
| 其他流动资产    | 951  | 1303  | 974   | 979   | 资产减值损失    | 0      | 20     | 10     | 10     |
| 非流动资产     | 4028 | 4552  | 4875  | 5133  | 公允价值变动收益  | -1     | -2     | 0      | 0      |
| 长期投资      | 185  | 196   | 192   | 194   | 投资净收益     | 5      | 15     | 5      | 5      |
| 固定资产      | 3271 | 3689  | 3984  | 4175  | 营业利润      | 1653   | 1283   | 1931   | 2502   |
| 无形资产      | 144  | 192   | 227   | 266   | 营业外收入     | 384    | 450    | 400    | 400    |
| 其他非流动资产   | 428  | 475   | 472   | 498   | 营业外支出     | 11     | 1      | 0      | 0      |
| 资产总计      | 7863 | 11640 | 14032 | 17081 | 利润总额      | 2026   | 1733   | 2331   | 2902   |
| 流动负债      | 1985 | 3766  | 3366  | 3554  | 所得税       | 268    | 208    | 303    | 377    |
| 短期借款      | 839  | 2000  | 2000  | 2000  | 净利润       | 1758   | 1525   | 2028   | 2524   |
| 应付账款      | 179  | 536   | 250   | 269   | 少数股东损益    | 248    | 243    | 303    | 377    |
| 其他流动负债    | 966  | 1231  | 1116  | 1286  | 归属母公司净利润  | 1510   | 1282   | 1725   | 2147   |
| 非流动负债     | 429  | 1735  | 2833  | 3833  | EBITDA    | 1962   | 1652   | 2428   | 3133   |
| 长期借款      | 412  | 1712  | 2812  | 3812  | EPS (元)   | 0.91   | 0.77   | 1.04   | 1.29   |
| 其他非流动负债   | 16   | 22    | 20    | 21    |           |        |        |        |        |
| 负债合计      | 2413 | 5501  | 6199  | 7388  | 主要财务比率    |        |        |        |        |
| 少数股东权益    | 632  | 875   | 1177  | 1555  | 会计年度      | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
| 股本        | 1663 | 1663  | 1663  | 1663  | 成长能力      |        |        |        |        |
| 资本公积      | 48   | 48    | 48    | 48    | 营业收入      | -1.3%  | -12.0% | 30.0%  | 25.0%  |
| 留存收益      | 3105 | 3555  | 4947  | 6429  | 营业利润      | -30.3% | -22.4% | 50.5%  | 29.6%  |
| 归属母公司股东权益 | 4817 | 5264  | 6656  | 8138  | 归属于母公司净利润 | 1.5%   | -15.1% | 34.5%  | 24.5%  |
| 负债和股东权益   | 7863 | 11640 | 14032 | 17081 | 获利能力      |        |        |        |        |
|           |      |       |       |       | 毛利率 (%)   | 31.3%  | 32.0%  | 35.0%  | 35.0%  |
| 现金流量表     |      |       |       |       | 净利率 (%)   | 19.6%  | 18.9%  | 19.6%  | 19.5%  |
| 会计年度      | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | ROE (%)   | 31.3%  | 24.4%  | 25.9%  | 26.4%  |
| 经营活动现金流   | 2000 | 2098  | 2255  | 3368  | ROIC (%)  | 26.2%  | 20.9%  | 28.5%  | 37.2%  |
| 净利润       | 1758 | 1525  | 2028  | 2524  | 偿债能力      |        |        |        |        |
| 折旧摊销      | 258  | 249   | 291   | 328   | 资产负债率 (%) | 30.7%  | 47.3%  | 44.2%  | 43.3%  |
| 财务费用      | 51   | 120   | 206   | 303   | 净负债比率 (%) | 69.76% | 72.94% | 81.68% | 82.29% |
| 投资损失      | -5   | -15   | -5    | -5    | 流动比率      | 1.93   | 1.88   | 2.72   | 3.36   |
| 营运资金变动    | -55  | 237   | -282  | 208   | 速动比率      | 1.63   | 1.72   | 2.54   | 3.19   |
| 其他经营现金流   | -6   | -18   | 17    | 9     | 营运能力      |        |        |        |        |
| 投资活动现金流   | -926 | -1047 | -305  | -579  | 总资产周转率    | 1.00   | 0.70   | 0.69   | 0.71   |
| 资本支出      | 1014 | 690   | 590   | 540   | 应收账款周转率   | 23     | 21     | 24     | 24     |
| 长期投资      | -94  | 11    | -4    | 1     | 应付账款周转率   | 24.51  | 12.89  | 14.58  | 27.60  |

|         |       |       |      |      |               |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|------|------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 其他投资现金流 | -6    | -347  | 281  | -38  | 每股指标(元)       |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流 | -1164 | 218   | 1511 | 1049 | 每股收益(最新摊薄)    | 0.91  | 0.77  | 1.04  | 1.29  |
| 短期借款    | -269  | 1161  | 0    | 0    | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.20  | 1.26  | 1.36  | 2.02  |
| 长期借款    | 113   | 1300  | 1100 | 1000 | 每股净资产(最新摊薄)   | 2.90  | 3.16  | 4.00  | 4.89  |
| 普通股增加   | 0     | 0     | 0    | 0    | 估值比率          |       |       |       |       |
| 资本公积增加  | 9     | 0     | 0    | 0    | P/E           | 25.56 | 30.10 | 22.38 | 17.97 |
| 其他筹资现金流 | -1017 | -2243 | 411  | 49   | P/B           | 8.01  | 7.33  | 5.80  | 4.74  |
| 现金净增加额  | -99   | 1268  | 3461 | 3837 | EV/EBITDA     | 20    | 24    | 16    | 13    |

## 投资评级说明

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

### ● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

### ● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。