

化工新材料III



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

烟台万华（600309）

新项目打下未来十年成长基石

强烈推荐（维持）

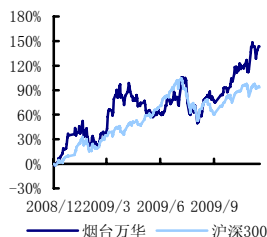
市场数据

报告日期	2009-12-30
收盘价(元)	23.23
52周最高/最低(元)	25.30/9.70
总股本(百万股)	1663.33
流通股本(百万股)	1663.33
总市值(百万元)	38639.16
流通市值(百万元)	38639.16
每股净资产(元)	2.91

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7704	6545	10199	13639
同比增长(%)	-1.3%	-15.1%	55.8%	33.7%
净利润(百万元)	1510	1269	1862	2495
同比增长(%)	1.5%	-15.9%	46.7%	34.0%
毛利率(%)	31.3%	30.4%	32.7%	33.7%
净利率(%)	19.6%	19.4%	18.3%	18.3%
每股收益(元)	0.91	0.76	1.12	1.50
每股经营现金流(元)	1.20	1.29	0.97	1.55

股价走势



相关报告

《烟台万华 - 打造世界级聚氨酯产业链》2009-12-9

《烟台万华 - 业绩符合预期, 经营持续向好》2009-10-28

《烟台万华 - 步入成长新格局》2009-9-23

《烟台万华 - 有效应对挑战, 竞争力进一步增强》2009-3-5

《烟台万华 - 迎接行业景气下滑的挑战》2008-10-24

《烟台万华 - 逆境下的坚实增长》2008-7-22

《烟台万华 - 成长空间依然广阔》2008-6-13

投资要点

12月24日, 烟台万华召开股东大会, 审议老厂搬迁MDI一体化项目。我们参加了股东大会, 并与公司管理层就项目具体情况和公司发展战略进行了沟通交流。通过交流, 我们对烟台万华长期发展前景的信心更加坚定。要点如下:

- **老厂搬迁是万华进一步发展的必由之路。**随着烟台城区范围的延伸, 万华的现有厂区由建厂时的市郊逐渐成为市区的一部分, 按照《光气和光气化学品生产安全暂行规定》, 新建和改扩建项目厂区周边一定范围内不能有居民区; 而按《异氰酸酯行业准入条件》(征求意见稿), 城市规划区边界2公里以内禁止新建异氰酸酯装置。此外, 退城进园是化工企业布局的大趋势。因此, 万华若要在烟台进一步发展, 必然要走搬迁新建之路。

万华规划的新项目位于烟台经济技术开发区临港工业区内, 烟台市政府规划了10.6平方公里的化工园区, 烟台万华是其中的主体企业。本次MDI一体化项目是万华在新园区的一期工程, 新园区预留了足够空间, 未来将能容纳二期乃至多期项目的建设和运行。该区域与宁波万华一样, 前有码头, 后有铁路, 交通条件极为优越, 预计未来10年都将给万华带来很好的发展空间。

- **打造世界级聚氨酯产业链。**结合烟台老厂区的搬迁, 万华将进一步推进聚氨酯产业链的完善和核心产品生产规模的扩大。本次一体化项目包括60万吨/年MDI、30万吨/年TDI、以及相应的一系列配套工程。新装

置投产（预计 2013 年底投产）后，将关停位于烟台市中心的烟台万华老厂区生产装置和热电站。届时，烟台万华将拥有 120 万吨 MDI 和 30 万吨 TDI 的先进产能（位于烟台和宁波两个基地），跻身全球前 3 大 MDI 和 TDI 厂商行列。

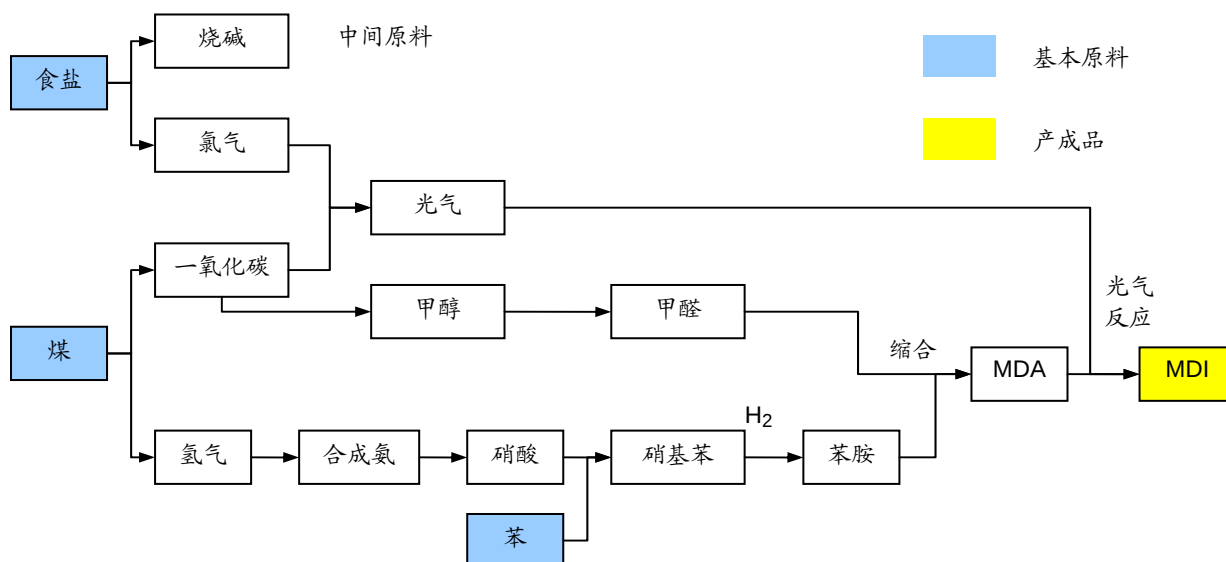
表 1 烟台万华异氰酸酯一体化项目构成

项目要点	主要内容
建设地点	山东省烟台市，烟台经济技术开发区临港工业区内，占地面积 215.727 公顷
主要产品	60 万吨/年二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）；30 万吨/年甲苯二异氰酸酯（TDI）
配套工程	30 万吨/年离子膜烧碱、24 万吨/甲醛、54 万吨/硝酸、18 万吨/年合成氨、48 万吨/年硝基苯、36 万吨/年苯胺、48 万吨/年氯化氢氧化制氯、15.2 万立方米/小时造气装置、7 万标准立方米/小时空分装置及公用工程等；自备热电站规模为 3 台 410 吨/小时锅炉、2 台 2.5 万千瓦背压式汽轮发电机组；
投资金额	项目总投资为 1319574 万元（含外汇 39727 万美元）。项目建设投资 1214795 万元，建设期利息 71328 万元，铺底流动资金 33451 万元

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

- 一体化项目大大提高综合竞争力。万华本次在烟台临港工业区拟新建的项目除了 60 万吨 MDI 和 30 万吨 TDI 外，还配套了氯碱、合成氨、硝酸、苯胺等一系列工程，整个项目形成完整的一体化产业链。

图 2 烟台万华 MDI 一体化产业链示意图



数据来源：兴业证券研发中心

我们认为，作为一家立足于成为行业领先者的公司，产能达到一定规模后，不仅要考虑盈利性，还要考虑产业链的安全性、可靠性（液氯、液氨、硝酸

等产品存在运输安全性问题,必须本地配套),以及资源节约和环境友好。通过产业链的完善和资源的循环利用,万华新项目的原料将追溯到煤、食盐、苯(大宗石化产品,供应有保障),大大提高了综合竞争能力。而从经济角度,尽管从单一环节看收益率不突出,但累积起来效益将十分可观。

本次 MDI 一体化项目建成后,将与宁波万华二期工程一道,超越巴斯夫的比利时安特卫普工厂,成为规模效应显著、全球一体化程度最高的 MDI 工厂。烟台万华的竞争实力将大大提高。结合万华的技术积累和成本优势,我们预期,公司将确立世界一流聚氨酯厂商的战略地位。

- **MDI 需求将长期增长,带动新增产能消化。**过去 10 年,全球 MDI 需求的年均增速是 GDP 的接近 2 倍(7%左右),中国则超过 GDP 的 2 倍(22-23%)。展望未来,居于 MDI 下游的聚氨酯应用领域仍在不断扩大,是需求增长前景最好的主要化工材料,由此将带动 MDI 需求的长期增长。

除冰箱冷藏、汽车、管道保温、TPU、合成革、化纤等领域的需求外,我们预计,未来建筑节能领域将成为聚氨酯和 MDI 需求的重要增长点。一方面,中国承诺 2020 年单位 GDP 碳排放下降 40-45%,而建筑能耗占总能耗的重要部分,建筑节能有很大潜力可挖;另一方面,欧洲各国在节能上的积极态度将继续推动聚氨酯保温材料的需求增长,美国市场的需求也将继续提升。综上,我们预期,万华本次项目新增产能能够被市场有效消化。

从万华竞争对手的动作看,巴斯夫和亨斯迈分别打算在重庆和上海上新产能(但还未获批复),充分说明国际巨头对中国 MDI 市场前景的看好。万华烟台搬迁项目预计将先于对手投产,有利于占领先机,拉开与对手的差距。

- **新领域拓展有序进行。**新产品开发方面,公司 HMDI 中试产品(产能 2000 吨/年)已推向市场,PC(聚碳酸酯)中试正在进行,接近完成。MDI 应用新领域方面,大股东万华实业集团控股的万华生态板业公司产品推广正在取得成效,需求快速增长。虽然万华生态板业不在股份分公司内,但其重要原料为 MDI 下游原料聚氨酯粘结剂,若运转良好,将对烟台万华的业务开拓有促进作用。

此外,作为技术先导型企业,烟台万华有一系列新产品在评估论证和技术开发之中。根据万华的新产品开发思路,只要符合市场、产业链、技术这 3 个“相关”,能给股东带来长期回报,都会认真考虑加以发展。

- **维持“强烈推荐”评级。**经历了 2000 年以来由小到大的高速成长期之后,烟台万华已经发展壮大为技术、成本和机制优势突出的领先化工企业。公司正站在参与 MDI 及相关产品全球化竞争的新起点上,面临新的发展机遇,步入成长的新格局。

本次烟台万华实施老厂搬迁异氰酸酯一体化项目获得股东大会通过后,将进入项目实施期,预计将于 2013 年底竣工投产。该项目对公司的长远竞争力提升和利润贡献具有重大意义。我们预期,在考虑了项目建设所需的债权或股

权融资成本之后，项目的实施仍能较好地增厚公司的 EPS。新项目将为烟台万华未来十年的成长打下基石。我们维持公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.76、1.12 和 1.50 元的预测，维持“强烈推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3835	3516	4974	7486
货币资金	1272	1319	1711	3262
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	273	249	388	518
其他应收款	35	26	40	54
存货	600	545	788	993
非流动资产	4028	4915	5517	5776
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	185	190	190	190
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3271	3829	4387	4768
在建工程	377	688	744	622
油气资产	0	0	0	0
无形资产	144	145	146	147
资产总计	7863	8431	10491	13262
流动负债	1985	1905	1989	2105
短期借款	839	800	850	900
应付票据	8	7	10	14
应付账款	179	182	275	362
其他	959	916	855	829
非流动负债	429	425	425	424
长期借款	412	412	412	412
其他	16	12	12	12
负债合计	2413	2329	2414	2529
股本	1663	1663	1663	1663
资本公积	48	48	48	48
未分配利润	2286	2470	3706	5329
少数股东权益	632	848	1215	1750
股东权益合计	5449	6102	8077	10733
负债及权益合计	7863	8431	10491	13262

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1510	1269	1862	2495
折旧和摊销	258	254	311	365
资产减值准备	-0	-23	8	7
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	51	67	63	46
投资损失	-5	-5	-5	-5
少数股东损益	248	216	367	535
营运资金的变动	517	-382	1000	868
经营活动产生现金流量	1545	2148	1617	2575
投资活动产生现金流量	-459	-1120	-920	-620
融资活动产生现金流量	-840	-981	-305	-404
现金净变动	246	47	392	1552
现金的期初余额	1370	1272	1319	1711
现金的期末余额	1616	1319	1711	3262

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7704	6545	10199	13639
营业成本	5294	4552	6863	9045
营业税金及附加	49	41	64	86
销售费用	207	190	275	361
管理费用	454	412	597	791
财务费用	51	67	63	46
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	-1	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
营业利润	1653	1287	2342	3314
营业外收入	384	450	290	260
营业外支出	11	10	10	10
利润总额	2026	1727	2622	3564
所得税	268	242	393	535
净利润	1758	1485	2229	3029
少数股东损益	248	216	367	535
归属母公司净利	1510	1269	1862	2495
EPS (元)	0.91	0.76	1.12	1.50

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-1.3%	-15.1%	55.8%	33.7%
营业利润增长率	-30.3%	-22.2%	82.0%	41.5%
净利润增长率	1.5%	-15.9%	46.7%	34.0%
盈利能力(%)				
毛利率	31.3%	30.4%	32.7%	33.7%
净利率	19.6%	19.4%	18.3%	18.3%
ROE	31.3%	24.2%	27.1%	27.8%

偿债能力(%)

资产负债率	30.7%	27.6%	23.0%	19.1%
流动比率	1.93	1.85	2.50	3.56
速动比率	1.63	1.56	2.10	3.08

营运能力(次)

资产周转率	1.00	0.80	1.08	1.15
应收帐款周转率	22.62	22.96	30.46	28.61

每股资料(元)

每股收益	0.91	0.76	1.12	1.50
每股经营现金	1.20	1.29	0.97	1.55
每股净资产	2.90	3.16	4.13	5.40

估值比率(倍)

PE	19.66	23.38	15.94	11.89
PB	6.16	5.65	4.32	3.30

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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本公司和作者无关。