

烟台万华

600309

增持/ 维持评级

股 价	2010-01-19
RMB24.88	

基础数据

总股本（百万股）	1663
流通 A 股（百万股）	1663
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	42914

财务数据

市净率 (X)	8.85
TRACING P/E (X)*	36.87
EPS (元)	0.52
股息率 (%)	1.94

*最近四季盈利计算。

相关研究

公司研究-烟台万华（600309）
 091125：业绩拐点已然出现，
 确定性增长无疑（增持）

分 析 师

肖晖
 +755-82493656
 Xiaohui@lhq.com

邵沙鏊
 +755-82125072（深圳）
 +21-50106019（上海）
 shaosk@lhq.com

MDI 市场或超预期增长

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7704.4	4654.5	6008.0	8365.8	11321.6
(+/-%)	-1.3	-24.6	-22.0	39.2	35.3
归属母公司净利润(百万元)	1509.7	864.1	1,212.8	1,762.7	2,302.3
(+/-%)	1.5	-28.6	-19.7	45.3	30.6
EPS(元)	0.91	0.52	0.73	1.06	1.38
P/E(倍)	28.4	49.7	34.1	23.5	18.0

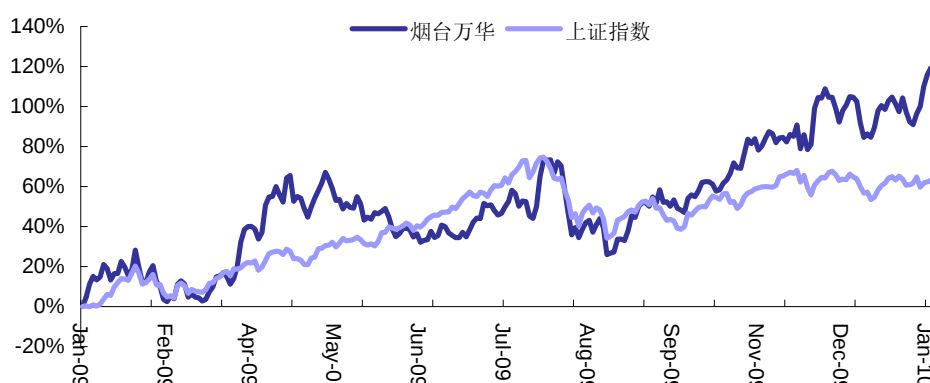
■ 由于 2009 年四季度出口恢复程度超出市场预期，以及 2009 年以来汽车、家电等行业爆发式增长，使得 2009 年 MDI 的消费规模超出了原来行业 90 万吨左右的预期，达到 100 万吨，增长接近 20%，其中纯 MDI 消费量超过 30 万吨，增长近 10%，聚合 MDI 消费量接近 70 万吨，增长 24.6%。

■ 而随着 2010 年出口形势的进一步好转，汽车、家电等行业消费优惠政策的延续，以及墙体保温市场崛起，我们预计 2010 年我国 MDI 总消费量将达到 120 万吨的规模，增长率保持 20%的水平，其中纯 MDI 消费量将接近 35 万吨，增长 13.4%，聚合 MDI 消费量超过 85 万吨，增长 23.4%。

■ 在供应方面，2009 年，国内 MDI 产能为 114 万吨，产量超过 80 万吨，产能利用率超过 70%。而 2010 年只有烟台万华一家 30 万吨产能投产，预计将增加产量 7.5 万吨左右，如果不考虑烟台万华的新增产能，净进口规模我们预计将略有增长在 20 万吨左右，则国内 MDI 产量将达到 93.5 万吨，产能利用将提高到 80%以上，国内 MDI 市场将保持景气状态。

■ 作为国内最大的 MDI 生产企业和唯一以 MDI 产品为主的国内上市公司，烟台无疑是国内 MDI 市场走好的最大受益者，同时近期低碳经济概念下的墙体保温市场也有望实现突破，以及 2010 年宁波二期 30 万吨 MDI 项目的投产，都将为烟台万华的发展带来更为广阔的空间。因此，我们对烟台万华维持增持评级，2009-2011 年的 EPS 分别为 0.73 元、1.06 元和 1.38 元。

最近 52 周股价表现



2009 年 MDI 市场超预期增长

由于 2009 年四季度出口恢复程度超出市场预期，以及 2009 年以来汽车、家电等行业爆发式增长，使得 2009 年 MDI 的消费增长超出了原来行业 90 万吨左右的预期，达到 100 万吨，增长接近 20%，其中纯 MDI 消费量超过 30 万吨，增长近 10%，聚合 MDI 消费量接近 70 万吨，增长 24.6%。

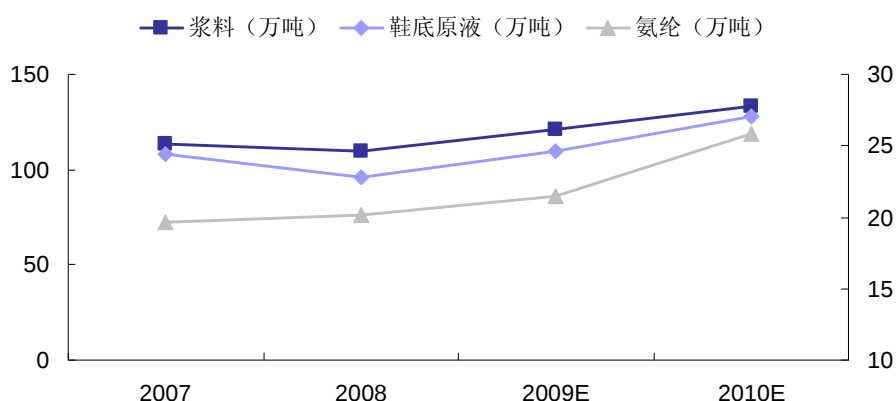
表 1: MDI 下游需求情况

下游领域	产量（万吨、万台）			MDI 消费量（万吨）		
	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
皮革浆料	110.0	121.0	133.1	10.5	11.6	12.7
鞋底原液	22.8	24.6	27.1	7.1	7.6	8.3
氨纶	20.2	21.5	25.8	4.0	4.3	5.1
其他				6.0	6.9	7.9
纯 MDI 合计				27.6	30.6	34.8
冰箱、冰柜	5477.0	7432.0	8918.0	16.4	22.3	26.7
其他行业				39.6	47.5	59.4
聚合 MDI 合计				56.0	69.8	86.1
MDI 总消费				83.6	100.0	120.2

资料来源：联合证券研究所

2009 年纯 MDI 消费量的增长，主要来自于浆料和鞋底原液产量的超预期增长，之前行业普遍认为浆料和鞋底原液的产量受金融危机影响，2009 年可能会有小幅度的下降，分别在 105 万吨和 22.5 万吨左右，而实际上浆料和鞋底原液的产量却在下半年市场复苏的情况下，实现了全年 10%和 8%左右的增长，产量则分别达到 121 万吨和 24.6 万吨。我们预计 2010 年两者至少会保持 2009 年的增长水平，保持在 10%左右。另外像氨纶、弹性体（TPU）以及一些新兴下游领域的增长速度应该不低于或略高于浆料和鞋底原液的增长速度，因此我们判断未来 2010 年纯 MDI 的消费增长速度会高于 2009 年的 10.9%，达到 13.7%左右。

图 1: 浆料产量增长超出市场预期

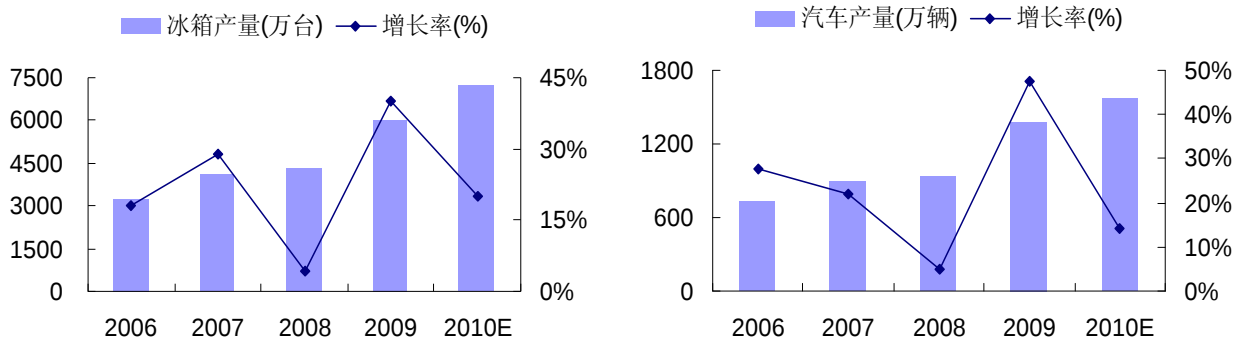


资料来源：华泰联合证券研究所

而聚合 MDI 消费量的增长，2009 年主要来自于家电、汽车等行业的爆发式增长，2010 年主要看低碳经济概念下的墙体保温市场的启动，我们预期 2010 年聚氨酯

墙体保温市场的增长对聚合 MDI 增长的贡献要比我们原来的预期更大。因此我们相应的调高了行业的增长速度, 2009 年和 2010 年聚合 MDI 的增长速度将分别达到 24.6% 和 23.4%。

图 2: 冰箱、汽车行业爆发式增长

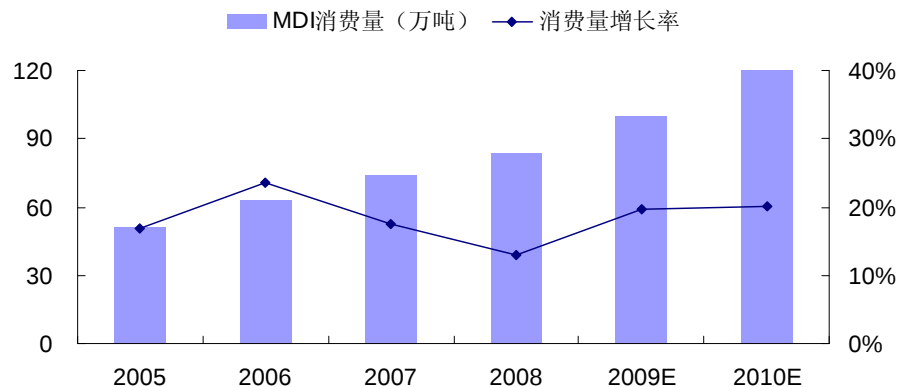


资料来源: 华泰联合证券研究所

2010 年 MDI 市场将更美好

随着 2010 年出口形势的进一步好转, 汽车、家电等行业消费优惠政策的延续, 以及墙体保温市场崛起, 预计 2010 年我国 MDI 总消费量将达到 120 万吨的规模, 增长率保持 20% 的水平, 其中纯 MDI 消费量将接近 35 万吨, 增长 13.4%, 聚合 MDI 消费量超过 85 万吨, 增长 23.4%。

图 3: 2010 年 MDI 消费量将保持 20% 增长



资料来源: 华泰联合证券研究所

产能利用率的提升将使行业保持景气状态

在供应方面, 2009 年国内 MDI 产能为 114 万吨, 产量超过 80 万吨, 产能利用率超过 70%。而 2010 年只有烟台万华一家 30 万吨产能投产, 预计将增加产量 7.5 万吨左右, 如果不考虑烟台万华的新增产能, 净进口规模我们预计将略有增长在 20 万吨左右, 则国内 MDI 产量将达到 93.5 万吨, 产能利用将提高到 80% 以上, 国内 MDI 市场将保持景气状态。

投资建议

作为国内最大的 MDI 生产企业和唯一以 MDI 产品为主的国内上市公司，烟台无疑是国内 MDI 市场走好的最大受益者，同时近期低碳经济概念下的墙体保温市场也有望实现突破，以及 2010 年宁波二期 30 万吨 MDI 项目的投产，都将为烟台万华的发展带来更为广阔的空间。因此，我们对烟台万华维持增持评级，2009-2011 年的 EPS 分别为 0.73 元、1.06 元和 1.38 元。

表 2：盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3835	4568	6237	8120	营业收入	7704	6008	8366	11322
现金	1272	1228	2889	3884	营业成本	5294	4091	5602	7639
应收账款	273	475	593	802	营业税金及附加	49	30	42	57
其他应收款	35	38	53	72	营业费用	207	213	297	402
预付账款	703	1272	840	840	管理费用	454	423	589	797
存货	600	552	756	1031	财务费用	51	58	38	14
其他流动资产	951	1003	1106	1490	资产减值损失	0	20	0	0
非流动资产	4028	3811	3569	3321	公允价值变动收益	-1	-2	-2	-2
长期投资	185	194	194	194	投资净收益	5	15	15	15
固定资产	3271	3230	3086	2890	营业利润	1653	1185	1811	2426
无形资产	144	140	135	131	营业外收入	384	450	450	450
其他非流动资产	428	247	153	106	营业外支出	11	1	1	1
资产总计	7863	8380	9806	11441	利润总额	2026	1634	2261	2875
流动负债	1985	1902	1901	1845	所得税	268	199	275	350
短期借款	839	600	600	600	净利润	1758	1435	1985	2525
应付账款	179	655	560	382	少数股东损益	248	223	223	223
其他流动负债	966	647	741	863	归属母公司净利润	1510	1213	1763	2302
非流动负债	429	429	479	529	EBITDA	1962	1476	2091	2687
长期借款	412	412	462	512	EPS (元)	0.91	0.73	1.06	1.38
其他非流动负债	16	16	16	16	主要财务比率				
负债合计	2413	2330	2380	2374		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	632	855	1077	1300	成长能力				
股本	1663	1663	1663	1663	营业收入	-1.3%	-22.0%	39.2%	35.3%
资本公积	48	48	48	48	营业利润	-30.3%	-28.3%	52.8%	33.9%
留存收益	3105	3486	4642	6063	归属于母公司净利润	1.5%	-19.7%	45.3%	30.6%
归属母公司股东权益	4817	5195	6349	7768	获利能力				
负债和股东权益	7863	8380	9806	11441	毛利率(%)	31.3%	31.9%	33.0%	32.5%
现金流量表					净利率(%)	19.6%	20.2%	21.1%	20.3%
单位: 百万元					ROE(%)	31.3%	23.3%	27.8%	29.6%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	26.2%	18.6%	28.8%	33.9%
经营活动现金流	2000	1251	2240	1825	偿债能力				
净利润	1758	1435	1985	2525	资产负债率(%)	30.7%	27.8%	24.3%	20.7%
折旧摊销	258	233	243	247	净负债比率(%)	69.76%	55.17%	56.12%	58.38%
财务费用	51	58	38	14	流动比率	1.93	2.40	3.28	4.40
投资损失	-5	-15	-15	-15	速动比率	1.63	2.11	2.88	3.84
营运资金变动	-55	-476	-23	-971	营运能力				
其他经营现金流	-6	15	13	25	总资产周转率	1.00	0.74	0.92	1.07
投资活动现金流	-926	-7	15	15	应收账款周转率	23	14	14	14
资本支出	1014	0	0	0	应付账款周转率	24.51	9.81	9.22	16.22
长期投资	-94	9	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-6	2	15	15	每股收益(最新摊薄)	0.91	0.73	1.06	1.38
筹资活动现金流	-1164	-1287	-594	-845	每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	0.75	1.35	1.10
短期借款	-269	-239	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.12	3.82	4.67
长期借款	113	0	50	50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	27.41	34.12	23.48	17.98
资本公积增加	9	0	0	0	P/B	8.59	7.97	6.52	5.33
其他筹资现金流	-1017	-1048	-644	-895	EV/EBITDA	22	29	20	16
现金净增加额	-99	-44	1661	995					

数据来源：联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。