



基础化工/原材料

烟台万华 (600309)

烟台新基地拉开第三次战略发展大幕

魏涛
 0755-23976212
 weitaotao@gtjas.com
 S0880209050544

本报告导读:

宁波二期 30 万吨 MDI 项目今年中期投产;烟台八角新基地项目一期工程 2010 年开工建设, 2013 年建成投产, 未来 5 年长期发展空间仍然很大。

投资要点:

- 2009 年公司实现销售收入 64.93 亿元, 同比下降 15.72%; 实现归属于母公司所有者净利润 10.66 亿元, 同比下降 31.15%; 净资产收益率 22.56%; 实现摊薄后 EPS 为 0.64 元, 扣除非经常性损益后 EPS 为 0.49 元。公司 2009 年拟分红方案为每 10 股分红 3 元现金。
- 2009 年, 我国 MDI 需求增长达到 105 万吨, 同比增幅 18%, 公司销售 MDI 43-44 万吨, 同比增长 20% 左右。若剔除其他业务收入, 仅从 MDI 收入来看, 出口收入占到 MDI 销售收入的比重达到 25.8%, 继续有所上升。
- 预计宁波二期 30 万吨 MDI 项目今年中期投产, 三季度将处于试车期, 四季度逐步提升负荷进入正常生产期, 年内有望贡献产量 10 万吨左右, 2011 年贡献 25 万吨产量。
- 烟台八角新基地项目一期工程 2010 年开工建设, 预计 2012 年进入设备安装阶段, 2013 年建成投产。未来烟台新基地产品包括 MDI、TDI、PC、PO、组合聚醚等, 未来新基地无论是产品种类还是规模都将是老基地的数倍。
- 预计公司 2010 年 MDI 销售量将达到 55 万吨, 聚合 MDI 实现含税销售均价 17900 元/吨, 纯 MDI 实现含税销售均价 19000 元/吨, 苯胺年含税均价 11200 元/吨。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 至 0.91 元、1.21 元、1.49 元, 考虑到公司增长的确定性及其未来 5 年长期发展空间仍然很大, 给予“增持”评级, 未来 12 个月目标价 30 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,704	6,493	9,725	12,321	14,467
(+/-)%	-1%	-16%	50%	27%	17%
经营利润 (EBIT)	1,700	1,174	2,007	2,733	3,428
(+/-)%	-25%	-30%	68%	36%	25%
净利润	1,510	1,066	1,507	2,017	2,486
(+/-)%	2%	-29%	41%	34%	23%
每股净收益 (元)	0.91	0.64	0.91	1.21	1.49
每股股利 (元)	0.50	0.30	0.36	0.48	0.45

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	22.1%	18.1%	20.6%	22.2%	23.7%
净资产收益率 (%)	32.8%	20.6%	24.8%	27.7%	27.5%
投入资本回报率 (%)	24.5%	18.6%	25.3%	29.8%	32.2%
EV/EBITDA	20.5	27.2	17.4	13.2	10.6
市盈率	26.4	37.3	26.4	19.7	16.0
股息率 (%)	1.7%	2.1%	1.3%	1.5%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 30.00

上次预测: 22.00

当前价格: 23.94

2010.04.07

交易数据

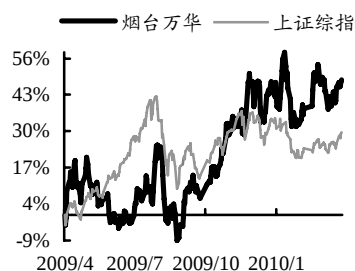
52 周内股价区间 (元)	14.50-26.40
总市值 (百万元)	40,103
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,663/1,663
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	9
日均成交值 (百万元)	218

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,848
每股净资产	2.91
市净率	8.3
净负债率	72%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.16
Q2	0.18	0.24
Q3	0.22	0.28
Q4	0.12	0.23
全年	0.64	0.91

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	0%	47%
相对指数	-6%	4%	16%

相关报告

《盈利恢复中, 新产能奠定新希望》	2009.10.28
《出色经营能力助二季度环比大幅改善》	2009.07.28
《产品价格同比大幅下降影响一季度盈...	2009.04.27
《韬光养晦, 蛰伏待机》	2009.03.30
《新格局, 新考验》	2009.03.05

模型更新时间: 2010.04.07

股票研究

原材料
基础化工

烟台万华 (600309)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 30.00

上次预测: 22.00

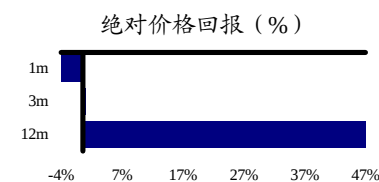
当前价格: 23.94

公司网址

www.ytpu.com

公司简介

公司是国内 MDI(二苯基甲烷二异氰酸酯) 制造龙头企业, 亚太地区最大的 MDI 制造企业。公司主要从事 MDI 为主的异氰酸酯系列产品、芳香多胺系列产品的研发、生产和销售, 产品质量和单位消耗均达到国际先进水平。



52 周价格范围

14.50-26.40

市值 (百万)

40,103

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

主营业务收入

主营业务收入

主营业务成本

税金及附加

主营业务利润

其他业务利润

营业费用

管理费用

EBIT

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、短期投资

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

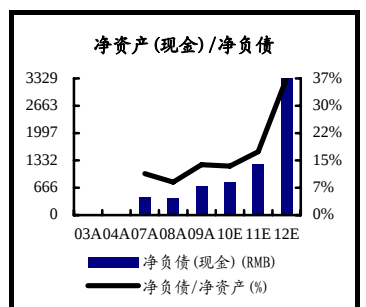
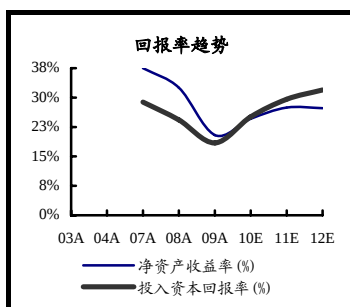
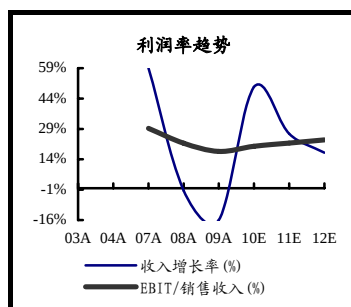
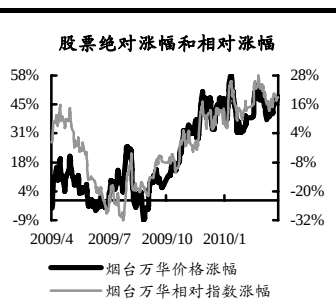
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,804	7,704	6,493	9,725	12,321	14,467
主营业务成本	4,652	5,294	4,607	6,832	8,571	9,911
税金及附加	67	49	28	88	106	101
主营业务利润	3,085	2,362	1,859	2,805	3,644	4,455
其他业务利润	0	0	0	0	0	0
营业费用	224	207	235	272	296	347
管理费用	571	454	450	525	616	680
EBIT	2,291	1,700	1,174	2,007	2,733	3,428
财务费用	54	51	54	71	87	93
营业利润	2,217	1,653	1,139	1,937	2,645	3,335
所得税	785	268	170	285	382	511
少数股东损益	216	248	213	244	327	409
净利润	1,481	1,510	1,066	1,507	2,017	2,486
货币资金、短期投资	1,429	1,272	1,023	933	1,378	2,367
其他流动资产	2,633	2,563	2,430	3,486	4,450	5,391
长期投资	35	185	208	208	208	208
固定资产合计	3,317	3,668	3,484	3,639	3,893	4,217
无形资产及其他资产	131	175	126	114	102	92
资产合计	7,594	7,863	7,272	8,380	10,032	12,275
流动负债	2,553	1,985	391	534	648	743
长期负债	600	426	288	104	104	104
股东权益	3,923	4,603	5,169	6,074	7,284	9,024
投入资本(IC)	5,230	6,054	5,700	6,755	7,847	9,006
NOPLAT	1,522	1,486	1,059	1,712	2,339	2,903
折旧与摊销	235	278	300	333	359	394
流动资金增量	(1,351)	(429)	121	(912)	(849)	(846)
资本支出	(1)	(673)	(68)	(475)	(602)	(707)
自由现金流	405	662	1,413	657	1,247	1,744
经营现金流	486	1,653	1,732	1,242	1,941	2,535
投资现金流	167	(818)	(68)	(475)	(602)	(707)
融资现金流	(201)	(1,279)	(1,912)	(858)	(894)	(839)
现金流净增加额	452	(444)	(248)	(91)	445	989
收入增长率	59.0%	-1.3%	-15.7%	49.8%	26.7%	17.4%
EBIT 增长率	76.1%	-24.9%	-30.0%	68.3%	36.1%	25.5%
净利润增长率	79.3%	1.9%	-29.4%	41.3%	33.8%	23.3%
利润率						
毛利率	40.4%	31.3%	29.0%	29.7%	30.4%	31.5%
EBIT 率	29.4%	22.1%	18.1%	20.6%	22.2%	23.7%
净利润率	19.0%	19.6%	16.4%	15.5%	16.4%	17.2%
净资产收益率(ROE)	37.8%	32.8%	20.6%	24.8%	27.7%	27.5%
总资产收益率(ROA)	19.5%	19.7%	15.9%	19.3%	21.3%	21.3%
投入资本回报率(ROIC)	29.1%	24.5%	18.6%	25.3%	29.8%	32.2%
存货周转天数	43.73	43.13	54.71	47.96	49.70	55.87
应收账款周转天数	15.72	12.93	12.93	12.93	12.93	12.93
总资产周转天数	355.21	372.50	408.82	314.52	297.17	309.69
净利润现金含量	0.33	1.09	1.62	0.82	0.96	1.02
资本支出/收入	0%	9%	1%	5%	5%	5%
资产负债率	41.6%	31.6%	10.1%	8.2%	8.0%	7.2%
净负债率	11.2%	8.9%	13.6%	13.2%	17.1%	36.89
PE	26.9	26.4	37.3	26.4	19.7	16.0
PB	10.1	8.7	7.7	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	16.2	20.5	27.2	17.4	13.2	10.6
P/S	5.10	5.17	6.13	4.09	3.23	2.75
股息率	1.7%	2.1%	1.3%	1.5%	2.0%	1.9%



1、经营回顾

1.1. 销量增，盈利降

2009 年公司实现销售收入 64.93 亿元，同比下降 15.72%；实现归属于母公司所有者净利润 10.66 亿元，同比下降 31.15%；净资产收益率 22.56%；实现摊薄后 EPS 为 0.64 元，扣除非经常性损益后 EPS 为 0.49 元；每股经营活动现金净流量为 0.87 元。四季度由于是 MDI 需求淡季，价格下滑，而主要原材料苯胺价格上涨，毛利率被压缩，单季度 EPS 为 0.12 元。公司 2009 年拟分红方案为每 10 股分红 3 元现金。

在家电下乡、汽车下乡政策刺激下，2009 年我国冰箱、冰柜、汽车产销量均保持良好增长势头，对 MDI 需求增长达到 105 万吨，同比增幅 18%。2009 年，公司销售 MDI 43-44 万吨，同比增长 20%左右。

图 1：公司 2002 年以来收入、净利润及增长率

图 2：公司 2003 年以来 MDI 销量及增长率

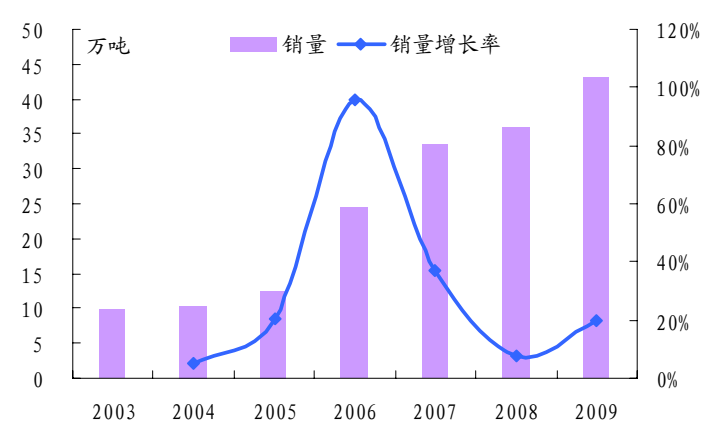
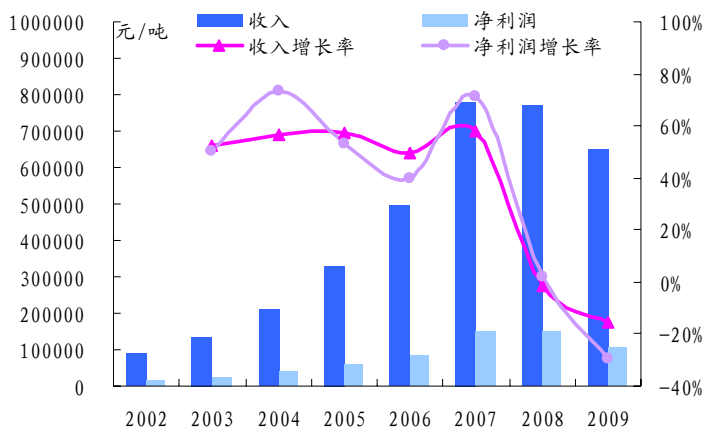
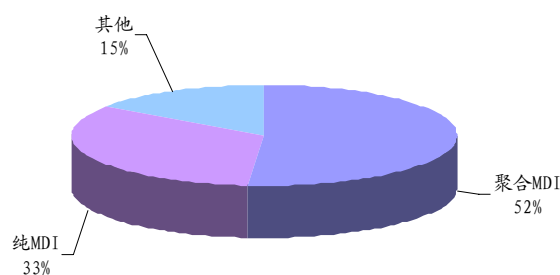
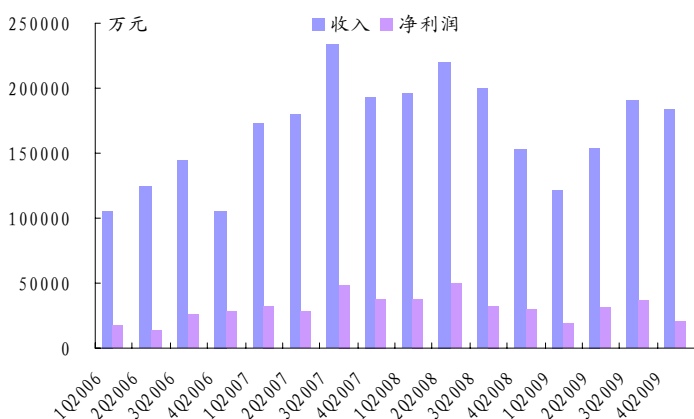


图 3：2006 年以来公司单季度收入、净利润

图 4：公司 2009 年收入构成



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

1.2. 毛利率淡旺季波动

随着 MDI 价格回升，2009 年 MDI 毛利率相比 2008 年四季度显著回升，但全年同比有所下降，其中聚合 MDI 毛利率下降 6.39 个百分点，纯 MDI 下降 6.23 个百分点。从 2009 年各季度看，毛利率变化与行业淡旺季表现一致，二、三季度为消费旺季，MDI 价格水平高，综合毛利率超过 30%；明显好于一、

四季度淡季。

2010 年一季度国内 MDI 市场需求平淡，产品价格处在较低位，3 月份开始逐步进入旺季，产品价格上涨，毛利率也逐步恢复。由于 4、5 月份开始国内外装置轮流检修，二、三季度需求旺季，国内 MDI 供需将处于紧平衡状态，四季度随着淡季到来和万华宁波二期 30 万吨产能进入正常生产，产品价格和毛利率也将环比回落。2010 年国内 MDI 不会过剩，也不会供不应求，总体较为平衡。预计公司聚合 MDI 全年实际销售均价 17500-18500 元/吨；纯 MDI 全年实现销售均价 18500-19500 元/吨。

图 5：2005 年以来国内聚合和纯 MDI 价格

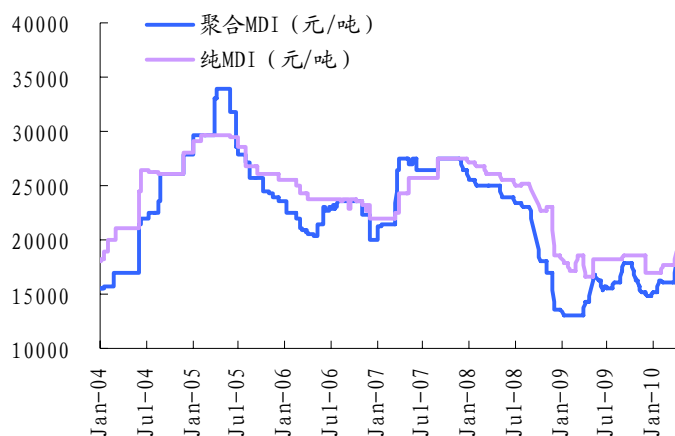


图 6：2005 年以来国内苯胺价格

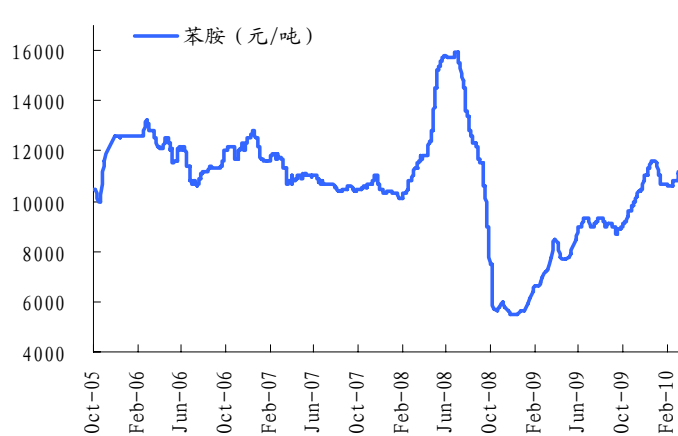


图 7：公司 2006 年以来单季度综合毛利率

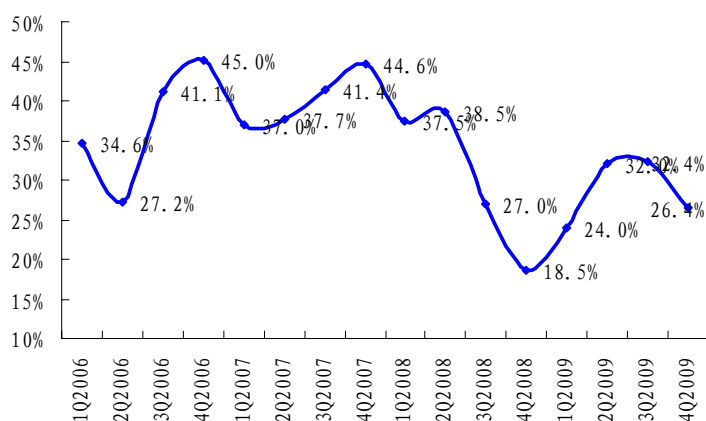
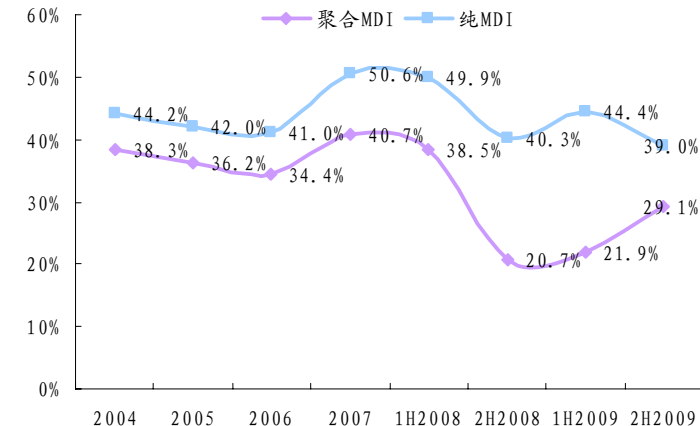


图 8：公司 2004-2008，及 2009 上半年分产品毛利率



资料来源：化工在线、环球聚氨酯网、公司财务报告、国泰君安证券

1.3. 出口保持良好水平，未来继续拓展国际市场

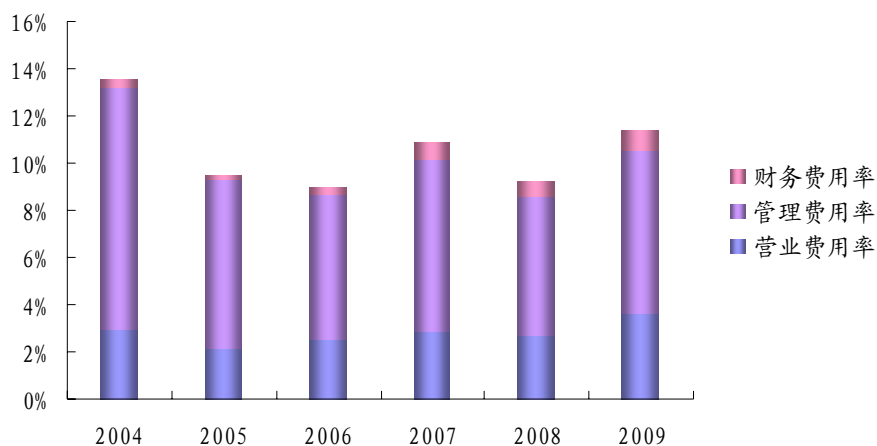
2009 年公司出口收入为 14.17 亿元，同比下降 10.97%；内销收入 50.53 亿元，同比下降 16.55%。若剔除其他业务收入，仅从 MDI 收入来看，出口收入占到 MDI 销售收入的比重达到 25.8%，继续有所上升。

公司已成为国际化 MDI 供应商，海外市场拓展是公司重要的战略构成。亚太地区新兴市场印度、中东等地区 MDI 需求增速达到 20%，但本土并无 MDI 生产商，公司将新兴市场作为 2010 年重要的目标市场，未来力争成为这些地区的主流供应商。

1.4. 简要财务分析

公司资产负债率 39.71%，为合理水平，偿债风险低；应收账款和存货保持在正常水平。由于收入下降，公司三项费用率略有上升。2009 年公司实现经营活动净现金流 14.54 亿元，经营性现金流状况继续保持良好水平。

图 9：公司 2004 年以来三项费用率情况



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

2. 我国 MDI 消费和出口快速增长

2009 年我国 MDI 需求增长 18%，达到 105 万吨；2010 年预计需求仍能维持 15% 左右的增长。由于国内产能逐年增长，国际主流 MDI 生产商 BASF、BAYER、亨斯曼都在我国建设了大型装置，我国 MDI 进口逐年下降，出口逐年增长。2009 年我国进口 MDI 36.32 万吨，同比下降 7.1%；出口 MDI 16.22 万吨，同比增长 94%；净进口量为 20.1 万吨，同比下降 34.6%。从出口数据分析，不仅烟台万华出口 MDI，上海联恒和拜耳也都有产品出口，显示跨国巨头将我国作为辐射东南亚地区的生产基地，未来这一趋势仍将延续，我国 MDI 净进口量还将继续下降。

图 10：2001 年以来我国 MDI 消费量和增速

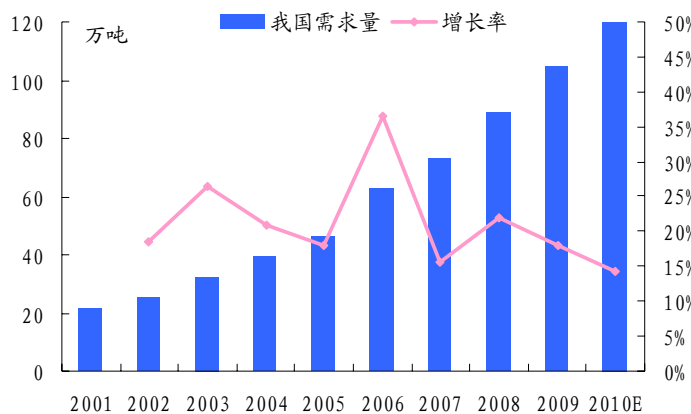
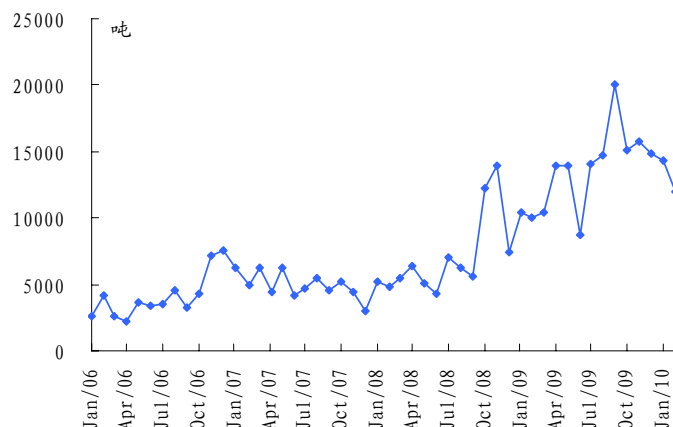


图 11：2006 年以来我国 MDI 月度出口量



资料来源：石化工业协会、国泰君安证券

3. 宁波二期 30 万吨项目年中投产

公司目前 MDI 总产能达到 52 万吨，其中烟台 20 万吨，宁波 32 万吨。宁波二期 30 万吨项目 2010 年中期建成投产，在配套建设煤化工、苯胺原料后，宁波二期将具备一体化优势，生产成本更低，竞争力更强。并且苯胺大部分自供会增强公司对其他苯胺供应商的谈判能力，从而抑制原材料波动给经营带来的负面影响。

预计宁波二期项目三季度将处于试车期，四季度逐步提升负荷进入正常生产期，年内有望贡献产量 10 万吨左右，2011 年贡献 25 万吨产量。

4. 八角新基地支撑 5 年发展，2011 年有启动融资可能

烟台八角新基地拥有 10 平方公里的土地（面积是现有宁波基地的 5 倍），新基地新产品规划十分丰富，包括 MDI、TDI、PC、PO、组合聚醚等产品，未来新基地无论是产品种类还是规模都将是老基地的数倍。该项目一期工程 2010 年开工建设，预计 2012 年进入设备安装阶段，2013 年建成投产。2012 年之前公司凭借自身造血和银行融资完全可以应对八角一期项目前期的资金需求，2012 年进入设备采购安装阶段，资金需求量巨大，公司有股权融资的可能，因此 2011 年下半年和 2012 年上半年公司有启动融资的可能。

公司在研发上已进化出原发性创新能力，凭借每年 3 亿元以上的研发投入和一批优秀的研发人员，依托“光气化”和“加氢”两个核心平台，TDI、ADI 等产品都在研发中，未来的新产品都将具备“高起点、高附加值、高竞争力”的优势，中长期发展拥有牢固的技术基础。公司 HMDI 中试量产，产品品质、收率、生产工艺均优于国外厂商，成为全球仅有的三家 HMDI 生产企业之一。

5. 给予“增持”评级

预计公司 2010 年 MDI 销售量将达到 55 万吨，聚合 MDI 实现含税销售均价 17900 元/吨，纯 MDI 实现含税销售均价 19000 元/吨，苯胺年含税均价 11200 元/吨。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 至 0.91 元、1.21 元、1.49 元，考虑到公司增长的确定性未来 5 年长期发展空间仍然很大，给予“增持”评级，未来 12 个月目标价 30 元。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		