

化工新材料 II

烟台万华 (600309. SH) / 20.16 元

BC 公司收购完成， 烟台万华全球布局已现雏形

事 项

2011 年 1 月 9 号，烟台万华发布公告，公司大股东万华实业已完成对匈牙利 BC 公司 96% 股权的最终收购。

主要观点

由于 BC 公司同烟台万华存在同业竞争的情况，万华实业同烟台万华达成了托管运营协议，主要包括以下内容：（1）万华实业将 BC 公司委托给烟台万华进行管理运营，每年支付烟台万华托管费一千万元，烟台万华在托管运营期间对 BC 化学的盈亏不承担责任；（2）BC 公司由于经济危机中高负债陷入财务困境，在公司运营状况显著改善之后的 18 个月后，烟台万华有权提出 BC 公司同上市公司业务合并的要求。该协议对公司的战略发展有着极为重要的意义，主要观点如下：

1、上述托管运营协议中的第二条带来了很强的资产注入的预期。BC 公司现有 18 万吨 MDI、9 万吨 TDI 产能和 40 万吨 PVC 产能，另有 16 万吨 TDI 产能在建，目前已完成 80%。这部分资产未来若注入上市公司，将使烟台万华超越陶氏化学和亨斯迈，成为全球仅次于巴斯夫和拜耳的第三大 MDI 生产巨头，公司在全球的行业地位将得到很大的巩固和提升。

2、本次收购将为公司的全球化战略奠定坚实的基础。烟台万华一直积极拓展海外市场，实施全球战略，截至 09 年出口收入占公司总收入的 20% 左右，未来海外业务将成为公司主要的利润增长点。目前，国内 MDI 产能已高达 144 万吨，而未来万华老厂区搬迁将新建 30 万吨产能、2014 年巴斯夫将在重庆新建 40 万吨产能，届时国内 MDI 产能过剩将尤为严重。因此，加快对海外市场的拓展对公司长远发展极为重要。欧洲和北美分别占全球 MDI 消费总量的 35% 和 30% 左右（中国约为 33%），而公司在上述市场占有率仅为 3%（国内市场占有率已超过 30%），因此欧洲和北美是公司海外拓展的重中之重，BC 公司的 18 万吨生产装置将为万华拓展欧洲市场奠定良好的基础。

3、BC 公司的 TDI 产品将为万华未来在这一领域的发展提供宝贵的经验，并提前拓展欧洲市场。TDI 主要用于生产聚氨酯软泡（约 75%）、涂料（约 16%）及弹性体（约 9%），具有较高的技术壁垒，2010 年国内消费量约 48 万吨，其中约 10 万吨依赖进口，毛利率超过 20%，未来发展前景广阔。烟台万华计划

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：何多粮 冀光坤
Tel: 010-59370811
Email: jiguangkun@hczq.com

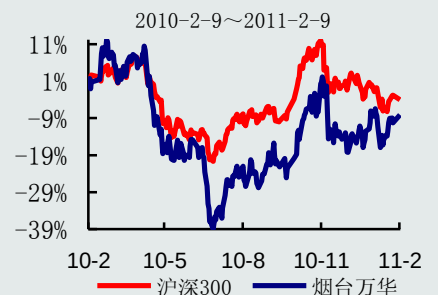
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	166333
流通 A 股/B 股(万股)	166333/0
资产负债率(%)	39.71
每股净资产(元)	3.04
市盈率(倍)	31.45
市净率(倍)	6.63
12 个月内最高/最低价	25.2/13.25

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《原材料价格上涨影响公司 3 季度业绩》
2010-10-21
- 《业绩略低于预期，未来前景仍看好》
2010-08-18
- 《万华大股东增持，看好未来发展前景》
2010-07-17
- 《烟台万华新起点：建筑节能和差异化发展》
2010-06-17

未来在八角工业园区建设 30 万吨 TDI 产能，而对于 BC 公司 TDI 装置的运营管理将使烟台万华积累丰富的 TDI 装置建设、生产、管理和销售经验。另外，欧洲 TDI 需求超过 40 万吨，是全球 TDI 需求最旺盛的地区，BC 公司未来 TDI 产能将达 25 万吨，并在欧洲建立了较为成熟的市场，为未来烟台万华 TDI 产品的海外拓展提供了极大的便利。

盈利预测与投资建议

维持烟台万华 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.8 元、1.29 元和 1.53 元，维持推荐评级。

风险提示

MDI 及 TDI 市场产能过剩。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3761	4494	6404	8611
现金	1177	1881	3817	6017
应收账款	323	311	302	312
其它应收款	24	30	30	28
预付账款	655	634	664	651
存货	756	669	675	700
其他	826	970	916	904
非流动资产	5900	5697	5590	5457
长期投资	199	140	175	171
固定资产	3171	3013	2855	2697
无形资产	137	141	141	138
其他	2393	2403	2419	2451
资产总计	9661	10191	11994	14068
流动负债	3201	2652	2696	2972
短期借款	2127	1358	1441	1642
应付账款	483	305	322	370
其他	591	989	933	960
非流动负债	635	658	690	777
长期借款	621	560	647	726
其他	15	98	43	52
负债合计	3836	3310	3387	3749
少数股东权益	774	1001	1231	1455
股本	1663	1663	1663	1663
资本公积金	48	48	48	48
留存收益	3339	4168	5665	7153
归属母公司股东权益	5051	5880	7376	8864
负债和股东权益	9661	10191	11994	14068

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1454	1816	2511	3046
净利润	1280	1555	2369	2773
折旧摊销	289	162	163	163
财务费用	54	109	69	46
投资损失	-23	-59	-29	-37
营运资金变动	-143	38	-31	130
其它	-2	11	-31	-30
投资活动现金流	-1772	127	-4	29
资本支出	1758	0	0	0
长期投资	-52	-59	35	-4
其他	-66	68	31	26
筹资活动现金流	-610	-1239	-570	-875
短期借款	1288	-769	83	201
长期借款	208	-60	87	78
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-2105	-410	-741	-1154
现金净增加额	-925	704	1936	2200

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6493	11168	13401	15010
营业成本	4607	8488	9649	10582
营业税金及附加	28	48	68	80
营业费用	235	342	419	491
管理费用	450	722	833	981
财务费用	54	109	69	46
资产减值损失	10	10	7	9
公允价值变动收益	6	10	20	30
投资净收益	23	59	29	37
营业利润	1139	1519	2406	2889
营业外收入	322	278	328	310
营业外支出	12	10	11	11
利润总额	1450	1787	2723	3188
所得税	170	232	354	414
净利润	1280	1555	2369	2773
少数股东损益	213	227	230	224
归属母公司净利润	1066	1328	2139	2550
EBITDA	1482	1789	2638	3098
EPS（元）	0.64	0.80	1.29	1.53

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-15.7%	72.0%	20.0%	12.0%
营业利润	-33.1%	33.3%	58.5%	20.0%
归属母公司净利润	-31.1%	24.5%	61.1%	19.2%
获利能力				
毛利率	29.0%	24.0%	28.0%	29.5%
净利率	16.4%	11.9%	16.0%	17.0%
ROE	21.1%	22.6%	29.0%	28.8%
ROIC	14.6%	20.2%	31.2%	38.6%
偿债能力				
资产负债率	39.7%	32.5%	28.2%	26.7%
净负债比率	74.89%	67.63%	70.31%	69.71%
流动比率	1.17	1.69	2.37	2.90
速动比率	0.94	1.44	2.12	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.74	1.13	1.21	1.15
应收账款周转率	22	35	43	48
应付账款周转率	13.91	21.54	30.76	30.56
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.80	1.29	1.53
每股经营现金	0.87	1.09	1.51	1.83
每股净资产	3.04	3.53	4.43	5.33
估值比率				
P/E	26.25	21.09	13.09	10.98
P/B	5.54	4.76	3.80	3.16
EV/EBITDA	20	17	11	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801