

烟台万华 —— 未来聚氨酯行业垂直整合的领导者

事件：

据环球聚氨酯网报道：UOP 将向烟台万华协议转让丙烷脱氢处理工艺、催化剂和吸附剂。UOP 还将负责为该项目提供工程设计、设备、员工培训以及技术服务。新装置计划于 2013 年投产，届时年产丙烯将达到 75 万吨。

(<http://news.puworld.com/html/20111013/393569100.html>)

研究结论：

我们分析认为，该次技术引进如能顺利实施，将为万华未来发展带来以下三大正面影响：

- **看点一，提供了 MDI 外的新的增长点：**万华作为我国聚氨酯行业的龙头企业，其在 MDI 行业的发展历程，历经了从无到有，从小到大。从区区不足万吨的产能，已经发展成为现在近百万吨的产能，稳居世界前三位。因此其在 MDI 之外能否找到其他有前途的产品，移植其在 MDI 产品上建立的强大竞争力，为公司的再次高速发展提供助力，一直都是资本市场高度关心的问题。而本次技术转让协议的签署，就部分解答了这个问题。
- **看点二、未来万华有望进入 PO 领域：**我们分析本次生产丙烯的技术转让，在结合前期万华从 HUNTSMAN 引进的 PO 生产技术，就可以明显的看出，万华将志在进入聚醚上游重要原料 PO 的生产领域。从 75 万吨丙烯推测，其 PO 最大产能将达到 60 万吨以上，基本与其 80 万吨左右的聚合 MDI 相配套。如果在考虑到博苏 16 万吨 TDI 产能，万华将实现组合聚醚上游领域的全覆盖。其在行业内的议价能力将显著提升。
- **看点三、未来万华有望实现聚氨酯自上而下的行业整合：**对比国外聚氨酯行业巨头，如 BASF，BAYER 等，我国的聚氨酯行业的产业集中度还非常之低，提升的空间很大。我们预测，未来随着万华彻底完成在聚氨酯尤其是组合聚醚行业上游的布局。其向下游推进，自上而下的完成行业整合也就是必然的趋势。我们认为未来万华有望建立横跨上游 MDI，PO，TDI 到下游组合聚醚的产业帝国。

投资建议：

展望未来，我们依然维持 2011-13 年 EPS 分别为 0.99、1.17、1.35 元的预测，考虑到今明两年公司在主营产品上的扩产力度很大，以及聚氨酯行业未来两年预期还将维持高景气，我们维持公司买入评级，目标价 25 元，对应 2011 年 25 倍市盈率。

风险因素：

1. MDI 市场需求低于预期，压低产品价格；
2. 原材料价格大幅上涨，降低企业毛利；

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王晶(博士)

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

联系人

赵辰

8621-63325888 × 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 10 月 14 日)

14.72 元

目标价格

25.00 元

总股本/A 股 (百万股)

2162

A 股市值 (亿元)

432

国家/地区

中国

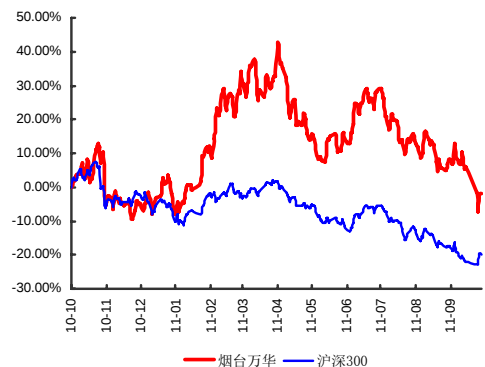
行业

化工行业

报告发布日期

2011 年 10 月 17 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9430	14028	17589	21409
同比(%)	45%	49%	25%	22%
归属母公司净利润	1530	2135	2524	2918
同比(%)	43%	40%	18%	16%
毛利率(%)	25.3%	30.3%	29.9%	29.3%
ROE(%)	24.9%	27.5%	25.3%	22.7%
每股收益(元)	0.92	0.99	1.17	1.35
P/E(倍)	28	14.8	12.6	11
P/B(倍)	7	6	4	3
EV/EBITDA(倍)	4	3	2	2

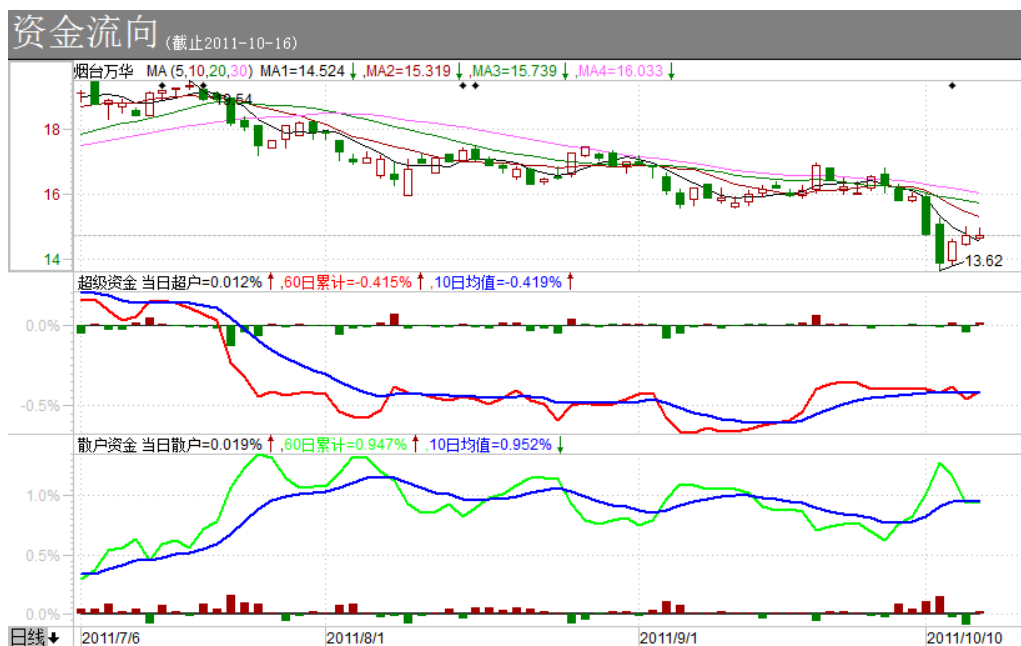
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4801	5021	5740	7919	营业收入	9430	14028	17589	21409
现金	898	800	800	2007	营业成本	7042	9771	12334	15138
应收账款	608	707	855	1065	营业税金及附加	27	70	88	107
其它应收款	42	64	74	92	营业费用	274	463	580	707
预付账款	520	782	740	757	管理费用	536	842	1055	1285
存货	1168	1172	1479	1815	财务费用	35	172	179	137
其他	1563	1496	1791	2183	资产减值损失	32	15	15	15
非流动资产	8142	9655	11262	12735	公允价值变动收益	-15	-2	-3	-3
长期投资	20	99	108	122	投资净收益	203	30	30	30
固定资产	6930	8462	10116	11600	营业利润	1673	2723	3364	4049
无形资产	229	271	299	329	营业外收入	267	250	250	250
其他	962	823	740	684	营业外支出	2	7	8	8
资产总计	12943	14675	17002	20655	利润总额	1938	2966	3606	4291
流动负债	3722	3474	3070	3077	所得税	217	445	541	644
短期借款	2277	1993	1054	800	净利润	1721	2521	3065	3647
应付账款	577	761	870	1118	少数股东损益	191	386	541	729
其他	869	719	1145	1160	归属于母公司净利润	1530	2135	2524	2918
非流动负债	2066	2031	2032	2033	EBITDA	2028	3429	4224	5023
长期借款	2023	2023	2023	2023	EPS (元)	0.92	0.99	1.17	1.35
其他	43	8	9	10	主要财务比率				
负债合计	5788	5504	5101	5110	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1009	1394	1935	2665	成长能力				
股本	1663	1663	1663	1663	营业收入	45.2%	48.8%	25.4%	21.7%
资本公积	109	109	109	109	营业利润	46.8%	62.8%	23.5%	20.4%
留存收益	4371	6007	8199	11117	归属于母公司净利润	43.5%	39.6%	18.2%	15.6%
归属母公司股东权益合计	6146	7777	9965	12880	获利能力				
负债和股东权益	12943	14675	17002	20655	毛利率	25.3%	30.3%	29.9%	29.3%
现金流量表					净利率		16.2%	15.2%	14.4%
单位:百万元					ROE	24.9%	27.5%	25.3%	22.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	16.0%	23.2%	24.7%	25.3%
经营活动现金流	413	2887	3685	3894	偿债能力				
净利润	1721	2521	3065	3647	资产负债率	44.7%	37.5%	30.0%	24.7%
折旧摊销	321	535	682	837	净负债比率				
财务费用	35	172	179	137	流动比率	1.29	1.45	1.87	2.57
投资损失	-203	-30	-30	-30	速动比率	0.98	1.11	1.39	1.98
营运资金变动	-1495	-320	-210	-690	营运能力				
其它	35	10	-1	-7	总资产周转率	0.83	1.02	1.1	1.12
投资活动现金流	-1443	-2008	-2257	-2278	应收账款周转率	20.25	21.21	22.28	22.14
资本支出	-1299	-1996	-2306	-2308	应付账款周转率	13.29	14.16	15.12	15.23
长期投资	-85	35	-51	-35	每股指标 (元)				
其他	-58	-48	100	65	每股收益	0.92	0.99	1.17	1.35
筹资活动现金流	1587	-977	-1427	-410	每股经营现金流	0.25	1.33	1.70	1.80
短期借款	150	-284	-939	-254	每股净资产	3.70	3.83	4.80	6.16
长期借款	1402	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	28.26	14.8	12.6	11
资本公积增加	61	0	0	0	P/B	9.15	6.79	5.41	4.22
其他	-26	-693	-489	-156	EV/EBITDA	4.34	2.56	2.08	1.75
现金净增加额	549	-98	0	1207					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：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%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn