

烟台万华(600309.sh)

成本降低, 量价有望齐升

吕丙风 分析师

电话: 020-87555888-698

eMail: lbf2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070021

11月挂牌价格再提高, 盈利趋好

11月份烟台万华再次提高了MDI挂牌价, 纯MDI价格21200元/吨, 聚合MDI价格17800元/吨, 8月份以来经过连续提价, 纯MDI和聚合MDI价格分别上升18%和8%。预计受原材料成本提高以及需求恢复的支撑2011年价格将会高于2010年。

宁波二期苯胺装置降低成本, 盈利能力提升

宁波万华二期配套36万吨苯胺装置, 可以满足宁波基地80%的需求, 同时配套有甲醛、氯气等装置, 综合成本将显著降低, 2010年苯胺涨价对公司毛利率影响较大, 估计成本降低对吨毛利率的提升贡献可能达40%。

下游需求旺盛, 明年产能释放有保障

2010年上半年我国MDI需求64万吨, 全年需求增长将超过20%。万华宁波二期30万吨装置本月将开车, 2011年国内MDI新增需求将超过20万吨, 考虑到全球需求的增加, 产能投放压力不大, MDI产销量有望增加40%以上。

业绩预测: 明年盈利能力和产销量将明显提升, 业绩有望大幅增长, 未来公司仍有扩张计划, 仍具有较快成长性, 预计2010年、2011年、2012年EPS分别为0.76、1.24、1.48元, 对应当前PE分别为24.6、14.4、12.6, 给予买入评级。

风险因素: 产品价格大幅下降的风险; 下游新增需求不足导致新产能难以如期释放的风险

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7,704.39	6,492.92	9064.06	12719.70	14402.67
增长率(%)	-1.27%	-15.72%	39.60%	40.33%	13.23%
EBITDA(百万元)	2,334.09	1,792.80	1884.64	2995.06	3493.97
净利润(百万元)	1,509.74	1,066.38	1258.16	2058.70	2455.21
增长率(%)	1.92%	-29.37%	17.98%	63.63%	19.26%
每股收益(元)	0.908	0.641	0.76	1.24	1.48
市盈率	11.02	37.45	26.68	16.30	13.67
市净率	3.45	7.90	5.32	4.01	3.10
EV/EBITDA	7.57	23.62	18.99	11.97	9.96

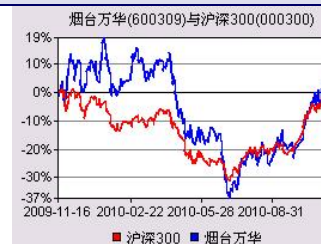
数据来源: 烟台万华聚氨酯股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	18.72
目标价格(元)	30.75
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	6.21%	21.49%	-5.18%
沪深300	-4.75%	8.47%	-12.58%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

1,663.33/1,663.33

主要股东:

万华实业集团有限公司

主要股东持股比例

50.50%

财务比率

ROE	21.11%
ROA	17.16%
资产负债率	39.71%
每股净资产(元)	3.04

2009年报数据

投资亮点：

- 1、**成本支撑，价格将走高**，8月份以来经过连续提价，纯MDI和聚合MDI挂牌价格分别上升18%和8%，2010年苯胺价格上涨幅度大大超过MDI价格上涨，受苯胺价格及下游领域提价支撑，2011年MDI价格将会走高，MDI与苯胺的价差将走出低谷；
- 2、**国内需求增长迅速，产能释放问题不大**，2010年国内需求增长将超过20%，上半年MDI需求64万吨，BASF三季报也显示全球聚氨酯材料的需求已经开始恢复，2014年之前只有万华30万吨MDI新增产能，未来三年新增需求量将超过新增产能，亚太地区原有产能负荷提升空间不大，供给将逐渐偏紧；
- 3、**苯胺配套设施降低原材料成本，提升毛利率**，在苯胺价格大幅走高的情况下2010年盈利仍保持20%以上增长，随着苯胺配套装置投产，宁波80%的苯胺可以自给，同时将有可能降低苯胺市场价格，毛利率将会显著提升。

公司业务及行业分析

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、热塑性聚氨酯弹性体系列产品的研究开发、生产和销售。MDI 广泛用于生产硬质聚氨酯泡沫，聚氨酯弹性体，合成革，氨纶以及聚氨酯胶粘剂等化工新材料，下游产品则应用于家电、汽车、建筑、制鞋、纺织等众多领域。

公司行业地位稳步提高

MDI 龙头企业。烟台万华是国内 MDI 生产的龙头企业，也是国内唯一的 MDI 民族企业，亚太地区最大的 MDI 生产企业。2009 年我国 MDI 总产能达到 114 万吨，全球产能达到 560 万吨，其中烟台万华产能 50 万吨，占国内产能 44%，全球产能占比 8.9%。

表1：中国及全球MDI产能预测（单位：万吨/年）

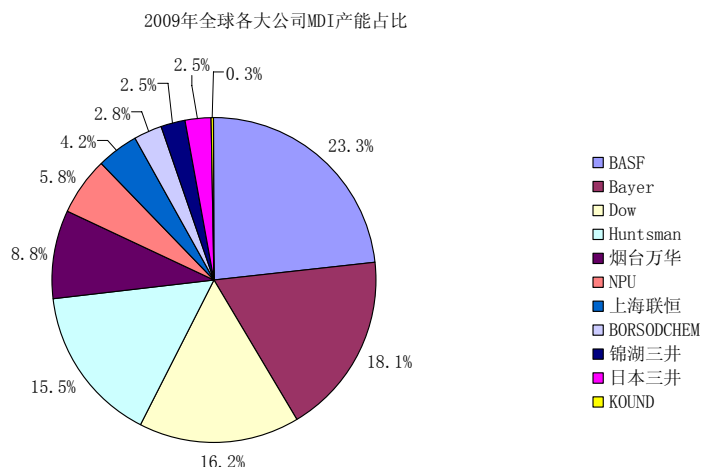
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	11-14年复合增长率 %
万华	50	50	80	80	110	150	24.6
中国	114	114	144	144	174	254	17.4
全球	559.6	559.6	589.6	589.6	619.6	699.6	5.0

数据来源：广发证券发展研究中心

行业地位进一步提高。随着本月宁波万华二期 30 万吨生产装置开始试车，2011 年烟台万华 MDI 总产能将达到 80 万吨/年，占国内产能的 56%，和拜耳、巴斯夫、陶氏、亨斯曼共同成为全球五大 MDI 供应巨头，公司行业地位进一步提高。

产品竞争力将提升。亚太地区尤其中国是 MDI 需求增长最快的市场，也是全球最大的市场之一，烟台万华作为亚太地区 MDI 最主要供应者产品竞争力比较强，宁波基地的一体化设施及配套的原料苯胺装置将显著降低产品的成本，竞争力将得到明显提升。

图1：2009年全球MDI产能分布

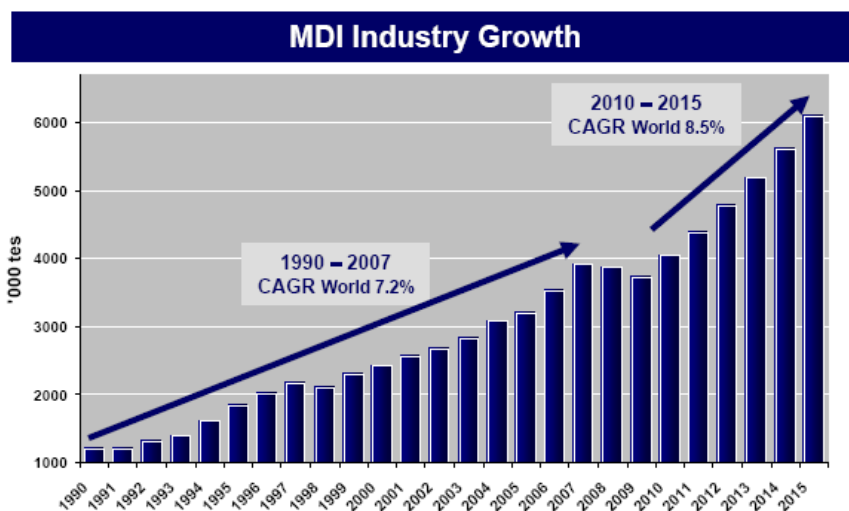


数据来源：广发证券发展研究中心

MDI行业格局变化不大

行业壁垒高，寡头垄断依旧。MDI 生产具有很高的技术壁垒，长期以来一直被少数几家公司掌握，烟台万华与拜耳、巴斯夫、陶氏、亨斯曼、日本聚氨酯、三井等几家国际化工巨头控制了全球 MDI 的生产与供应，行业处于寡头垄断竞争状态，短期来看新的竞争者仍然很难进入，行业的竞争主要是在几大寡头之间。

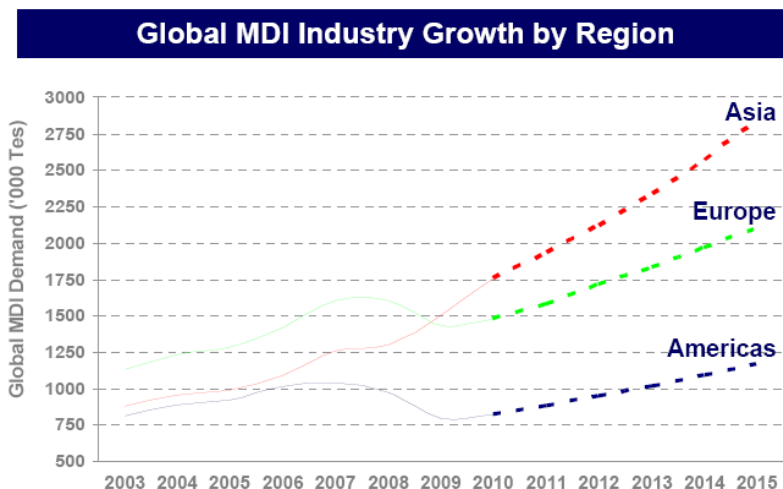
图2：全球MDI需求增长趋势及未来预测



数据来源：Nextant，广发证券发展研究中心

行业向上趋势将加速。聚氨酯新产品仍在不断被开发出来，中国、印度等新市场也在快速增长，聚氨酯产品在各个领域内对其它产品的替代也在继续，聚氨酯新材料行业将在较长时期处于需求快速上升的通道中。主要原材料 MDI 在 1990 年到 2007 年间的全球需求平均增长速度是 7.2%，2008 年和 2009 年受全球金融危机影响需求出现了停滞和一定的下滑，2010 年已恢复了快速增长态势，预计随着全球经济的复苏这一趋势将延续。

图3：全球主要地区MDI需求趋势预测

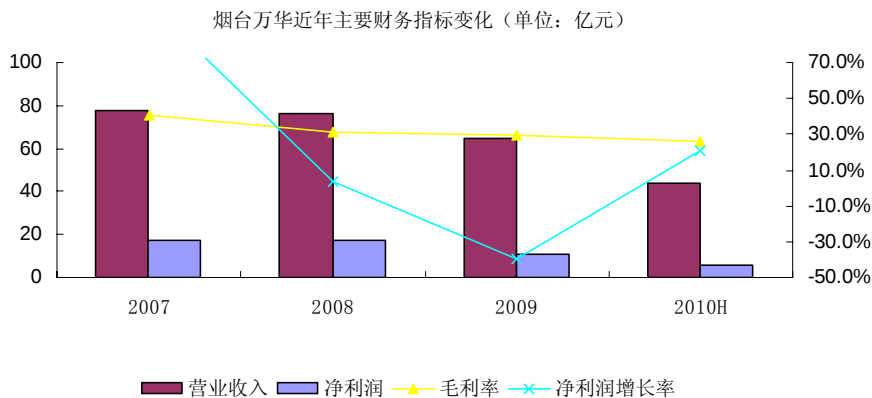


数据来源：Nextant，广发证券发展研究中心

供需变化趋势明确。到2014年巴斯夫重庆40万吨MDI项目达产之前，全球只有烟台万华新增投产项目，产品供给变化主要是宁波30万吨新增产能。而全球需求方面随着经济复苏的进程已经恢复正常增长，其中亚太地区增长最快，中国2010年需求增长有望达到20%以上，欧洲的需求也已经有了明显的增长，美国虽然增长缓慢，但也处于复苏态势下。全球而言，未来三年需求的增加量将快于新增产能的增加量，中国市场需求的增加量将是新增需求的主要部分，按照20%的增长速度2011年国内MDI需求量将增加24万吨，虽然有新增产能投放，供求关系也不会出现产能过剩。

公司明年的增长潜力分析

图4：烟台万华近年主要财务指标变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司近三年经营情况

受全球金融危机影响，全球聚氨酯行业 2007~2009 年期间需求有所下降，使得 MDI 的价格与利润率受到影响。2008 年 MDI 价格与原料苯胺价格均出现下滑，由于苯胺下降幅度小于 MDI 下降幅度，MDI 毛利率有所降低，但是国内需求仍保持了增长，MDI 销量增加，综合使得烟台万华营业收入与净利润均没有大的增长；而 2009 年由于全球需求减少幅度较大，且有较多新增产能，虽然国内需求仍保持了增长，但是开工率降低，产品价格继续大幅下降，公司营业收入与利润均比 2008 年大幅下滑；2010 年上半年受国内需求带动销量增加，营业收入同比增长 59.3%，但是原料苯胺价格反弹幅度远大于 MDI 价格同期反弹幅度，造成毛利率降低，利润增长慢于营业收入增长。

表2：2007~2010年影响公司收益主要因素变化

	2007	2008	2009	2010H
MDI均价（元/吨）	25344	20507	14649	15898
环比变化 %	-	-19.1	-28.6	8.5
苯胺成本均价（元/吨）	9005	7898	5303	7402
环比变化 %	-	-12.3	-32.9	39.6
国内需求（万吨）	72	81.4	98	64
环比变化 %	-	13.1	20.4	-
营业收入（亿元）	77.4	76.5	64.7	43.7
环比变化 %	-	-1.2	-15.4	-
净利润	17	17.6	10.7	6.1
环比变化 %	-	3.5	-39.2	-

数据来源：广发证券发展研究中心

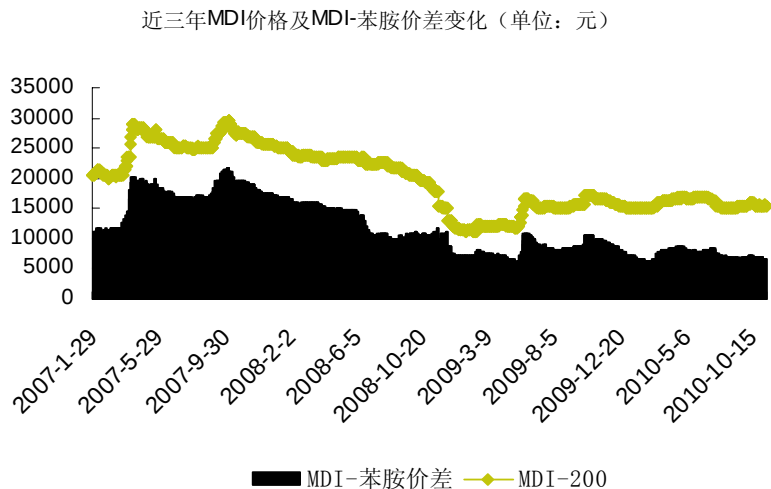
盈利能力将显著提高

11 月挂牌价格再提高，盈利趋好。烟台万华公布的 11 月份 MDI 挂牌价再次提升，纯 MDI 价格为 21200 元/吨，聚合 MDI 价格为 17800 元/吨，分别比十月挂牌价提高 2000 元/吨和 800 元/吨，8 月份以来经过连续提价，纯 MDI 和聚合 MDI 价格分别上升 18%和 8%。近期 MDI 价格的提升一方面有原料苯胺价格持续维持高位的影响，另一方面也有纯 MDI 需求进入旺季，同时受限电影响供货有所减少。

如果明年万华 30 万吨产能达产 60%，总产量增长 40%，按照今年的需求增长态势，将不会对供求关系造成影响，2010 年亚太地区 MDI 生产装置的产能负荷已经比较高，再提升的空间有限，长期看 MDI 价格将会处于向上的趋势。

MDI 价格 2010 年整体处于较低位置，目前处于上升通道，由于原料苯胺价格前期涨幅较大，MDI 与苯胺价差处于低点，预计 2011 年 MDI 价格与价差都将会高于 2010 年。

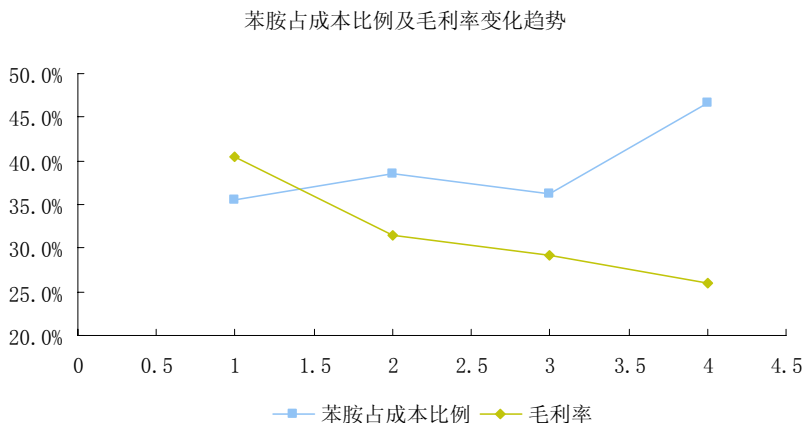
图5：近年MDI及其原材料苯胺价格变化趋势



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

万华二期苯胺装置降低综合成本，毛利率将提升。宁波万华综合一体化装置配套 36 万吨苯胺装置，可以满足宁波基地 80%的需求，同时甲醛、氯气等原料也有配套装置，综合成本将显著改善，尤其是 2010 年苯胺一直涨价对公司毛利率严重侵蚀的情况下，配套装置对明年毛利率的提升将作出贡献，2010 年上半年苯胺成本均价比 MDI 均价多涨 800 元左右，直接降低毛利率 5 个百分点。上半年 MDI、苯胺、纯苯均价分别为 16151 元、11153 元、7402 元，按照 1 吨 MDI 消耗 0.75 吨苯胺，1 吨苯胺需要 0.86 吨纯苯计算，粗略估计自用苯胺将 MDI 吨成本降低 3000 元，其对盈利的影响十分显著，如果按照吨成本降低 1600 元估算，可以提升毛利率约 10 个百分点。

图6：苯胺成本占比及毛利率变化趋势



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

宁波二期30万吨提高产销量

2009 年我国 MDI 需求 98 万吨，2010 年上半年纯 MDI 需求 21 万吨聚合 MDI 需求 43 万吨，预计全年需求增长超过 20%。万华宁波二期 30 万吨 MDI 装置预计今年年底之前有望开车，届时公司 MDI 总产能将达到 80 万吨，上市公司权益产能 65 万吨，公司权益产能新增 53%，按照 2010 年预计增速每年国内新增需求 20 万吨以上，产能投放压力不大，MDI 产销量有望提升 40%，即增加 18 万吨销量。

综合考虑，公司2011年将迎来价格提升、成本降低、产销量增加三重效应，三驾马车齐带动，动力十足，业绩增长值得期待。预计2010年、2011年、2012年EPS分别为0.76、1.24、1.48元。

核心假设及风险因素分析

核心假设：2011年MDI均价比2010年提高1000元/吨，2011年、2012年分别实现20万吨、10万吨新增产量，此假设并未完全考虑苯胺带来的成本降低，单独考虑苯胺装置投产带来的成本降低，则成本每降低1000元，EPS增厚0.25元，由于苯胺装置对降低成本作用比较确定，因此2011年1.24元EPS有较高安全边际。

主要风险因素：下游行业整体形势恶化造成需求增长不足的风险；产品价格下滑的风险。

资产负债表

单位：百万元

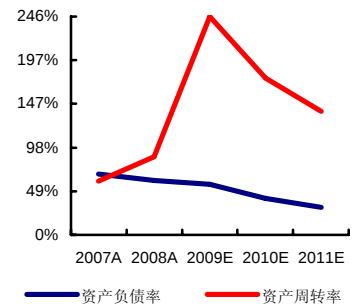
至 12 月 31 日	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	3,835	3,761	4,024	5,187
货币资金	1,272	1,177	629	546
应收及预付	1,958	1,771	2,443	3,371
存货	600	756	895	1,212
其他流动资产	5	57	57	57
非流动资产	4,028	5,900	7,044	8,339
长期股权投资	185	199	199	199
固定资产	3,291	3,240	2,929	2,590
在建工程	377	2,285	3,636	5,173
无形资产	144	137	131	124
其他长期资产	31	40	148	253
资产总计	7,863	9,661	11,068	13,526
流动负债	1,985	3,201	3,177	3,351
短期借款	839	2,127	2,127	2,127
应付及预收	348	783	819	1,066
其他流动负债	797	291	230	158
非流动负债	429	635	637	633
长期借款	412	621	621	621
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	16	15	16	13
负债合计	2,413	3,836	3,814	3,984
股本	1,663	1,663	1,663	1,663
资本公积	48	48	48	48
留存收益	3,105	3,339	4,598	6,656
归属母公司股东权益	4,817	5,051	6,312	8,371
少数股东权益	632	774	942	1,171
负债和股东权益	7,863	9,661	11,068	13,526

利润表

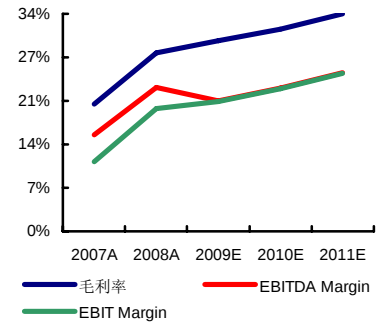
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7704	6493	9064	12720
营业成本	5294	4607	6668	8898
营业税金及附加	49	28	60	82
销售费用	207	235	272	382
管理费用	454	450	453	636
财务费用	51	54	133	140
资产减值损失	0	10	0	0
公允价值变动收益	-1	6	0	0
投资净收益	5	23	17	19
营业利润	1653	1139	1495	2601
营业外收入	384	322	130	0
营业外支出	11	12	0	0
利润总额	2026	1450	1625	2601
所得税	268	170	199	314
净利润	1758	1280	1426	2287
少数股东损益	248	213	168	229
归属母公司净利润	1510	1066	1258	2059
EBITDA	1958	1463	1885	2995
EPS (元)	0.91	0.64	0.76	1.24

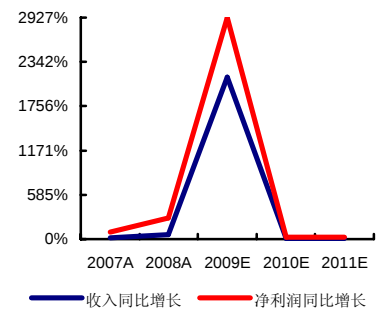
资产负债率趋势



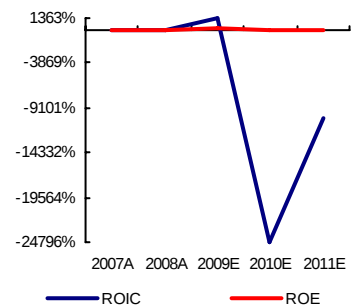
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

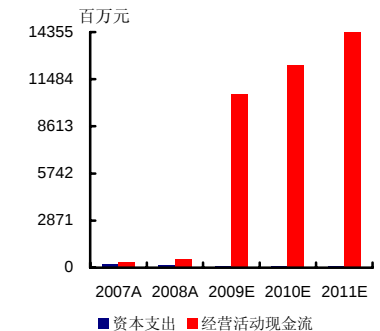
至 12 月 31 日	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2,000	1,454	888	1,659
净利润	1,758	1,280	1,426	2,287
折旧摊销	258	289	273	273
营运资金变动	-55	-147	-822	-1,040
其它	40	32	10	138
投资活动现金流	-926	-1,772	-1,276	-1,559
资本支出	-1,009	-1,738	-1,178	-1,463
投资变动	-92	-35	-98	-96
其他	175	0	0	0
筹资活动现金流	-1,173	-607	-160	-182
银行借款	1,513	2,659	0	0
债券融资	-1,753	-1,470	-15	-34
股权融资	55	49	0	0
其他	-988	-1,846	-145	-148
现金净增加额	-99	-925	-549	-83
期初现金余额	1,370	1,272	1,177	629
期末现金余额	1,272	346	629	546

主要财务比率

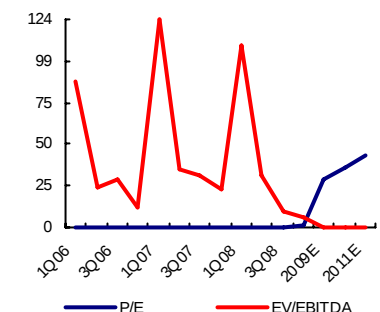
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-1.3%	-15.7%	39.6%	40.3%
营业利润	-30.0%	-31.1%	31.3%	74.0%
归属于母公司净利润	1.9%	-29.4%	18.0%	63.6%
获利能力				
毛利率	31.3%	29.0%	26.4%	30.0%
净利率	22.8%	19.7%	15.7%	18.0%
ROE	31.3%	21.1%	19.9%	24.6%
ROIC	26.0%	14.3%	15.5%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	30.7%	39.7%	34.5%	29.5%
净负债比率	7.6%	28.1%	29.9%	23.3%
流动比率	1.93	1.17	1.27	1.55
速动比率	1.28	0.73	0.70	0.82
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.74	0.87	1.03
应收账款周转率	25.30	21.78	23.34	23.08
存货周转率	8.46	6.79	7.52	7.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	0.64	0.76	1.24
每股经营现金流	1.20	0.87	0.53	1.00
每股净资产	2.90	3.04	3.79	5.03
估值比率				
P/E	11.0	37.5	26.7	16.3
P/B	3.5	7.9	5.3	4.0
EV/EBITDA	8.7	28.5	19.0	12.0

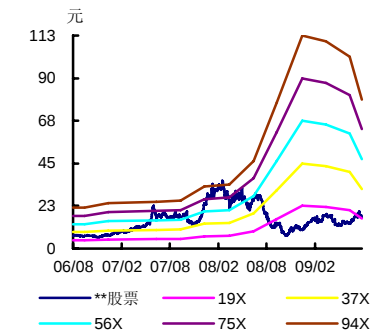
资本支出与经营活动现金流



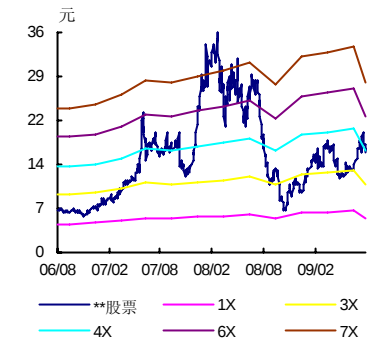
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

吕丙风，分析师，暨南大学产业经济学硕士，本科毕业于河北工业大学应用化学专业，2008 年进入广发证券发展研究中心。

王剑雨，研究助理，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjy3@gf.com.cn，020-87555888-635。

曹勇，研究助理，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：cy25@gf.com.cn，020-87555888-833。

相关研究报告

烟台万华(600309.sh)_公司跟踪研究报告	曹新	2009-06-01
烟台万华(600309.sh)_年报点评	曹新	2009-03-05
烟台万华（600309.sh）_中报点评	曹新	2008-07-25

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。