

分析师： 鄢祝兵 徐斌 李兴 021-63295974

yanzb@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

MDI 限产终迎价格反弹，烟台万华更显投资价值

事件描述

近日，国内聚合 MDI 终于迎来触底反弹，华东地区聚合 MDI 成交均价达到 11800~12000 元/吨，较 2 周前的最低点涨幅达到 800~1000 元/吨；纯 MDI 国内行情已基本走稳，稳定在 1.65 万元~1.7 万元/吨左右成交价，未出继续下行趋势。

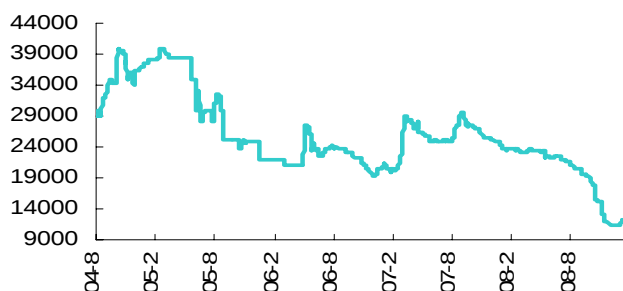
此次 MDI 价格迎来反弹主要原因是基于如下三方面原因：1、MDI 行业限产报价是最主要原因，BAYER35 万吨新装置维持停车，上海联恒装置母液生产装置亦维持停车状态，NPU 目前仅依靠瑞安装置生产供应，其日本 20 万吨装置维持停车，烟台万华两套装置开工率也仅维持在 50%~70%；2、在 MDI 主要厂商停车或降低开工率清理库存后，贸易商对后市看涨，惜售现象严重；3、下游客户习惯性年前补货，短期需求有所回暖。

事件评论

第一，聚合 MDI 价格前期底部基本确立，09 年价格走势依赖供需博弈

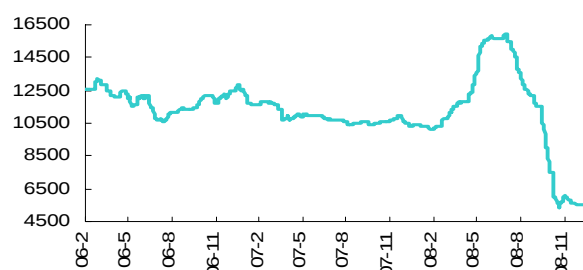
对于前期市场聚合 MDI 价格跌至 1.1 万元/左右的水平，我们认为在上游原料企稳情况下，国内外 MDI 主要生产企业纷纷停车或降低开工率，清理库存，寡头垄断的行业竞争格局限产报价意图明确，该价位下，国内 MDI 龙头企业烟台万华聚合 MDI 吨毛利仅为 2600 元左右，跨国企业吨毛利更低（日本 NPU 已经出现较长时间亏损），MDI 价格底部基本确立，对于目前聚合 MDI 价格的反弹符合我们之前的预期，对于未来聚合 MDI 价格走势，我们认为随着开春后，下游需求的季节性回暖，聚合 MDI 价格会稳中略升，直到 BAYER、上海联恒、日本 NPU 等企业开工率逐步提升，供给也在逐步释放，09 年 MDI 价格走势将依赖供需博弈形成一个新的平衡。

图 1：长三角地区 MDI-200 价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线 长江证券研究部

图 2：长三角地区苯胺价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线 长江证券研究部

第二，MDI 行业具有较高的技术壁垒，全球 MDI 产能有序扩张

MDI 采用液相光气法生产工艺，过程包括缩合、光气化、分离等多道工序，技术难度大，进入壁垒极高，目前全球仅 6 家大规模化 MDI 生产企业（另外 4 家规模相对较小），MDI 行业呈现寡头垄断的竞争格局，内资企业仅烟台万华一家生产商。从表 1 中，可以看出未来，全球 MDI 产能有序扩张，扩张区域主要以亚太区为主，年均产能增长率相对于目前生产规模的 6%~10% 左右。

表 1：全球 MDI 产能有序扩张，未来扩张以亚太区为主

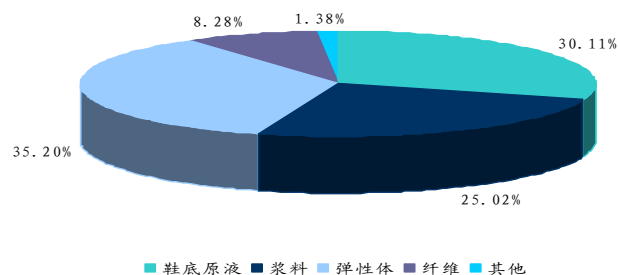
生产商	2006	2007	2008E	2009E	2010E	未来扩张计划
BAYER	110	110	110	145	145	上海 35 万吨/年新建装置已于 08 年底投产，2012 年在欧洲新建 40 万吨/年装置 2008 年比利时装置产能提升 11 万吨，2011 年重庆投产 40 万吨 MDI 单套装置
BASF	91.6	91.6	102.6	102.6	102.6	
亨斯曼	88	88	88	88	88	
DOW	71.5	80.5	80.5	94	94	
烟台万华	28	36	42	48	78	
上海联恒	24	24	24	24	24	
日本 NPU	20	20	33	33	33	新建 20 万吨装置，关闭 7 万吨老装置
BORSODCHEM	16	16	16	16	16	
锦湖三井	7	7	7	14	14	2009 年技改扩大到 14 万吨
三井化学	6	6	6	6	6	
KORUND	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	
合计	463.6	480.6	510.6	557.6	617.6	

资料来源：中国化工信息 长江证券研究部

第三，考虑 MDI 需求放缓预期，行业开工率仍维持高位，行业处于景气

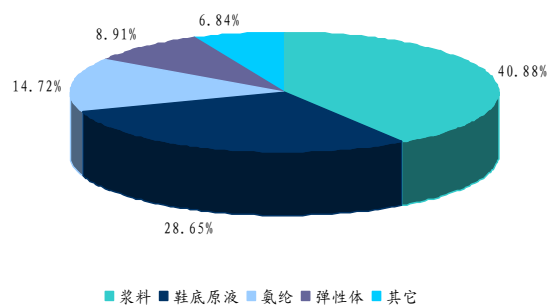
MDI 主要包括纯 MDI 和聚合 MDI 两大系列产品。纯 MDI 下游主要应用于氨纶、鞋底原液、浆料、TPU 等领域，聚合 MDI 主要用于建筑的保温涂层、冰箱、汽车、电器等领域。2008 年前，全球 MDI 年均需求增速高于 GDP 增速，国内 MDI 增速也是 GDP 的 1.5~2 倍。考虑到受次贷危机导致的全球经济下滑的预期，全球或国内 MDI 增速只会增速放缓或略有下降，很难出现市场恐慌的需求大幅萎缩状况。我们预计 2009、2010 年全球 MDI 需求放缓情况下，MDI 装置开工率至少在 80% 以上，才能维持全球 MDI 供需平衡，MDI 行业仍处于景气。一旦宏观经济向好，MDI 需求增速又会恢复，MDI 行业开工率有望更高。

图 3：全球纯 MDI 消费结构



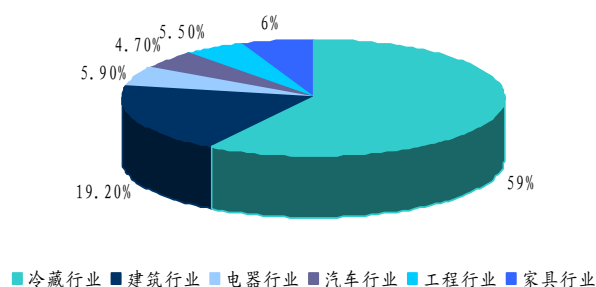
资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图 4：国内纯 MDI 消费结构



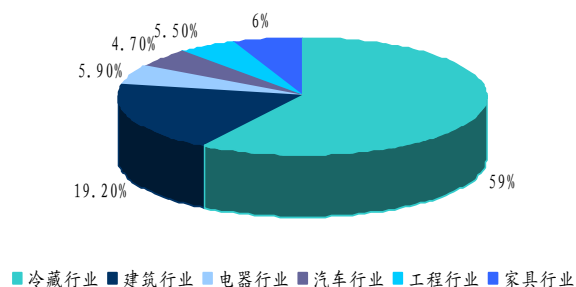
资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图 5：全球聚合 MDI 消费结构



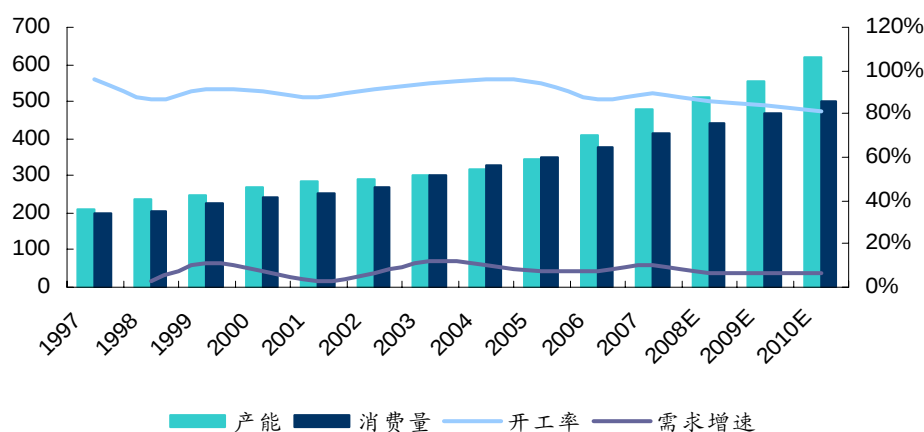
资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图 6：国内聚合 MDI 消费结构



资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图 7：全球 MDI 产需情况预测



资料来源：长江证券研究部

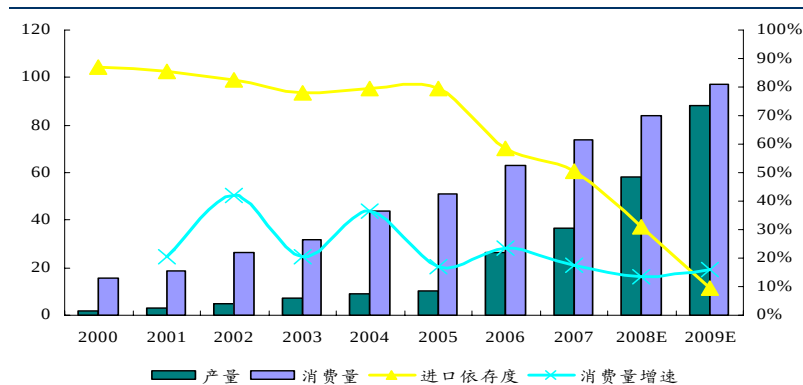
第四，国内 MDI 逐步走向供需平衡，价格也将国际接轨

据统计 2007 年国内 MDI 总计需求量达到 74 万吨左右，国内 MDI 进口依赖度仍为 50% 以上，预计未来国内建筑节能市场启动后 MDI 将迎来广阔的市场空间，国外 MDI 生产企业加快到中国扩张的步伐，以期分享更多利润。上海拜耳 35 万吨/年装置将于今年 8 月开始试车，估计 08 年底 09 年初装置即可稳定运行；巴斯夫计划在重庆新建一期 40 万吨的装置已获当地政府批准，加上宁波万华二期批准的 30 万吨 MDI 项目，保守估计 2010 年国内 MDI 产能至少超过 130 万吨，中国有可能由 MDI 净进口国转为净出口国。此次我们判断之前 1.1 万元/吨的 MDI 价格接近为底部，主要也是依据国内外 MDI 价格出现倒挂，拜耳 35 万吨装置和上海联恒 24 万吨装置纷纷停车，说明该价位低于跨国企业承受底限，国内外 MDI 价格也将趋于一致，MDI 价格止跌反弹企稳后下游需求也将不断修复。

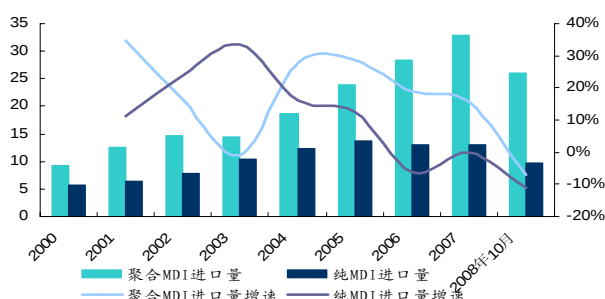
表 2：国内 MDI 产能及未来预测（单位：万吨）

生产厂家	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2010 年
烟台万华（包括宁波）	10	10	26	28	36	50	80
BASF, Huntsman, 上海华谊	0	0	0	24	24	24	24
BAYER	0	0	0	0	0	35	35
BASF	0	0	0	0	0	0	0
合计	10	10	26	52	60	109	139

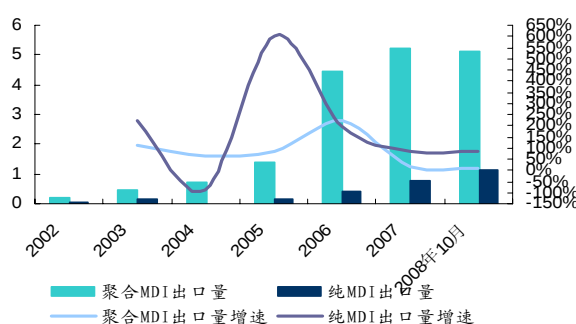
资料来源：长江证券研究部

图8：国内MDI供需情况预测


资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图9：国内纯MDI和聚合MDI进口呈下滑态势


资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图10：国内纯MDI和聚合MDI出口量不断增长


资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

第五，烟台万华未来业绩增长来自于MDI产能扩张

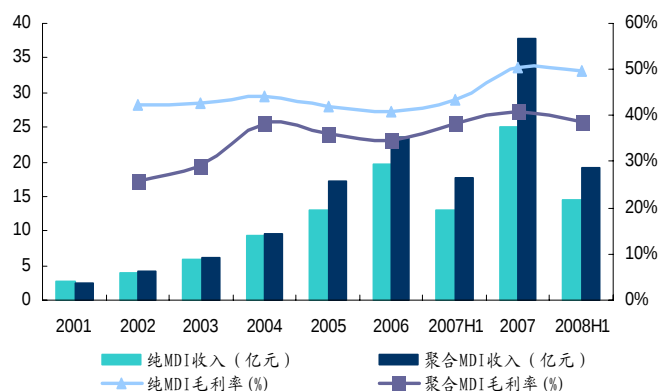
公司目前MDI总产能为44万吨/年（烟台20万吨/年和宁波万华24万吨/年）。公司计划09年一季度通过技改将宁波一期产能扩大到30万吨，与此同时宁波万华二期项目2007年提前获发改委批准，该项目包括新建30万吨/年MDI装置和包括硝酸、硝基苯、苯胺、甲醛、造气在内的MDI配套项目40万吨，目前宁波万华二期项目进展顺利，预计2010年一季度末可能投产，公司宁波二期项目可能再通过技术改造扩大到60万吨产能，届时宁波万华MDI总产能未来将达到90万吨。公司烟台本部厂区未来有可能搬迁到新的厂区，烟台本部规划未来MDI产能达到60万吨，TDI产能达到30万吨/年，我们预计公司2015年MDI总产能达到150万吨左右，跻身于世界MDI前三强。公司目前聚合MDI与纯MDI比例为5.5:4.5，低于国外的7:3的平均比例，未来随着建筑节能市场启动后，公司可调整聚合MDI与纯MDI比例，最高可上调到9:1，解决未来对纯MDI需求下滑的担忧。

表3：公司未来产能计划（单位：万吨）

	2004	2005	2006	2007	2008E	2010E	2015E
台本部	10	12	12	12	20	20	60
宁波万华（74.5%）	—	—	16	24	30	60	90
总计	28	38	28	36	50	80	150

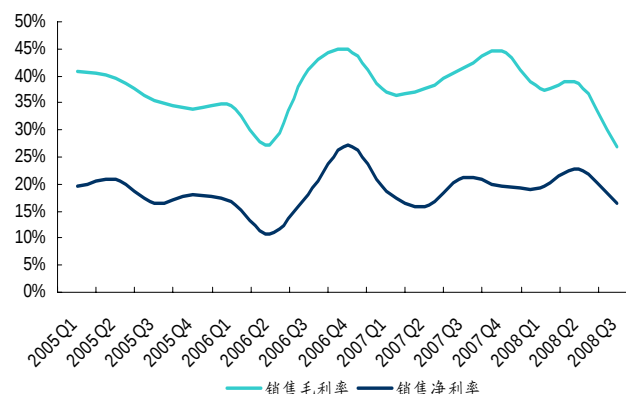
资料来源：长江证券研究部

图 13：公司近年来主要产品收入和毛利率情况



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 14：近年来公司销售毛利率和净利率情况（按季度）



资料来源：公司公告 长江证券研究部

第五，多元化业务的逐步拓展让我们对公司未来有更多期待

公司每年在研发上均有大量投入，目前有烟台、北京、上海和美国四个研发中心，公司未来利用光气化领域技术的优势将扩大在 PC（聚碳酸酯）和 HDI、HDI 等多元化产品开发，未来有望成为多元化新材料龙头。PC 具有突出的抗冲击性能、耐蠕变、尺寸稳定性好、耐热、吸水率低、无毒、介电性能优良，在五大工程塑料中唯一具有良好透明性，也是近年来消费增长速度最快的通用工程塑料。PC 广泛应用于汽车、电子电气、建筑、办公设备、运动器材、医疗保健等领域，国内 PC 几乎全依赖进口。PC 和 MDI 最大相关点就是核心技术类似，原料都需要合成光气，PC 比 MDI 对光气要求更严格，PC 用的原料是双酚 A，而 MDI 用的原料是苯，两者产业链高度相关，公司未来发展 PC 拥有技术和原料等综合优势。公司秉承做强做大的原则，公司先考虑 PC 在烟台下游不同客户中的应用，PC 中试将于今年年底完成，PC 业务顺利投产后，公司有望再造国内工程塑料行业的另外一个“万华”。

表 4：公司未来产品规划

不同产品阶段	具体产品
中试阶段产品	PC、HDI、IDI
正在推广产品	建筑保温材料、生态粘合剂、改性 MDI、TPU 弹性体、MDA
成熟产品	聚合 MDI、纯 MDI

资料来源：长江证券研究部

第六，收购广东容威——未来形成完整的聚氨酯硬泡产业链

06年12月公司全资子公司北京科聚化工新材料有限公司收购广东万华容威聚氨酯有限公司1022.85万股的股份及单方面增资扩股1035万股股份。广东容威主要做硬泡组合聚醚，收购完成后公司建立硬泡系统料的配方体系，改变单组分供应的局面，实现公司的黑白料(黑料：聚合MDI，白料：聚醚)双组份供应，为客户提供更多的产品选择；同时，建立一个应用技术服务的实战场所，真正满足用户对应用技术的需求。另外从长远看，通过黑白料产品的互动和组合，可以降低经营单一产品带来的市场风险，提高在不同市场形势下的适应性。公司未来可能对广东容威进行增资扩股，扩大组合聚醚产量，形成完整的聚氨酯硬泡产业链。

第七，宁波基地的产业链配套优势，煤气化延伸产业链

MDI 的综合成本竞争体现在物耗、原料、人力、制造费用等方面。宁波万华未来竞争优势将主要体现在产业链配套和商务运营成本。宁波二期 MDI 装置通过煤气化技术自主合成苯胺也将减少苯胺价格波动对 MDI 盈利能力的冲击，有望降低综合成本达到 5%~10%左右，公司 MDI 综合成本较跨国企业相比，优势更加显著。

第八，估值与盈利预测

在考虑所得税下调为 15%情况下，我们按照 08 年四季度最悲观情况下，预测烟台万华 2009、2010 年 EPS 分别为 0.86 元和 1.02 元（09 年考虑 4 亿左右的退税收入及补跌收入贡献利润），目前公司动态市盈率为 13 和 11 左右，在化工板块估值提升情况下，MDI 价格反弹，行业好于市场最差预期情况下，烟台万华更显投资价值，考虑到 2009 年 MDI 均价可能高于 08 年四季度最差情况，烟台万华 09、10 年业绩存在超预期可能，未来随着公司 MDI 产能的进一步扩大，多元化产品逐步取得突破，我们非常看好拥有技术、规模、服务等众多优势的烟台万华未来的长期发展，我们维持烟台万华推荐评级。

第九，风险提示

- 1、Bayer 上海工厂装置顺利投产后，国内 MDI 竞争加剧，行业开工率可能有所降低；
- 2、受国内外宏观经济影响，MDI 传统需求放缓，建筑节能领域短期难以启动；
- 3、公司 MDI 装置出现意外事故影响产量。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	7804	9089	8763	12900	货币资金	1370	909	1967	2137
营业成本	4652	6082	6263	8963	交易性金融资产	59	59	59	59
毛利	3152	3006	2500	3937	应收账款	367	439	424	624
% 营业收入	40.4%	33.1%	28.5%	30.5%	存货	651	855	882	1261
营业税金及附加	67	78	75	110	预付账款	543	709	730	1062
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	224	273	263	387	流动资产合计	4062	4244	5289	6949
% 营业收入	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	571	636	613	903	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	35	35	35	35
财务费用	54	33	-7	-20	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.4%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	3317	3214	3272	3710
资产减值损失	20	3	-1	9	无形资产	131	132	133	134
公允价值变动收益	-4	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	148	0	0	0	递延所得税资产	50	0	0	1
营业利润	2361	1984	1556	2548	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	30.3%	21.8%	17.8%	19.8%	资产总计	7594	7626	8728	10830
营业外收支	121	260	400	0	短期贷款	1512	128	0	0
利润总额	2482	2244	1956	2548	应付款项	296	383	395	565
% 营业收入	31.8%	24.7%	22.3%	19.8%	预收账款	139	164	158	232
所得税费用	785	337	293	382	应付职工薪酬	99	126	130	186
净利润	1697	1907	1662	2166	应交税费	334	162	144	193
归属于母公司所有者的净利润	1481.3	1682.9	1427.7	1707.2	其他流动负债	174	221	226	325
少数股东损益	216	224	235	459	流动负债合计	2553	1184	1053	1500
EPS (元/股)	0.89	1.01	0.86	1.03	长期借款	299	299	299	299
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	3	0	0	0
经营活动现金流净额	1282	1759	2104	1599	其他非流动负债	301	301	301	301
取得投资收益收回现金	2	0	0	0	负债合计	3156	1785	1653	2101
长期股权投资	13	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3924	5102	6101	7296
无形资产投资	0	-8	-8	-8	少数股东权益	514	739	974	1432
固定资产投资	-530	-291	-488	-929	股东权益	4438	5841	7075	8729
其他	150	0	0	0	负债及股东权益	7594	7626	8728	10830
投资活动现金流净额	-367	-299	-496	-937	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.891	1.012	0.858	1.026
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.36	3.07	3.67	4.39
银行贷款增加 (减少)	551	-1383	-128	0	PE	13.53	11.32	13.34	11.16
筹资成本	289	-538	-422	-492	PEG	2.65	2.34	2.75	2.30
其他	-607	0	0	0	PB	5.11	3.73	3.12	2.61
筹资活动现金流净额	232	-1921	-550	-492	EV/EBITDA	7.73	7.68	8.75	5.69
现金净流量	1148	-461	1058	170	ROE	37.8%	33.0%	23.4%	23.4%
					EPS	0.891	1.012	0.858	1.026

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

鄢祝兵，上海交通大学生物化学与分子生物学专业硕士，曾就职于上海市肿瘤研究所，从事高分子药物载体制备研究工作，现为长江证券行业公司研究部化工行业分析师，研究领域为化工新材料。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。