

分析师： 鄢祝兵 李兴

021-63295974

yanzb@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

聚合 MDI 预期不断向好，公司长期投资价值显著

事件描述

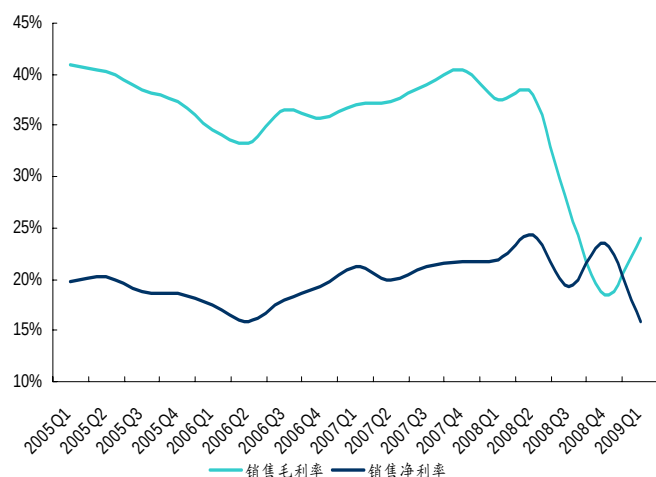
烟台万华于 4 月 27 日公告 2009 年第一季度报，公司实现营业收入 121178.95 万元，同比下降 38.33%，实现归属于母公司的净利润达到 19134.19 万元，同比下降 49.15%，扣除非经常性损益后净利润同比下滑 77.27%，实现基本每股收益 0.12 元，扣除非经常性损益后每股收益 0.05 元。

事件评论

第一，公司一季度毛利率和净利率同比下滑显著，销售毛利率环比呈回升态势

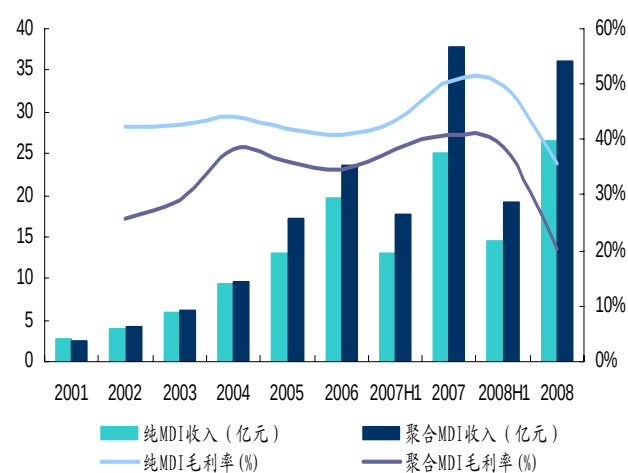
公司主营业务收入和利润主要来自于聚合 MDI 和纯 MDI 业务。2009 年一季度公司聚合 MDI 和纯 MDI 销售价格也较去年同期出现显著下滑，公司综合销售毛利率和净利润与去年同期相比出现显著下滑，2009 年一季度公司实现营业收入 121178.95 万元，同比下降 38.33%，实现归属于母公司的净利润达到 19134.19 万元，同比下降 49.15%，扣除非经常性损益后净利润同比下滑 77.27%，实现基本每股收益 0.12 元，扣除非经常性损益后每股收益 0.05 元。值得注意的是，公司一季度销售毛利率较去年第四季度的 18.53% 有一定回升，我们认为 MDI 行业有可能走出最差时刻。

图 1：2009 年一季度公司销售毛利率有所回升



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 2：历年来公司纯 MDI 与聚合 MDI 销售收入和毛利率



资料来源：公司公告 长江证券研究部

第二，全球 MDI 产能有序扩张，国内自给率不断提升

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。

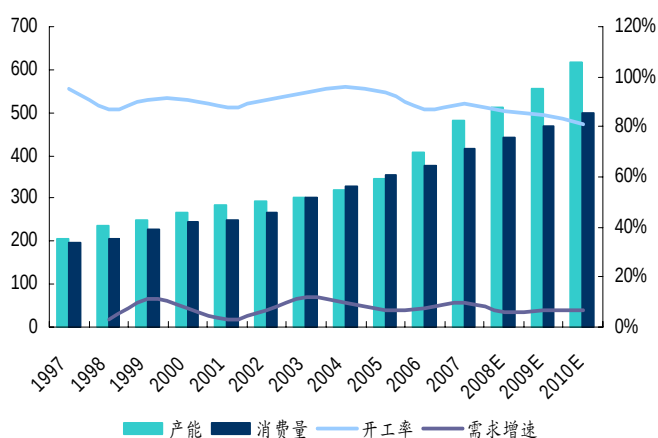
据统计 2007 年国内 MDI 总计需求量达到 74 万吨左右，国内 MDI 进口依赖度仍为 50% 以上，2008 年随着上海拜耳 35 万吨/年装置将于今年 8 月开始试车，巴斯夫计划在重庆新建一期 40 万吨的装置已获当地政府批准，加上宁波万华二期批准的 30 万吨 MDI 项目，保守估计 2010 年国内 MDI 产能至少超过 130 万吨，届时国内有可能实现 MDI 供需平衡或 MDI 净出口国。

表 1：全球 MDI 产能有序扩张，未来扩张以亚太区为主（单位：万吨）

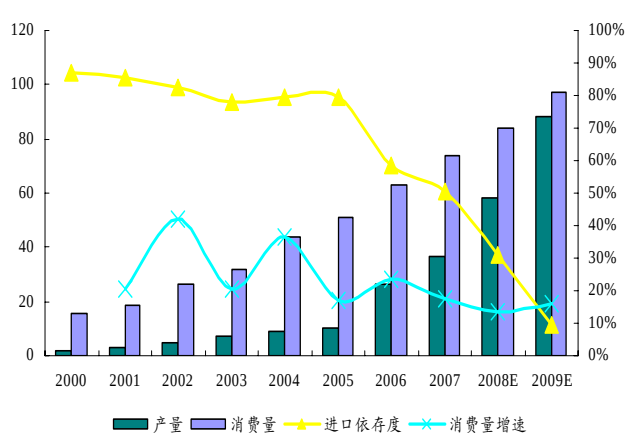
生产商	2006	2007	2008E	2009E	2010E	未来扩张计划（备注）
BAYER	110	110	110	145	145	上海 35 万吨/年新建装置已于 08 年底投产，2012 年在欧洲新建 40 万吨/年装置 2008 年比利时装置产能提升 11 万吨，2011 年重庆投产 40 万吨 MDI 单套装置
BASF	91.6	91.6	102.6	102.6	102.6	
亨斯曼	88	88	88	88	88	
DOW	71.5	80.5	80.5	94	94	
烟台万华	28	36	42	48	78	
上海联恒	24	24	24	24	24	
日本 NPU	20	20	33	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

图 3：全球 MDI 行业一直以来维持较高开工率（单位：万吨） **图 4：国内 MDI 自给率不断提高（单位：万吨）**



资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部



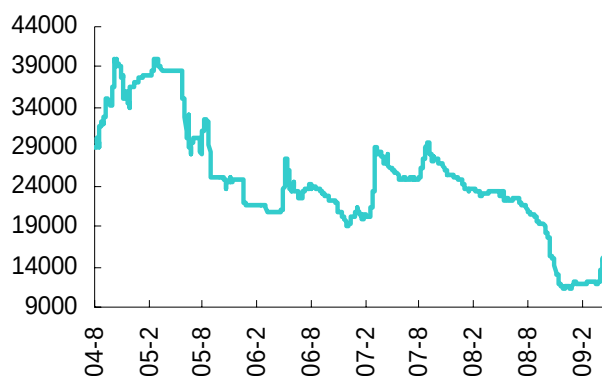
资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

第三，聚合MDI价格攀升，预期不断向好，纯MDI价格企稳

今年4月，国内聚氨酯硬泡下游各行业各地区均表示强劲需求，聚合MDI需求超预期，而供给方面，国内外厂商因装置等因素影响，陆续削减对市场的供应，导致4月聚合MDI市场供求关系严重失衡，聚合MDI行情全面回涨，市场成交价从月初1.2万元/吨的价位上涨到目前1.7万元/吨的价位。纯MDI下游需求随着旺季到来，逐步加大拿货力度，目前市场成交价稳定在1.65~1.75万元/吨的水平。我们预期后市聚合MDI和纯MDI价格有望稳中有升。

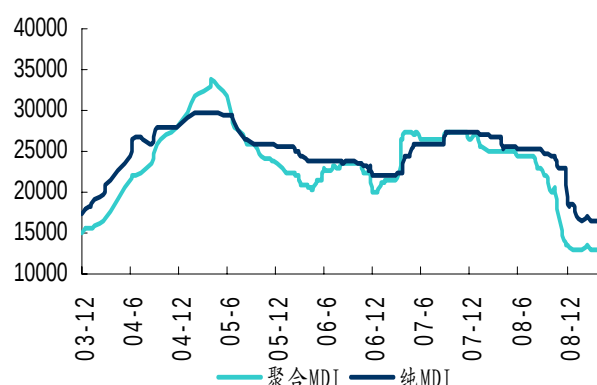
2009年3月27日，第五届国际智能、绿色建筑与建筑节能大会及新技术与产品博览会在北京开幕，住房和城乡建设部部长在出席会议时表示，住房和城乡建设部正同国家发改委、财政部等有关部门，制定《建筑节能三年规划》，报国务院批准后将落实工作。随着国家队建筑节能保温材料不断推进与强化，聚合MDI长期需求有望迎来爆发式增长。

图 5：华东地区聚合 MDI（M-200）4 月价格显著回升



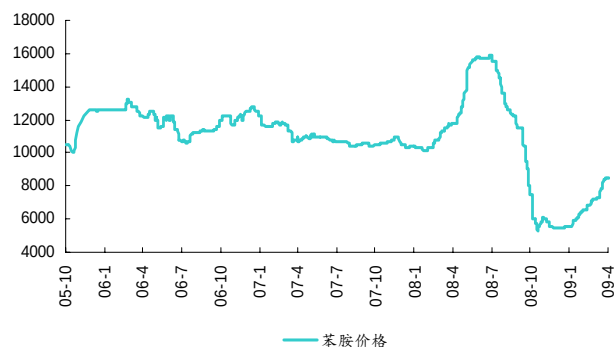
资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图 6：烟台万华聚合 MDI 与纯 MDI 挂牌价



资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图 7：长三角地区苯胺价格走势



资料来源：化工在线 长江证券研究部

图 8：长三角地区甲醇价格走势



资料来源：化工在线 长江证券研究部

第四，公司未来业绩增长来自于 MDI 产能扩张

公司目前 MDI 总产能为 50 万吨/年。目前宁波万华二期项目进展顺利，预计 2010 年二季度可能投产，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。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。

表 2：公司未来产能计划（单位：万吨）

	2004	2005	2006	2007	2008E	2010E	2015E
烟台本部	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

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、HIDI 等多元化产品开发，未来有望成为多元化新材料龙头。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 在下游不同客户中的应用，未来 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”。

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，估值与盈利预测

我们预测公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.807 元、1.011 元、1.278 元，目前公司动态市盈率为 22.4、17.9、14.2 左右，在化工板块估值提升情况下，聚合 MDI 价格显著回升，行业预期不断向好，且未来随着公司 MDI 产能的进一步扩大，多元化产品逐步取得突破，烟台万华更显投资价值，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。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7704	6773	10483	13037	货币资金	1272	1340	1532	3211
营业成本	5294	4693	7095	8771	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2410	2081	3388	4266	应收账款	308	271	420	522
% 营业收入	31.3%	30.7%	32.3%	32.7%	存货	600	535	809	1000
营业税金及附加	49	43	66	82	预付账款	703	623	942	1164
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	207	183	283	352	流动资产合计	3835	3608	4997	7505
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	454	400	619	769	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	长期股权投资	185	185	185	185
财务费用	51	47	18	14	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.2%	0.1%	固定资产合计	3271	3319	3781	3451
资产减值损失	0	-4	17	12	无形资产	144	137	130	123
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	31	0	3	2
营业利润	1653	1413	2386	3037	其他非流动资产	397	397	397	397
% 营业收入	21.5%	20.9%	22.8%	23.3%	资产总计	7863	7646	9493	11664
营业外收支	372	400	0	0	短期贷款	1271	0	0	0
利润总额	2026	1813	2386	3037	应付款项	187	159	241	298
% 营业收入	26.3%	26.8%	22.8%	23.3%	预收账款	67	61	94	117
所得税费用	268	272	358	456	应付职工薪酬	52	47	70	87
净利润	1758	1541	2028	2581	应交税费	20	20	27	34
归属于母公司所有者的净利润	1509.7	1341.8	1681.9	2125.7	其他流动负债	388	345	523	647
少数股东损益	248	199	346	456	流动负债合计	1985	632	956	1183
EPS (元/股)	0.91	0.81	1.01	1.28	长期借款	412	412	412	412
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	3	0	0	0
经营活动现金流净额	2000	2356	1819	2761	其他非流动负债	14	14	14	14
取得投资收益收回现金	2	0	0	0	负债合计	2413	1058	1382	1609
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4817	5757	6934	8422
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	632	831	1177	1633
固定资产投资	-1009	-568	-1105	-430	股东权益	5449	6588	8111	10055
其他	83	0	0	0	负债及股东权益	7863	7646	9493	11664
投资活动现金流净额	-926	-568	-1105	-430	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.908	0.807	1.011	1.278
股权融资	55	0	0	0	BVPS	2.90	3.46	4.17	5.06
银行贷款增加 (减少)	-240	-1271	0	0	PE	19.93	22.43	17.89	14.16
筹资成本	979	-449	-522	-652	PEG	1.65	1.86	1.48	1.17
其他	-1958	0	0	0	PB	6.25	5.23	4.34	3.57
筹资活动现金流净额	-1164	-1720	-522	-652	EV/EBITDA	15.55	14.68	9.49	7.15
现金净流量	-90	69	192	1679	ROE	31.3%	23.3%	24.3%	25.2%
					EPS	0.908	0.807	1.011	1.278

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
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@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

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。