

化工新材料III



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

烟台万华（600309）

步入成长新格局

强烈推荐（上调）

市场数据

报告日期	2009-9-23
收盘价(元)	17.84
52周最高/最低(元)	20.33/7.91
总股本(百万股)	1663.33
流通股本(百万股)	1663.33
总市值(百万元)	29673.89
流通市值(百万元)	29673.89
每股净资产(元)	2.70

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7704	6891	10199	13639
同比增长(%)	-1.3%	-10.6%	48.0%	33.7%
净利润(百万元)	1510	1380	1863	2496
同比增长(%)	1.5%	-8.6%	35.0%	34.0%
毛利率(%)	31.3%	32.2%	32.7%	33.7%
净利率(%)	19.6%	20.0%	18.3%	18.3%
每股收益(元)	0.91	0.83	1.12	1.50
每股经营现金流(元)	1.20	1.32	1.02	1.55

股价走势



相关报告

《烟台万华 - 成长空间依然广阔》2008-6-13

《烟台万华 - 逆境下的坚实增长》2008-7-22

《烟台万华 - 迎接行业景气下滑的挑战》2008-10-24

《烟台万华 - 有效应对挑战, 竞争力进一步增强》2009-3-5

投资要点

- 本报告主要研究 3 个问题: MDI 需求饱和了吗? MDI 产能过度扩张了吗? 烟台万华的竞争优势减弱了吗? 这 3 个问题是影响投资者对烟台万华投资价值判断的关键。
- MDI 需求仍将保持快速增长。预计未来 5 年中国和全球市场的 MDI 需求复合增速将分别达 13.5% 和 6.5%, 均明显高于 GDP 增速。全球 MDI 需求增长源正在由欧美向中国转移, 印度、俄罗斯等市场则是未来增长点。
- 未来 3 年全球 MDI 供需将趋于平衡。当前全球 MDI 总产能 549 万吨/年。未来 3 年内, 全球 MDI 重要新增产能将只有烟台万华宁波二期的 30 万吨项目, 行业产能富余程度将逐步下降, 行业将重新进入良性发展阶段。
- 烟台万华竞争优势日益突出。MDI 行业壁垒依旧, 行业的寡头垄断格局和高利润率仍将延续; 万华已完全掌握 MDI 装置大规模生产和放大的核心知识, 相对于竞争对手, 在成本、一体化和机制等方面的优势日益显现。
- 潜在增长点: 建筑节能政策力度加大推动聚氨酯保温材料需求增长; 传统领域需求增长可能好于预期; 脂肪族 MDI、聚碳酸酯 (PC) 等新产品的开发等。
- 上调评级至“强烈推荐”。我们预计烟台万华 09-11 年 EPS 分别为 0.83、1.12 和 1.50 元。万华正站在参与 MDI 及相关产品全球化竞争的新起点上, 步入成长的新格局。我们给予烟台万华 2010 年 23 倍 PE 的估值, 对应的目标价为 25.76 元, 上调评级至“强烈推荐”。
- 风险提示: 全球经济低迷导致 MDI 需求不振的风险; MDI 行业进入壁垒被突破的风险; 潜在供给压力风险。

目 录

投资概要	- 4 -
1、公司基本情况	- 5 -
1.1 股本结构	- 5 -
1.2 公司业务	- 5 -
1.3 公司历史经营数据分析	- 7 -
2、MDI 需求饱和了吗.....	- 10 -
2.1 中国 MDI 需求前景分析.....	- 10 -
2.2 全球 MDI 需求前景分析.....	- 11 -
2.3 需求分析小结	- 13 -
3、MDI 产能过度扩张了吗.....	- 13 -
3.1 中国 MDI 产能与供需分析.....	- 13 -
3.2 全球 MDI 产能与供需分析.....	- 14 -
3.3 供给分析小结	- 15 -
4、烟台万华的竞争优势减弱了吗	- 16 -
4.1 对于潜在进入者：壁垒依旧	- 16 -
4.2 对于现有竞争对手：万华优势日益显现.....	- 16 -
4.3 竞争优势分析小结	- 17 -
5、潜在增长点	- 17 -
5.1 建筑节能政策力度进一步加大的可能.....	- 18 -
5.2 传统领域需求增长可能好于预期	- 20 -
5.3 开发中的新产品（1）- 脂肪族 MDI 等	- 20 -
5.4 开发中的新产品（2）- 聚碳酸酯（PC）	- 21 -
5.5 其它产品	- 21 -
6、盈利预测和估值	- 22 -
6.1 盈利预测假设	- 22 -
6.2 盈利预测结果	- 23 -
6.3 估值与投资建议	- 24 -
7、风险提示	- 25 -
图 1 烟台万华股权结构	- 5 -
图 2 MDI 产业链（上游）	- 6 -
图 3 MDI 产业链（下游）	- 6 -
图 4 烟台万华历年 MDI 产能与产量增长情况.....	- 7 -
图 5 烟台万华历年营业收入与净利润变化.....	- 7 -
图 6 烟台万华历年 MDI 业务收入占比.....	- 8 -
图 7 烟台万华历年毛利率与净利率	- 8 -
图 8 烟台万华历年资产负债率、实际所得税率与 ROE.....	- 9 -
图 9 烟台万华历年 MDI 单价与吨毛利情况.....	- 9 -
图 10 2006 年以来 MDI 与苯胺价格走势.....	- 10 -
图 11 2007 年中国纯 MDI 消费构成.....	- 10 -
图 12 2007 年中国聚合 MDI 消费构成.....	- 10 -
图 13 2007 年全球 MDI 消费结构.....	- 12 -
图 14 内需增长将消化大部分国内 MDI 新增产能.....	- 14 -
图 15 未来 3 年全球 MDI 供需趋于平衡.....	- 15 -

图 16	MDI 行业的技术壁垒.....	- 16 -
图 17	中国建筑节能政策力度逐渐加大	- 18 -
表 1	未来 5 年中国 MDI 市场需求分析.....	- 11 -
表 2	未来 5 年全球 MDI 市场需求分析.....	- 12 -
表 3	中国 MDI 产能增长迅速.....	- 13 -
表 4	全球 MDI 产能汇总.....	- 14 -
表 5	未来 3 年全球 MDI 扩产有限.....	- 15 -
表 6	烟台万华相较同行的竞争优势	- 17 -
表 7	主流建筑保温材料性能比较	- 18 -
表 8	世界各国或地区建筑保温材料使用情况.....	- 19 -
表 9	聚氨酯与聚苯乙烯外墙保温方案的成本分析.....	错误! 未定义书签。
表 10	城镇建筑保温 MDI 需求测算.....	- 20 -
表 11	冰箱冷柜需求增长的驱动因素	- 20 -
表 12	烟台万华 MDI 系列新产品进展.....	- 21 -
表 13	中国聚碳酸酯（PC）需求预测.....	- 21 -
表 14	烟台万华 MDI 外其它产品情况.....	- 22 -
表 15	烟台万华盈利预测假设	- 23 -
表 16	烟台万华盈利预测结果	- 23 -
表 17	烟台万华 DCF 估值敏感性分析.....	- 24 -
表 18	烟台万华与化工原料行业上市公司估值比较.....	- 24 -
附表		- 26 -

投资概要

1、核心观点

本报告专注于分析影响投资者对烟台万华投资价值判断的 3 个主要问题: (1) MDI 需求饱和了吗? (2) MDI 产能过度扩张了吗? (3) 烟台万华的竞争优势减弱了吗?

对于这 3 个问题, 我们的研究均得出对烟台万华正面的结论。经历了 2000 年以来的高速成长期之后, 烟台万华已经发展壮大为完全掌握 MDI 装置大规模生产和放大的核心知识, 技术、成本和机制优势突出的领先化工企业。公司当前正站在参与 MDI 全球化竞争的新起点上, 步入成长的新格局。

2、估值及投资建议

我们预计烟台万华 2009-2011 年 EPS 分别为 0.83、1.12 和 1.50 元。我们采用 DCF 模型对烟台万华进行绝对估值, 得到的每股内在价值是 26.27 元。相对估值结果则显示, 与化工原料行业其它上市公司相比, 烟台万华未来 3 年的预期市盈率处于最低水平。综合以上结果, 我们给予烟台万华 2010 年 23 倍 PE 的估值, 对应的目标价为 25.76 元。因此, 我们上调公司评级至“强烈推荐”。

3、关键假设

(1) 随着市场需求的回暖以及公司产能的扩张, 09-11 年 MDI 销量分别为 42、58 和 75 万吨; (2) 09-11 年纯 MDI 均价分别为 15500、17500、18200 元/吨 (不含税); 聚合 MDI 均价分别为 13300、14800、15600 元/吨 (不含税); (3) 未来 3 年纯 MDI 毛利率维持稳定, 聚合 MDI 毛利率小幅上升, 但仍低于历史平均水平; (4) 政策支持延续, 但补助金额逐年减少, 09-11 年营业外收入分别为 3.7、2.9 和 2.6 亿元。

4、股价表现催化剂

经济复苏延续、下游需求回暖带动 MDI 价格回升; 建筑节能政策力度加大推动建筑保温领域对聚氨酯硬泡需求的大幅增长。

5、风险提示

全球经济低迷导致 MDI 需求不振的风险; MDI 行业进入壁垒被突破的风险; 潜在供给压力风险。

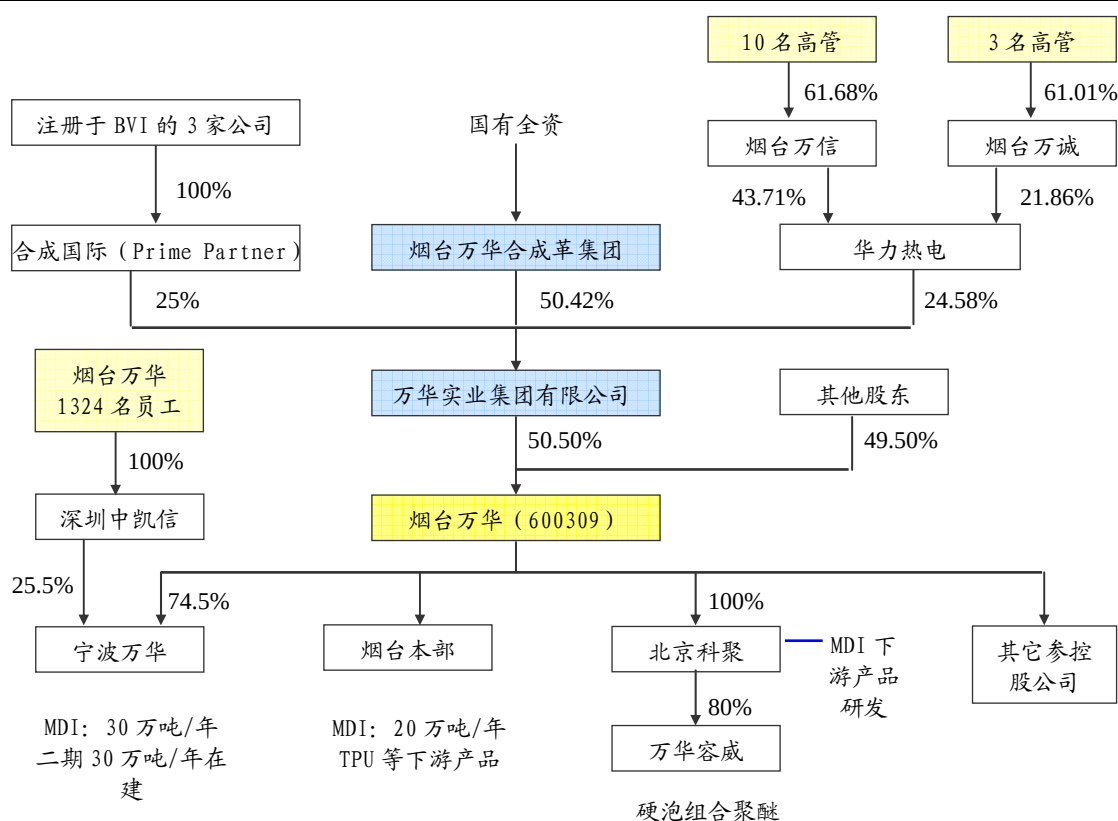
1、公司基本情况

1.1 股本结构

烟台万华聚氨酯股份有限公司（烟台万华）由烟台万华集团于 1998 年发起成立，2000 年 12 月，公司首次公开发行 4000 万股，并于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市。

上市 8 年多来，烟台万华依托滚存利润和银行贷款实现了高速发展，未进行过再融资。经过持续的送股和转增，公司总股本由上市之初的 1.2 亿股扩大为 16.63 亿股，主要产品 MDI 产能由 2 万吨/年扩大至 50 万吨/年。目前公司拥有烟台和宁波两个世界级 MDI 制造基地，并通过北京科聚、广东容威等子公司从事 MDI 下游及配套产品的开发与销售。

图 1 烟台万华股权结构

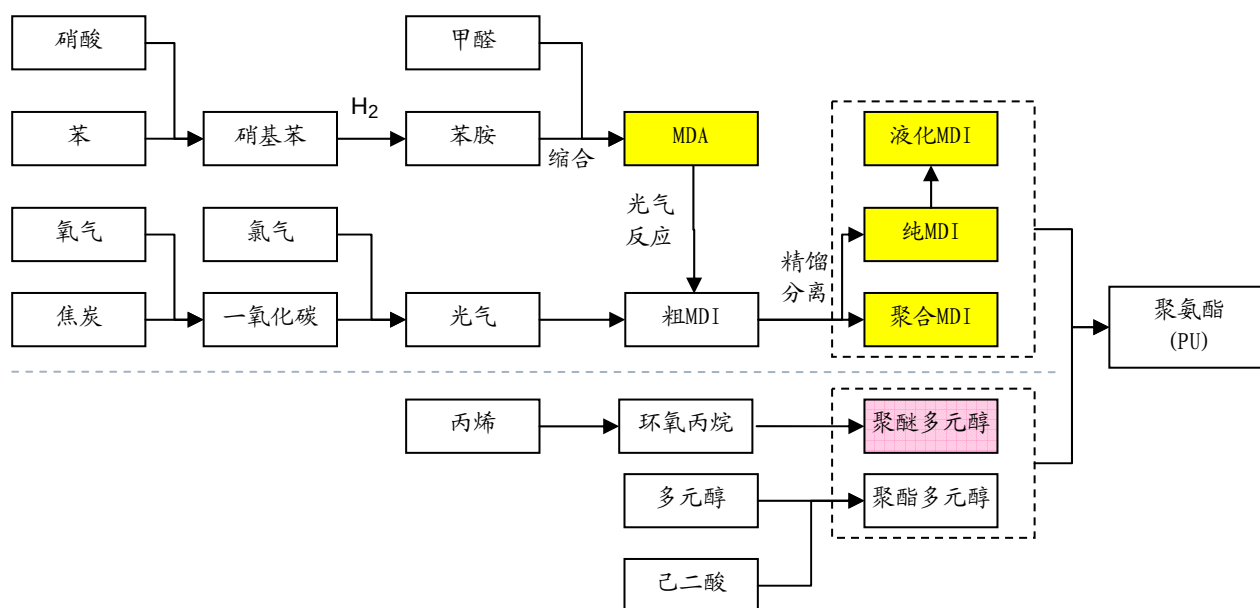


数据来源：兴业证券研发中心

1.2 公司业务

烟台万华的主要产品是 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯），MDI 是生产聚氨酯的主要原料之一。聚氨酯作为性能优异的化工新材料产品，以泡沫塑料、弹性体、涂料、胶粘剂、纤维、合成革、防水材料等多种产品形态广泛应用于各行各业。

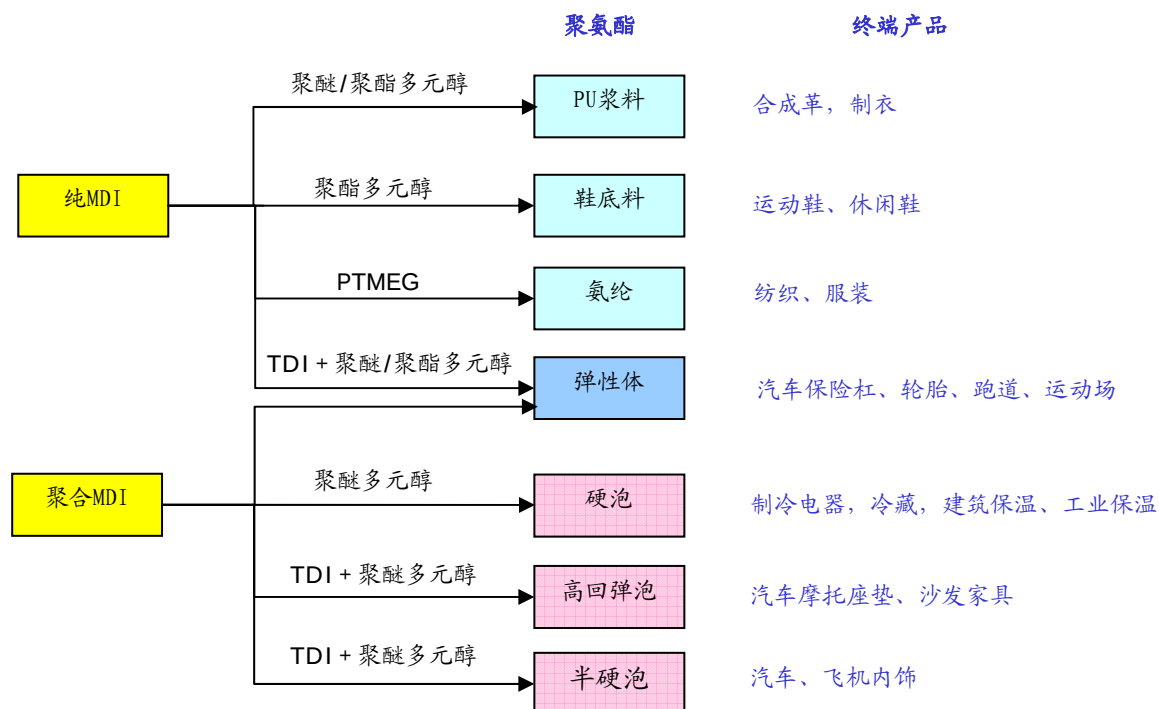
图2 MDI产业链（上游）



数据来源：兴业证券研发中心

除了纯MDI、聚合MDI以及部分液化MDI、MDA等MDI相关产品外，烟台万华通过子公司北京科聚控股持有万华容威80%股权，其主营业务是与MDI相配套的另一类聚氨酯原料——聚醚多元醇，目前产能为7万吨/年。

图3 MDI产业链（下游）



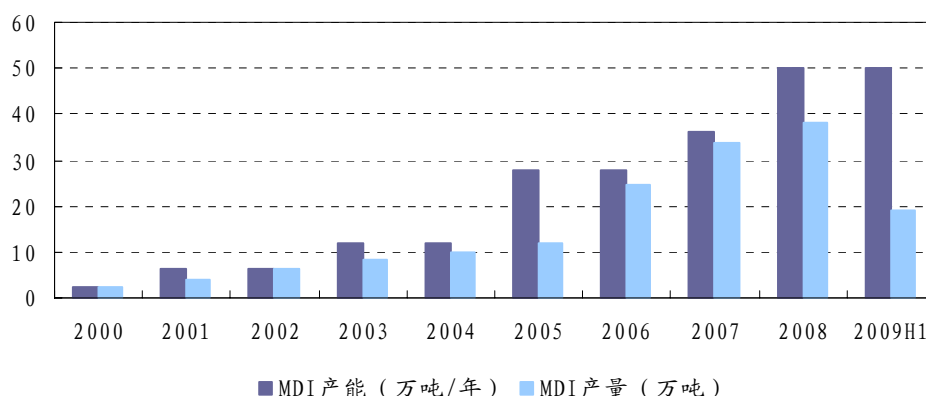
数据来源：兴业证券研发中心

1.3 公司历史经营数据分析

1.3.1 产能与产量

上市近9年来，烟台万华通过烟台本部 MDI 装置的持续扩产和宁波万华 MDI 项目的建设扩产，MDI 产能从2000年的2.5万吨/年扩大到当前的50万吨/年，其中权益产能约42万吨/年。

图4 烟台万华历年 MDI 产能与产量增长情况



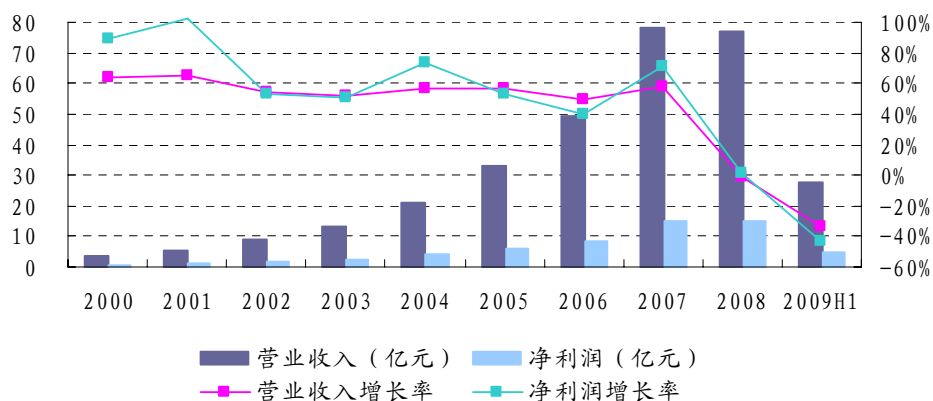
数据来源：兴业证券研发中心

伴随着产能的扩张和市场的开拓，公司 MDI 产销量也逐年快速增长。2000 年公司的 MDI 产量为 2.33 万吨，2008 年达到约 38 万吨，2009 年上半年，公司 MDI 产量约 19 万吨。

1.3.2 收入与净利润

从2000年到2007年间，除2006年增速略有放缓之外，烟台万华的营业收入和净利润年年保持了50%以上的高速增长。但是进入2008年，由于金融危机导致全球经济增长急剧下滑，以及国内 MDI 新产能集中投放影响短期供求，万华的营业收入和净利润接近零增长。2009 年上半年，由于 08 年同期基数较大，营业收入和净利润增速继续下滑至-34.01%和-42.95%。

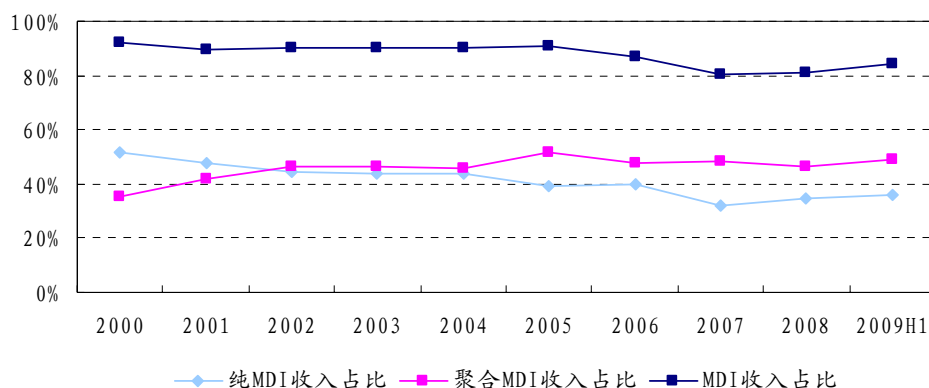
图5 烟台万华历年营业收入与净利润变化



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

从万华历年收入构成看，MDI 业务收入占比稳定在 80%以上。分产品看，由于聚合 MDI 的下游应用发展更为迅速，其在营业收入中的比重逐渐超越纯 MDI，达到接近 50%的水平。

图 6 烟台万华历年 MDI 业务收入占比

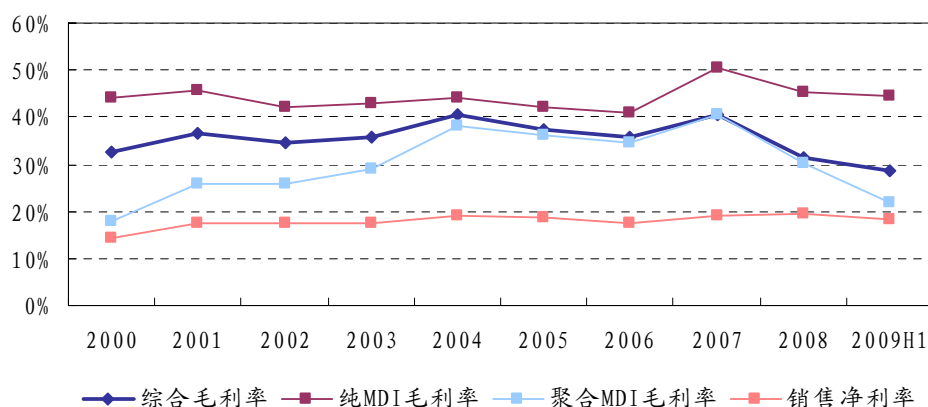


数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

1.3.3 毛利率与净利率

由于 MDI 行业的高壁垒和寡头垄断的竞争格局，上市以来，烟台万华的综合毛利率基本保持在 30%-40%之间。在经济最为低迷的 08 年 4 季度至 09 年 1 季度期间，公司的单月毛利率一度短暂下滑至 20%以下，但随后即迅速回升，09 年上半年综合毛利率重新达到 28.5%。

图 7 烟台万华历年毛利率与净利率



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

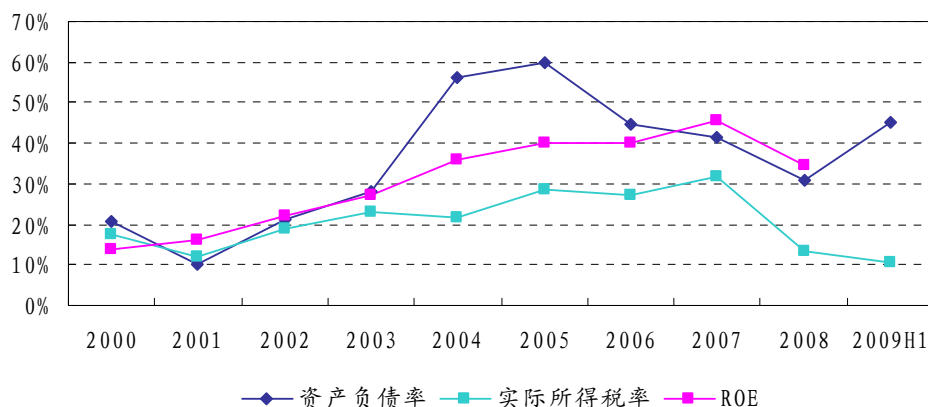
分产品看，由于纯 MDI 的下游（鞋革、化纤等）相对于聚合 MDI（冰箱冷柜等）而言较为分散，议价能力也弱于聚合 MDI 下游企业，因此万华纯 MDI 业务的毛利率一直维持在高于聚合 MDI 的水平。

在产品高毛利的带动下，烟台万华的历年销售净利率基本保持在 15%-20%之间，2004 年以来一直维持在接近 20%的水平。

1.3.4 资产负债率、所得税率与 ROE

2000 年 12 月 IPO 之后，烟台万华的后续项目建设资金来源全部为滚存利润和银行贷款，上市以来未进行再融资，公司的资产负债率随项目建设周期而有所波动，总体处于制造业较低水平。

图 8 烟台万华历年资产负债率、实际所得税率与 ROE



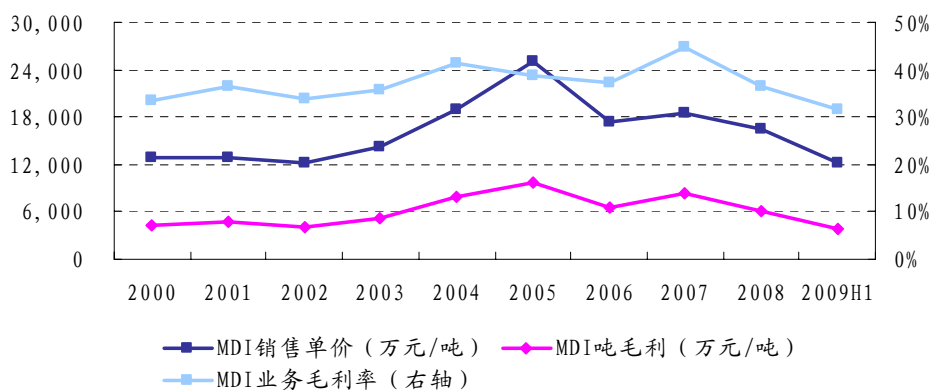
数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

2003 至 2007 年间，烟台万华的实际所得税率基本处于 23%-32% 之间的水平。2008 年起，母公司和子公司宁波万华、北京科聚被认定为高新技术企业，执行 15% 的企业所得税率；加上一些其它所得税优惠，公司的实际所得税率有较明显下降。2008 年和 09 年上半年，公司实际所得税率分别为 13.21% 和 10.72%。考虑到烟台万华所经营业务的高技术含量，我们预计 2010 年之后，公司仍将享受一定的所得税优惠。

产品的高技术壁垒带来高盈利能力。上市之后，烟台万华的 ROE 保持稳步走高的态势。2004 年以来，一直稳定在 30% 以上的水平。

1.3.5 MDI 单价与吨毛利

图 9 烟台万华历年 MDI 单价与吨毛利情况



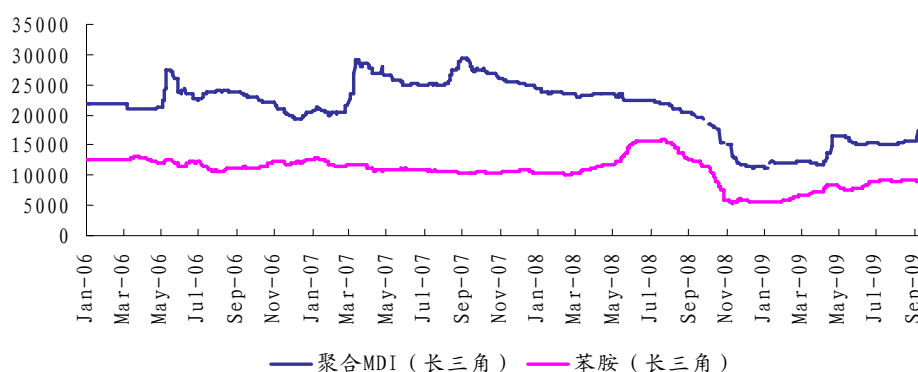
数据来源：兴业证券研发中心

上市以来，烟台万华的历年 MDI 销售价格经历了完整的上涨-下降周期。2000 年均价为 1.2 万元/吨左右（不含税），2005 年达到 2.4 万元/吨以上，2009 年上半年回落至 1.2 万元/吨左右的历史低点。

在此期间，由于公司产能投放节奏导致规模效应变化等因素的影响，万华历年的毛利率水平与 MDI 销售单价并不同步。但是从历年的吨毛利数据看，公司的吨毛利水平与 MDI 单价完全同步。由此说明，MDI 价格对于万华的单吨产品盈利水平具有指示作用。

MDI 价格与吨毛利的同步性还说明，即使是在原料上涨导致产品价格被动上涨，公司的盈利水平也没有受到挤压。其背后的原因是 MDI 行业高度竞争壁垒带来的企业强大的定价权。

图 10 2006 年以来 MDI 与苯胺价格走势

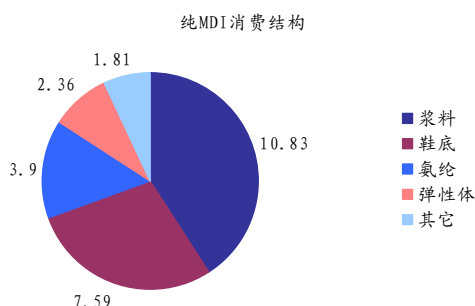


数据来源：化工在线，兴业证券研发中心

2、MDI 需求饱和了吗

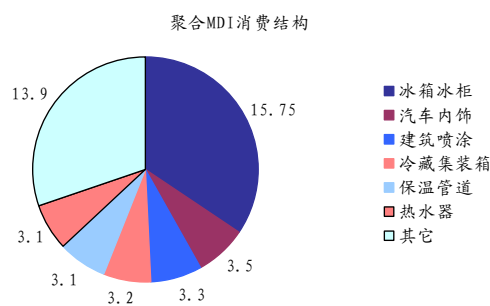
2.1 中国 MDI 需求前景分析

图 11 2007 年中国纯 MDI 消费构成



数据来源：兴业证券研发中心

图 12 2007 年中国聚合 MDI 消费构成



数据来源：兴业证券研发中心

从消费构成上看，2007 年，中国纯 MDI 消费量为 26.49 万吨，其中合成革浆料消耗 10.83 万吨，占比 40.88%；其次为鞋底原液消耗 7.59 万吨、氨纶消耗 3.9 万吨、

聚氨酯弹性体消耗 2.36 万吨、其它领域消耗 1.81 万吨。

同样在 2007 年，中国聚合 MDI 消费量为 45.85 万吨。其中，冰箱冷柜消耗 15.75 万吨，占比 34.35%；而在汽车内饰、建筑喷涂、冷藏集装箱、保温管道、热水器等领域的消耗量则均在 3-3.5 万吨之间。

表 1 未来 5 年中国 MDI 市场需求分析

下游产品	07年MDI需求量(万吨)	00年以来增速	预期未来5年需求增速	增长拉动因素
纯MDI				
浆料	10.83	31%	11%	合成革需求增长
鞋底	7.59	12%	9%	高档鞋需求稳步增长
氨纶	3.90	35%	15%	氨纶应用领域扩大
弹性体	2.36	30%	21%	弹性体应用领域拓展潜力大
其它	1.81	18%	16%	
合计	26.49	22.2%	12.5%	
聚合MDI				
冰箱冰柜	15.75	17%	10%	家电下乡、出口增加
冷藏集装箱	3.20	38%	14%	物流业快速增长
汽车内饰	3.50	30%	15%	汽车消费处于快增期
保温管道	3.10	30%	11%	聚氨酯对传统材料具有一定替代性
建筑保温	3.30	23%	18%	建筑保温处于导入期
热水器	3.10	19%	12%	来自热水器的需求稳定增长
其它	13.9	20%	18%	
合计	45.85	20.8%	14.1%	
总计	72.34	21.3%	13.5%	

资料来源：兴业证券研发中心

通过对 MDI 下游领域的分析，我们可以对中国 MDI 未来的市场需求前景进行合理预测。从 2000 年起的 7、8 年间，由于聚氨酯在中国工业各领域的应用处于低起点基础上的急速扩张期，MDI 需求的年复合增长率达到 21.3%。

对于未来 5 年中国 MDI 需求前景，我们预期，虽然由于基数增大，MDI 需求增速不会像过往 8 年以 20% 以上的速度增长，但是在纯 MDI 领域，合成革、高档鞋和氨纶等纺织服装中高端产品的需求（含出口）仍将以较快速度增长；在聚合 MDI 领域，汽车、物流、建筑保温等领域的需求将以明显高于 GDP 的速度增长（这里我们尚未考虑建筑保温领域可能的政策扶持力度加大因素）。

综合而言，我们保守预期，从 2009 年起的未来 5 年，中国市场纯 MDI 需求复合增速将达 12.5%，聚合 MDI 复合增速将达 14.1%，MDI 总需求复合增速将达 13.5%，继续以高于 GDP 增速的速度成长。

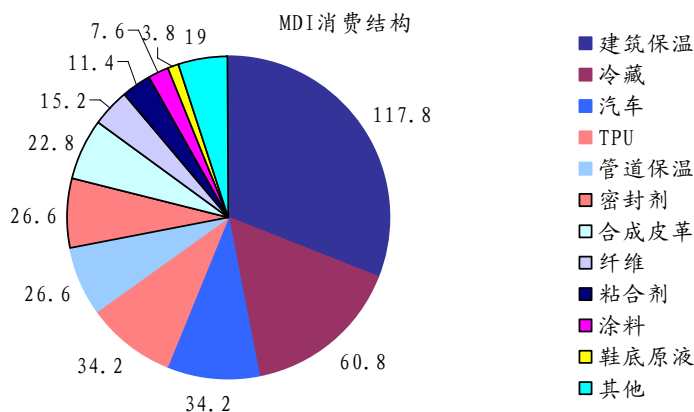
2.2 全球 MDI 需求前景分析

从全球角度看（包括中国在内），2007 年 MDI 需求量 380 万吨。其中，建筑保温领域年消费量 117.8 万吨，占比 31%，是最大需求来源；其次为冷藏领域需求占比 16%、汽车领域需求占比 9%；随后的重要需求来自 TPU、管道保温、密封剂、

合成革、纤维等领域。

从全球需求看，其消费结构与中国市场有很大不同。建筑保温是全球 MDI 最大应用领域，而合成革、纤维、鞋底原液等领域的需求比例明显较中国为低。这一点与中国是全球纺织服装出口大国的地位相吻合。

图 13 2007 年全球 MDI 消费结构



数据来源：兴业证券研发中心

对于未来 5 年全球 MDI 市场需求增长前景，我们同样从下游产品需求增速的角度进行了拆分。我们预期，建筑保温、TPU、密封剂、粘合剂、涂料等领域的全球 MDI 需求将以较快速度增长，而冰箱冷藏、汽车、管道保温、合成革等领域的需求增速较为平稳。

表 2 未来 5 年全球 MDI 市场需求分析

下游产品	07年MDI需求量 (万吨)	00年以来增速	预期未来5年 需求增速	增长拉动因素
建筑保温	117.8	6.2%	6.3%	海外自然增长，中国增长稍快
冷藏	60.8	6%	5.7%	国际增速放缓
汽车	34.2	6.5%	5.9%	国际放缓，中国快增
TPU	34.2	10%	9.3%	对橡胶有部分替代作用
管道保温	26.6	4%	3.9%	成熟领域
密封剂	26.6	9%	8.5%	成长期
合成皮革	22.8	6%	5.6%	趋于成熟
纤维	15.2	6.2%	5.8%	趋于成熟
粘合剂	11.4	8%	7.7%	用途拓展中
涂料	7.6	10%	8.3%	用途拓展中
鞋底原液	3.8	7%	5.0%	国际范围较为成熟
其他	19	7%	7.0%	
总计	380	6.5%	6.5%	

资料来源：兴业证券研发中心

总体而言，我们预期，2009 年起的未来 5 年内，全球 MDI 需求复合增速约为 6.5%，与 2000 年以来的历史增速持平，且明显高于全球 GDP 增速。中国市场是未来几年全球需求的主要增长来源，而往更长远看，2013 年之后，印度、俄罗斯等目前聚氨酯应用处于起步期的国家将加入中国的阵营，逐渐成为全球需求增长的重要拉动力量。

2.3 需求分析小结

通过以上分析，我们得出 3 点主要结论：

- (1) 预计未来 5 年国内外 MDI 需求仍将保持明显高于 GDP 的速度增长，在中国市场，MDI 以及下游的聚氨酯行业仍然处于高速成长期；
- (2) 未来几年，欧美市场需求平稳增长，中国市场将提供主要增量，印度、俄罗斯等市场未来需求增长潜力巨大；
- (3) 出于谨慎，我们的需求分析并未考虑中国建筑节能政策大力推行的可能前景。若国内建筑保温市场全面启动，则中国市场的需求增速将再上一个台阶。

3、MDI 产能过度扩张了吗

3.1 中国 MDI 产能与供需分析

2000 年以来，中国 MDI 产能增长迅速。2004 年，国内 MDI 产能仅有烟台万华的 12 万吨/年装置，随着上海联恒 24 万吨/年、上海拜耳 35 万吨/年以及日本聚氨酯 20 万吨/年精馏装置的建成投产，以及烟台万华本部以及宁波项目一期工程的投产及扩建，2008 年底，国内 MDI 产能达到 129 万吨/年。由此引发了市场的担忧：中国 MDI 产能过度扩张了吗？

表 3 中国 MDI 产能增长迅速

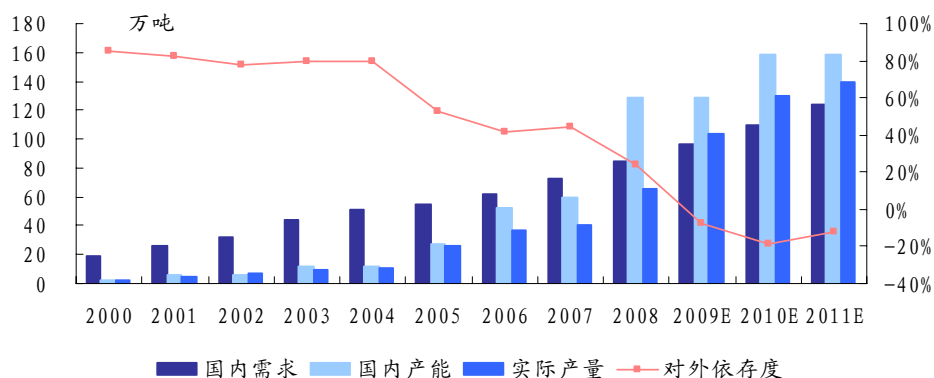
	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	备注
烟台万华	12	28	28	36	50	50	80	80	宁波二期预计 2010 年 6 月投产
上海联恒	0	0	24	24	24	24	24	24	08 年基本稳定运行
上海拜耳	0	0	0	0	35	35	35	35	08 年中期投产
日本聚氨酯	0	0	0	0	20	20	20	20	
总计	12	28	52	60	129	129	159	159	

资料来源：兴业证券研发中心

实际上，如果我们结合需求的增长对产能进行动态分析，就不会对 MDI 产能的扩张过度担忧。以国内 MDI 实际释放的产量计，一直到 2008 年止，国内 MDI 还是处于部分依赖进口的状态。

随着 2008 年内上海拜耳 35 万吨项目投产、烟台万华产能扩张至 50 万吨、以及上海联恒 24 万吨项目运转逐步正常，预计从 2009 年起国内 MDI 产量将首次超过需求。但是我们看到，一直到 2011 年为止，未来 3 年的国内 MDI 新增产能有限（仅有万华宁波 2 期的 30 万吨/年项目）。因此，随着国内需求的持续增长，08 年以来的新增产能将被大部分消化，剩余部分产能（富余 12.65%）完全可以通过出口市场解决。

图 14 内需增长将消化大部分国内 MDI 新增产能



数据来源：兴业证券研发中心

3.2 全球 MDI 产能与供需分析

截止 2009 年 6 月，全球 MDI 产能为 549.2 万吨/年，其中，欧洲、美洲和亚洲的产能分别为 223.5 万吨/年、136.6 万吨/年和 189.1 万吨/年，近几年全球新增 MDI 产能主要集中于中国（全球产能具体分布见表 4）。

表 4 全球 MDI 产能汇总

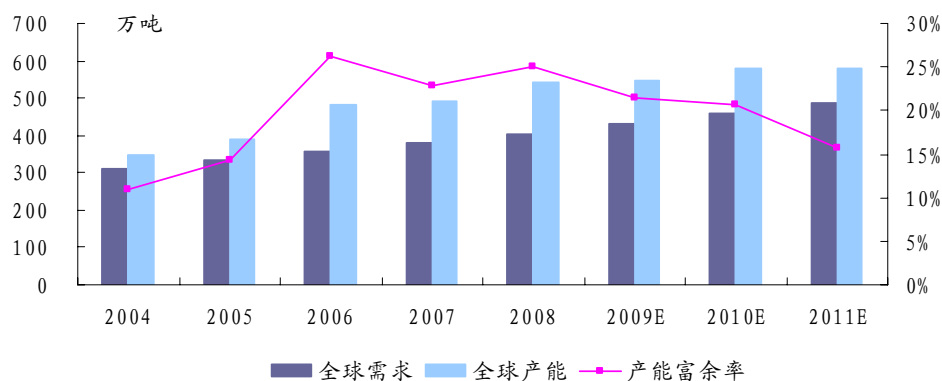
	生产商	产地	产能(万吨/年)		生产商	产地	产能(万吨/年)
欧洲	巴斯夫 (BASF)	比利时安特卫普	56.0		亨斯迈 (Huntsman)	美国	45.5
	拜耳 (Bayer)	德国布伦斯比特	16.0		陶氏 (Dow)	美国德克萨斯	26.0
		德国克雷菲尔德	20.0		美洲合计		136.6
		西班牙塔拉格纳	15.0	亚洲	巴斯夫 (BASF)	韩国丽水	15.6
	亨斯迈 (Huntsman)	荷兰罗森堡	40.0		拜耳 (Bayer)	日本新居滨	11.0
	陶氏 (Dow)	葡萄牙埃斯塔雷亚	20.0			中国上海	35.0
		德国施塔德	19.0		日本聚氨酯	日本南阳	40.0
		荷兰代尔夫宰尔	20.0		三井武田	日本大牟田	6.0
	BVK	匈牙利	16.0		锦湖三井	韩国丽水	7.5
	KORUND	俄罗斯捷尔任斯克	1.5		上海联恒	中国上海	24.0
	欧洲合计		223.5		烟台万华	中国山东	20.0
美洲	巴斯夫 (BASF)	美国路易斯安那	26.0			中国宁波	30.0
	拜耳 (Bayer)	美国德克萨斯	30.0		亚洲合计		189.1
		美国西弗吉尼亚	4.6	总计			549.2
		巴西贝尔福罗舒	4.5				

资料来源：兴业证券研发中心整理

从图 13 的全球 MDI 历年供需数据看，MDI 市场在过往几年一直处于一定程度的产能富余状态。但是由于行业内掌握核心技术的企业仅有 5、6 家，属于典型的寡头垄断市场，因此除了 08 年下半年全球经济急剧下滑阶段之外，产能的部分过剩并未对行业的高盈利水平造成重大影响。

在经历了 2006-2008 年的高产能富余度状态（考虑到 2006 年投产的上海联恒项目到 2008 年才运转正常，因此 2008 年是行业产能富余的高峰）之后，我们看到，从 2009 年起的未来 3 年内，行业产能富余程度将逐步下降（由 2008 年的 25.08% 下降至 2011 年的 15.60%）。

图 15 未来 3 年全球 MDI 供需趋于平衡



数据来源：兴业证券研发中心

MDI 行业产能富余度将下降的主要原因在于，未来 3 年全球 MDI 产能扩张有限。表 5 中是我们对未来几年全球 MDI 企业产能变动计划的汇总结果。由于新建 MDI 装置从开工到正式投产一般至少需要 3 年时间，扩建装置的周期一般也需要 2 年以上，因此我们可以发现，09-11 年期间，除了陶氏化学葡萄牙工厂已经完成的 9 万吨扩产计划外，全球的重要新增产能只有烟台万华宁波二期的 30 万吨项目。

表 5 未来 3 年全球 MDI 扩产有限

	生产商	产地	08 年产能 (万吨/年)	未来产能变动计划
1	亨斯迈 (Huntsman)	荷兰罗森堡	40	08 年计划扩产 40 万吨，09 年宣布搁置
2	陶氏 (Dow)	葡萄牙埃斯塔雷亚	11	09 年扩产 9 万吨
3	巴斯夫 (BASF)	中国重庆	-	计划建设 40 万吨装置，尚未获环保部正式批文
4	拜耳 (Bayer)	中国上海	35	有扩产 45 万吨计划，未实施
5		美国西弗吉尼亚	4.6	计划关闭
6	上海联恒	中国上海	24	有扩产 24 万吨计划，未实施
7	烟台万华	中国宁波	30	二期 30 万吨预计 10 年投产

资料来源：兴业证券研发中心整理

3.3 供给分析小结

通过以上对全球 MDI 产能扩张情况的分析，我们可以得出以下两点结论：

（1）MDI 市场在过往几年一直处于一定程度的产能富余状态。但是由于行业的寡头垄断特性，除了 08 年下半年的特殊时期，产能的部分过剩并未对行业的高盈利水平造成重大影响；

（2）未来 3 年内，全球 MDI 重要新增产能将只有烟台万华宁波二期的 30 万吨项

目。行业产能富余程度将逐步下降，全球 MDI 供需将趋于平衡，行业将重新进入良性发展阶段。

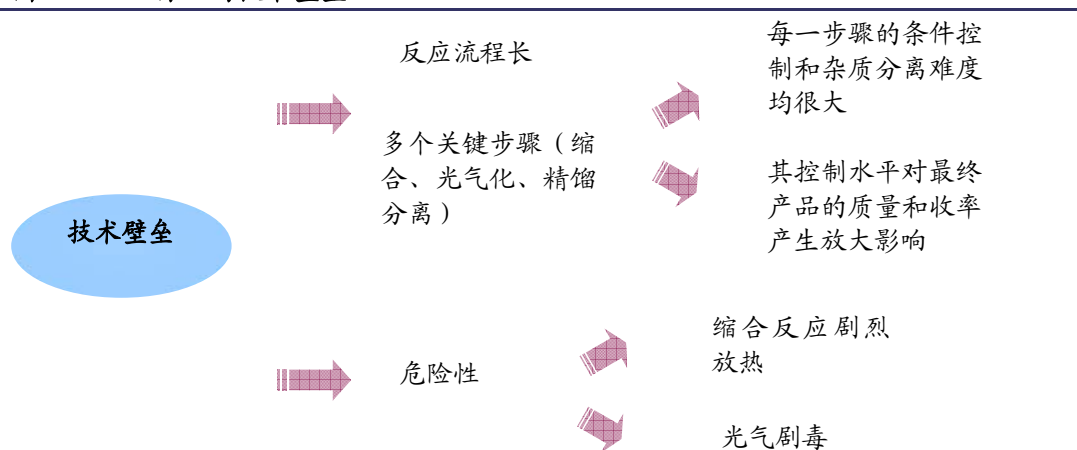
4、烟台万华的竞争优势减弱了吗

经过近 10 年来的高速发展之后，部分投资者担心烟台万华的竞争优势是否减弱。对于万华的竞争优势，我们可以从两个层面进行分析：（1）MDI 行业对于潜在进入者的行业壁垒；（2）烟台万华相对于行业内竞争对手的优势何在。

4.1 对于潜在进入者：壁垒依旧

MDI 行业经过几十年的发展，仍然只有包括烟台万华在内的 6 家企业成为实质参与者，其主要原因在于行业的技术壁垒。

图 16 MDI 行业的技术壁垒



数据来源：兴业证券研发中心

MDI 行业的技术壁垒主要来源于 3 个方面：反应流程长；多个关键步骤；生产过程的危险性。由于这些技术壁垒的存在，在没有参照工艺可学习的情况下，建成具有经济价值的生产线的难度极大。事实上，由于 MDI 行业良好的竞争结构和高盈利性，现有竞争者无不严格采取技术保密措施，技术外流的可能性极低。

除了技术壁垒，MDI 行业还有很高的资金门槛。由于行业的规模效应明显，新建项目越来越趋向于大装置。按每万吨投资额 1.5 亿元的水平计，20 万吨/年的项目需要的投资额至少需要 30 亿元。加之前文所分析的技术上的难度，潜在的进入者很难下决心进行尝试。

4.2 对于现有竞争对手：万华优势日益显现

经过 10 余年的发展，烟台万华在 MDI 生产的相关技术、管理、规模、人力、产业布局等方面均取得了长足的进步，与巴斯夫、拜耳等国外 MDI 巨头相比，公司在成本、执行力、机制、一体化、技术水平等方面日益显现出自己的独特优势。

表 6 烟台万华相较同行的竞争优势

	竞争优势	具体表现
1	成本优势	(1) 投资成本: 宁波万华(一期): 产能 30 万吨, 投资额(估) <30 亿元 重庆巴斯夫: 产能 40 万吨, 计划投资额 80 亿元 上海拜耳: 产能 35 万吨, 投资额(估) 50 亿元 (2) 运营成本: 万华具有人力成本优势、运输成本优势(特别是宁波万华, 临近码头, 靠近下游企业)
2	执行力优势	从项目建设运行周期看: 宁波万华(一期): 2003.08 开工, 2005.11 起稳定运行; 上海联恒: 2003 年底开工, 2008 年中期起稳定运行; 上海拜耳: 2005 年开工, 2008 年下半年起稳定运行
3	机制优势	烟台万华: 管理层间接持股、员工间接持股, 治理结构良好; 外资企业: 中方员工上升“天花板”
4	一体化优势	宁波项目: 配套的码头、氯碱厂、热电厂; 宁波二期: 配套苯胺将能满足 50 万吨 MDI 需求
5	技术优势及产品质量	宁波一期: 国家科技进步一等奖(2007 年); 宁波一期: 开车一次成功, 技术稳定性强; 出口比例逐年提高: 08 年出口 8 万吨, 09 年上半年出口占比 26%, 产品为国外市场客户所完全认可
6	政策支持	08 年: 各类政府补助 3.8 亿元; 政策支持具有长期性: 作为 MDI 行业掌握核心技术的惟一中国企业, 万华的成长对于中国聚氨酯相关行业的健康发展至关重要

资料来源: 兴业证券研发中心

4.3 竞争优势分析小结

通过以上的竞争优势分析, 我们可以得出结论:

(1) MDI 行业的进入壁垒依旧高耸, 在未来多年内, 行业的寡头垄断格局和高利润率仍将延续;

(2) 随着宁波装置的竣工投产及顺利扩产, 万华已完全掌握 MDI 装置生产和放大的 know-how, 产品质量已达与国际巨头相当水平, 加上公司的机制优势对人才的吸引力, 万华在全球 MDI 市场的竞争力将日益突出。

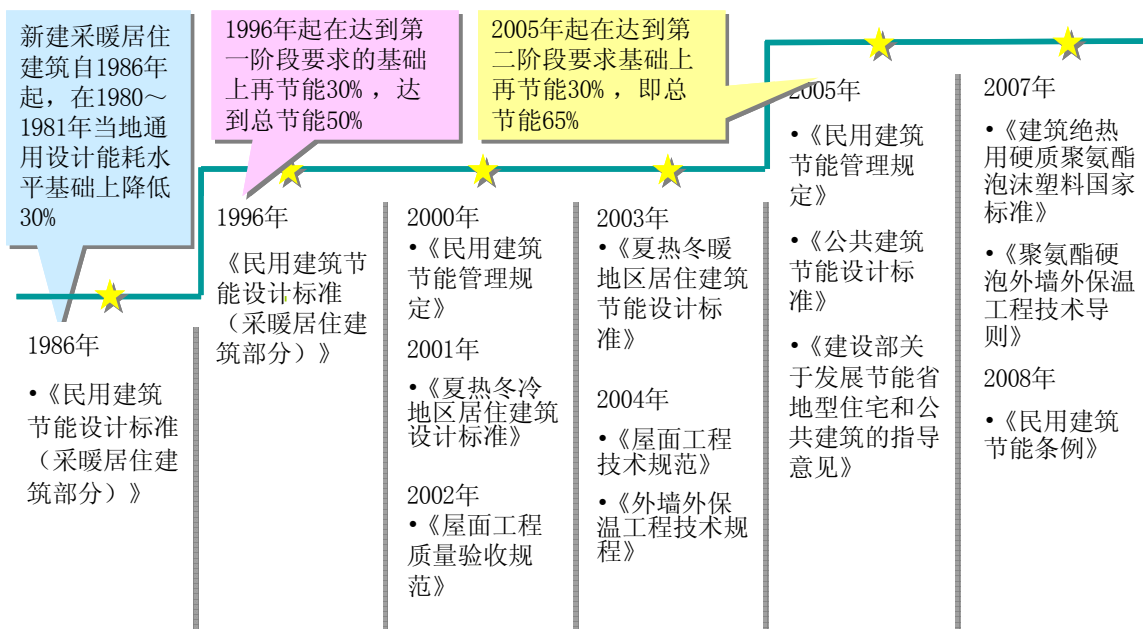
5、潜在增长点

通过前文分析, 我们可以发现, 未来 3 年全球 MDI 供需形势趋好, 而烟台万华在行业内的竞争优势正日益突出。我们的分析完全围绕烟台万华现有的 MDI 业务, 并且以 MDI 市场自然增长的保守预期为前提。实际上, 烟台万华未来还有一系列潜在增长点, 包括建筑节能政策力度加大、传统领域需求增长好于预期等需求方面的潜在利好; 以及开发中的新产品可能陆续推出等。

5.1 建筑节能政策力度进一步加大的可能

20 世纪 80 年代起，中国建筑节能政策力度逐步加大。2007 年颁布的《建筑绝热用硬质聚氨酯泡沫塑料国家标准》和《聚氨酯硬泡外墙外保温工程技术导则》对于聚氨酯硬泡在建筑节能领域的应用产生了重要推动。

图 17 中国建筑节能政策力度逐渐加大



数据来源：兴业证券研发中心

在各种建筑保温材料中，聚氨酯硬泡在绝热性、施工效率、使用寿命、环保性、等方面有明显优势，而在可燃性上，完全可以通过阻燃改性、以及严格制造和施工规范来解决。

表 7 主流建筑保温材料性能比较

	聚氨酯硬泡		聚苯乙烯泡沫		酚醛泡沫	玻璃棉	石棉
	喷涂	板材	膜塑型	挤塑型			
导热系数(W/mk)	0.025	0.022	0.029	≤0.042	0.04	0.035~0.04	0.04
所需厚度(mm)*	25	20	28	40	42	30~40	45
抗压强度(KPA)	150		200	69	120	200	150
吸水率(%)	<1.5	<2.0	<1.0	<2.0	3.7	<1.0	<2.0
耐温(℃)	120		75	70	150	400	800~1000
燃烧级别	可燃		可燃	难燃	难燃~不燃	不燃	不燃
密度(kg/m³)	30~50	30~40	40	18-20	40~55	24~74	100~120
尺寸稳定性(%)	1.0	1.0	1.5	2.5	1.0	<0.02	0.3
结合牢度	粘接牢度好		受粘合剂等因素影响		一般	一般	差
施工效率	高		低		一般	低	低
寿命	较长		一般		一般	较长	一般
防水性	优		差		一般	优	差
环保性	良好		一般		一般	一般	差
抗裂性	优		一般		一般	优	优

资料来源：兴业证券研发中心整理

备注：*节能 50%情况下；表中浅黄色代表最优，浅绿色代表最差；

欧美国家硬泡在建筑中的应用已经相当成熟，美国、欧洲（特别是德国）、日本应用硬泡做建筑墙体及屋面保温已有 30 多年的历史，硬泡在建筑方面的耗用量占其总消费量的 50%以上；而我国目前消费结构中 80%为聚苯乙烯，聚氨酯只占 10%。

表 8 世界各国或地区建筑保温材料使用情况

国家或地区	推广情况
欧洲	聚苯乙烯占主导地位，聚氨酯硬泡上升势头明显；三升房（Three Litre House，德国，2001）等示范工程都采用聚氨酯硬泡体系
北美	保温材料中聚氨酯占 75%，聚苯乙烯占 5%，玻璃棉占 20%；近几年加拿大政府着手推动将原有玻璃棉保温体系翻新成聚氨酯体系
日本、韩国	以聚氨酯硬泡保温为主；日本住宅、高层框架建筑多采用聚氨酯硬泡内保温，占其市场总量的 80%左右，其余有特殊要求的建筑用岩棉等材料
中国	聚氨酯硬泡的建筑外墙保温市场刚刚启动，建筑保温材料 80%为聚苯乙烯，聚氨酯的应用只占了 10%；已经在北京、山东、广东、安徽等多个省市进行示范工程试点，效果良好

资料来源：兴业证券研发中心

与其它保温材料相比，聚氨酯硬泡在综合效益上具有优势：施工工艺比传统做法简单，防水、保温效果、耐用年限优越；达到同样保温效果重量更轻；而且未来随着原料价格下降、聚氨酯外墙保温装饰一体化等实用技术的逐渐成熟，聚氨酯硬泡的竞争力还将提升。但是从直观价格来看，聚氨酯仍然比其它材料高 10%以上，因此在现阶段，大规模推广仍需要政策支持。

表 9 聚氨酯与聚苯乙烯外墙保温方案的成本分析（元/平方米）

	聚氨酯（PUF）		聚苯乙烯（XPS、EPS）	
	喷涂（30）	板粘（30）	XPS（板粘 50）	EPS（板粘 50）
基面处理	2	2	2	2
保温材料	35	27	19	13
各类辅材	9	14	14	14
人工费用	15	15	15	15
管理费用	5	5	5	5
利税	16	11	11	11
合计	82	74	66	60

资料来源：兴业证券研发中心整理

我们根据《建设部关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》（建设部，2005 年 5 月），在对老建筑节能改造比例和新建筑中节能建筑比例进行相应假设的基础上，假定聚氨酯建筑外墙保温材料的使用比例在政策推动下逐步提高，相应得到 09-11 年 MDI 潜在需求增量的测算结果（见表 10）。

这一结果代表了建筑节能政策力度加大、且聚氨酯保温材料在建筑节能上的应用得到政策扶持情况下，未来 3 年 MDI 需求潜在增量的期望值。

表 10 城镇建筑保温 MDI 需求测算

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
老建筑改造	存量面积 (亿 m ²)	171	176.9	181.7	185.4	187.9	189.9
	改造比例	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
	改造面积 (亿 m ²)	3.4	4.4	5.5	6.5	7.5	8.5
新建筑应用	新建面积 (亿 m ²)	8.0	8.4	8.8	9.3	9.7	10.2
	节能建筑比例	15%	30%	45%	60%	75%	80%
	节能建筑面积 (亿 m ²)	1.2	2.5	4.0	5.6	7.3	8.2
节能建筑面积合计 (亿 m ²)		4.6	6.9	9.4	12.0	14.8	16.7
墙体面积合计 (亿 m ²)		1.85	2.78	3.77	4.82	5.92	6.69
聚氨酯硬泡市场占有率		15%	20%	25%	30%	35%	40%
节能 50%	硬泡需求 (万吨)	2.77	5.55	9.42	14.46	20.73	26.74
	MDI 需求 (万吨)	1.46	2.92	4.96	7.61	10.91	14.08
节能 65%	硬泡需求 (万吨)	4.44	8.89	15.07	23.13	33.17	42.79
	MDI 需求 (万吨)	2.33	4.68	7.93	12.17	17.46	22.52

资料来源：兴业证券研发中心

5.2 传统领域需求增长可能好于预期

在第 2 章的需求分析中，我们对于冰箱冷柜、鞋底原液等国内传统领域的需求给予中性偏保守的预测。实际上，在中国逐步向消费型经济转型的过程中，传统领域（特别是冰箱冷柜等）的需求增长可能好于预期。

表 11 冰箱冷柜需求增长的驱动因素

细分市场	驱动因素
城镇市场	(1) 城镇存量市场更新换代，每年 2000 万台； (2) 《家电以旧换新实施办法》规定，将按新家电销售价格的 10% 对交售旧家电的消费者进行补贴，将加速更新步伐
农村市场	(1) 农村电力质量提升，用电费用下降； (2) 农村冰箱普及率 2007 年为 10%，仅相当于城镇 1987 年水平； (3) 家电下乡全国推广，冰箱受益最大，农村冰箱销量有望增长 50%； (4) 农村新增市场容量每年 2500 万台
国际市场	(1) 国际冰箱制造产业正加速向中国转移； (2) 冰箱出口退税率由 14% 提高到 17%，降低企业成本，提升产品竞争力； (3) 我国每年冰箱出口数量约为 1500~2000 万台

资料来源：兴业证券研发中心

5.3 开发中的新产品 (1) - 脂肪族 MDI 等

烟台万华一直注重 MDI 相关产品的开发，以丰富产品线，扩大市场空间，更好地服务客户。09 年 1 月，公司在脂肪族 MDI (HMDI) 的开发上取得突破，中试装置一次投料成功。以改性 MDI 为代表的一批差异化产品也在为万华增添新的利润增长点。

表 12 烟台万华 MDI 系列新产品进展

产品	用途	开发进展
HMDI	不黄变聚氨酯制品，特别适用于 TPU、水性聚氨酯、织物涂层和辐射固化涂料等	中试装置一次投料成功，产能加到 2000 吨
改性 MDI	各类聚氨酯产品	09 年上半年取得不错销售业绩

资料来源：兴业证券研发中心

5.4 开发中的新产品（2）- 聚碳酸酯（PC）

聚碳酸酯（PC）是一种性能优异的工程塑料，其光学透明性好，抗冲击强度高，具有优良的热稳定性、耐蠕变性、抗寒性、电绝缘性和阻燃性，主要作为透明建筑板材、透明容器、电子电器、光盘媒介、汽车工业、塑料合金的主要材料，广泛应用于航天、汽车、电气、电子和国防领域。

聚碳酸酯是最大的工程塑料品种之一，2007 年全球总产能 365 万吨。我国是全球聚碳酸酯市场需求增长最快的国家，2007 年国内消费量占五大通用工程塑料总消费量的 54.8%。但由于关键技术工艺一直为少数发达国家垄断，国内尚没有形成自主知识产权的生产技术和工业规模的生产装置，长期依赖进口造成了极不协调的供需矛盾。

表 13 中国聚碳酸酯（PC）需求预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
需求量（万吨/年）	70	82.3	94.5	114	132	150

资料来源：兴业证券研发中心

聚碳酸酯的生产工艺有光气化和非光气化两大类，其中界面缩聚光气法是目前工业上应用最为广泛的工艺。由于聚碳酸酯的生产工艺与 MDI 均涉及光气化反应，因此烟台万华开发聚碳酸酯具有一定的技术便利。

目前万华在 PC 的研发方面已经实验室开发成功，进入中试阶段。虽然在未来 2、3 年内聚碳酸酯还不会形成利润贡献，但是长期盈利前景值得关注。

5.5 其它产品

除了 MDI 业务外，烟台万华的主营业务还包括硬泡组合聚醚、聚氨酯弹性体（TPU）等。此外大股东万华集团控股的万华生态板业公司主营以为聚氨酯粘合剂的秸秆生态板，我们预期若培育成熟有可能回归上市公司。

以上业务中，硬泡组合聚醚是 MDI 的互补品，共同发泡制成聚氨酯泡沫塑料；TPU

是 MDI 下游产品；生态板是聚氨酯粘合剂在下游领域的应用。

以上 3 类产品尚处于培育期，盈利能力比较有限，我们在盈利预测中并未将其作为未来利润增长点，但将密切关注其市场开拓进展。

表 14 烟台万华 MDI 外其它产品情况

产品	业务进展	实施主体
硬泡组合聚醚	产能 7 万吨/年, 客户以广东及福建地区为主	万华荣威 (孙公司)
TPU	市场开拓中	股份公司
生态板	市场开拓中	万华生态板业 (大股东万华集团控股)

资料来源：兴业证券研发中心

6、盈利预测和估值

6.1 盈利预测假设

- 随着市场需求的回暖，09 年下半年 MDI 销量比上半年有所增长，达到 23 万吨。随着宁波万华二期 30 万吨项目于 2010 年中期投产，结合国内外市场的开拓，2010、2011 年 MDI 销量分别达到 58 万吨、75 万吨；
- 2009 年上半年 MDI 价格处于历史偏低状态，下半年 MDI 价格逐步盘升，2010、2011 年略有上涨。09-11 年纯 MDI 均价分别为 15500、17500、18200 元/吨（不含税）；聚合 MDI 均价分别为 13300、14800、15600 元/吨（不含税）；
- 纯 MDI 领域由于万华议价能力较强，09 年上半年毛利率没有明显下滑，预计未来 3 年毛利率维持稳定；聚合 MDI 领域 09 年上半年毛利率同比下滑较大，预计 09 年下半年回升，2010、2011 年毛利率呈小幅上升态势，但仍低于历史平均水平。09-11 年聚合 MDI 毛利率分别为 25.0%、26.6%和 27.7%；
- 随着生产规模的扩大，效率提升，09-11 年公司营业费用率和管理费用率呈稳中略降格局；由于未来几年留存利润和经营现金流持续超过新增投资，财务费用率逐年有所下降；
- 政策支持具有长期性，未来几年政府补助仍是利润的一块来源，但预计金额逐年减少。反映在“营业外收入”中，09-11 年相应数据预测值分别为 3.7、2.9 和 2.6 亿元；
- 随着宁波万华规模的扩大，未来 3 年少数股东权益比例逐年上升；
- 出于稳健性考虑，预计未来几年公司享受的税收优惠逐步减少，09-11 年实际所得税率总体比 08 年有所上升，分别为 14%、15%和 15%。

表 15 烟台万华盈利预测假设

年份		2008	2009E	2010E	2011E
纯 MDI	销售数量 (万吨)	14.7	17.5	22.0	29.0
	单价 (元/吨)	18000	15500	17500	18200
	营业收入 (万元)	265320	271250	385000	527800
	毛利率 (%)	45.5	47.0	46.0	46.0
聚合 MDI	销售数量 (万吨)	24.0	24.5	36.0	46.0
	单价 (元/吨)	15000	13300	14800	15600
	营业收入 (万元)	360000	325850	532800	717600
	毛利率 (%)	30.1	25.0	26.6	27.7
其它	营业收入 (万元)	145119	92000	102120	118459
	同比增长率 (%)	-5.3	-36.6	11.0	16.0
	毛利率 (%)	8.3	14.0	14.5	15.0
合计	营业收入 (万元)	770439	689100	1019920	1363859
	同比增长率 (%)	-1.3	-10.6	48.0	33.7
	毛利率 (%)	31.3	32.2	32.7	33.7
销售费用 /营业收入 (%)		2.69	2.75	2.70	2.65
管理费用 /营业收入 (%)		5.90	5.90	5.85	5.80
财务费用 /营业收入 (%)		0.66	0.74	0.26	0.03
营业外收入 (万元)		38378	37000	29000	26000
实际税率 (%)		13.21	14.00	15.00	15.00
少数股东权益比例 (%)		12.26	12.50	14.00	15.00

资料来源：兴业证券研发中心

6.2 盈利预测结果

基于前述假设，我们预计烟台万华 2009、2010 和 2011 年的 EPS 分别为 0.83、1.12 和 1.50 元。2010、2011 年净利润的增长主要来自 3 个方面：公司 MDI 产销量的增长，MDI 销售均价的回暖，以及毛利率的小幅上升。

表 16 烟台万华盈利预测结果

	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入 (万元)	770439	689100	1019920	1363859
增长率 (%)	-1.3	-10.6	48.0	33.7
二、营业利润 (万元)	165329	151759	234394	331596
增长率 (%)	-30.3	-8.2	54.5	41.5
三、净利润 (万元)	175810	161473	223035	303106
归属于母公司股东的净利润	150974	138003	186300	249617
增长率 (%)	1.5	-8.6	35.0	34.0
总股本 (万股)	166333	166333	166333	166333
每股收益 (元)	0.908	0.830	1.120	1.501
每股净资产 (元)	2.90	3.23	4.18	5.46
动态市盈率 (倍)	19.66	21.50	15.93	11.89
市净率 (倍)	6.16	5.53	4.27	3.27

资料来源：兴业证券研发中心

6.3 估值与投资建议

6.3.1 绝对估值

我们采用 DCF 模型对烟台万华进行绝对估值。在盈利和自由现金流（FCF）预测中，2009-2018 年进行逐年预测，考虑到长期看行业将逐渐进入成熟期，因此对于公司 2012 年之后的收入增速和毛利率水平采用总体趋降的预测；2018 年之后预计进入低速增长期，相应采用一个较低的永续增长率。

在假定股权资本成本为 9.00%、债权资本成本为 5.60%、WACC 为 8.69%、永续增长率为 3%的情况下，我们得出烟台万华的每股内在价值为 26.27 元。

表 17 烟台万华 DCF 估值敏感性分析

每股价值（元）		永续增长率				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC	6.69%	30.59	35.36	42.72	55.56	83.60
	7.69%	25.26	28.34	32.72	39.49	51.29
	8.69%	21.35	23.44	26.27	30.31	36.54
	9.69%	18.36	19.85	21.77	24.38	28.10
	10.69%	16.01	17.10	18.47	20.24	22.65

资料来源：兴业证券研发中心

6.3.2 相对估值

烟台万华的主要产品为 MDI，其主营业务属于高端化工原料的生产与销售，因此我们选取与万华在产业链分工和盈利模式上具有相似性的化工原料合成领域主要上市公司进行相对估值比较。

表 18 烟台万华与化工原料行业上市公司估值比较

股票代码	公司名称	EPS				PE			
		2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
600309	烟台万华	0.91	0.83	1.12	1.50	19.6	21.5	15.9	11.9
600230	沧州大化	0.64	0.56	0.85	1.20	29.8	34.1	22.5	15.9
600299	蓝星新材	-0.29	-0.02	0.30	0.36	-	-	43.0	35.9
000755	山西三维	0.03	0.03	0.35	0.48	278.3	278.3	23.9	17.4
600481	双良股份	0.16	0.54	0.75	0.86	96.4	28.6	20.6	17.9
600339	天利高新	0.12	0.10	0.30	0.40	64.4	77.3	25.8	19.3
000698	沈阳化工	0.19	0.18	0.48	0.57	43.3	45.7	17.1	14.4

资料来源：兴业证券研发中心

与化工原料行业其它上市公司相比，烟台万华未来 3 年的预期市盈率处于最低水平。而作为中国化工原料领域掌握核心技术、管理优势突出、所处行业竞争壁垒最高的公司，烟台万华在盈利稳定性和企业成长前景上均优于同类上市公司，理应享有估值溢价。

以 2010 年 EPS 为基准，我们给予烟台万华 23 倍 PE 的估值，对应的每股内在价值为 25.76 元。

6.3.3 投资建议

烟台万华是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的公司，其所处的 MDI 行业具有高进入壁垒，预计寡头垄断格局仍将延续，盈利能力明显高于一般化工产品。经历了 2000 年以来由小到大的高速成长期之后，烟台万华已经发展壮大为完全掌握 MDI 装置大规模生产和放大的核心知识，技术、成本和机制优势突出的领先化工企业，抗风险能力远胜以往。

随着宁波万华一、二期项目的陆续建设投产，以及国际市场的开拓，万华正站在参与 MDI 及相关产品全球化竞争的新起点上，面临新的发展机遇，步入成长的新格局。

结合绝对估值与相对估值的结果，我们给予烟台万华每股 25.76 元的目标价。公司目前股价（9 月 22 日收盘价 17.84 元）明显低于其内在价值，因此我们调高公司评级至“强烈推荐”。

7、风险提示

全球经济低迷导致 MDI 需求不振的风险。MDI 的下游应用广泛分布于家电、房地产、纺织服装、汽车等国民经济的各个领域，因此 MDI 行业的需求与宏观经济整体景气度关系密切。虽然行业处于成长期能够在一定程度上抵御经济波动，但是若全球经济复苏缓慢，将导致 MDI 价格回升放缓，并可能影响万华 MDI 新产能的释放进度。

MDI 行业进入壁垒被突破的风险。基于前文分析，MDI 行业具有很高进入壁垒，相应壁垒在可见的将来被突破的可能性很低。但是由于 MDI 行业的高利润率和 high 投资回报，多年来一直对外部企业具有吸引力，若行业出现新的进入者，行业高毛利率和高 ROE 的格局将受到冲击。

潜在供给压力风险。巴斯夫、拜耳、亨斯迈等 MDI 跨国企业已经完成了在中国的第一轮产业布局（上海联恒、上海拜耳），长期看，如果 2012 年之后万华持续扩产，而竞争对手竭力想保持全球市场占有率的领先而跟进扩产，行业的平衡格局有可能被打破，从而产生相应的供给压力。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3835	3654	5082	7597
货币资金	1272	1371	1819	3373
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	273	262	388	518
其他应收款	35	27	40	54
存货	600	560	788	993
非流动资产	4028	4915	5517	5776
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	185	190	190	190
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3271	3829	4387	4768
在建工程	377	688	744	622
油气资产	0	0	0	0
无形资产	144	145	146	147
资产总计	7863	8569	10599	13373
流动负债	1985	1913	1989	2105
短期借款	839	800	850	900
应付票据	8	7	10	14
应付账款	179	187	275	362
其他	959	919	855	829
非流动负债	429	425	425	424
长期借款	412	412	412	412
其他	16	12	12	12
负债合计	2413	2338	2414	2529
股本	1663	1663	1663	1663
资本公积	48	48	48	48
未分配利润	2286	2559	3773	5397
少数股东权益	632	867	1234	1769
股东权益合计	5449	6231	8185	10844
负债及权益合计	7863	8569	10599	13373

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1510	1380	1863	2496
折旧和摊销	258	254	311	365
资产减值准备	-0	-22	7	7
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	51	66	61	44
投资损失	-5	-5	-5	-5
少数股东损益	248	235	367	535
营运资金的变动	517	-304	922	868
经营活动产生现金流量	1545	2199	1695	2575
投资活动产生现金流量	-459	-1120	-920	-620
融资活动产生现金流量	-840	-980	-326	-402
现金净变动	246	99	449	1554
现金的期初余额	1370	1272	1371	1819
现金的期末余额	1616	1371	1819	3373

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7704	6891	10199	13639
营业成本	5294	4673	6863	9045
营业税金及附加	49	43	64	86
销售费用	207	190	275	361
管理费用	454	407	597	791
财务费用	51	66	61	44
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	-1	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
营业利润	1653	1518	2344	3316
营业外收入	384	370	290	260
营业外支出	11	10	10	10
利润总额	2026	1878	2624	3566
所得税	268	263	394	535
净利润	1758	1615	2230	3031
少数股东损益	248	235	367	535
归属母公司净利润	1510	1380	1863	2496
EPS (元)	0.91	0.83	1.12	1.50

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-1.3%	-10.6%	48.0%	33.7%
营业利润增长率	-30.3%	-8.2%	54.5%	41.5%
净利润增长率	1.5%	-8.6%	35.0%	34.0%
盈利能力(%)				
毛利率	31.3%	32.2%	32.7%	33.7%
净利率	19.6%	20.0%	18.3%	18.3%
ROE	31.3%	25.7%	26.8%	27.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	30.7%	27.3%	22.8%	18.9%
流动比率	1.93	1.91	2.55	3.61
速动比率	1.63	1.62	2.16	3.14
营运能力(次)				
资产周转率	1.00	0.84	1.06	1.14
应收帐款周转率	22.62	23.60	29.84	28.61
每股资料(元)				
每股收益	0.91	0.83	1.12	1.50
每股经营现金	1.20	1.32	1.02	1.55
每股净资产	2.90	3.23	4.18	5.46
估值比率(倍)				
PE	19.66	21.50	15.93	11.89
PB	6.16	5.53	4.27	3.27

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。