

MDI 迎来行业拐点，即将进入 2-3 年的景气周期

烟台万华 (600309)

评级: 买入 (维持)

股价 21.41 元 目标价 30.00 元

调研简报

2010 年 2 月 3 日 星期三

毛伟

021-50586660-8630

mw@longone.com.cn

赵献兵

zhxb@longone.com.cn

基础化工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

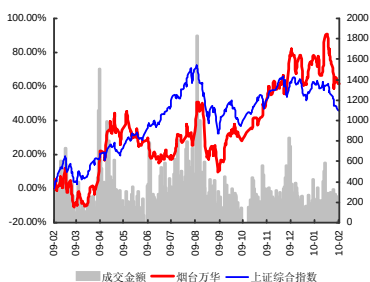
重要数据

总股本(亿股)	16.6
流通股本(亿股)	16.6
总市值(亿元)	355.41
流通市值(亿元)	355.41

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-4.55	2.38
3 个月	11.93	10.96
6 个月	30.46	38.94

个股相对上证指数走势图



投资要点

□ 未来 4 年内 MDI 需求增速大于供给增速，行业将进入 2-3 年的景气周期。

目前全球共有八家 MDI 生产企业，根据我们的统计，除烟台万华外，在未来四年内（2013 年以前）全球基本没有新产能投产。唯一的新产能是公司在 2010 年年中投产的 30 万吨产能。我们预计其中 2010 年能贡献新产量 10 万吨左右，2011 年 30 万吨产能将完全释放。

对于全球 600 余万吨的产能而言，30 万吨的供给增长，相当于未来 3 年产能的复合增长率仅为 1.7%。从需求分析，近 20 年间全球 MDI 每年的需求增长基本超越 GDP2-3 个百分点，因此即使未来三年内全球经济零增长，全球需求的增长也将大于供给增长。

而根据我们对国内的统计，2009 年国内 MDI 的表观消费量为 98 万吨，同比增长接近 20%，其中进口比例约在 1/3 左右。而万华 09 年产量在 40 万吨以上，09 年全年开工超过 8 成。受益于国内宏观经济的复苏，在 09 年三季度后，万华开工率基本达到满负荷。预计在经济持续复苏的情况下，2010 年国内需求将同比维持 15%-20% 的增长。因此万华全年继续保持 09 年三季度以来的高开工率应无疑虑。我们认为根据以上的分析基础，在未来 4 年内 MDI 无论全球还是国内，需求增速都大于供给增速，MDI 价格将有望持续上涨，MDI 行业将进入 2-3 年的景气周期。

□ 宁波二期投产，烟台新厂即将开建，万华将继续在 MDI 行业中做大做强。

公司目前产能 50 万吨，在宁波二期工程投产后，公司 MDI 产能将达到 80 万吨及 36 万吨煤制苯胺。烟台老厂搬迁项目已获批，将在八角工业园建设 60 万吨 MDI，30 万吨 TDI 项目，并且进行一系列的一体化配套建设。新项目建成后，老厂关停，公司 MDI 总产能将达到 120 万吨，以及 30 万吨 TDI 产品，此外宁波二期项目未来也不排除扩建的可能性，因此未来 3-5 年内，万华在全球 MDI 企业前三甲的位置将得以巩固，公司依托产能扩张仍将维持高速发展，同时新项目一体化，规模化的效应将降低 MDI 生产成本，增加公司 MDI 的竞争能力，

□ 建筑节能领域未来将拉动 MDI 的需求

聚氨酯材料是目前全球建筑领域应用最广泛的节能材料，建筑部从 09 年起已着手制定《建筑节能三年规划》，预计一旦规划出台，聚氨酯材料在国内的应用将逐步实现。目前，我国每年新增建筑面积约 16-20 亿立方米。建筑面积中除去窗户面积外其余约有 2/3 面积均可应用 PU 建筑节能材料，按照每平方米施工需 MDI 0.5 公斤测算，如果推广后要求 PU 建筑节能材料的比例以 50%统计，则每年新建建筑所需的 MDI 量约 33.5 万吨，此外还有 400 亿平方米的存量建筑需要改造，因此虽然替代过程将逐步推进，但前景非常广阔，我们预计在 2-3 年后，建筑节能方面的需求将有所体现。

□ PC 项目仍处于持续开发中，一旦产业化，万华将重复 MDI 高速发展之路。

公司一直致力于 PC 产品的产业化开发，目前仍处于开发进程中。我们认为由于 PC 与 MDI 的技术难点同为光气化反应，因此公司未来在 PC 产业化领域成功的可能性很大。目前国内 PC 尚没有实现工业化，而国内各级 PC 的消费总量每年在 90 万吨左右，全都依赖进口。因此一旦公司启动 PC 产业化建设，那公司将重复在 MDI 领域的高速发展之路。

□ 假设及盈利预测

1. 公司 2010 年，2011 年 MDI 产能分别为 55 万吨，70 万吨；
2. 根据国内供需情况，我们预测 2010，2011 年国内 MDI（聚合与纯 MDI 的均价）的市场均价分别为 19874.8 元/吨，21862.5 元/吨，如世博会期间，上海联恒，拜耳装置限产，则价格将有超预期表现。

在此假设条件下，我们测算公司 2009 年，2010 年，2011 年 EPS 分别为 0.747，1.331，1.609 元；维持买入评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	7,704	7001	10229	14728
主营收入增长率	-1.3%	-9.1%	46.1%	44.0%
净利润（百万）	1,510	1243	2213	2677
净利润增长率	1.92%	-17.7%	78.0%	21.0%
EPS（元）	0.91	0.747	1.331	1.609
P/E	18.74	20.30	11.92	9.97

分析师简介及跟踪范围:

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

赵献兵, 基础化工首席行业分析师, 经济学硕士, 高级经济师, 曾就职六国化工(600470)8年, 中信建投证券研发部8年。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122