



上市公司调研简评研究报告

化学制品

短期估值占优, 长期走向巨头

调研目的

近期, 聚氨酯产业链相关化工品均出现了不同幅度的价格上涨, 作为国内 MDI 龙头的烟台万华受到投资者广泛关注, 11 月 2 日, 我们到公司进行了调研, 了解行业及公司经营情况。

调研结论

聚氨酯走旺, MDI 提价: 四季度业绩无忧

四季度以来, MDI 价格出现明显涨幅, 公司纯 MDI 挂牌价从 9 月末的 18600 元/吨上调至 21200 元/吨, 涨幅 14%, 聚合 MDI 同期提价 4.7%。涨价原因一方面是由于原料苯胺价格同期有 5% 左右的增幅, 形成一定成本推动 (聚合 MDI 和苯胺涨幅接近, 可认为主要是成本推动); 更重要的原因在于年底聚氨酯浆料和鞋底液需求高峰, 纯 MDI 需求逐渐走旺。我们认为公司业绩已经在三季度进入最低点, 四季度一方面新建产能逐渐投放, 预计四季度可实现总产量 13-14 万吨, 同时毛利率得以恢复, 单季每股收益可以实现 0.23 元左右, 成为全年业绩最好的一个季度。

宁波一期投产, 配套迎头赶上: 11 年增长确定

目前公司本部产能 20 万吨基本满产, 宁波一期 30 万吨装置受节能减排影响, 产能利用率在 70-80%, 二期 30 万吨装置已经建成投产, 预计今年可贡献一到半个月产能 (仍按利用率 70-80% 计算)。公司为宁波装置配套了 36 万吨苯胺以及进一步上游的 27 万吨硝酸装置, 预计年底前可实现苯胺自供, 明年上半年可实现硝酸自供。近期苯胺价格处于高位, 对 MDI 产品的盈利能力有所侵蚀, 公司 36 万吨苯胺如果产能全开满, 可保证明年全公司苯胺自供率 60%, 宁波地区自供率 80%, 对 MDI 成本有明显降低作用, 加上明年新增 30 万吨产能可为全年贡献业绩, 11 年高增长具有很强的确定性。

4 年 180 万吨, 抢滩规模化与差别化: 志在全球巨头

根据公司远期规划, 到 15 年将建成 150 万吨 MDI 和 30 万吨 TDI 产能, 届时公司 MDI 产能将达到全球的 1/5 以上, 真正具备国际 MDI 巨头级别的生产规模。从现在到 14 年现有 MDI 企业基本没有扩产计划, 唯一一家公司以外的产能是 BSAF 重庆 40 万吨装置, 目前尚未获批, 最早也要到 13 年下旬才可能投产, 目前全球 MDI 走势向好, 公司争得发展先机。MDI 产品的技术和资金门槛 (新建装置平均 1 亿元/1 万吨产能), 新进入者威胁不大。在不断走向规模化的同时, 公司积极拓展差别化产品, 宁波 2 万吨 HDI 项目已经正常运行, 国内尚无其他竞争对手有同类产品, 国际上产量也很小, PC 等项目也在研发之中, 为公司长期发展提供潜力。

烟台万华 (600309)

首次评级

买入

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号: S1440209110419

胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

执业证书编号: S1440110030122

当前股价: 22.00 元

目标价格 6 个月: 29.5 元

调研日期: 2010 年 11 月 02 日

发布日期: 2010 年 11 月 09 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.0/3.8	19.2/1.5	-1.2/-0.1
12 月最高/最低价 (元)		26.40/0
总股本 (万股)		166,333
流通 A 股 (万股)		166,333
总市值 (亿元)		首次评级
流通市值 (亿元)		首次评级
近 3 月日均成交量 (万)		2,347
主要股东		
万华实业集团有限公司		50.50%

股价表现

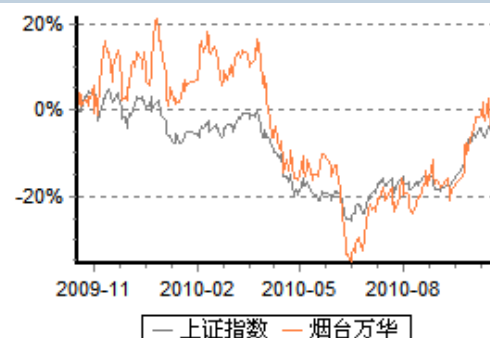
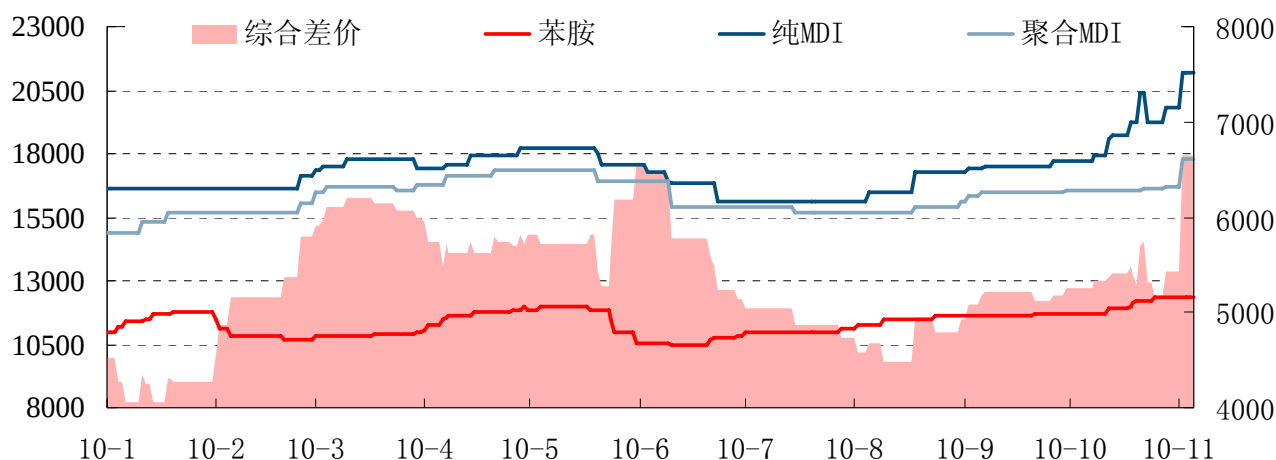




图 1：聚合 MDI/纯 MDI 和苯胺价格及综合价差（综合价差=0.35×纯 MDI+0.65×聚合 MDI-苯胺）

单位：元/吨



资料来源：百川资讯

近看毛利水平，回升可待；远看建筑保温，谨慎乐观

10 年公司产品价格处于低位，而原料苯胺价格处于高位，公司毛利率受影响较大。短期内受到下游需求拉动，纯 MDI 价格明显上涨，聚合 MDI 价格在淡季不跌，可以认为是下游需求走向坚挺的一个信号。我们预计明年一季度节能减排政策放松，产品价格可能出现一定回落，但公司苯胺装置的投产将有效化解毛利率压力，并且下游需求将进一步恢复，短期看，即使考虑新增产能的冲击，明年平均毛利率也应当明显高于今年。从未来 2-3 年看，我国需求量每年增长 15-20 万吨，全球需求预计增长 30 万吨以上，足以消化公司近 2 年新增产能，公司有望充分分享 2-3 年聚氨酯行业的景气周期。

从中长期来看，150 万吨 MDI 投产后，公司可能逐渐具有周期性，且产品消化必须依靠我国建筑保温板市场的崛起。在央视火灾事件后，有关部门颁布规定，要求高层建筑必须采用不可燃材料作为保温材料，对聚氨酯材料应用前景造成一定压力。但考虑到除聚氨酯材料外，适合的材料很少，预计最后方案会有一定折衷，聚氨酯在建筑保温市场的前景仍可谨慎看好。10 至 11 月份全国人大常委会启动节能执法检查，重点检查天津、山西、辽宁、吉林、浙江、江西、山东、重庆八个省市，并委托北京、河北、黑龙江、上海、河南、广东、四川、甘肃、青海、宁夏、新疆等省区市自查，表明国家加强节能执法的决心。目前公司产品在二三线城市的中低建筑保温市场应用效果良好，因此未来市场具有一定安全边际。

预计 11 年 EPS 1.18 元，短期估值优势，给予“买入”评级

我们预计公司未来两年内业绩增长一方面依靠新产能投放并逐渐达产，另一方面依靠 MDI 价格恢复、苯胺装置降低成本压毛利的推动作用，业绩具有较高确定性。对于公司更长期的业绩，我们谨慎看好。我们测算公司 10、11、12 年每股收益分别为 0.81、1.18 和 1.39 元，目前价格对应明年收益为 18.6 倍 PE，具有较为明显的估值优势。如果给明年 25 倍 PE，目标价在 29.5 元，给予“买入”评级。



预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	6,492.92	9,722.88	12,369.25	14,008.98
主营收入增长率	-15.72%	49.75%	27.22%	13.26%
EBITDA（百万）	1,198.04	1,718.16	2,570.88	3,037.59
EBITDA 增长率	-31.79%	43.41%	49.63%	18.15%
净利润（百万）	1,066.38	1,345.28	1,966.21	2,313.68
净利润增长率	-15.60%	26.15%	46.16%	17.67%
ROE	21.11%	22.45%	26.68%	26.08%
EPS（元）	0.640	0.809	1.182	1.391
P/E	34.38	27.20	18.61	15.82
P/B	7.24	6.11	4.97	4.12
EV/EBITDA	31.96	21.91	14.12	11.36



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$

2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$

3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$

4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）

5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$

6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$

7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$

8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$

9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$

10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$

11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$

12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师，化工组组长。6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

胡 斌：清华大学化学工程与技术专业硕士，石油和化工行业分析师。2 年石油化工行业工作经验，专注于从需求趋势和商业模式角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。