

投资意见报告

李思源
 021-38674825
 13816488635
 lisiyuan009370@gtjas.com

张莹
 S0880210090005
 021-38674815
 15021383821
 Zhangying007833@gtjas.com

最晚下次更新 11年1月29日
 上次评级 买入/10年12月29日
 本次目标 26元
 目前市价 18.47元
 现价-目标变幅 40.7%↑

核心观点 >

- 供需结构向好，MDI明年景气回升，公司直接受益苯胺成本降低带来业绩改善。
- 公司大幅向上游原料端扩产，苯胺成本下降，毛利率大幅提升。
- MDI发挥新材料属性，受益于新兴产业的高速发展以及节能建筑材料的大力推广。
- MDI应用于生态板具有广阔发展空间，公司估值水平有望提高。
- 盈利预测：预计公司10-11年PE提升至32.5X，21.5X。公司未来6个月内合理价格26元，给予“买入”评级。

分红与估值 >

细分行业	经济部门	报告日股本	流通A股	总市值	流通市值
精细化学品	化工	16.63 亿	16.63 亿	307.22 亿	307.22 亿
最近分配基期		分红	送股	转增	分配日
2008/12/31		0.50	0.00	0.00	2009/4/8
2009/12/31		0.30	0.00	0.00	2010/5/11
年度		09A	10E	11E	12E
净利润	市场一致	10.66	13.26	18.99	23.82
	本分析师	10.66	13.30	20.12	27.27
	差率	0	0.3%	5.9%	14.5%
净利润增长率	市场一致	-29.37%	24.38%	43.21%	25.38%
	本分析师		24.78%	51.25%	35.54%
EPS	市场一致	0.64	0.80	1.14	1.43
	本分析师		0.80	1.21	1.64
本分析师预测市价 PE			23	15.3	11.3
本分析师预测目标价 PE			32.5	21.5	15.85

数据来源：国泰君安证券研究，wind

注：报表指标单位为亿元，每股指标单位为元。



**供需结构向好，MDI
明年景气回升，公司
直接受益**

2009 年我国 MDI 需求为 98 万吨。2010 年需求增长将超过 20%，10 年超过 120 万吨。但在 2014 年巴斯夫重庆 40 万吨 MDI 项目达产之前，全球只有万华 30 万吨 MDI 新增产能（烟台八角项目）。从未来 2-3 年看，我国 MDI 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。国内外的供需结构都显著改善，供需变化明显，MDI 景气将持续反弹，作为行业龙头，公司盈利能力有望持续回升，享受聚氨酯行业将迎来 2-3 年的景气周期。

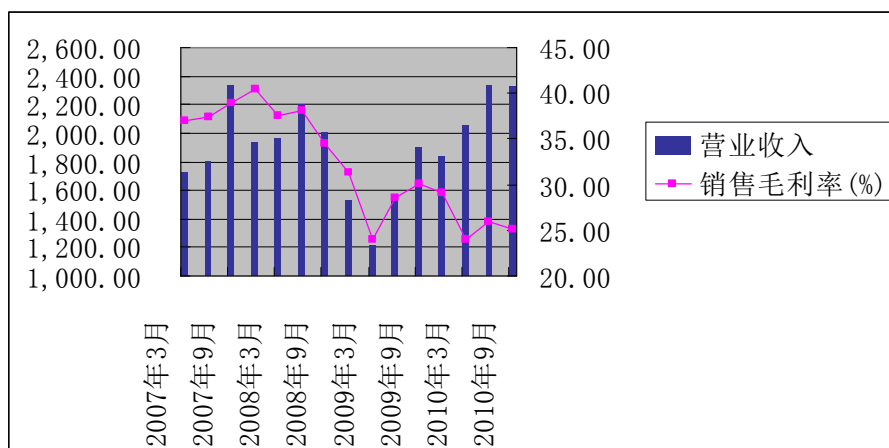
表 1 中国及全球 MDI 产能预测（单位：万吨/年）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
全球	560	560	590	590	620
中国	114	114	144	144	174
烟台万华	50	50	80	80	110

**大幅向上游原料端扩
产，苯胺成本下降，
毛利率大幅提升**

烟台万华二期苯胺装置将降低综合成本，毛利率大幅提升。宁波万华综合一体化装置配套 36 万吨苯胺装置，可以满足宁波生产基地 80% 需求。同时甲醛、氯气等原料也有配套装置，综合成本将明显改善。2010 年公司产品毛利率下降主要原因之一在于原料苯胺价格上涨幅度超过 MDI 价格，苯胺涨价对公司毛利率侵蚀严重。上半年苯胺成本均价比 MDI 均价多涨 800 元左右，直接降低毛利率 5 个百分点。按照 1 吨 MDI 消耗 0.75 吨苯胺，1 吨苯胺消耗 0.86 吨纯苯计算，预计自用苯胺将生产 MDI 成本降低 3000 元/吨。考虑到苯胺 5%-10% 的正常净利率，自用苯胺生产 MDI 成本降低约 2000 元/吨，提升毛利率 10 个百分点左右。

图表 1 最近三年营业收入（单季度）与销售毛利率情况





**MDI 发挥新材料属性，
受益于新兴产业的高
速发展以及节能建筑
材料的大力推广
估值建议**

在建筑节能领域，当前 80% 的市场被聚苯乙烯占据，聚苯乙烯属于热塑性材料，较 PU 聚氨酯板熔点低，更易燃，且易流动，人们重视火灾的隐患后，这块市场将被热固性材料所占领，被较聚苯乙烯防火性能更好的 PU 板取代。之前上海大火误杀万华，这个短期的情绪都将得到市场的纠正，大火实质上将促进建筑节能市场的打开，利好烟台万华。另外高铁建设及机车、风电、太阳能等快速扩张的新型产品拉动 PU 胶黏剂的需求。

MDI 目前在国内的应用主要是冰箱、鞋底浆料、氨纶等，而在国外主要是建筑节能材料，国际市场建筑保温材料占据 MDI 需求的 50%。“十二五”期间，建筑保温板市场需求将增加，新型建筑保温材料聚氨酯将得到发展，原料 MDI 的国内产业规模将有较大发展空间。每年新建和改造节能建筑面积约 28 亿平方米，按节能 50% 测算，若聚氨酯占到整个新建和改造节能建筑 30% 市场份额，聚合 MDI 年需求量约 16.8 万吨。

**MDI 应用于生态板具
有广阔发展空间，公
司估值水平有望提高**

秸秆生态人造板是利用秸秆为原料，添加 MDI 胶粘剂，在一定温度压力下压制而成的一种新型人造板。秸秆生态板完全不含甲醛，能够彻底解决当前家居环境的甲醛问题，符合行业的长期发展方向，有替代普通人造板的潜力及空间。其物理性能不输给传统人造板，且具有解决秸秆焚烧难题，节省珍贵森林资源，为农民增收等优点，受到国家政策的鼓励和支持。2010 年我国人造板产量有望达到 1.6 亿立方，新增生态板及对存量人造板的替代将给 MDI 提供广阔的发展空间，新的应用领域有助于烟台万华估值提升。

估值建议

目前公司股价对应 11 年 PE15X，而特种化工行业中值 30X，均值 25X，烟台万华估值已经很低，未来公司受益于行业景气，业绩提升，同时新兴产业带来的新增需求都将大幅提升公司估值水平。预计公司 10-11 年 PE 提升至 32.5X，21.5X。公司未来 6 个月内合理价格 26 元，给予“买入”评级。



资质声明

中国证监会核准国泰君安证券股份有限公司证券投资咨询业务资格。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。