

分析师 郑方铤
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120005

联系人: 孙佳丽
021-38565769
sunjiali@xyzq.com.cn

兴业证券 2011 年新材料与精细化工研讨会纪要 (2) ——烟台万华交流纪要

2011 年 9 月 30 日

投资要点

- 2011 年 8 月 25、26 日, 兴业证券携手中国石油和化学工业联合会, 举办了“2011 年新材料与精细化工专题研讨会暨上市公司交流会”, 邀请了聚氨酯、高性能纤维、太阳能电池等领域专家, 以及近 20 家上市公司的代表, 就新材料和精细化工领域未来的产品技术发展方向, 及相关企业的发展现状和前景进行了交流和探讨。
- 本报告为烟台万华交流纪要。

一、公司介绍

- **公司现状:** 烟台万华自 2001 年上市后, 步入快速发展期, MDI 产能从 1998 年以前的 1 万吨, 扩展到 2010 年的 80 万吨, 成为亚太地区最大、全球第四大的 MDI 供应商。2010 年, 万华的营业收入达到 2000 年的 27 倍, 净利润为 2000 年的 30 倍。

除了烟台市本部, 烟台万华在烟台建立了国家聚氨酯工程中心, 在北京设有研究院, 宁波建有 MDI 生产基地, 在全球包括美国、日本、俄罗斯、日本、迪拜和印度设有办事处。从集团角度, 全球布局还包括 BC 公司在匈牙利的 MDI 生产基地及其在意大利的销售公司。

- **产品简介:** 烟台万华产业链上游主要为煤、纯苯、原盐, 及部分苯胺, 主要产品为 MDI。烟台万华的 MDI 从生产工艺上可分为纯 MDI 和聚合 MDI 两大类: 纯 MDI 主要应用于合成革浆料、鞋底原液和氨纶等领域 (占 70~80%); 聚合 MDI 主要用于冰箱、冰柜 (30~40%), 此外也可用于汽车, 管道、建筑保温, 太阳能热水器等。目前, 烟台万华在国内的 MDI 市场占有率为 38%, 国外市场占有率为 14%。
- **发展战略:** 烟台万华的未来发展战略包括: 1) **突出主业**, 十年内发展成为全球异氰酸行业的领军者; 十五到二十年成为全球聚氨酯行业的领军者的发展目标; 2) **实现多元化**, 致力于发展成为全球化运营的一流化工新材料公司, 实现万华聚氨酯向万华化学的转变。烟台万华的发展目标主要建立在八角工业园的建设上, 接届时万华将摆脱单一产品生产企业的现状。

二、MDI 市场现状及展望

- **MDI 市场供需:** 2010 年全球 MDI 产能达到 570 万吨, 其中北美 143 万吨, 欧洲 182 万吨, 亚洲 220 万

会议纪要报告

吨，中国产能达到 139 万吨，占全球总产能 20%。2011 年上半年欧洲开工率达到 93%，较去年同期的 87% 有大幅提升，美洲开工率受到房地产建设量的影响略低于欧洲，为 86%，亚太地区基本维持稳定。

- **全球市场而言**，欧美地区未来需求仍将呈增长趋势，尤其是欧洲地区经济危机后通过提高建筑节能标准和翻新旧的建筑，未来 MDI 需求量将出现大幅增长，因此在满足欧美本地区需求的前提下，兼顾其他经济发展较快的新兴地区，预计欧美两大地区未来对中国出口量将与 2010 年保持持平，甚至减少。日韩本土 MDI 需求稳定，因此在保证本土 MDI 供应后主要出口中国和亚洲其他国家，但随着印度、中东、东南亚等地区需求量快速增长，日本为追求一定的市场份额，必将减少对中国的出口量。
- **国内市场而言**，虽然万华未来有大幅扩产计划、上海也有产能增加的规划，但日韩、欧美在 2011 年以后不会大幅增加对中国的供应量，扣除中国 MDI 出口数量后，中国国内最大的供应量对比需求量仍是处于供需基本平衡的状态，并且不排除一旦亚洲地区有 MDI 装置发生异常情况，中国可能出现短时间内 MDI 供应紧张的局面。
- **未来纯 MDI 和聚合 MDI 市场需求发展方向包括以下几个方面：**

纯 MDI: (1) 未来纯 MDI 仍将主要用于鞋底原液和浆料，应用量将随着消费的增长而增长；(2) PU 革的性能日益接近或超过真皮，未来不仅将大量取代 PVC 也可能替代部分真皮，**纯 MDI 在 PU 革上的应用有较好的发展趋势**；(3) 氨纶作为纺织品的“味精”的作用不可替代，随着中国国内消费者对纺织品品质和数量的需求提高，氨纶行业的未来发展比较乐观，**氨纶产量提高将带动其原料 MDI 需求**；(4) 从全球纯 MDI 的应用来看，TPU 无疑是纯 MDI 最重要的下游消耗领域，在中国，纯 MDI 在 TPU 行业的消耗比例比较低，近两年中国热塑性弹性体的产能和需求量高速增长，**预计未来 TPU 行业将成为纯 MDI 一个新的增长点。**

聚合 MDI: (1) **建筑节能:** 目前中国 PU 材料用于建筑领域的比例仍然非常低，但 PU 材料由于其优异的保温性能使得建筑领域将逐步增加其使用量。虽然目前由于政策限制，短期内发展空间不大，但是未来聚合 MDI 在该领域的应用将成为大势所趋；(2) **汽车:** 虽然近年市场略有萎缩，但随着中国经济增长、居民收入增加，消费心态也将随着转好，国内汽车产业拥有巨大的消费市场做支撑，因此未来几年汽车行业的聚合 MDI 需求量将长期看好；(3) **冰箱:** 按成熟发达国家计算，平稳后每年冰箱需求量在 6000 万台左右，加上出口量和冰柜用量，最终年产量会在 1.1 亿台左右，因此冰箱保温材料的需求在未来将保持稳定。

三、问答环节：

Q: 目前 MDI 的库存和销售压力怎样？

A: 目前 MDI 库存在合理范围内，销售量符合公司年初的计划，一般全年四个季度销售量呈均衡态势，因此预计下半年的销售不存在问题。

Q: 公司 2010 年开始应收票据或应收账款有很大的提升，公司在结算或业务方面有何变化？

A: 应收账款的增加主要还是由于公司产量提升、收入增加所致，应收账款在收入占比方面没有提升，业务结算方面没有变化。

Q: 下半年 MDI 下游反馈没有上半年好，万华是否会作合理检修安排，以消化社会库存？下半年开工率是

A: 目前 MDI 市场低迷主要体现在为价格低迷，但是 MDI 需求量并没有实质减少，因此公司的产品销售不存在问题，预计今年三季度的销量会与二季度持平或略高，因此开工率全年将保持平稳，下半年不会有明显下滑。此外，公司在平衡供需方面，也进行了一定的安排检修，但是公司的三套生产设备不会同时安排检修，以保证开工率的平稳。

Q: 如何看待 MDI 的未来下游需求情况。

A: 近期纯 MDI 价格已经开始企稳，说明下游需求已经出现回暖，因为下游企业将到旺季，比如说鞋类，需求比较刚性，第三季度开始准备冬天的鞋，因此三季度末会有价格和量的提升；“双节”到来，冰箱等电器上也有销量的提升，因此传统在三季度末到四季度，聚合 MDI 也将出现量价齐升。但是未来的价格仍很难预期，初步判断，目前价格继续向下的空间较小。

Q: 新的 30 万吨投产之后，产量会有大的增长，海外的市场对新的产能消化能力怎么样？海外哪些领域将比较好？

A: 扩产的产能要通过国内外市场来消化，国内市场占有率已达 38%，不可能无限制扩张；未来海外市场是市场拓展的重要方向。海外市场今年上半年出口量有较大幅度的增长，受到住房建设拉动，欧洲市场需求较好，聚合 MDI 出口主要用于建筑的需求。此外印度和中东的需求增长较快，公司在迪拜设有办事处，在这些新兴市场中万华的产品与欧美主流产品具有同等竞争力。

四、我们的判断

国内和国际聚氨酯的需求仍将持续增长，烟台万华作为国内聚氨酯行业的龙头企业，具有技术和规模优势。未来三年内全球 MDI 的产能增长主要来自万华，产量增加与国内外需求增长基本匹配，实现供需平衡。同时集团收购匈牙利 BC 公司，有利于强化万华的全球布局，预计万华的国外市场占有率将会进一步提高。结合公司的新业务开拓规划，我们预期公司未来成长空间依然广阔。我们维持公司“推荐”的投资评级。

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。