

基础化工/原材料

万华化学（600309）

MDI 维持高景气，石化及精细化工打造新增长极

首次覆盖

评级：增持

目标价格：31.68

当前价格：23.11

2017.05.31

	陈宏亮（分析师）	钟浩（研究助理）	杨思远（研究助理）
	021-38677818	021-38677923	021-38012031
	chenhongliang@gtjas.com	zhonghao@gtjas.com	yangsy@gtjas.com
证书编号	S0880516030002	S0880116040062	S0880117010029

本报告导读：

公司 MDI 全球市占率第一，受益 MDI 行业高景气，石化产业链一体化成本优势，精细化工“六匹狼”多点开花，具备成为巴斯夫此类全球化工巨头的基因。

投资要点：

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 31.68 元。预计公司 2017-2019 年净利润 78.65 亿元、87.92 亿元、93.99 亿元，同比增长 114%、12%、7%，EPS 分别为 2.88 元、3.22 元、3.44 元。参考可比公司估值，目标价为 31.68 元，首次覆盖给予“增持”评级。

全球 MDI 市占率第一，受益行业高景气。公司是全球技术领先的 MDI 制造商，产能包括宁波工业园 120 万吨/年和烟台工业园的 60 万吨/年装置，全球产能占比 24%。市场对于 MDI 价格预期过于悲观，基于新增产能投放低于预期及国外装置老化导致的不可抗力因素增加的考虑，我们认为 MDI 行业将维持高景气度，公司 MDI 产品将保持较高的盈利水平。

石化产业链一体化成本优势，开工率提升带来盈利弹性巨大。公司的 75 万吨 PDH 装置为基础，延伸至环氧丙烷/MTBE 与丙烯酸及酯两条高附加值产业链，随着 PDH 装置运行的稳定和开工率逐渐提升，石化项目占收入和利润的比重将不断提高，一体化产业链配套高附加值的产成品将提供巨大的盈利弹性。

精细化工六大事业部多点开花，巨头路径渐清晰。化工巨头发展路径均由大宗化学品为主走向精细化工品盈利主导，公司的“六匹狼”产品差异化高，高附加值产品或实现进口替代，或应用于新领域，或下游需求旺盛，利润贡献占比不断提升，未来将成为公司主要的增长极。

风险提示：MDI 价格下跌风险，单一产品风险，新产品推广风险，原材料采购风险。

交易数据

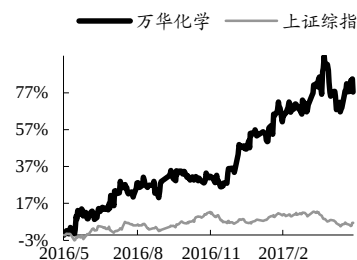
52 周内股价区间（元）	14.84-31.88
总市值（百万元）	63,183
总股本/流通 A 股（百万股）	2,734/2,595
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	95%
日均成交量（百万股）	2674.71
日均成交值（百万元）	734.79

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	19,482
每股净资产	7.13
市净率	3.2
净负债率	96.68%

EPS（元）	2016A	2017E
Q1	0.16	0.96
Q2	0.34	0.75
Q3	0.41	0.65
Q4	0.43	0.52
全年	1.35	2.88

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	5%	86%
相对指数	-2%	10%	76%

财务摘要（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,492	30,100	40,744	46,136	46,594
(+/-)%	-12%	54%	35%	13%	1%
经营利润（EBIT）	3,648	6,562	10,970	12,014	12,846
(+/-)%	-22%	80%	67%	10%	7%
净利润	1,610	3,679	7,865	8,792	9,399
(+/-)%	-33%	129%	114%	12%	7%
每股净收益（元）	0.59	1.35	2.88	3.22	3.44
每股股利（元）	0.20	0.50	0.50	0.50	0.50

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率(%)	18.7%	21.8%	26.9%	26.0%	27.6%
净资产收益率(%)	13.9%	24.8%	36.4%	30.0%	25.0%
投入资本回报率(%)	7.4%	14.0%	26.0%	31.3%	39.7%
EV/EBITDA	14.1	7.5	4.0	2.8	1.8
市盈率	39.3	17.2	8.0	7.2	6.7
股息率(%)	0.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

模型更新时间: 2017.05.31

股票研究

原材料
基础化工

万华化学 (600309)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 31.68

当前价格: 23.11

2017.05.31

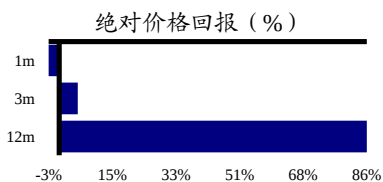
公司网址

www.whchem.com

公司简介

公司是国内 MDI(二苯基甲烷二异氰酸酯)制造龙头企业, 亚太地区最大的 MDI 制造企业。

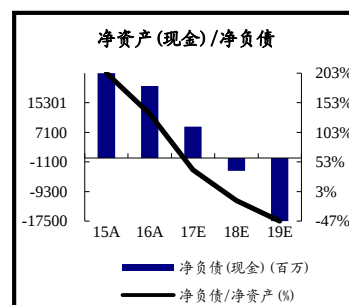
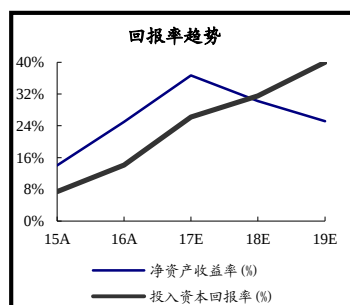
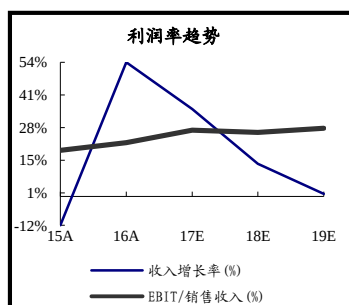
公司主要从事 MDI 为主的异氰酸酯系列产品、芳香多胺系列产品、热塑性聚氨酯弹性体系列产品的研究开发、生产和销售, 产品质量和单位消耗均达到国际先进水平。



52 周价格范围 14.84-31.88
市值 (百万) 63,183

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,492	30,100	40,744	46,136	46,594
营业成本	13,620	20,745	25,781	30,201	30,301
税金及附加	96	204	407	461	466
销售费用	847	1,166	1,630	1,615	1,584
管理费用	1,282	1,423	1,956	1,845	1,398
EBIT	3,648	6,562	10,970	12,014	12,846
公允价值变动收益	-3	0	0	0	0
投资收益	3	53	0	0	0
财务费用	841	890	0	0	0
营业利润	2,815	5,651	10,970	12,014	12,846
所得税	675	1,105	2,090	2,529	2,704
少数股东损益	670	869	1,045	723	723
净利润	1,610	3,679	7,865	8,792	9,399
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金、交易性金融资产	2,066	1,987	4,105	12,902	26,824
其他流动资产	1,815	1,223	0	0	0
长期投资	454	660	660	660	660
固定资产合计	32,744	33,167	29,427	25,229	20,118
无形及其他资产	3,242	3,255	3,119	3,321	3,512
资产合计	47,804	50,765	50,439	57,132	66,273
流动负债	19,273	22,601	14,943	13,202	13,253
非流动负债	13,708	9,830	933	9,333	9,333
股东权益	11,571	14,822	21,606	29,316	37,634
投入资本(IC)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
投入资本	37,894	37,585	34,139	30,368	25,536
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
NOPLAT	2,815	5,279	8,886	9,491	10,148
折旧与摊销	1,546	2,762	3,690	4,613	5,536
流动资金增量	934	-1,673	-90	-226	-87
资本支出	-5,097	-4,112	216	-587	-587
自由现金流	197	2,258	12,701	13,292	15,010
经营现金流	4,602	7,349	11,520	13,872	15,590
投资现金流	-5,225	-3,970	216	-587	-587
融资现金流	1,756	-3,504	-9,617	-4,489	-1,081
现金流净增加额	1,134	-125	2,118	8,797	13,923
财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
收入增长率	-11.8%	54.4%	35.4%	13.2%	1.0%
EBIT 增长率	-21.6%	79.9%	67.2%	9.5%	6.9%
净利润增长率	-33.5%	128.6%	113.8%	11.8%	6.9%
利润率					
毛利率	30.1%	31.1%	36.7%	34.5%	35.0%
EBIT 率	18.7%	21.8%	26.9%	26.0%	27.6%
净利润率	8.3%	12.2%	19.3%	19.1%	20.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.9%	24.8%	36.4%	30.0%	25.0%
总资产收益率(ROA)	3.4%	7.2%	15.6%	15.4%	14.2%
投入资本回报率(ROIC)	7.4%	14.0%	26.0%	31.3%	39.7%
运营能力					
存货周转天数	97	75	75	75	75
应收账款周转天数	24	18	22	22	22
总资产周转天数	837	598	453	426	483
净利润现金含量	2.86	2.00	1.46	1.58	1.66
资本支出/收入	26%	14%	-1%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	69.0%	63.9%	48.1%	39.4%	34.1%
净负债率	203.1%	134.2%	40.0%	-12.2%	-46.5%
估值比率					
PE	39.3	17.2	8.0	7.2	6.7
PB	4.3	3.4	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	14.1	7.5	4.0	2.8	1.8
P/S	2.6	1.7	1.2	1.1	1.1
股息率	0.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%



目录

1. “两只虎+六只狼”支撑公司快速发展	4
2. MDI 行业绝对的领先者	5
2.1. MDI 寡头垄断，供需相对平衡	5
2.2. MDI 市场有望维持高景气	5
3. 石化一体化产业链有望打造新增长极	6
3.1. 石化一体化产业链附加值高	6
3.2. 环氧丙烷与丙烯酸及酯盈利能力不断提升	7
4. 精细化工六大事业部多点开花	7
4.1. 深耕精细化工是公司未来的主要战略	7
4.2. “六匹狼”多点开花打造未来增长点	8
5. 盈利预测	9
6. 风险提示	10

1. “两只虎+六只狼” 支撑公司快速发展

万华化学依托于明星产品 MDI 逐步扩产，成为全球技术领先、产能最大、质量最好、能耗最低、最具综合竞争力的 MDI 制造商。公司巩固 MDI 行业地位的同时，还拓展了石化产业链和精细化工产品，谓之“两只虎+六匹狼”的发展战略。

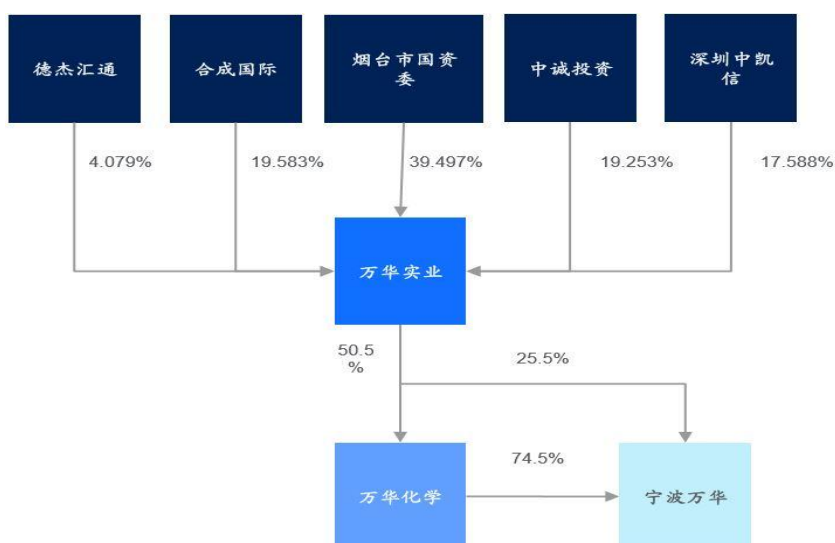
“两只虎”即 MDI 和石化产业链，石化产业链是基于世界级 PDH 装置和 PO/MTBE 装置，专注于 C3 和 C4 产业链高附加值衍生品；“六匹狼”主要是专注于精细化工领域的六大事业部，分别为 ADI 事业部、特种胺事业部、北京万华改性 MDI、聚醚事业部、新材料事业部及表面材料事业部。

图 1 万华化学依托 MDI 产品一路成长为最优秀的化工公司之一



数据来源：公司公告

图 2 烟台市国资委是万华化学的实际控制人



数据来源：公司公告

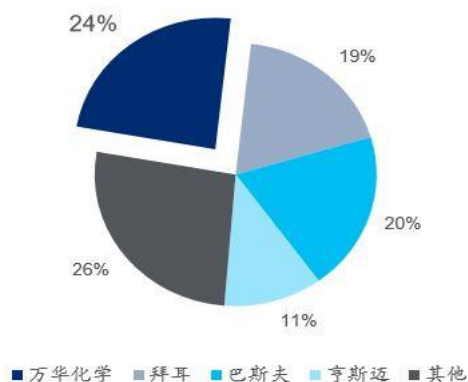
2. MDI 行业绝对的领先者

2.1. MDI 寡头垄断，供需相对平衡

从需求端来看，MDI 作为下游应用广泛的大宗化学品，需求与宏观经济的增长高度相关。近年来全球 MDI 需求年增加 6-7%，85% 的消费量集中在欧美及亚洲。中国下游的旺盛需求带来 MDI 市场的高速成长，成为拉动 MDI 需求的主要引擎，中国 MDI 需求年增速保持在 8% 以上，虽然由于经济增速放缓和地产调控的影响，国内 MDI 需求增速放缓，但受益于欧美地区需求回暖及中东等新兴市场快速增长，我们预计未来三年全球 MDI 的需求仍能维持在 6% 的增速。

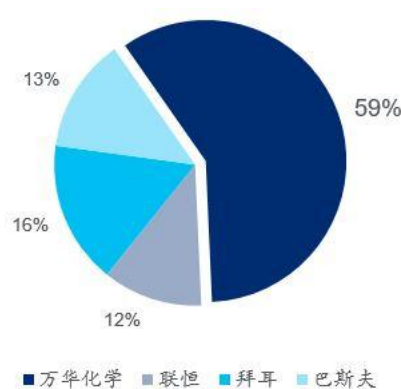
从供给端来看，由于 MDI 装置投资额大、技术壁垒较高的原因，行业一直呈寡头垄断的竞争格局。公司产能占比全球第一，与拜耳、巴斯夫、亨斯迈、陶氏合计占据全球 85% 的产能。17-18 年新增产能主要为陶氏与沙特阿美合作建设的 40 万吨产能及联恒二期 11 万吨扩产计划。中东沙特阿美主要面向欧洲市场且替换陶氏部分旧产能，联恒一期 24 万吨/年装置运行不稳定，二期建设及投产进度大概率低于预期。

图 3 万华占全球 MDI 产能的 24%



数据来源：公司公告

图 4 万华占中国 MDI 产能的 60%



数据来源：公司公告

2.2. MDI 市场有望维持高景气

全球 MDI 市场由于技术门槛高，寡头间默契竞争、扩产较为理性，供需保持相对平衡，新增产能基本上被需求增长所消化。2016 年巴斯夫重庆装置配套盐酸和纯 MDI 消化存在问题导致负荷较低，上海联恒由于不可抗力及科思创欧洲工厂由于硝酸供应的问题均降低开工率，公司烟台工业园粗 M 产品缓冲罐发生爆裂，MDI 出现供应紧张，价格出现大幅上涨。

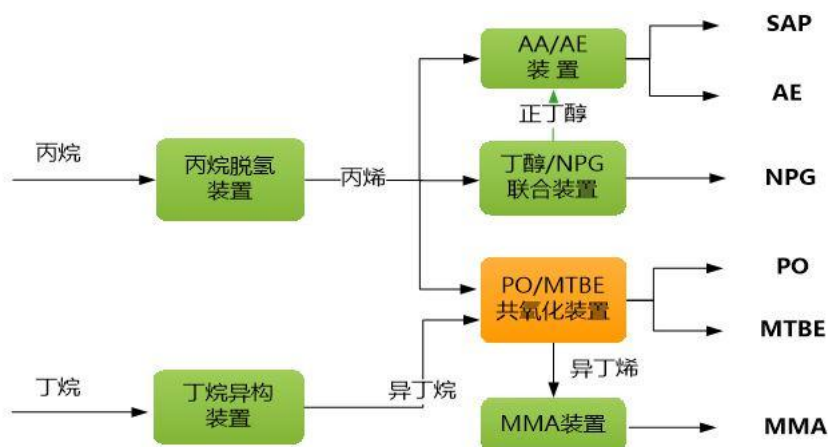
MDI 市场 2016 年由于供给冲击催化，景气度不断提升，直至 2017 年一季度 MDI 价格达到高点。市场对于 MDI 未来价格预期较为悲观，认为已至景气高点，未来随着新增产能的释放价格会出现大幅下跌，虽然我们我们认为 MDI 景气高点大概率在一季度，但新增产能投放低于预期，欧美装置老化需要检修的时间和频率都较之前有所增加，MDI 价格有望维持高位，即使价格下跌斜率必然较为平滑，MDI 高景气度有望维持至 2018 年，需要关注的是重庆巴斯夫和联恒装置的运行情况，及沙特阿美新增产能投放进度。

3. 石化一体化产业链有望打造新增长极

3.1. 石化一体化产业链附加值高

公司烟台八角工业园 2015 年建成投产，除替换烟台老厂的 60 万吨/年 MDI 外，主要为 C3 和 C4 两条石化产业链。石化项目是以 LPG 为原料，丙烷脱氢（PDH）技术为基础，环氧丙烷/MTBE 与丙烯酸及酯两条产业链构成的一体化项目，部分高附加值产品随行就市外售，其余为功能材料和特种化学品提供原材料。八角工业园区一体化及副产物综合利用有效降低成本，随着产能利用率的不断提升，石化项目与 MDI 协同效应将更为显著。

图 5 公司石化产业链一体化优势带来高附加值



数据来源：公司公告

表 1: 石化项目以 PO/MTBE 与丙烯酸及酯两条产业链为主

产业链	产品	设计产能（万吨/年）
PDH	丙烯	75
正丁醇	正丁醇	30
新戊二醇	新戊二醇	4
PO/MTBE	环氧丙烷	26
	叔丁醇/MTBE	65/82
丙烯酸及酯	丙烯酸	30
	冰晶丙烯酸	5
	丙烯酸甲酯	3
	丙烯酸乙酯	3
	丙烯酸酯丁酯	36
	丙烯酸异辛酯	2

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

75 万吨 PDH 装置的开工率是公司石化产业链的核心，丙烯下游持续景气带来丙烯的高景气度，北美和中东的 LPG 供给充足导致丙烷价格将长期处于低位，丙烯与丙烷之间的价差不断拉大，PDH 丙烯盈利水平较好。公司在原材料 LPG 逐步拥有定价权，2016 年 2 月获得沙特阿美 CP 价格推荐权、成功进入中东 LPG 行业基准价格决策委员会；同时利用烟台工业园 100 万立方米地下洞库的天然优势，调节 LPG 采购节奏，利用 LPG

冬夏价差开展贸易。

3.2. 环氧丙烷与丙烯酸及酯盈利能力不断提升

聚醚多元醇占环氧丙烷消费量的 60%左右，公司的丙烯-环氧丙烷-聚醚产业链附加值高。我国的环氧丙烷装置 70%采用氯醇法，环保处理难度较大，环保形势趋严带来环氧丙烷的低端产能退出。公司采用的工艺路线为丙烷与异丁烷共氧化法，由于产业链配套完备兼具成本与环保优势。2017 年环氧丙烷行业面临一波新增产能的集中投放，占目前产能的 20%左右，此波新增产能均为龙头扩产且均为较新的直接氧化法，填补氯醇法小产能逐步退出留下的市场空白，未来行业集中度将进一步提升，产生污染物少及产业链一体化将成为公司屹立于环氧丙烷行业不倒的竞争优势。

丙烯酸及酯行业整体开工率五成左右，无下游高附加值产品配套的、规模优势不显著的小产能大部分亏损、开工率较低，随着小产能的逐渐退出，供需格局改善、产品盈利不断提升。公司的丙烯酸及酯配套下游的 SAP 和水性涂料等特种化学品，同时享受产业链一体化的优势，根据市场行情调节丙烯酸酯外售和自用的比例，充分攫取“丙烯-丙烯酸及酯-SAP 及水性涂料”产业链上的利润。

随着 PDH 装置运行的稳定和开工率逐渐提升，石化项目占收入和利润的比重将不断提高，一体化产业链配套高附加值的产成品提供巨大的盈利弹性，有望成为 MDI 之后另一个盈利点。

4. 精细化工六大事业部多点开花

4.1. 深耕精细化工是公司未来的主要战略

巴斯夫等化工巨头的发展路径均是从大宗化学品延伸至精细化学品，通过强大的创新能力不断开发出高附加值化工产品。化工产品也遵循的生命周期，从导入期的毛利极高，至成长期的毛利逐步下降，直至成熟期的正常毛利。化工巨头无一不是“研究一代，储备一代，生产一代”的产品战略，通过新产品的推出接力毛利率相对较低、竞争激烈的旧产品。公司作为中国化工企业中的佼佼者，遵循此条发展路径培育了六大事业部，分别为万华化学（北京）、新材料、特种胺、ADI、表面材料、聚醚事业部。每个事业部的产品牌号多达 500-600 种，产品差异化程度高，精细化工品所占利润比重占非 MDI 产品的 20%，随着产能建设的推进及下游客户的开拓，未来六大事业部所创造的价值必将趋向“二八法则”。

表 2：“六匹狼”高附加值产品条线丰富

事业部	主要产品
万华（北京）	MDI 改性产品、组合聚醚和单体聚醚
新材料	TPU、SAP、PC
特种胺	MDBA、H12MDA、IPDA、MDA
ADI	HDI、HDI 三聚体、HDI 缩二脲、HMDI、IPDI
表面材料	PUD、PA、PUA、UV、2K、HEUR 和 HASE 等
聚醚	普通软泡聚醚、高回弹软泡聚醚及 POP

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. “六匹狼”多点开花打造未来增长点

公司是亚太最大、全球第三、品种最全的 TPU 供应商，主营 TPU 产能达到 12 万吨/年、国内市占率 30%以上，广泛应用于鞋材、管材、薄膜、线缆护套和工业注塑等个人消费品及工业领域。热塑性聚氨酯弹性体 TPU 高端产品仍以进口为主，公司定位高端将以价格优势实现进口替代。

高吸水性树脂 SAP 消费量的 90%用于制造婴儿纸尿裤、女性卫生用品、承认纸尿裤等个人卫生用品，随着二胎政策及成人纸尿裤的渗透率提升，SAP 市场空间将保持高速增长。公司 SAP 总体规划 12 万吨/年，一期 3 万吨/年投产，配套的丙烯酸及酯产业链完备。

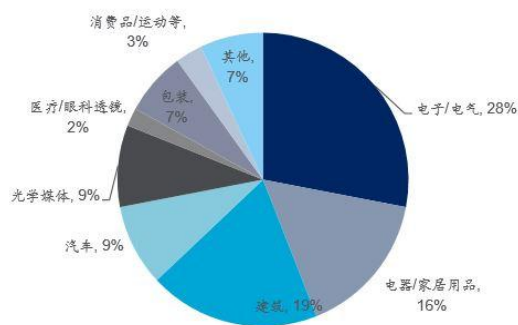
聚碳酸酯 PC 是五大工程塑料之一，由于其良好的透明性、较高的强度韧性成为增速最快的通用工程塑料。由于生产技术门槛高，PC 的竞争格局比较集中，全球仅有 9 家拥有聚碳酸酯的技术，国内市场缺口较大，自给率仅为 15%左右。公司聚碳酸酯 20 万吨/年产能建成后将在一定程度上国外巨头的垄断。

表 3：全球聚碳酸酯产能高度集中

公司	产能（万吨/年）	产能比例
沙比克（原 GE）	134.5	38.2%
拜耳	130	36.9%
三菱系	67.2	19.1%
旭化成系	46.5	13.2%
帝人	28	8.0%
出光系	24.7	7.0%
斯泰隆	20.5	5.8%
其他	35.1	10.0%

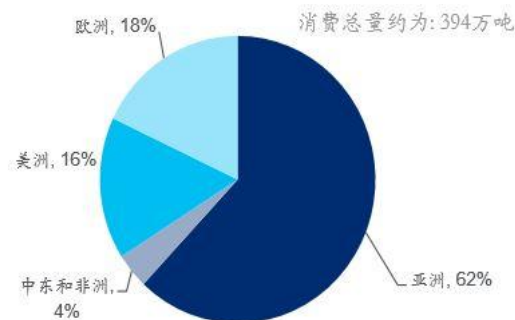
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6 中国 PC 主要下游为电子电气



数据来源：公司公告

图 7 全球 PC 消费量主力军在亚洲



数据来源：公司公告

特种胺产品包括 MDBA、H12MDA、IPDA、MDA，产品涉及环氧固化剂和 PU 助剂两大领域，主要应用于绝缘漆、染料中间体、涂料、风电、聚氨酯等诸多行业，能够为下游产品提供高性能、质量稳定的产品，从而提高最终产品的质量稳定性及市场竞争力。特种胺市场规模较小，巴斯夫、拜耳、赢创等化工巨头占据大部分市场，公司不断拓展特种胺产品品种，满足客户的多样化需求。

ADI 事业部主要生产高品质的 HDI、HDI 加合物、HMDI、IPDI 等系列产品，具有出色的耐候性和稳定性，广泛应用于汽车涂料、木器涂料、轨道交通涂料、高性能弹性体、水性聚氨酯树脂、聚氨酯胶黏剂等高端领域。公司是全球少数掌握 ADI 脂肪族异氰酸酯全产业链技术的企业之一，也是目前中国唯一的本土 ADI 制造企业，目前已建成我国首套拥有独立自主知识产权的 3 万吨/年 HDI 装置、1.5 万吨/年的 IPDI、5000 吨/年的缩二脲装置、1 万吨/年的 HMDI 装置。ADI 国产化是下游高端专用化学品的基础，市场主要被拜耳控制，公司 ADI 产品的快速发展加速国内的进口替代，产品盈利能力不断增强。

我国涂料市场规模 3000 亿元左右，水性涂料占比不到 50%，由于经济和环保的优势，水性涂料在建筑领域对溶剂涂料呈现加速替代的趋势。树脂占水性涂料成本的 60%以上，国内水性涂料厂家主要进口树脂，公司依托于丙烯酸酯及 ADI 原材料的优势，延伸产业链拟打造百亿产值绿色环保表面材料新业务表面材料事业部主打树脂产品包括水性聚氨酯 PUD、水性丙烯酸 PA、改性聚氨酯 PUA、水性光固化 UV、水性双组份 2K、流变助剂 HEUR 和 HASE，共计产能 30 万吨/年。

软硬泡聚醚产品主要应用于家具、汽车、家用电器、太阳能热水器、板材、喷涂、冷藏集装箱、仿木、管道保温、弹性体、胶粘剂等领域。公司现已建成 13 万吨/年硬泡聚醚装置，在建 7 万吨/年硬泡聚醚装置、15 万吨/年普通软泡聚醚和 5 万吨/年 POP 聚醚装置，未来聚醚总产能将达到 40 万吨/年，将充分发挥软硬泡聚醚与 MDI、TDI 研发和销售协同，加快推进供应链整合和集约化经营，致力于成为具有全球竞争力的聚醚供应商。

5. 盈利预测

将公司的产品分为聚氨酯（MDI+聚醚+改性 MDI）、石化产品（丙烯+PO+MTBE）、功能性材料（TPU+水性涂料）及特种化学品（特种胺+ADI）、其他产品四类。随着 MDI 维持高景气、石化产业链开工率的提升及六大事业部产品的稳步推进，我们预计公司 2017-2019 年收入为 407.44 亿元、461.36 亿元、465.94 亿元，同比增长 35%、13%、1%；净利润 78.65 亿元、87.92 亿元、93.99 亿元，同比增长 114%、12%、7%，EPS 分别为 2.88 元、3.22 元、3.44 元。

表 4: 主要产品收入预测表

产品	项目	2017E	2018E	2019E
聚氨酯	收入 (亿元)	232.48	263.07	250.76
	YOY	42%	13%	-5%
石化产品	收入 (亿元)	111.28	123.24	125.64
	YOY	35%	11%	2%
功能性+特种化学品	收入 (亿元)	36.38	46.53	59.53
	YOY	33%	28%	28%

数据来源：国泰君安证券研究

选取沧州大化、浙江龙盛、龙蟒佰利作为可比公司标的，运用 PE 和 PS 两种方法进行估值。

表 5：可比标的估值

代码	公司名称	股价 (20170526)	EPS（元）			PE			PS
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
600230.SZ	沧州大化	26.12	3.66	3.88	4.01	7	6	6	1.75
600352.SZ	浙江龙盛	9.37	0.78	0.93	1.02	12	10	9	2.07
002601.SZ	龙蟒佰利	14.58	1.05	1.22	1.33	14	12	11	3.12
平均（未计万华化学）						11	9	9	2.31
600309.SZ	万华化学	23.11	2.88	3.22	3.44	8	7	7	1.55

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（除万华化学外，其余公司为 wind 一致预期数据值）

首先选用 PE 估值法，公司 17 年 EPS 为 2.88 元，可比公司 17 年 PE 平均值为 11，与之对应合理估值为 31.68 元。其次选用 PS 估值法，我们预测公司 17 年的每股收入为 14.9 元，可比公司 PS 平均值为 2.31，与之对应合理估值为 34.42 元。综合考虑，公司目标价为 31.68 元，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

MDI 产品价格下跌风险。MDI 新增产能如果如预期集中投放且满负荷运行，MDI 产品市场供大于求，MDI 产品价格将会出现较大幅度的下跌。

获利产品和市场单一风险。自 2011 年以来，公司就意识到营业收入大部分来自聚氨酯类产品在中国市场的销售，获利产品和市场相对单一的风险，加大了海外和其他产业的投资力度，目前该风险正在逐步缓解，未来，公司还将继续加大非聚氨酯板块的投入，进一步降低产品和市场单一的风险。

新产品学习曲线风险。当前是万华新产业发展最为关键的时期，公司从原来仅有 MDI 一个产品，通过有机增长的模式扩展到石化、功能材料、特种化学品等多领域齐头并进，在生产管理、营销模式等各个方面均面临与原有业务不同的挑战，需要一定时间的学习和探索，如何缩短学习曲线成为公司发展的重大挑战。为此公司对相关业务确立了事业部运营的模式，充分参考现有的标杆企业成功经验，实行与 MDI 业务不同的运营和考核模式，加速公司新业务的成熟。

原料采购及汇率风险。原油市场的动荡及人民币汇率波动，导致上游原材料市场具有诸多的不确定性，烟台工业园全面投产以来，原料采购的品种和数量迅猛增加，特别是国际性采购逐步增加，因此公司面临一定的原材料采购及汇率风险。为应对此风险，公司加强了对原材料市场的观察及分析，提高了对市场规律的把握，同时增强了全球采购战略寻源能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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。

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。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		