

烟台万华

600309

增持 / 维持评级

MDI 探明价格底部 向上寻找新平衡

相关研究

供应紧缩，聚合 MDI 开年即涨

09 年元旦后，国内聚合 MDI 价格持续上涨，从前年 11000 元/吨以下普遍恢复到 11500 元/吨左右。

与此同时，其他聚氨酯原料，如纯 MDI、TDI、多元醇等基本稳定。

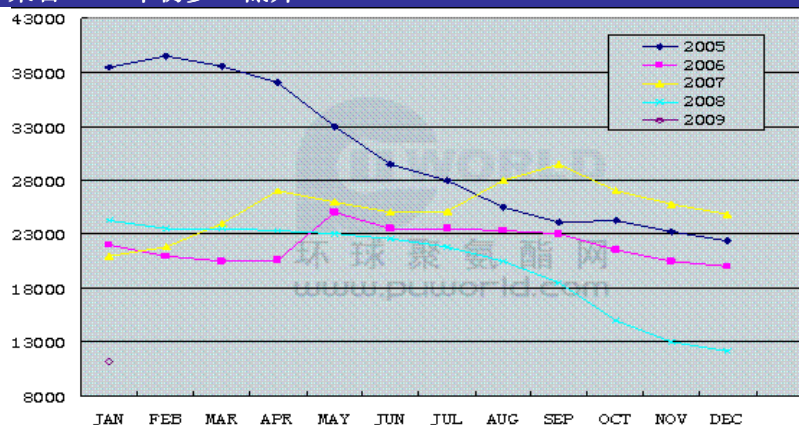
表 1：目前国内各地区聚合 MDI 价格(元/吨)

地 区	华东地区	华南地区	华北地区	东北地区
聚合 MDI	11000-12800	11200-13000	11200-13000	11500-13000

资料来源：环球聚氨酯网

聚合 MDI 年初涨价较为罕见。由于主要下游保温板、冰箱冰柜等年初进入生产淡季，需求清淡，聚合 MDI03 年以后多为“低开”局面。而这次涨价主要是厂商持续停产、供应萎缩导致。

图 1：聚合 MDI 年初多“低开”



资料来源：环球聚氨酯网

亚太地区：大范围停车、供应萎缩

08 年下半年以后 MDI 价格大幅下降，聚合 MDI 从年初 2.5 万/吨下跌到 1.1 万/吨以下。亚太地区新装置多、运行不稳定、生产成本低，因此纷纷选择停产保价。

12 月份以来，亚太地区总体开工率维持在 30% 左右的低水平。烟台万华两套装置开工率从 12 月份 50% 提高到目前 70%，上海拜耳、上海联恒、日本 NPU 一直处于停产状态。

这次连续 2 个月的大面积停产大幅减少了市场供应量，随着存货逐渐消化，市场心态开始转好，并最终导致这次价格反弹。

分析师

潘波

(0755) 8249 2395

panbo@lhq.com

肖晖

(0755) 8249 3656

xiaohui@lhq.com

表 2：亚太地区 MDI 装置运行情况

装置	运行情况
烟台万华	12 月份开工率约五成，目前烟台、宁波两套装置提高到七成左右
上海拜耳	35 万吨新装置从 12 月份维持停车
上海联恒	24 万吨装置从 12 月份维持停车
日本 NPU	目前仅依靠瑞安装置生产供应（11 月份开始大量进口 MDI 母液至今），其日本 20 万吨装置停车从 08 年 10 月份开始停车，将维持至春节后
韩国锦湖三井	韩元贬值，美元价低，但量少且直供为主，影响不大

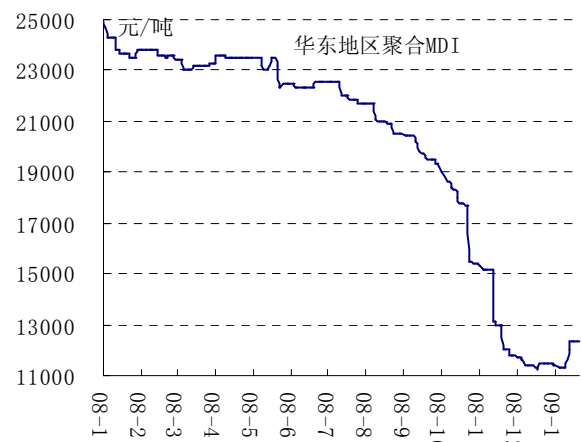
资料来源：联合证券研究所整理

图 2：纯 MDI 价格稳定



资料来源：环球聚氨酯网

图 3：聚合 MDI 小幅反弹



资料来源：环球聚氨酯网

MDI 触底，向上寻求新平衡

这次亚太地区厂商大面积停车说明现有 MDI 价格有较强的支撑，低于此价将难以保证新投产装置的合理盈利水平。同时，厂家限产保价策略也维护了 MDI 一贯的寡头竞争格局。

但亚太地区 MDI 产能阶段性过剩明显，制约了 MDI 持续走高。短期来看，上海联恒、上海拜耳、日本 NPU 生产逐步正常，春节后即将开车，烟台万华也有 30% 的产能等待释放。中长期来说，万华宁波第二套装置将在 2010 年建成，巴斯夫重庆装置通过了环境审批并可能逐步落实。

在新的供需形势下，MDI 价格将寻求的平衡点。由于供需等基本面相差甚远，过去几年 MDI 价格不但没有参考作用，反而容易误导。未来 MDI 行业将不再是供应紧张、价格高企的卖方市场，而将迎来产能略有富余、竞争激烈程度增加、但仍属寡头垄断的新局面。

即便对未来行业需求还缺乏准确判断，这轮行业变化仍有意义：一定程度上摸清 MDI 价格的底线，换言之，以此为基础的盈利预测和投资操作，将是相对理性和稳健的。

烟台万华：良好的防御性品种

烟台万华具备成熟的本土 MDI 建设和运营经验、富有竞争力的成本、完善的营销体系以及仍有长期增长空间的中国市场等多重优势。

虽然还难以精确判断未来合理的 MDI 价格，但即使按照这次的相对稳健“价格底线”为基准，烟台万华 08-10 年 EPS 为 0.88、0.67、0.79 元，具备良好的防御性。

从历史上看，公司 MDI 单吨毛利在 5000-10000 元之间波动，我们“底部预测”隐含毛利为 4000 元左右，如果按照 5000 元计算，2009-2011 年 EPS 对应为 0.87、1.11 和 1.31 元，安全边际更高。

表 3：烟台万华 MDI 挂牌和结算价

2008 年	纯 MDI		聚合 MDI	
	挂牌	结算	挂牌	结算
一月	27000	26500	25500	24000
二月	26800	26000	25500	23800
三月	26800	25300	25000	23800
四月	25300	25000	25000	23800
五月	25600	24800	25000	23800
六月	25200	24800	23800	23400
七月	25200	24700	23400	22700
八月	25200	24500	22700	21500
九月	24800	24200	22000	20000
十月	24500	23000	19500	17000
十一月	23000	18600	17500	13500
十二月	18500	18000	13500	12000
2009 年	挂牌	结算	挂牌	结算
一月	17800		13000	

资料来源：联合证券研究所整理

表 4：EPS 敏感性（对 MDI 单吨毛利）（单位：吨）

MDI 单吨毛利	4000	5000	6000	7000	8000
2009 年	0.69	0.87	2.24	2.24	2.24
2010 年	0.86	1.11	2.83	2.83	2.83
2011 年	1.00	1.31	3.31	3.31	3.31

资料来源：联合证券研究所

表 5：烟台万华财务预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	4062	3437	2692	3571	营业收入	7804	8638	7485	10321
现金	1370	200	413	496	营业成本	4652	6056	5355	7536
应收账款	336	480	345	474	营业税金及附加	67	60	57	80
其它应收款	31	52	44	58	销售费用	224	207	187	258
预付账款	543	606	428	603	管理费用	571	518	479	650
存货	651	1090	803	1055	财务费用	54	54	35	31
其他	1131	1010	659	885	资产减值损失	20	16	16	17
非流动资产	3532	4081	5980	7166	公允价值变动收益	-4	-1	-1	-2
长期投资	35	41	44	40	投资净收益	148	0	0	0
固定资产	3168	3513	5275	6595	营业利润	2361	1725	1355	1747
无形资产	131	173	230	305	营业外收入	128	290	200	200
其他	198	354	431	226	营业外支出	7	17	0	0
资产总计	7594	7519	8672	10737	利润总额	2482	1998	1555	1947
流动负债	2553	1607	1425	1793	所得税	785	300	233	292
短期借款	1108	32	0	0	净利润	1697	1698	1322	1655
应付账款	253	727	536	754	少数股东损益	216	228	177	222
其他	1192	848	890	1039	归属于母公司净利润	1481	1471	1145	1433
非流动负债	603	442	455	500	EBITDA	2649	2024	1730	2255
长期借款	299	299	299	299	EPS（元）	0.74	0.88	0.69	0.86
其他	304	142	155	200					
负债合计	3156	2049	1880	2293	主要财务比率				
少数股东权益	514	742	919	1141	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	1663	1663	1663	1663	成长能力				
资本公积	39	39	39	39	营业收入	57.8%	10.7%	-13.3%	37.9%
留存收益	2221	3027	4172	5605	营业利润	82.3%	-26.9%	-21.4%	28.9%
归属母公司股东权益	3924	4728	5872	7304	净利润	71.6%	-0.7%	-22.1%	25.2%
负债和股东权益	7594	7519	8672	10737	获利能力				
					毛利率	40.4%	29.9%	28.5%	27.0%
					净利率	19.0%	17.0%	15.3%	13.9%
					ROE	37.8%	31.1%	19.5%	19.6%
					ROIC	50.7%	31.1%	20.4%	21.1%
					偿债能力				
					资产负债率	41.6%	27.2%	21.7%	21.4%
					净负债比率				
					流动比率	1.59	2.14	1.89	1.99
					速动比率	1.34	1.46	1.32	1.40
					营运能力				
					总资产周转率	1.22	1.14	0.92	1.06
					应收账款周转率	23	19	17	23
					应付账款周转率	15.08	12.37	8.49	11.69
					每股指标（元）				
					每股收益	0.89	0.88	0.69	0.86
					每股经营现金流	0.77	0.98	1.49	1.04
					每股净资产	2.36	2.84	3.53	4.39
					估值比率				
					P/E	14.15	14.25	18.30	14.62
					P/B	5.34	4.43	3.57	2.87
					EV/EBITDA	8	11	13	10

资料来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。