

烟台万华(600309)

推荐

3 月份冰箱产量创历史新高, 聚合 MDI 价格上涨 15%

维持评级

原材料/基础化工材料与制品

2009 年 4 月 22 日

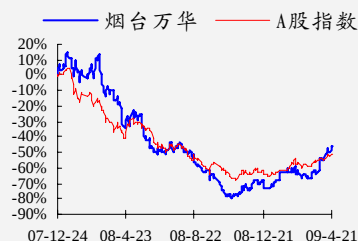
投资要点:

- 上周聚合 MDI 价格由 12000 元/吨上涨到 13800 元/吨, 纯 MDI 价格没有明显变化。这说明聚合 MDI 价格上涨主要原因不是成本推动, 而是需求拉动。
- 我们观察到, 作为聚合 MDI 最大下游的冰箱行业, 由于家电下乡在全国范围落实, 3 月份冰箱月度产量为 560 万台, 创下历史新高。在 1-2 月份冰箱出口不利的情况下, 产量数据打消了我们之前对家电下乡的一些疑虑。
- 纯 MDI 的下游主要是合成革、鞋底原液、氨纶等, 终端产品出口依存度高, 从 3 月份的数据来看, 鞋类出口已经企稳并且同比略有增长, 我们认为纯 MDI 价格也会很快回升。
- 2009 年 1-2 月份, 聚合 MDI 出口量同比增加 116%, 纯 MDI 出口量同比增加 30%。我们尚未得到烟台万华出口的数据, 出口的增加将缓解国内市场的竞争压力。
- 我们认为接下来的一段时间, 产品价格涨幅将超过原材料价格涨幅, 单位产品的盈利能力将触底回升。
- 暂时维持之前的盈利预测, 给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	770,439	(1.27)	150,974	1.47	0.91		21.33	
2009E	877,500	13.89	129,376	-14.31	0.78		24.95	
2010E	1,200,000	36.75	151,205	16.87	0.91		21.35	
2011E								

走势图



市场数据

2009-4-21

收盘价:	19.41 元
52 周最高价:	28.59 元
52 周最低价:	7.19 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	166,333
流通 A 股 (万股):	166,333
每股收益 (元):	0.91
每股净资产 (元):	2.90
每股经营现金流 (元):	1.20
市净率:	6.69

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6336 7000-264

FAX: (8621)6337 3209

Email: shaozhenhua@nesc.cn

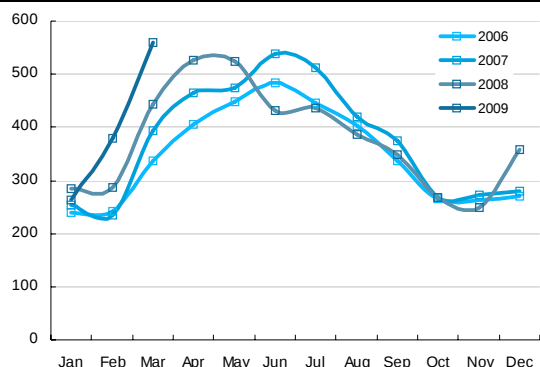
地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1) 冰箱拉动聚合 MDI 价格率先回升

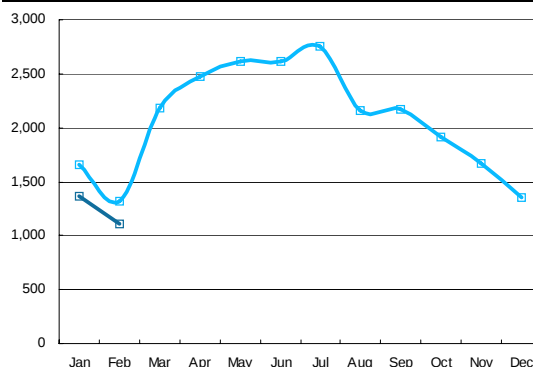
2009 年一季度，受益于家电下乡的进一步推广落实，冰箱农村市场打开，产品需求上升，冰箱产量延续了 2008 年底的良好态势，一季度全国共生产冰箱 1200 万台，同比增长 18%，其中 3 月份单月产量为 559 万台，创下历史新高。根据历史规律，一年之中冰箱生产的旺季集中在 5-6 月份，3 月份并不是生产高峰；1、2 月份出口冰箱 126 万台和 111 万台，同比分别下降 18% 和 15%，因此我们认为冰箱产量的提升完全是受国内需求拉动所致。在外需情况并不好的情况下能有如此表现，全年冰箱产量有望增长 10% 以上。

图1 冰箱月度产量



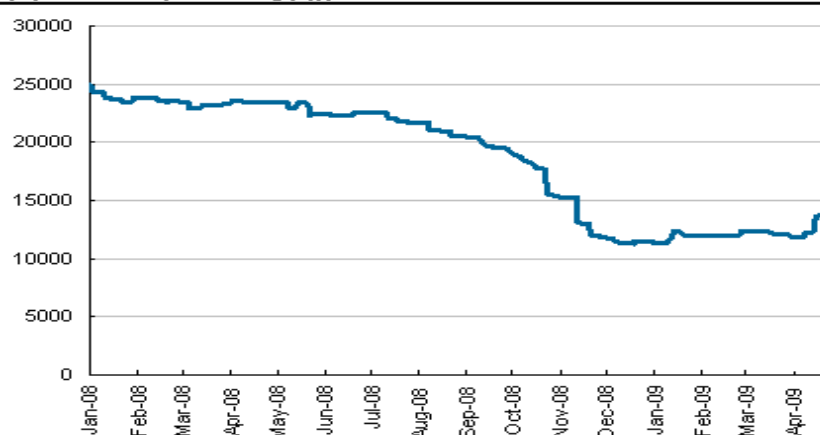
数据来源: Wind

图2 冰箱月度出口量



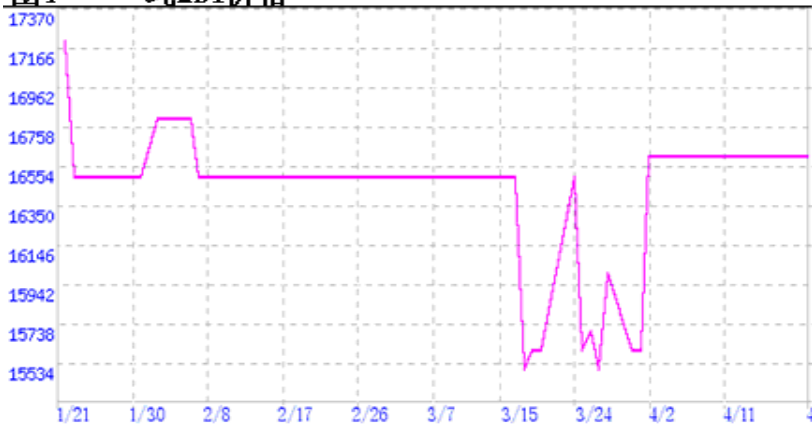
受此影响，上周聚合 MDI 价格上涨了 15%，从 12000 元/吨左右上涨到 13800 元/吨。相比而言，纯 MDI 市场波澜不惊，今年以来，价格一直维持在 16500 元/吨左右。可喜的是，我们看到纯 MDI 的部分下游也有复苏的迹象。一二月份鞋类出口金额 43 亿美元，同比下降 2.3%；一至三月份出口 64 亿美元，同比上升 0.8%，这就意味着 3 月份单月出口 21 亿美元，同比增长 7%。我们预计随着下游回暖，纯 MDI 价格近期也将回升。

图3 聚合MDI价格



数据来源: 化工在线

图4 纯MDI价格

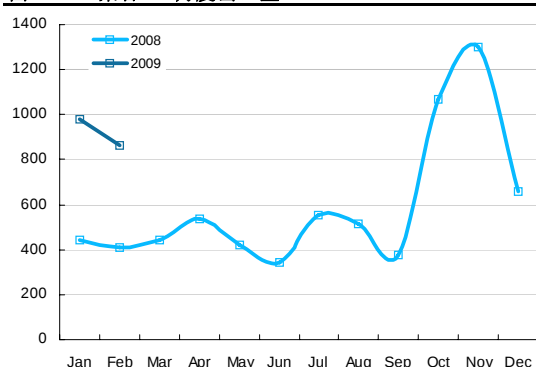


数据来源：中国化工网

2) 产品出口增加

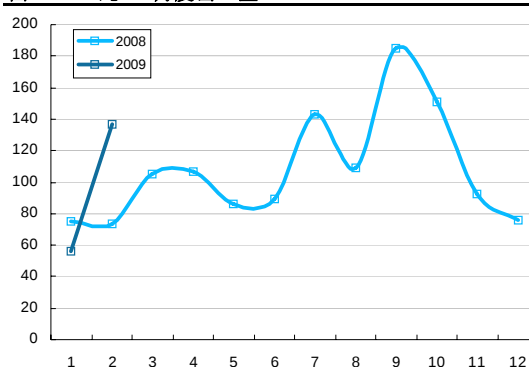
烟台万华在年初时就强调，今年工作的一个重点是要重视国外市场。一二月份，我国聚合 MDI 出口量同比增加 116%，纯 MDI 出口量同比增加 30%，出口的增加将缓解国内产能拥挤的格局。

图5 聚合MDI月度出口量



数据来源：中国海关

图6 纯MDI月度出口量

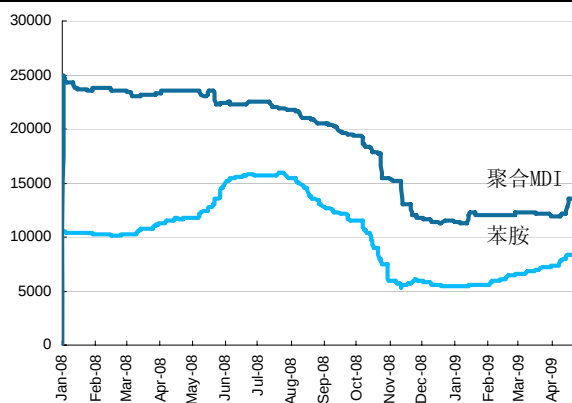


数据来源：中国海关

3) 原料价格仍处于底部，盈利能力有望得到恢复

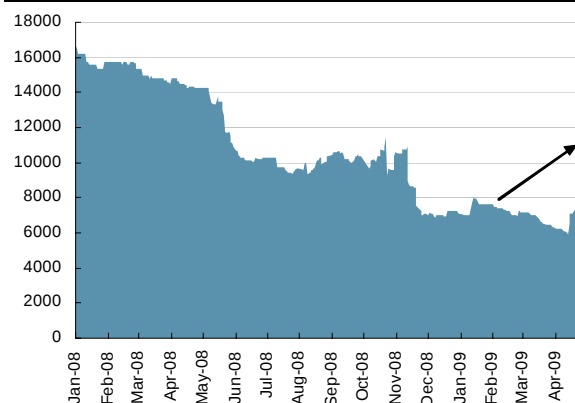
2008 年上半年，MDI 产品价格下跌，主要原材料苯胺价格上涨，两头挤压公司的盈利能力。2008 年 8 月以后，MDI 产品价格继续下跌，苯胺价格也快速下跌，整体效果是盈利空间进一步压缩。目前进入到第三阶段，苯胺价格受芳香烃整体提高，但比较缓慢，MDI 价格受下游需求拉动开始有反弹的迹象，我们认为单位产品盈利能力将触底反弹。

图7 MDI和苯胺的价格



数据来源：化工在线

图8 MDI-苯胺价差



数据来源：化工在线

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209