

## 烟台万华 (600309)

评级: 增持

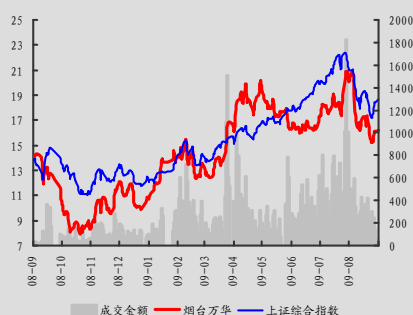
化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

600309 与上证指数走势对比



近期相关报告一览:

1、《<建筑节能三年规划>制定中, 利好建筑新材料》, 2009/4/1;

2、《MDI: 需求将有大幅增长》, 2009/4/17;

3、《烟台万华 (600309): MDI 业务进入上升周期》, 2009/4/22。

## MDI: 出厂价格连续上调

■ **MDI 出厂价格连续上调。**根据百川资讯信息, 8月31日, 烟台万华 MDI 出厂价格上调 300 元/吨至 18900 元/吨, 这是半年内万华纯 MDI 产品价格第三次上调; 与 3 月初 (16600 元/吨) 相比, 目前纯 MDI 出厂价格上涨了 13.86%。长三角地区聚合 MDI 价格也由 3 月初的 12300 元/吨上涨至目前的 15800 元/吨, 涨幅达 28.46%。(见下页价格走势图表 1、2)

■ **价格上涨原因之一: 供应量下降。**首先是厂商陆续进入设备检修阶段。烟台万华计划在十月份关闭其在山东烟台的 MDI 装置进行为期 20 天的检修; 日本聚氨酯公司将于 9 月份对其在 Nanyo 的 20 万吨/年 MDI 装置进行为期 40 天的检修。烟台万华聚氨酯公司以及日本聚氨酯公司等生产商已经在装置计划检修前降低了供应量。其次是受到经济下滑预期的影响, 一些 MDI 生产商今年以来的装置开工率一直较低, 造成了供应量有一定下降。

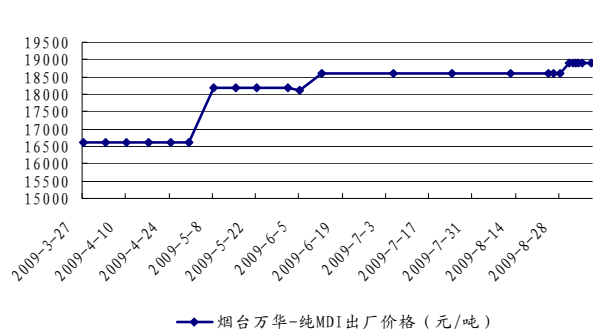
■ **价格上涨原因之二: 下游需求逐步恢复。**

◆ **家电下乡持续拉动聚合 MDI 需求。**根据家电下乡信息系统的统计, 今年上半年全国家电下乡的电器共销售 961.01 万台, 销售金额达 162.29 亿元, 每月销售额环比平均增长达到 40% 以上。在下乡家电中, 冰箱销售额 111 亿元, 占比高达 68.5%。聚合 MDI 是用于冰箱的隔热聚氨酯泡沫的原材料, 因此在冰箱持续热销的情况下, 聚合 MDI 也有旺盛的需求。随着家电下乡逐步深入实施, 聚合 MDI 销售前景乐观。另外, 建筑节能也将成为聚合 MDI 未来最有前景的一个发展方向。

◆ **纺织服装行业恢复拉动纯 MDI 需求。**纯 MDI 的下游主要为鞋底浆料、合成革、氨纶等。上半年国家将纺织品、服装的出口退税率提高到 16%, 以及纺织业振兴规划出台, 使得纺织服装、进而使化纤及鞋底浆料、合成革等行业出现复苏: 5-7 月, 化学纤维布产量同比变动情况为 -1.50%、-0.37%、0.51%, 7 月份产量开始缓慢回升 (见下页图表 3); 氨纶价格由年初的 43000 元/吨上涨到目前的 48000 元/吨, 涨幅 11.63%。

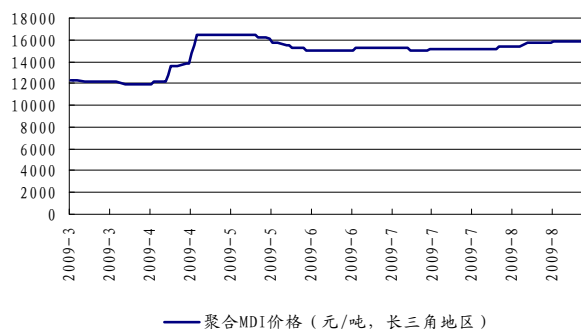
■ **烟台万华: 业绩逐步好转。**09 年中期, 公司实现每股收益 0.30 元, 同比下降 49%。业绩下降原因主要为公司产品价格、销量下滑所致, 随着公司产品价格不断上调, 以及下游需求逐步恢复, 公司业绩将逐步好转。维持对公司的业绩预测: 09 年 EPS 为 0.70 元, 10 年为 1.01 元 (利润预测见下页图表 5)。按 9 月 7 日收盘价格计算, 公司 09 年动态 PE 为 22.3 倍, 10 年动态 PE 为 15.4 倍, 相对于申万新材料行业 PE (分别为 09 年 26.8 倍, 10 年 18.1 倍, 详见下页图表 4), 公司估值水平仍然较低, 给予“增持”评级。

图表 1 烟台万华纯 MDI 出厂价格走势



数据来源：中国化工信息，百川资讯

图表 2 聚合 MDI 价格走势



数据来源：化工在线

图表 3 化学纤维布产量同比增长情况



数据来源：WIND 资讯

图表 4 申万新材料行业上市公司估值情况

| 代码        | 简称   | 价格<br>(9/7) | 每股收益（元） |      |      | 市盈率   |       |      |
|-----------|------|-------------|---------|------|------|-------|-------|------|
|           |      |             | 08A     | 09E  | 10E  | 08A   | 09E   | 10E  |
| 行业均值（整体法） |      | 12.05       | 0.34    | 0.47 | 0.70 | 23.9  | 26.8  | 18.1 |
| 002088    | 鲁阳股份 | 17.24       | 0.68    | 0.78 | 1.00 | 25.2  | 22.2  | 17.3 |
| 002165    | 红宝丽  | 19.75       | 0.60    | 0.63 | 0.86 | 46.4  | 31.5  | 23.0 |
| 600176    | 中国玻纤 | 15.28       | 0.57    | 0.63 | 0.95 | 26.7  | 24.2  | 16.1 |
| 600299    | 蓝星新材 | 12.06       | -0.29   | 0.16 | 0.59 | -41.0 | 73.6  | 20.5 |
| 600309    | 烟台万华 | 15.60       | 0.91    | 0.70 | 1.01 | 17.1  | 22.3  | 15.4 |
| 600589    | 广东榕泰 | 6.94        | 0.22    | 0.25 | 0.50 | 36.3  | 27.3  | 13.8 |
| 600636    | 三爱富  | 6.70        | -0.20   | 0.05 | 0.15 | -33.4 | 128.6 | 44.6 |

数据来源：WIND 资讯

图表 5 公司利润表预测（万元）

|               | 2008 年报   | 2009 中报   | 2009E     | 2010E      |
|---------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 一、营业总收入       | 770439.30 | 274995.90 | 683760.00 | 1139600.00 |
| 营业收入          | 770439.30 | 274995.90 | 683760.00 | 1139600.00 |
| 二、营业总成本       | 605517.32 | 231434.31 | 546570.42 | 910950.69  |
| 营业成本          | 529419.68 | 196610.82 | 459984.00 | 766640.00  |
| 营业税金及附加       | 4855.14   | 1517.13   | 3772.25   | 6287.08    |
| 销售费用          | 20714.10  | 10136.40  | 25203.52  | 42005.87   |
| 管理费用          | 45418.70  | 18598.57  | 46244.17  | 77073.62   |
| 财务费用          | 5084.35   | 3692.66   | 9181.57   | 15302.61   |
| 资产减值损失        | 25.35     | 878.73    | 2184.91   | 3641.51    |
| 三、其他经营收益      |           |           |           |            |
| 公允价值变动净收益     | -84.62    | 0.00      | 0.00      | 0.00       |
| 投资净收益         | 491.42    | 956.10    | 1500.00   | 1000.00    |
| 四、营业利润        | 165328.78 | 44517.69  | 138689.58 | 229649.31  |
| 加：营业外收入       | 38378.12  | 21598.49  | 25000.00  | 5000.00    |
| 减：营业外支出       | 1141.12   | 18.58     | 200.00    | 200.00     |
| 五、利润总额        | 202565.79 | 66097.60  | 163489.58 | 234449.31  |
| 减：所得税         | 26756.19  | 7088.35   | 26158.33  | 37511.89   |
| 六、净利润         | 175809.60 | 59009.24  | 137331.25 | 196937.42  |
| 减：少数股东损益      | 24835.96  | 8764.46   | 20397.39  | 29250.51   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 150973.64 | 50244.78  | 116933.86 | 167686.91  |
| 七、基本每股收益(元)   | 0.91      | 0.30      | 0.70      | 1.01       |

数据来源：公司公告，日信证券

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。