

烟台万华 600309.SH

MDI 价格探底回升

研究结论

- **国内厂商限产保价，MDI 价格底部回升。**近日，国内生产企业烟台万华，巴斯夫和拜耳等厂商纷纷采取设备检修的手段大幅降低开工率，聚 MDI 价格从 11 月中旬的 1.25 万元/吨上涨至目前 1.5 万元/吨。前期价格跌破成本价以及下游厂商库存不足是此次提价最主要的动因，预示着 MDI 价格底部已经探明。我们预计随着明年春节后旺季到来，MDI 价格有望稳步上涨。
- **寡头垄断再次发力，MDI 市场良性发展。**在 MDI 传统消费淡季能有如此大幅度限产提价，显示出各大厂商对市场的把握精准以及彼此间的高度默契。MDI 市场寡头垄断，使 MDI 不同于传统的化工大宗商品，具备一定的抗周期性。未来随着国内产能逐步扩大，我们认为国内市场将保持合理良性的发展态势。
- **估值安全边际高，业绩向上弹性大。**我们预计，烟台万华业绩底部将于近 1-2 个季度出现，但同时公司目前静态、动态市盈率位于历史底部，“业绩底部+市盈率底部”确保了在较大安全边际的同时业绩具有较高的向上弹性空间
- **明年下游出口量回落对 MDI 需求影响较小。**在 MDI 下游应用中，冰箱冰柜，鞋类和 PU 革是出口占比较多的领域。近年来，这些产品出口量占总产量的比重不断下降。随着国内内需的不断增加，即使明年欧美经济形势不甚明朗，出口总量下滑 10-20%，相对应的 MDI 需求量也仅减少 3-5 万吨左右，仅占全年需求量的 2-4%。

盈利预测

我们预测烟台万华 2011-2013 年 EPS 为 0.90 元，1.09 元，1.32 元，维持公司买入评级，目标价 22.9 元。

风险因素

假如国内国际宏观经济形势不断低于预期，MDI 盈利在底部徘徊的时间可能超出我们预期

假如国际原油价格在短期内大幅度下跌，公司在 MDI 产品降价的同时，必须持续消化高价的原料库存，有可能会重复 08-09 年的情形。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

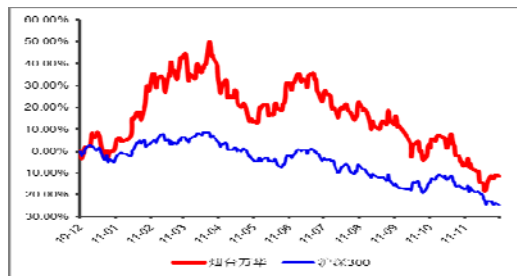
王晶（博士）
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013
杨云
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108121215

联系人

赵辰
8621-63325888 × 5101
Zhaochen1@orientsec.com.cn
虞瑞捷
8621-63325888 × 5038
yuruijie@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	（维持）
股价（2011 年 12 月 26 日）	12.63 元				
目标价格	22.90 元				
总股本/A 股（亿股）	21.62				
A 股市值（亿元）	273				
国家/地区	中国				
行业	化工服务				
报告发布日期	2011 年 12 月 27 日				

股价表现



财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9430	14317	17550	25120
同比(%)	45%	52%	23%	43%
归属母公司净利润	1530	1946	2359	2847
同比(%)	43%	27%	21%	21%
毛利率(%)	25.3%	30.2%	30.9%	27.5%
ROE(%)	24.9%	22.8%	21.7%	20.7%
每股收益(元)	0.71	0.90	1.09	1.32
P/E (倍)	17.86	14.04	11.59	9.60
P/B (倍)	4.45	3.20	2.51	1.99
EV/EBITDA	15	9	7	6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

一 毛利润已触底部，国内 MDI 厂商限产保价	3
二 公司安全边际高，业绩弹性足.....	4
三 下游出口预期下降对 MDI 需求影响较小	5
四 风险分析	7
五 盈利预测	7

图目录

图 1 MDI 价格一路走低，价差已近底部	3
图 2 公司市盈率估值已经接近历史低点	5
图 3 冰箱出口增速放缓，出口量占产量比重降低	5
图 4 皮鞋出口增速放缓，出口量占产量比重降低.....	5
图 5 皮革出口量占皮革总产量比重下降明显（以皮革服装为样本）	6

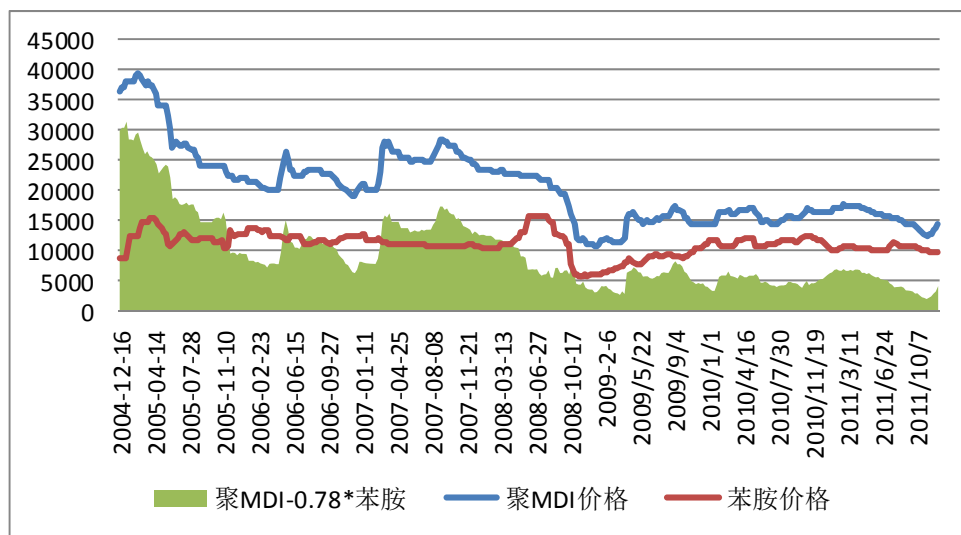
表目录

表 1 近期国内 MDI 生产装置限产，维持低位开工率	3
表 2 明年产量，价格与公司业绩敏感性分析	4
表 3 下游出口领域对应 MDI 消费量比重较小	6

一 毛利润已触底部，国内 MDI 厂商限产保价

近期，聚合 MDI 价格开始上涨，从 11 月中旬开始，华东市场聚 MDI 价格从最低时的 1.25 万元/吨涨至目前的 1.5 万元/吨。

图 1 MDI 价格一路走低，价差已近底部



资料来源：东方证券研究所

MDI 作为国内需求增速较快的产品，以前由于国内产能不足，大量依赖进口，盈利能力维持高位。而 08 年之后，随着国内产能不断放大，国内供需逐步实现平衡。参考近 5 年来的价差走势，聚 MDI 价格一路走跌，而 11 月中旬 1.25 万元/吨的价格低于厂商成本价（含营销费用），价差已经触及了历史最低点。

另一方面，由于近一年以来价格跌幅较大较快，中间贸易商和下游厂商普遍持谨慎观望的态度，采购意愿不高，导致库存已经降至低点，一旦上游厂商限制供应，将极大地刺激下游需求的反弹。这些因素都给各大 MDI 厂商限产提价带来了契机。

表 1 近期国内 MDI 生产装置限产，维持低位开工率

烟台万华	烟台装置正常，宁波一期装置 7 成开工，二期装置 11.15-12.27 检修
拜耳	总体开工率 30%，部分装置 12 月初开始检修，1 月中旬恢复
巴斯夫	开工率 25%
NPU	瑞安精馏装置 1 月开始检修 1 个月

资料来源：东方证券研究所

由于接近年底，12 月又是传统淡季，厂商的限产措施对全年业绩影响较小，此次提价的目的在于为明年的聚 MDI 市场发出了积极而明确的价格基调。

此次限产保价的另一个积极意义在于，不同于传统的大宗周期化工品，MDI 由于较高的技术壁垒，目前全球市场仍呈寡头垄断局面，卖方有能力共同维护市场的有序。此前，一直有担心未来 MDI 新建产能扩张迅速，在下游增速放缓的背景下，会造成 MDI 市场激烈的价格战，毛利率出现大幅下滑。

而此次限产行动中，各大主要厂商行动颇具默契，我们有理由相信，未来市场将保持一个良好的竞争环境和有序健康的发展。

我们预计，明年上半年，即使有部分新增产能和检修产能的释放，受春节后至6月初传统旺季的需求拉动，聚合MDI价格还将保持小幅上扬的态势。

二 公司安全边际高，业绩弹性足

公司现有产能80万吨（烟台20万吨，宁波一期30万吨，宁波二期30万吨）。今年在价格高企的情况下，预计全年产量在70-75万吨。明年，在宁波扩建的60万吨装置有望投产，其中一季度投产10万吨，二季度投产20万吨，年底投产30万吨，折合明年产能将达到100万吨左右，我们预计明年销量可以达到85-90万吨。

我们假设1 明年苯胺，烧碱等主要原材料价格不变，单位成本与今年持平；2 纯MDI与聚合MDI价差4500元/吨；3 根据历史经验，每增加5万吨产量中，聚合MDI占60%，纯MDI 40%。从表中可以看出，在一定产量下，MDI吨价每增长500元，对应烟台万华EPS增长9-11分钱；在一定单价下，每增长5万吨产量，对应EPS增加6-8分钱左右。而总体而言，EPS对价格的敏感度要高于对产量的敏感度。

表2 烟台万华2012年业绩敏感性分析（销量：万吨，MDI价格：万元/吨）

EPS（元）	70万吨	75万吨	80万吨	85万吨	90万吨	95万吨	100万吨
1.55万元	0.48	0.52	0.56	0.59	0.62	0.66	0.70
1.6万元	0.56	0.61	0.66	0.69	0.73	0.77	0.82
1.65万元	0.64	0.69	0.75	0.79	0.84	0.88	0.94
1.7万元	0.72	0.78	0.84	0.89	0.94	0.99	1.05
1.75万元	0.80	0.87	0.93	0.99	1.05	1.11	1.17
1.8万元	0.88	0.96	1.03	1.09	1.15	1.21	1.28
1.85万元	0.96	1.04	1.12	1.19	1.26	1.33	1.40
1.9万元	1.05	1.13	1.21	1.29	1.36	1.44	1.51
1.95万元	1.13	1.22	1.30	1.38	1.46	1.54	1.63
2万元	1.21	1.30	1.40	1.48	1.57	1.65	1.75

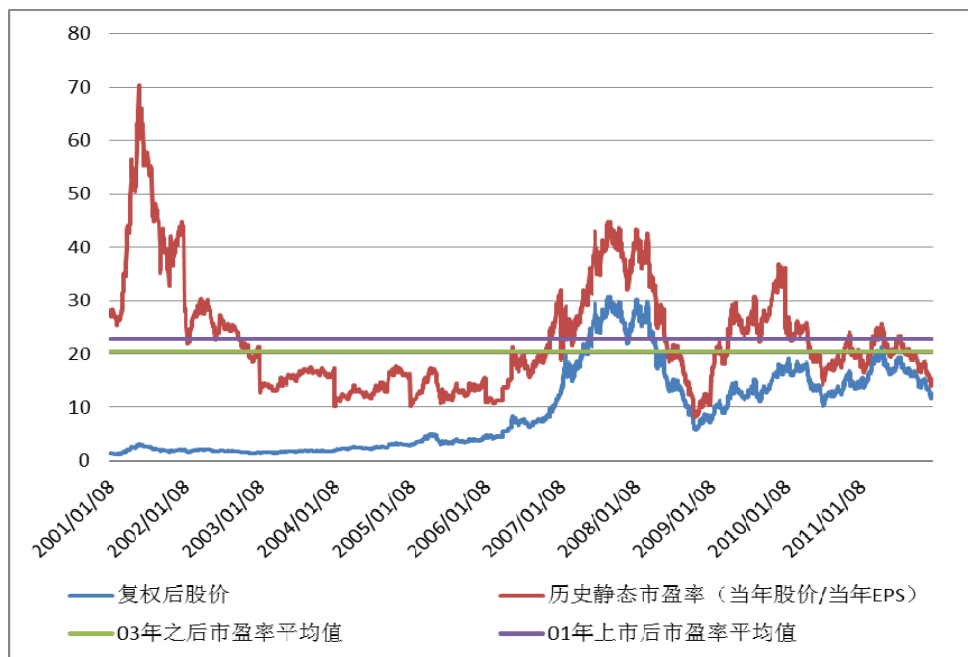
资料来源：东方证券研究所

而从目前的情况来看，明年的最差情景是全球MDI需求量与今年持平，公司明年销量0增长，价格维持在目前的单价1.65万元/吨（其中聚合MDI 1.5万元/吨，纯MDI 1.95万元/吨），在此情景下，对应明年EPS为0.69元。

我们认为，明年在MDI价格不大幅上涨的情况下，公司年销量有望达到85万吨以上，维持20%左右的增长，烟台万华对应的EPS在1元左右是大概率事件。

从历史估值来看，我们也认为公司目前估值已经到了历史低位，按我们今年 EPS 0.9 元预测计算，目前静态市盈率仅为 14 倍左右，2012 年动态市盈率 11.5 倍，而历史平均静态市盈率为 22.8 倍。

图 2 公司市盈率估值已经接近历史低点

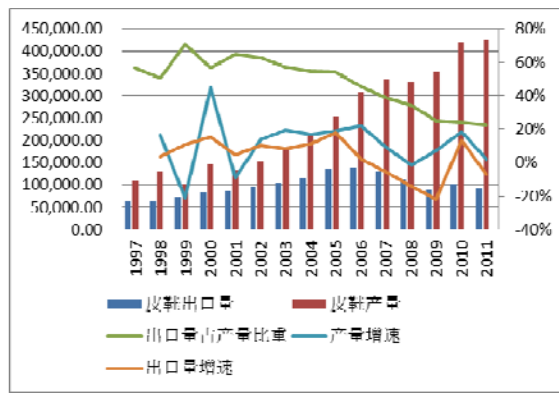
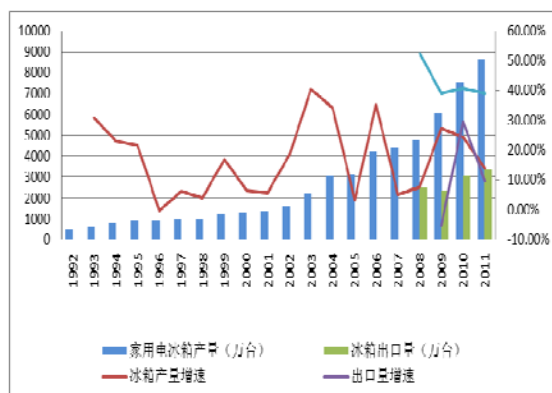


资料来源：东方证券研究所

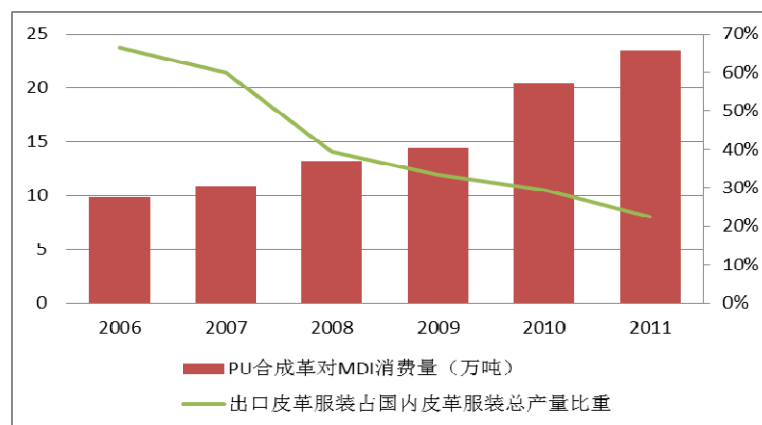
三 下游出口预期下降对 MDI 需求影响较小

市场认为明年欧洲受欧债危机的影响，我国整体出口增速有可能会下滑，而 MDI 作为纺织，鞋类，皮革和冰箱家电的重要原材料，受到影响会比较大。而我们分析，认为下游出口增速的降低并不会对 MDI 的消费量有严重的影响。

图 3 冰箱出口增速放缓，出口量占产量比重降低 图 4 皮鞋出口增速放缓，出口量占产量比重降低



资料来源：Wind 东方证券研究所

图 5 皮革出口量占皮革总产量比重下降明显（以皮革服装为样本）


资料来源：Wind 东方证券研究所

在 MDI 下游消费领域中，冰箱冰柜，皮革，皮鞋以及氨纶是出口比重较大的领域，从出口数据来看，近年来，我国冰箱，皮革，鞋类的出口量增速普遍低于我国产量增速，鞋类出口今年甚至出现负增长，这导致了出口量占产量比重逐年降低，相应的 MDI 消费比重也在下降。

我们按照今年各行业出口占产量的比重计算，近年相对应的下游出口需求 MDI 消费量在 27.1 万吨左右，仅占国内 MDI 需求总量 126.9 万吨的 21.4%。即使明年欧美地区经济下滑，消费疲软，出口下滑 10%-20%，对应的 MDI 消费量也仅减少 2.7-5.4 万吨，占明年需求量的 2-4%

表 3 下游出口领域对应 MDI 消费量比重较小 (万吨)

	2010 年	2011 年	2011 年下游产品出口量占总产量比重	对应出口领域 MDI 消费量
纯 MDI				
浆料	20.4	23.5	22%	5.17
鞋底原液	10.67	11.2	22%	2.464
氨纶	5.5	5.5	50%	2.75
其他	4.44	4.9		
聚合 MDI				
冰箱	29.6	33.4	39%	13.026
冰柜	8.8	9.5	39%	3.705
建筑	11.6	12.2		
汽车	6.1	6.7		
其他	17.9	20		
总计	115.05	126.9		27.115

资料来源：Wind 东方证券研究所

四 风险分析

假如国内国际宏观经济形势不断低于预期，MDI 盈利在底部徘徊的时间可能超出我们预期

假如国际原油价格在短期内大幅度下跌，公司在 MDI 产品降价的同时，必须持续消化高价的原料库存，有可能会重复 08—09 年的情形。

五 盈利预测

我们预测烟台万华 2011—2013 年 EPS 为 0.90 元， 1.09 元， 1.32 元，维持公司买入评级，目标价 22.9 元

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4801	7867	8128	11198
现金	898	2544	1053	989
应收账款	608	880	877	1005
其它应收款	42	105	105	161
预付账款	520	718	1461	2208
存货	1168	1130	1819	2733
其他	1563	2490	2812	4102
非流动资产	8142	9657	11309	12910
长期投资	20	20	20	20
固定资产	6930	7559	8840	10175
无形资产	229	828	679	546
其他	962	1251	1770	2170
资产总计	12943	17524	19437	24108
流动负债	3722	4753	3251	3858
短期借款	2277	1800	721	668
应付账款	577	702	869	1369
其他	869	2251	1660	1821
非流动负债	2066	2696	2992	3292
长期借款	2023	2663	2963	3263
其他	43	33	29	29
负债合计	5788	7449	6243	7150
少数股东权益	1009	1540	2301	3220
股本	1663	2162	2162	2162
资本公积	109	59	59	59
留存收益	4371	6317	8676	11523
归属母公司股东权益合计	6146	8535	10893	13739
负债和股东权益	12943	17524	19437	24108

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	413	2615	1771	2093
净利润	1721	2477	3120	3766
折旧摊销	353	376	597	671
财务费用	35	97	86	98
投资损失	-203	-9	-5	-5
营运资金变动	-1673	-278	-2034	-2435
其它	181	-48	7	-1

利润表

单位:百万元

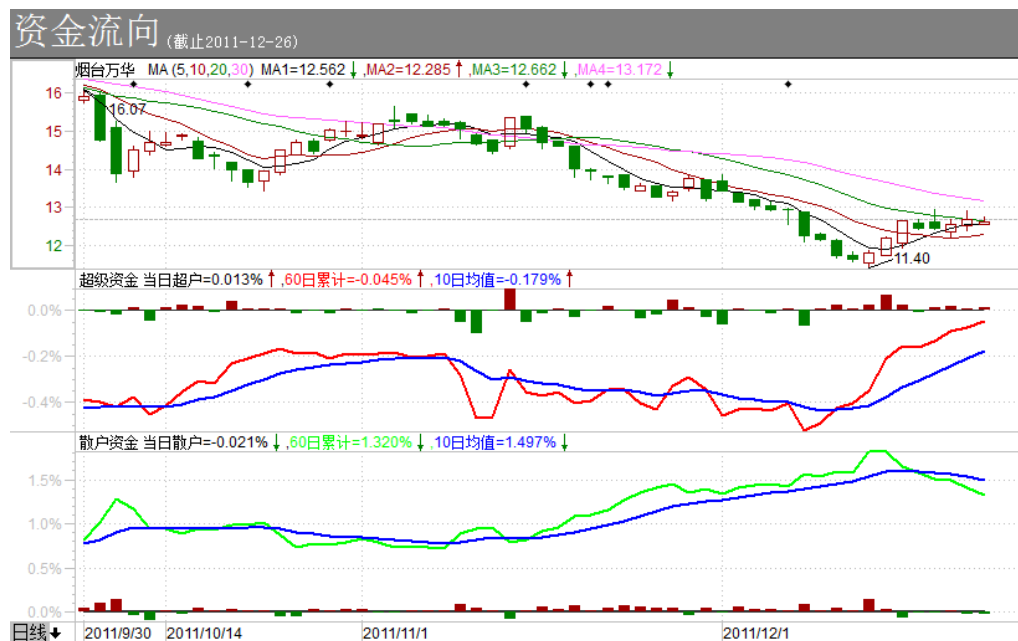
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9430	14317	17550	25120
营业成本	7042	10000	12130	18220
营业税金及附加	27	60	88	126
营业费用	274	358	526	754
管理费用	536	902	1053	1507
财务费用	35	97	86	98
资产减值损失	32	11	11	11
公允价值变动收益	-15	-4	-1	-1
投资净收益	203	9	5	5
营业利润	1673	2894	3660	4409
营业外收入	267	80	80	80
营业外支出	2	25	25	6
利润总额	1938	2949	3715	4483
所得税	217	472	594	717
净利润	1721	2477	3120	3766
少数股东损益	191	531	762	919
归属于母公司净利润	1530	1946	2359	2847
EBITDA	2061	3367	4342	5177
EPS (元)	0.71	0.90	1.09	1.32

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	45.2%	51.8%	22.6%	43.1%
营业利润	46.8%	73.0%	26.5%	20.5%
归属于母公司净利润	43.5%	27.2%	21.2%	20.7%
获利能力				
毛利率	25.3%	30.2%	30.9%	27.5%
净利率	16.2%	13.6%	13.4%	11.3%
ROE	24.9%	22.8%	21.7%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	44.7%	42.5%	32.1%	29.7%
净负债比率				
流动比率	1.29	1.66	2.50	2.90
速动比率	0.98	1.42	1.94	2.19
营运能力				

投资活动现金流	-1443	-1845	-2259	-2270	总资产周转率	0.83	0.94	0.95	1.15
资本支出	1299	1430	2256	2267	应收账款周转率	20	19	20	27
长期投资	-85	-174	0	0	应付账款周转率	13.29	15.64	15.44	16.28
其他	-228	-589	-3	-3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1587	877	-1003	114	每股收益	0.71	0.90	1.09	1.32
短期借款	150	-477	-1079	-54	每股经营现金流	0.19	1.21	0.82	0.97
长期借款	1402	640	300	300	每股净资产	2.84	3.95	5.04	6.35
普通股增加	0	499	0	0	估值比率				
资本公积增加	61	-49	0	0	P/E	17.86	14.04	11.59	9.60
其他	-26	263	-224	-132	P/B	4.45	3.20	2.51	1.99
现金净增加额	549	1646	-1492	-63	EV/EBITDA	15	9	7	6

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn