

分析师： 刘元瑞 (8621)68751310 meiyinxi@gmail.com

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 梅崧玺 (8621)68751310 meiyinxi@gmail.com

MDI 价格旺季反弹

事件描述

烟台万华 4 月份 MDI 挂牌价上涨 1000 元/吨，聚合 MDI 报价上涨至 18000 元/吨，纯 MDI 上涨至 19400 元/吨，超出市场预期。我们有六点评论：

第一：旺季来临，下游需求良好是 MDI 价格连续上涨的主要原因。

第二：按照 4 月份的最新报价，万华当前盈利已经恢复至 2009 年 3 季度水平，2010，2011 年年化业绩分别为 0.91，1.04。

第三：2010 年 4 月起，亚洲装置集中检修，MDI 价格上涨有继续超预期的可能。

第四：万华业绩受益于 MDI 涨价，弹性十足。

第五：受益于需求恢复，产能扩张放缓，未来 2~3 年内 MDI 行业周期向上，万华具有极大的配置价值。

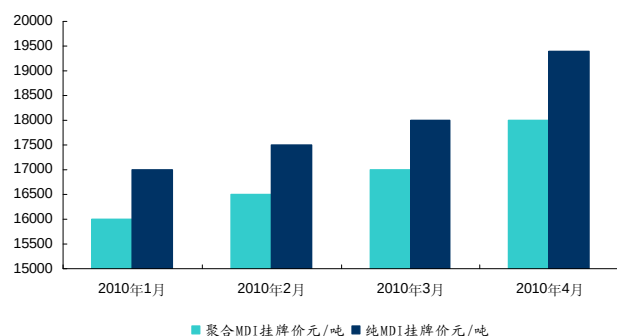
第六：估值：预计 2010 年，2011 年万华业绩分别为 1.09 元和 1.71 元，对应 PE 分别为 22 和 14。考虑到未来 MDI 行业大周期向上，短期 MDI 涨价有继续超预期的可能，MDI 生产的不稳定性因素犹存，建筑节能的概念长期存在，维持对万华的“推荐”评级。

事件评论

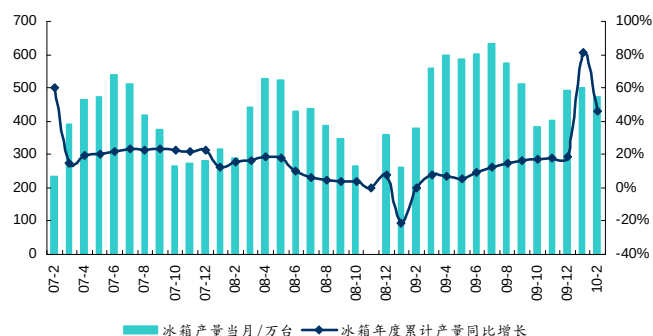
第一，旺季来临需求向好是 MDI 价格上涨的主要原因。

烟台万华 4 月 1 日公布产品报价，MDI 挂牌价较 3 月份上涨 1000 元/吨，聚合 MDI 报价上涨至 18000 元/吨，纯 MDI 报价上涨至 19400 元/吨。MDI 挂牌价格连续 4 个月上涨，聚合 MDI，纯 MDI 价格 2010 年以来累计涨价幅度分别达到 2000，2400 元/吨。

受益于家电下乡政策的持续和补贴范围的扩大，截止 2010 年 2 月份，MDI 主要下游冰箱累计产量达到 975 万辆，同比增长达到 45%。尽管同比的大幅增长部分原因是由于 2009 年 1 月份基数较低，但我们也注意到，2006~2010 年 2 月份冰箱累计产量分别为 722，604，641，975 万台，可以看出，2010 年冰箱产量同比大幅增长更大程度上并非是由于基数的原因。

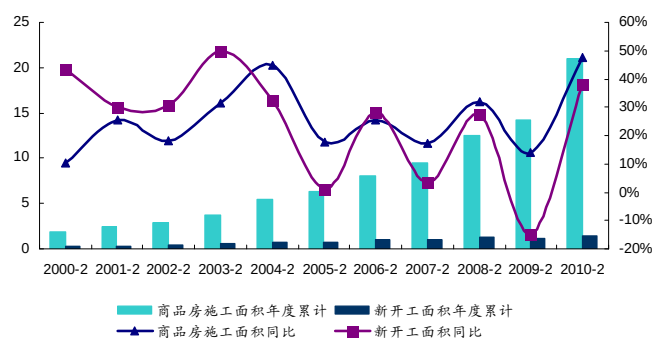
图 1：2010 年以来 MDI 挂牌价格连续 4 个月上涨


资料来源：环球聚氨酯网，长江证券研究所

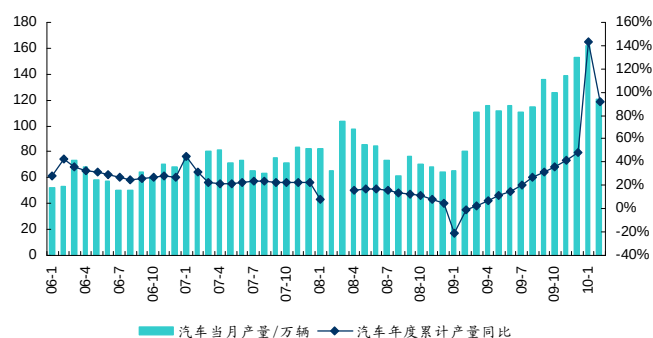
图 2：下游冰箱 2010 年需求继续大幅增长


资料来源：Wind，长江证券研究部

其他各个下游子行业存在类似的情况，2010 年以来，汽车的月度产量，地产的新开工面积保持了 2009 年下半年以来的高增长，我们认为 MDI 需求恢复良好是支撑 MDI 大幅涨价的主要原因。

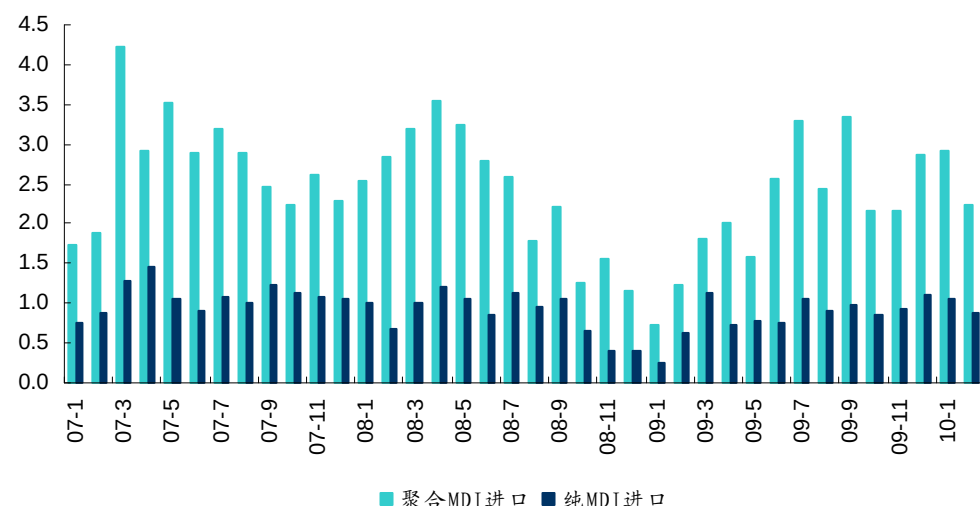
图 3：2010 年以来下游房地产保持高增长


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：2010 年以来下游汽车行业保持高增长


资料来源：Wind，长江证券研究部

2010 年以来，MDI 月度进口数据同比大幅增长，从某种程度上证明了 2010 年旺盛的需求。国内 MDI 价格迟迟没有大幅上涨，主要是因为国际 MDI 价格上涨滞后于国内，1，2 月份国内市场受到低价货源冲击。

图 5：2010 年起 MDI 进口量大幅增加


资料来源：长江证券研究部

我们预计 3、4 月份 MDI 美金报价上涨后，进口将会大幅减少，也将为 MDI 涨价提供更加强烈的支撑。

表 1: MDI 美金报价上调情况

日期	MDI 美金报价上调情况
2010-2-24	NPU 聚合 MDI 美金报价上调 200 美元至 2050 美元。
2010-3-1	自 3 月 1 日起在整个欧洲范围内上调其多元醇及 MDI、TDI 等产品的价格 200 欧元/吨
2010-3-3	巴斯夫三月聚合 MDI 合同价 16200 元，较二月小幅上调。
2010-3-3	拜耳三月聚合 MDI 合同价 17000 元，较而月大幅上调。
2010-3-3	亨斯迈三月聚合 MDI 合同价 17300 元，较二月大幅上调。
2010-3-25	NPU 四月聚合 MDI 报价 2100-2150 美元，上调 50-100 美元，实际接盘价格尚未确定。
2010-3-25	巴斯夫四月聚合 MDI 合同价 16700 元，上调 500 元。
2010-4-1	BAYER 聚合 MDI 四月合同价上调至 17800 元，较三月上调 800 元。

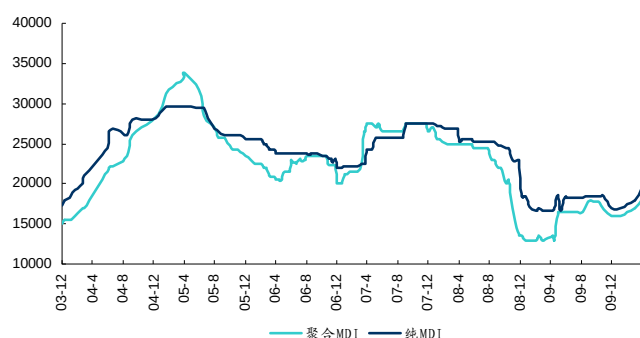
资料来源：环球聚氨酯网，长江证券研究部

第二：MDI 再次涨价后当前的盈利水平已经恢复至 2009 年 3 季度的水平。当前盈利已经恢复至去年三季度水平，按照当前盈利简单的年化，2010，2011 业绩将达到 0.9，1.04 元。

2009 年三季度万华聚合 MDI 报价是 16500 元/吨，纯 MDI 报价为 18000 元/吨，苯胺采购价格是 8000 元/吨，当前聚合 MDI 报价为 18000 元/吨，纯 MDI 报价为 19400 元/吨，苯胺采购价格约为 10000 元/吨。苯胺大约上涨 2000 元/吨，按照 0.78 的吨耗，MDI 成本约上升 1500 元/吨，但当前 MDI 涨价的幅度已经完全足以覆盖上升的成本。

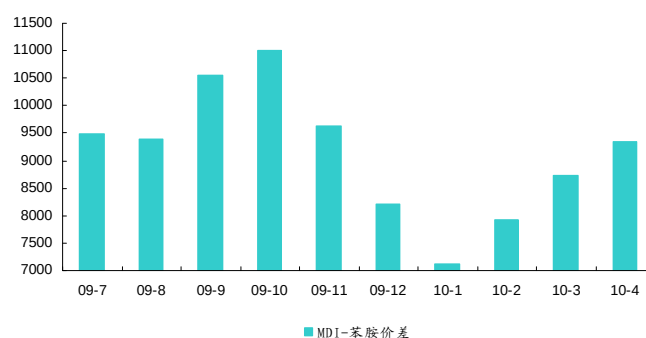
去年三季度经常性损益 $\text{eps}0.17$ ，产能 $20+30 \times 0.75=42.5$ ，按照 2010 年宁波万华中期投产估计，2010 年权益产能为 $20+45 \times 0.75=53.75$ ，年化业绩为： $0.17/42.5 \times 53.5 \times 4=0.85$ ，预计补贴账面上还剩 1 个亿左右，2010 年业绩将达到 0.9。2011 年年化为： $0.17/42.5 \times 65 \times 4=1.04$ （2011 年假设没有补贴收入）。

图 6: 2010 年以来万华 MDI 挂牌价格连续上涨



资料来源：环球聚氨酯网，长江证券研究部

图 7: 当前盈利水平恢复至 2009 年 3 季度的水平



资料来源：化工在线，环球聚氨酯网，长江证券研究部

第三：2010 年 4 月起，亚洲装置集中检修，MDI 价格上涨有继续超预期的可能。

2010 年 4 月，亚洲 MDI 装置逐渐实施各自的年度检修计划。2010 年装置检修的集中程度高于 2009 年。联恒 24 万吨停产 2 周（原本预期 1 周），拜耳 35 万吨预计停产检修 20 天，万华 5 月份预计检修一个月，NPU5 月份检修 50 天。我们认为 4 月份起 MDI 装置集中检修将使 4~5 月份 MDI 供给偏紧，预计价格还有上涨的空间。

表 2: 2010 年计划检修产能（未考虑万华自身的检修计划）

公司	产能	时间
上海联恒	24	3 月下旬起 15~20 天
上海 BAYER	35	4 月, 预计 20 天左右
日本三井	6 万吨	5 月 6 日~6 月 24 日
日本 NPU	20 万吨	40~50 天
韩国锦湖	19/7.5	3~4 月份
万华	20/30	5 月份

资料来源: 长江证券研究部

表 3: 2009 年上半年停产产能

公司	产能
烟台万华（开工 65%）	50
上海联恒（开工 75%）	24
日本 NPU 新装置	20

资料来源: 环球聚氨酯, 长江证券研究部

第四: 万华受益 MDI 价格上涨弹性十足。

万华的收入超过 80% 来自 MDI, 对 MDI 涨价具有较高的弹性。按照 $20+60 \times 0.75=65$ 万吨的权益产能, MDI 均价每上涨 1000 元, 公司的业绩将上涨 0.23 元。

表 4: 万华 2010 年业绩对 MDI 价格的敏感性分析

纯 MDI 价格/含税	18000	19000	20000	21000	22000
聚合 MDI 价格/含税					
17000	0.698	0.767	0.837	0.906	0.976
18000	0.827	0.897	0.966	1.036	1.105
19000	0.956	1.027	1.095	1.166	1.234
20000	1.085	1.157	1.224	1.296	1.363
21000	1.214	1.287	1.353	1.426	1.492

资料来源: 长江证券研究部

表 5: 万华 2011 年业绩对 MDI 价格的敏感性分析

纯 MDI 价格/含税	20000	21000	22000	23000	24000
聚合 MDI 价格/含税					
19000	1.258	1.337	1.415	1.493	1.573
20000	1.404	1.483	1.562	1.640	1.717
21000	1.550	1.627	1.707	1.785	1.862
22000	1.696	1.772	1.853	1.931	2.007
23000	1.842	1.917	1.999	2.077	2.152

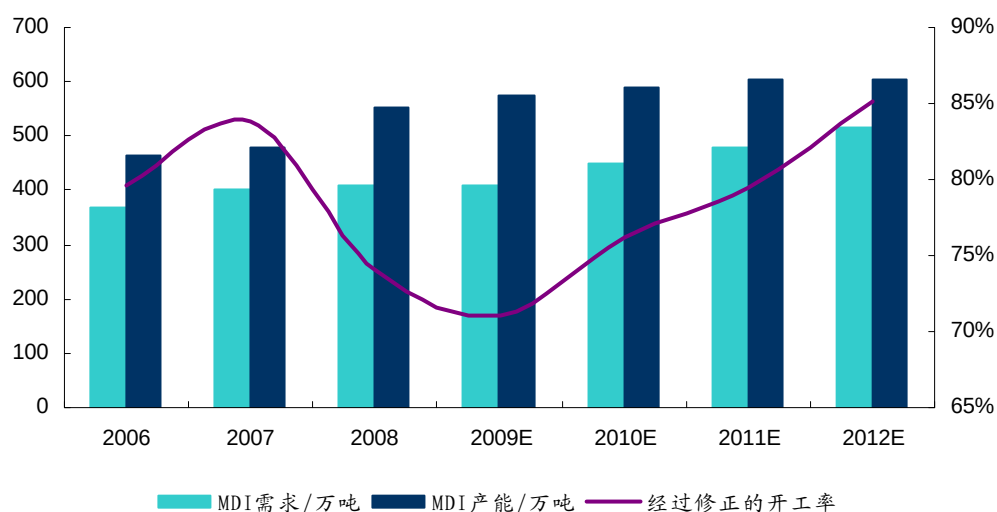
资料来源: 长江证券研究部

第五: 未来 2~3 年内全球 MDI 行业周期向上, 万华具有极大的配置价值。

2009 年底, 全球 MDI 产能达到 574.1 万吨, 需求预计达到 408 万吨, 开工率约为 70%, 可以说是行业最困难的一年。随着产能扩张的放缓, 2010~2012, 全球 MDI 产能同比增长 2.6%, 2.5%, 0%, 全球需求将随 GDP 的复苏而保持在 10%, 7%, 7%, 保证行业景气度向上。此外, 我国 MDI 的进口替代还没有完成, 出口空间广阔, 每年消化产能 10~15 万吨, 完全能够消化我国的近两年内新增产能, 国内行业景气将持续向上, 万华也因此具有极高的配置价值（详见我

们的深度报告《十年周期又轮回，万华迎来再腾飞》）。

图 8: 预计 2011 年全球 MDI 开工率将可以恢复至 2006 年的水平



资料来源：中国化工信息，Nexant，长江证券研究部

第六：估值

我们预计 2010 年，2011 年万华业绩分别为 1.09 元和 1.71 元，对应 PE 分别为 22 和 14。考虑到未来 MDI 行业大周期向上，短期 MDI 涨价有继续超预期的可能，MDI 生产的不稳定性因素犹存，建筑节能的概念长期存在，维持对万华的“推荐”评级。

表 6: 万华关键销售假设预测（2011 年开工率按 90% 计算）

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
总产量	10.44	12.55	24.54	33.62	36.60	40.00	64.00	72.00
聚合挂牌价/含税	20830	27943	22139	25809	22809	15360	19000	21000
聚合 MDI 销量	6.78	8.16	15.95	21.85	24.00	29.25	41.60	46.80
聚合 MDI 单位毛利	5470	7588	5088	7018	4511	1299	3194	5104
聚合 MDI 毛利率	38.33%	36.19%	34.42%	40.68%	30.08%	14.21%	26.08%	36.57%
纯挂牌价/含税	23785	27736	23812	25173	25113	17625	20000	22000
纯 MDI 销量	3.65	4.39	8.59	11.77	13.00	15.75	22.40	25.20
纯 MDI 单位毛利	11198	12406	9344	10750	9284	6765	7579	9489
纯 MDI 毛利率	44.24%	42.02%	40.98%	50.57%	45.49%	38.94%	39.07%	44.95%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7704	6683	12063	15299	货币资金	1272	1122	2694	5290
营业成本	5294	5081	8380	9810	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2410	1603	3683	5489	应收账款	308	267	483	612
% 营业收入	31.3%	24.0%	30.5%	35.9%	存货	600	580	0	0
营业税金及附加	49	42	76	96	预付账款	703	675	1113	1302
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	207	180	326	413	流动资产合计	3835	3471	5778	9090
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	454	401	724	918	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	185	185	185	185
财务费用	51	47	16	8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.1%	0.1%	固定资产合计	2813	3005	3206	3300
资产减值损失	0	-5	25	15	无形资产	144	137	130	123
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	31	0	4	2
营业利润	1653	937	2517	4038	其他非流动资产	855	855	855	855
% 营业收入	21.5%	14.0%	20.9%	26.4%	资产总计	7863	7653	10157	13556
营业外收支	372	400	200	200	短期贷款	1271	0	0	0
利润总额	2026	1337	2717	4238	应付款项	187	173	284	333
% 营业收入	26.3%	20.0%	22.5%	27.7%	预收账款	67	67	121	153
所得税费用	268	67	408	636	应付职工薪酬	52	50	83	97
净利润	1758	1270	2310	3602	应交税费	20	7	30	46
归属于母公司所有者					其他流动负债	388	371	617	729
的净利润	1509.7	1069.4	1820.6	2839.5	流动负债合计	1985	668	1136	1358
少数股东损益	248	201	489	763	长期借款	412	412	412	412
EPS (元/股)	0.91	0.64	1.09	1.71	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	3	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	14	14	14	14
经营活动现金流净额	2000	1795	2382	3483	负债合计	2413	1094	1562	1784
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	4817	5726	7274	9687
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	632	832	1322	2084
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5449	6559	8596	11772
固定资产投资	-1009	-467	-521	-453	负债及股东权益	7863	7653	10157	13556
其他	83	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-926	-467	-521	-453		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.908	0.643	1.095	1.707
股权融资	55	0	0	0	BVPS	2.90	3.44	4.37	5.82
银行贷款增加 (减少)	-240	-1271	0	0	PE	24.95	35.23	21.97	14.05
筹资成本	979	-207	-289	-434	PEG	1.06	1.50	0.88	0.57
其他	-1958	0	0	0	PB	7.82	6.58	5.18	3.89
筹资活动现金流净额	-1164	-1478	-289	-434	EV/EBITDA	19.41	29.20	12.38	7.43
现金净流量	-90	-150	1572	2596	ROE	31.3%	18.7%	25.0%	29.3%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业研究员

梅崮玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券从事化工行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。