

分析师：	刘俊	(8621)68751310	meiyx@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490208090171
联系人：	梅崧玺	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn		
	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	张翔	(8627) 65799773	zhangxiang1@cjsc.com		

MDI 价格受成本支撑看涨 宁波万华二期投产在即

事件描述

烟台万华 2010 年 8 月 18 日公布半年报，主要内容为：

公司 2010 年上半年实现营业总收入 43.80 亿元，同比增加 59.29%；实现营业利润 6.97 亿元，同比增长 56.59%；实现归属上市公司股东的净利润 6.05 亿元，同比增长 20.55%；实现基本每股收益 0.36 元，同比增加 20%。公司营业外收入 1.03 亿元，实现扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.32 元，同比增加 60%。万华业绩基本符合预期，我们有以下六点点评：

第一，同比看，2009 年上半年基数较低和 2010 年 MDI 量价齐增是公司业绩同比大幅改善的主要原因。环比看，MDI 价差下半年可能低于上半年，公司 3,4 季度可能面临一定的成本压力。

第二，当前 MDI 价格基本见底，当前全球报价有所上涨，MDI 国内价格有上涨的可能。

第三，MDI 行业复苏程度整体上看低于预期，我们推测可能是国际 MDI 供需恢复低于预期，导致国际厂商向中国大幅倾销所致。一方面解释了苯胺涨价，国内下游冰箱还可以的情况下，MDI 价格持续下跌，但另一方面也基本确认了当前基本为 MDI 价格的底部。

第四，根据我们之前的逻辑，我们认为 2011 年将是全球 MDI 行业供需恢复正常的一年，2012 年 MDI 的价格将因供不应求而大幅上涨。根据 NEXANT 2010 年 5, 6 月份的预测，全球 MDI 的需求 2010 年起将进入快速发展期，我们认为，认为 2011 年 MDI 盈利情况跟 2009 年保持一致的预测是非常保守的。若 MDI 如期改善，高弹性的蓝筹股是值得期待的。

第五，宁波万华二期即将投产，万华的股价存在短期的催化剂。

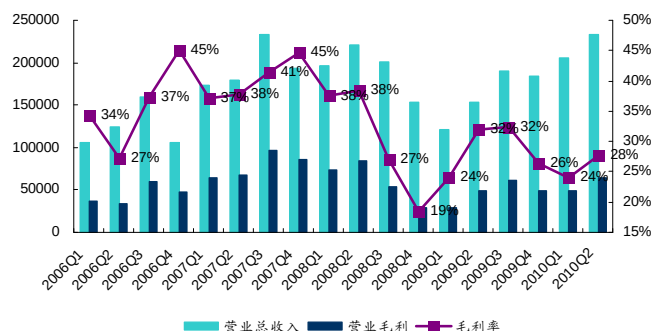
第六，盈利预测和估值，假设 MDI 2010~2012 年没有明显的改善，预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.734,0.959,1.163，对应 PE 分别为 22.92，17.55，14.47。考虑到当前 MDI 价格见底且短期有涨价的可能，万华业绩的高弹性，这轮反弹以来万华的涨幅较小有补涨的需求，22 倍的估值在化工白马中仍具有相对优势，以及宁波万华二期三季度末将正式投产，我们维持对万华的“推荐”评级。

事件评论

第一，同比看，2009 年上半年基数较低和 2010 年 MDI 量价齐增是公司业绩同比大幅改善的主要原因。环比看，MDI 价差下半年可能低于上半年，公司 3,4 季度可能面临一定的成本压力。

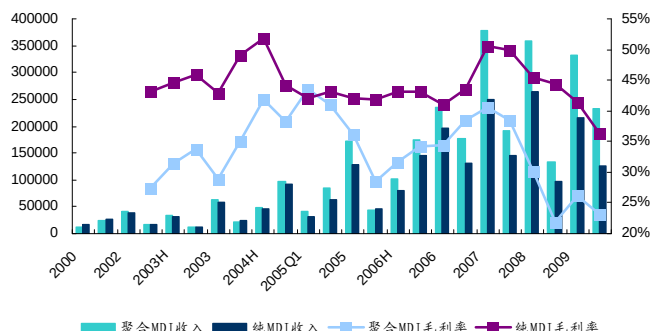
万华的营业收入，营业利润，归属上市公司股东的净利润分别较去年同期上涨 59.29%，56.59%，20.55%，我们认为主要是公司 2009 年上半年销量受到金融危机的影响所致。我们注意到，公司的 2010 年 1 季度，2 季度毛利率较 2009 年同期改善幅度并不大，但营业毛利去大幅增长，预计主要是 2010 年公司开工率显著高于 2009 年同期所致。事实上，公司 2009 年 5 月份之前，公司的产能并未满开，而 2010 年以来，公司基本保持满产。

图 1：公司 2010 年 1，2 季度营业收入，利润大幅提高



资料来源：公司公告，长江证券研究部

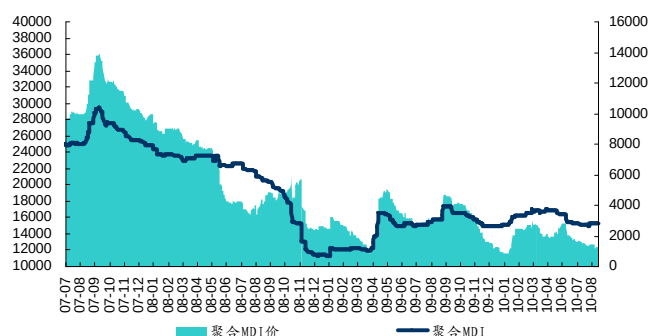
图 2：2010 年 1，2 季度营业收入改善幅度大于毛利率



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

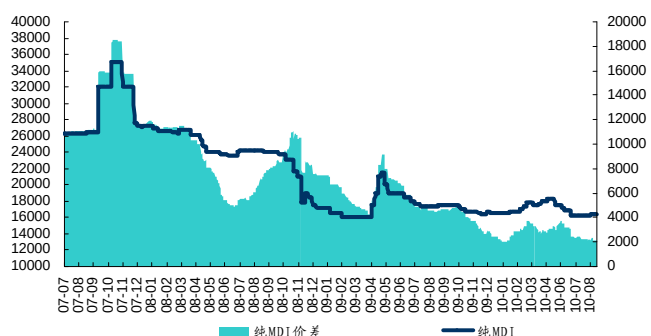
环比来看，公司 2 季度价差较 1 季度小幅改善，营业利润大幅改善的主要原因主要还跟销量有关。MDI 行业二季度受益于主要下游冰箱，冰柜，保温工程等行业的季节性特点，二季度处于销售旺季。

图 3：聚合 MDI 价差 2010 年 2 季度小幅改善



资料来源：公司公告，长江证券研究部

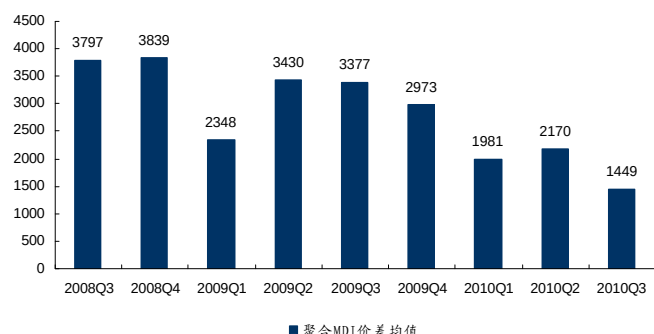
图 4：纯 MDI 价差 2010 年 2 季度小幅改善



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

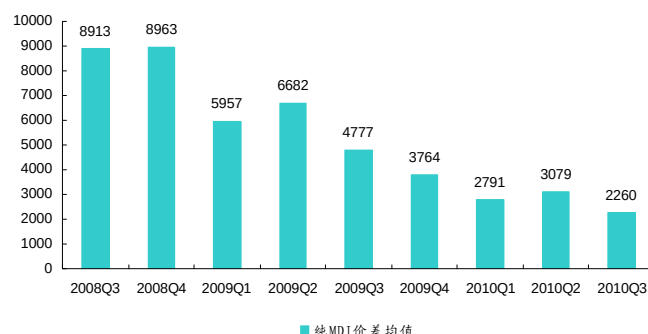
完全从价差上看，聚合 MDI，纯 MDI 价差 2 季度较 1 季度环比改善幅度为 300 元/吨，但 3 季度以来，苯胺价格较高，MDI 价格持续走弱，盈利价差恶化较为明显，公司 3,4 季度可能面临一定的成本压力。

图 5: 聚合 MDI 价差 2010 年 2 季度小幅改善



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 纯 MDI 价差 2010 年 2 季度小幅改善

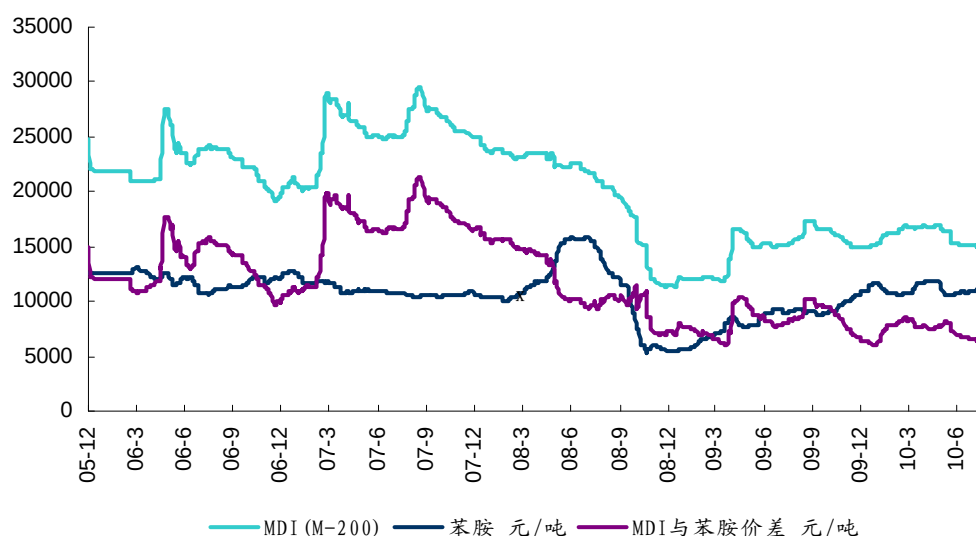


资料来源: 中国资讯网, 长江证券研究部

第二, 受成本支撑, 当前 MDI 价格基本见底, 全球报价有所上涨, MDI 国内价格有上涨的可能。

3 季度以来苯胺价格维持高位, MDI 价格持续走弱, 导致 MDI/苯胺价差基本接近前期低点, 我们认为受到成本支撑, 当前 MDI 价格见底的可能性较大。市场层面, 7,8 月份以来, 拜耳, BASF 厂开工有所降低, 进口货源补充相对缓慢, 市场对 MDI 的消耗持续进行。当前贸易商和经销商的库存压力不大, 吸收心态加重。此外, 前几个月 MDI 价格走势疲软, 囤货行为不多, 9 月份纯 MDI 即将进入行业销售旺季, 聚合 MDI 在 10 月底之前仍有需求, 我们认为未来 MDI 价格有上涨的可能。

图 7: 当前 MDI 价差接近前期低点



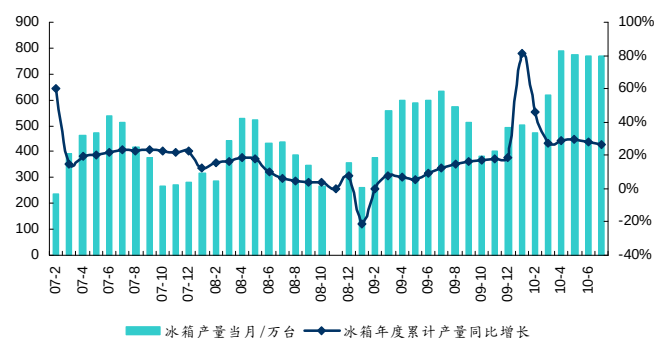
资料来源: 化工在线, 长江证券研究部

外盘方面, 全球 MDI 供应商三季度因低迷的行情, 加大安排检修, NPU20 万吨新装置 8 月 23 日起开始检修, 预计 10 月上旬开车, 7 万吨和 13 万吨老装置正常生产。此外, 全球 MDI 报价近期有了 200 美元/吨的涨幅, 我们认为在成本支撑, 供应商开工降低的情况下, MDI 行业有一个自身的盈利修复的过程。

第三, MDI 行业复苏程度整体上看低于预期, 我们推测可能是国际 MDI 供需恢复低于预期, 导致国际厂商向中国大幅倾销所致。一方面解释了苯胺涨价, 国内下游冰箱还可以的情况下, MDI 价格持续下跌, 但另一方面也基本确认了当前基本为 MDI 价格的底部。

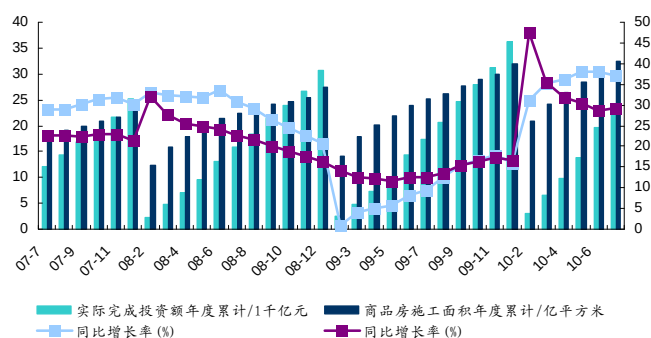
从上面的价差图上看，MDI 在销售旺季的 2,3 季度持续走弱，2010 年 MDI 的价格走势应该来说是低于预期的。MDI 的主要下游冰箱等领域需求增幅并未低于预期，MDI 价格在主要下游冰箱地产增速尚可的情况下持续走弱，我们分析主要是由于国内市场受到外围冲击的影响。2010 年进口量同比大幅增长印证了这一判断。

图 8：聚合 MDI 下游冰箱增速尚可



资料来源：公司公告，长江证券研究部

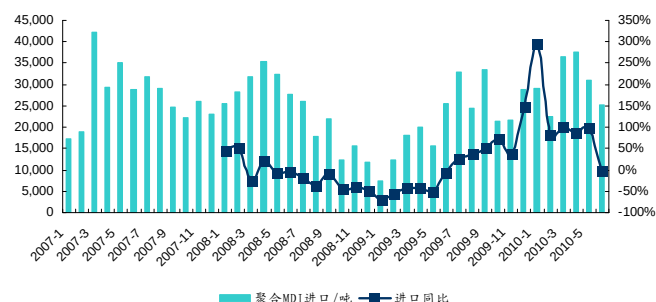
图 9：聚合 MDI 下游地产增速尚可



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

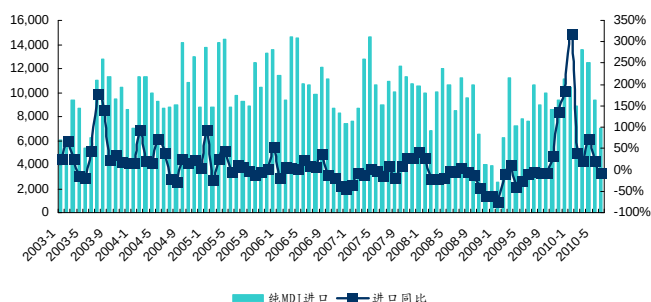
2010 年无论是聚合 MDI 还是纯 MDI 进口来增速均大幅提高，进口增速一季度最高的时候甚至达到 300%，我们认为进口冲击是导致国内 MDI 价格低于预期的主要原因。之所以受到进口冲击，我们推测是由于国内 MDI 下游的复苏程度大于全球，因此全球 MDI 价格因自身需求的萎靡价格维持低位，冲击了国内需求还可以的 MDI 行业。

图 30：2010 年聚合 MDI 进口量大增



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：2010 年纯 MDI 进口量大增



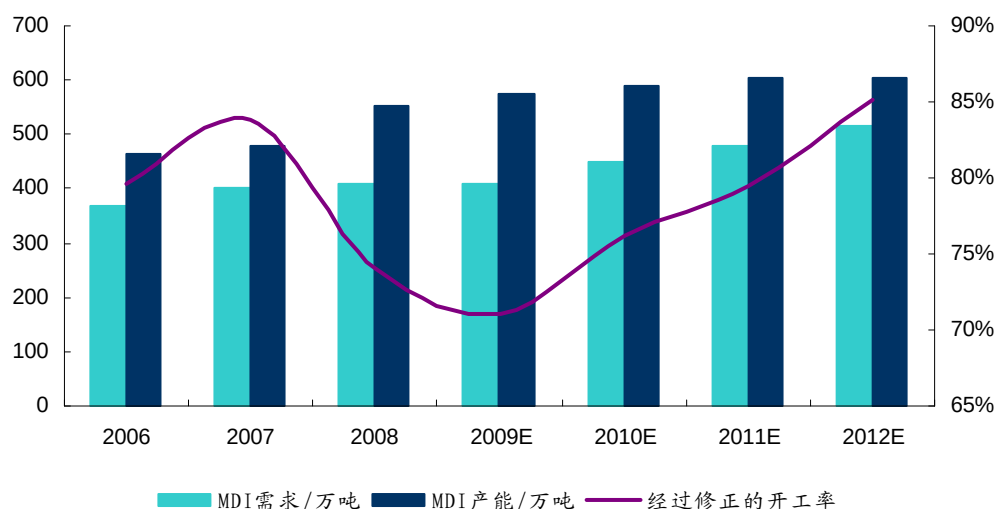
资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

观察进口的数据，2010 年 6 月份，由于国内价格持续低迷且苯胺价格维持高位，成本的压力致使国际厂商降低开工，进口同比增长也显著降低。我们预期未来受到进口冲击的幅度将会减小，也就是说当前情况下，未来 MDI 市场不会受到更严重的进口冲击，即当前 MDI 价格基本位于底部。

第四，根据我们之前的逻辑，我们认为 2011 年将是全球 MDI 行业供需恢复正常的一年，2012 年 MDI 的价格将因供不应求而大幅上涨。根据亨斯曼 2010 年 5, 6 月份的预测，全球 MDI 的需求 2010 年起将进入快速发展期，我们认为，认为 2011 年 MDI 盈利情况跟 2009 年保持一致的预测是非常保守的。若 MDI 如期改善，高弹性的蓝筹股是非常值得期待的。

根据我们之前的《十年周期又轮回 万华迎来再腾飞》万华深度报告中的观点：受益于未来 2~3 年内 MDI 产能扩张放缓，2010 起全球 MDI 供需形势将逐渐恢复，2011 年将达到供需平衡，2012 年 MDI 价格将因供不应求而大幅上涨。我们对 2011 年，2012 年 MDI 全球供需形势的改善还是抱有信心的。

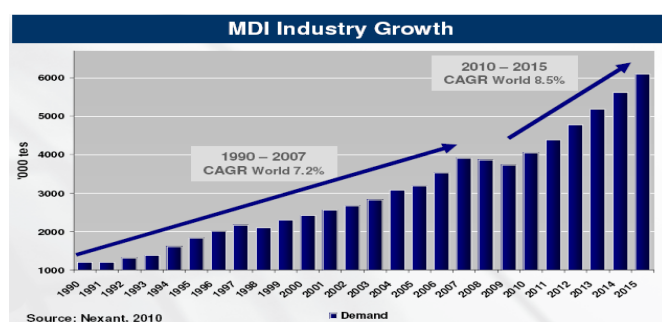
图 12: 预计 2011 年全球 MDI 开工率将可以恢复至 2006 年的水平



资料来源：中国化工信息，Nexant，长江证券研究部

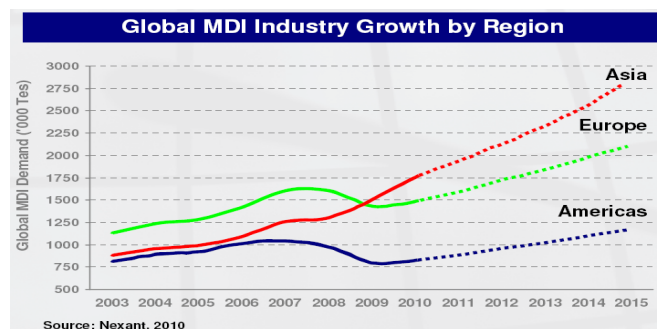
根据 NEXANT2010 年最新的预测，全球 MDI 行业 2010 年起将进入快速发展期，未来将维持 8.5% 的增速。亚洲 MDI 需求的增速将显著高于欧洲，美国。美国和欧洲，建筑喷涂用 MDI 市场的增速将高于喷涂市场的增速，也显著高于建筑的增速，将继续保持高速增长。我们认为，全球 MDI 需求的快速增长是值得期待的。

图 43: 2010 年起 MDI 需求将进入快速增长期



资料来源：Nexant，长江证券研究部

图 14: 2010 年起 MDI 需求将进入快速增长期



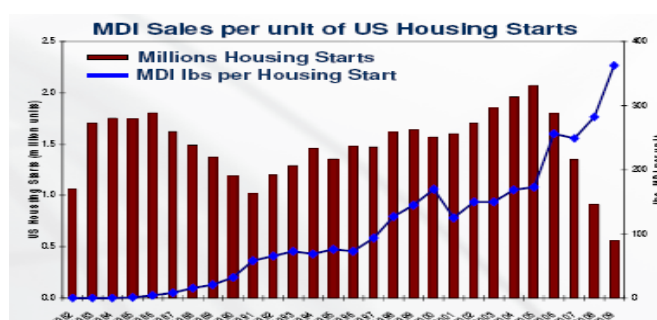
资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

图 55: MDI 随技术创新具有广阔的空间



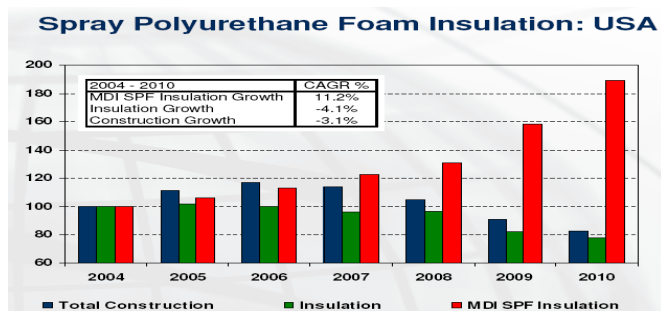
资料来源：Nexant，长江证券研究部

图 16: 美国建筑用 MDI 发展迅速



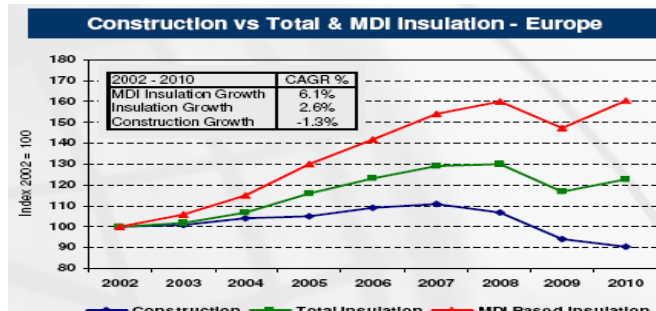
资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

图 67: 美国用于喷涂的 MDI 增速高于建筑本身



资料来源: Nexant, 长江证券研究部

图 18: 欧洲用于喷涂的 MDI 增速高于建筑本身



资料来源: 中国资讯网, 长江证券研究部

第五, 宁波万华即将投产, 万华的股价存在短期的催化剂。

宁波二期项目投产在即(苯胺价格降低 1000 元/吨, 提升毛利率), 2011 年春季炒作建筑节能, 蓝筹股的补涨等因素使得公司股价短期可能存在刺激。宁波二期项目开始试车, 预计三季末能够顺利达产, 36 万吨苯胺配套后, 预计成本能降低 1000 元/吨, 若由此打破苯胺的供需格局, 国内苯胺和纯苯价差大幅缩小, 公司的成本压力将会盈利明显改善。此外, 每年春季两会前后都会炒一波建筑节能行情, 大约从 10,11 月份开始, 但随着市场越来越有效, 一致预期形成后, 行情的启动将会越来越早。最后, 借助农产品涨价预期的支撑, 化工的白马公司这波反弹普遍有 30%以上(宜化 40%, 华鲁 35%, 钾肥 37%, 新安 49%, 金发 50%), 万华较最低点涨幅为 27%。参考 2010 年业绩, 多数化工白马公司的估值都在 25 倍以上, 我们认为若后期市场持续向好, 万华有强烈的补涨的需求。

第六, 盈利预测和估值:

保守预计, 假设 MDI2010~2012 年没有明显的改善, 预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.734,0.959,1.163, 对应 PE 分别为 22.92, 17.55, 14.47。考虑到当前 MDI 价格见底且短期有涨价的可能, 万华业绩的高弹性, 这轮反弹以来万华的涨幅较小有补涨的需求, 22 倍的估值在化工白马中仍具有相对优势, 以及宁波万华二期三季度末将正式投产, 我们维持对万华的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6493	9059	10043	11164	货币资金	1177	906	1004	2090
营业成本	4607	6748	7051	7699	交易性金融资产	57	57	57	57
毛利	1886	2311	2992	3464	应收账款	347	482	534	594
% 营业收入	29.0%	25.5%	29.8%	31.0%	存货	756	1103	1152	1258
营业税金及附加	28	38	43	47	预付账款	655	960	1002	1094
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	7	7	8
销售费用	235	326	362	402	流动资产合计	3761	4583	4943	6419
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	450	625	693	770	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	长期股权投资	199	199	199	199
财务费用	54	115	75	39	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	1.3%	0.7%	0.3%	固定资产合计	5525	5644	5671	5556
资产减值损失	10	18	7	8	无形资产	137	130	123	117
公允价值变动收益	6	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	23	0	0	0	递延所得税资产	40	2	1	1
营业利润	1139	1188	1813	2198	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	17.5%	13.1%	18.1%	19.7%	资产总计	9661	10558	10937	12292
营业外收支	311	200	0	0	短期贷款	2252	1526	452	0
利润总额	1450	1388	1813	2198	应付款项	619	909	949	1037
% 营业收入	22.3%	15.3%	18.1%	19.7%	预收账款	140	190	211	234
所得税费用	170	167	218	264	应付职工薪酬	58	87	91	99
净利润	1280	1221	1595	1934	应交税费	-71	59	75	89
归属于母公司所有者					其他流动负债	202	291	306	335
的净利润	1066.4	1221.4	1595.5	1934.1	流动负债合计	3201	3062	2084	1795
少数股东损益	213	0	0	0	长期借款	621	621	621	621
EPS (元/股)	0.64	0.73	0.96	1.16	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	2	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	12	12	12	12
经营活动现金流净额	1454	1244	1987	2278	负债合计	3836	3695	2717	2428
取得投资收益	17	0	0	0	归属于母公司	5051	6089	7446	9090
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	774	774	774	774
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5825	6863	8219	9863
固定资产投资	-1738	-491	-500	-412	负债及股东权益	9661	10558	10937	12292
其他	-35	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1772	-491	-500	-412		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.641	0.734	0.959	1.163
股权融资	49	0	0	0	BVPS	3.04	3.66	4.48	5.46
银行贷款增加 (减少)	1190	-726	-1074	-452	PE	26.25	22.92	17.55	14.47
筹资成本	1021	-299	-315	-329	PEG	1.20	1.04	0.80	0.66
其他	-2869	0	0	0	PB	5.54	4.60	3.76	3.08
筹资活动现金流净额	-610	-1025	-1389	-781	EV/EBITDA	20.03	17.39	11.85	9.58
现金净流量	-927	-272	98	1086	ROE	21.1%	20.1%	21.4%	21.3%

分析师介绍

梅崑奎，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。