

分析师： 刘俊 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 梅崙崙 (8621) 68751310 meiyx@cjsc.com.cn

原料苯胺加速下跌超出市场预期 MDI 价差迅速扩大

事件描述

根据化工在线的数据，苯胺价格迅速下跌，从前期高点 12500 下跌到了 12 月 31 日的 11400 元/吨，元旦之后再次下跌至 10700 元/吨，苯胺下跌的速度和趋势，MDI 价差的改善速度大幅超出市场预期，我们认为，按照当前的价差衡量，预计万华一季度业绩将达到 0.3 元以上。

万华 2010 年业绩没有兑现最大的原因是苯胺不正常的大幅涨价，当前这个问题已经得到完全的解决。从目前开始，全球从现在至 2013 年底，没有新增的 MDI 产能投放，未来 3 年，MDI 的供需将逐渐改善，景气向上和业绩弹性将再次成为市场关注的焦点，我们认为周期性底部的行业可适当给予较高的估值，考虑到盈利价差的改善，我们上调 2010，2011，2012 年业绩至 0.91，1.33，1.78 元，对应 PE 为 22.48,15.34,11.49，给予 2011 年 1.33 元业绩 25 倍估值，上调目标价至 33.25，维持“推荐”。

事件评论

第一，苯胺价格下跌 MDI 盈利价差改善超出市场预期。

根据化工在线的数据，苯胺价格迅速下跌，从前期高点 12500 下跌到了 12 月 31 日的 11400 元/吨，元旦之后再次下跌至 10700 元/吨，苯胺下跌的速度和趋势，MDI 价差的改善速度符合我们的预期，但明显超出市场的预期，据此推算，万华一季度业绩有望得到 0.3 元，我们之前预测万华 2011 年业绩为 1.2 元，考虑到 1 季度为 MDI 的需求淡季，我们上调 2011 年业绩预测至 1.33 元。

节后将逐渐开始进入 MDI 的需求旺季，我们结合自身的判断和行业内人士的交流，认为当前经销商备货不足，MDI 价格将维持当期水平，甚至还有可能上涨 200~300 元/吨。

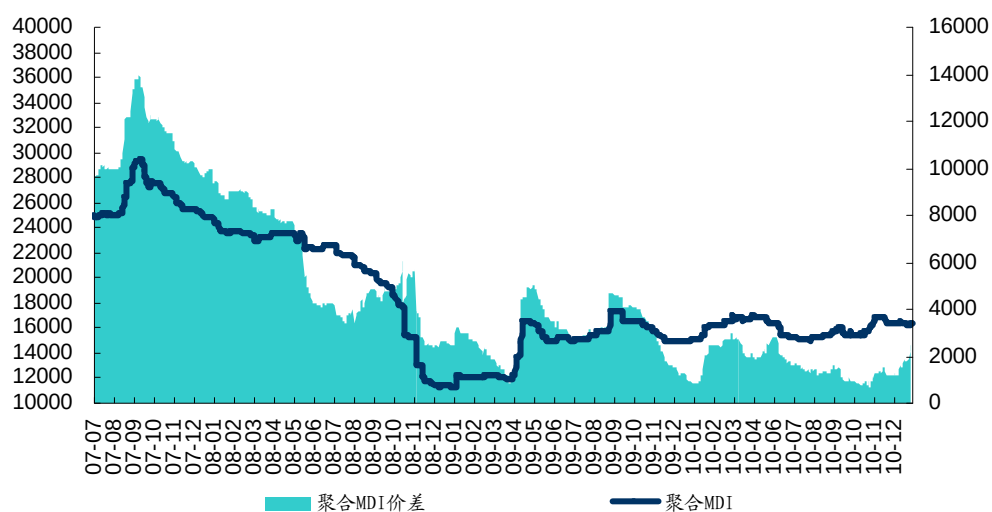
我们之前的报告中一直强调，苯胺价格在宁波二期投产后将打破国内苯胺的供给平衡，苯胺价格和纯苯价格不正常的价差将恢复正常，苯胺价格将大幅下跌，万华价差将迅速改善，如今得到市场的验证。我们还注意到当前纯苯的价格在原油的支撑下是逐渐上行的，从 7150（对应苯胺 12500 元/吨）上涨到 7350。

关于苯胺的数据请参考我们之前的报告：

2010 年 09 月 01 日《MDI 涨价 利润从苯胺向下游 MDI 转移将超市场预期.doc》

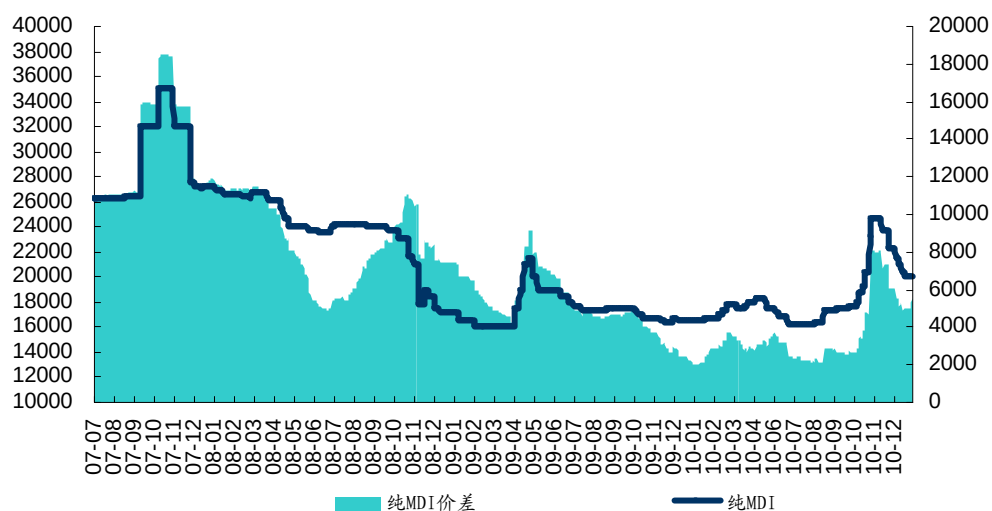
2010 年 12 月 23 日《宁波二期如期投产 苯胺弱势致业绩超预期端倪初现.doc》

图 1：聚合 MDI 价差在苯胺下跌的情况下迅速改善



资料来源：长江证券研究部

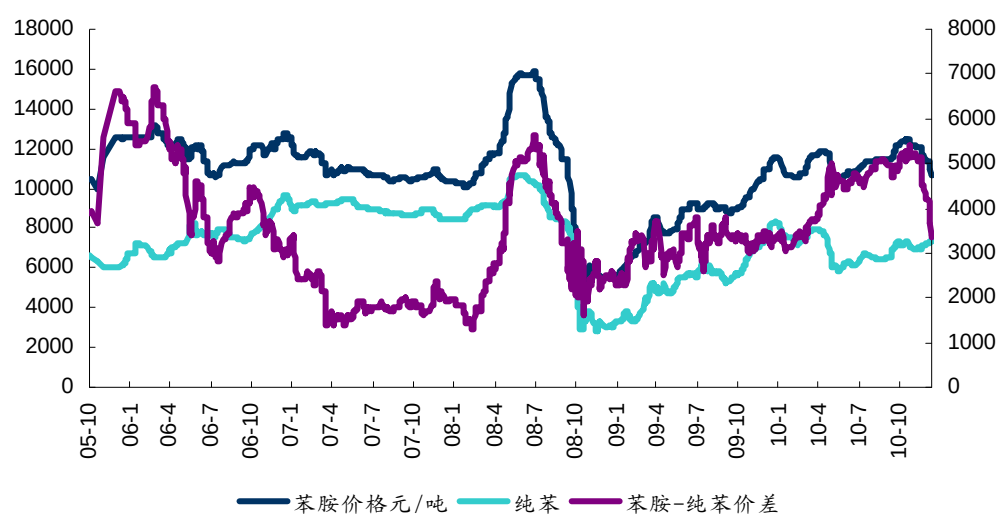
图 2：纯 MDI 价差在苯胺下跌的情况下迅速改善



资料来源：长江证券研究部

当前苯胺和纯苯价差急剧回落，从前期不正常的高位水平恢复到目前的历史均值附近，完全印证了我们之前的判断。

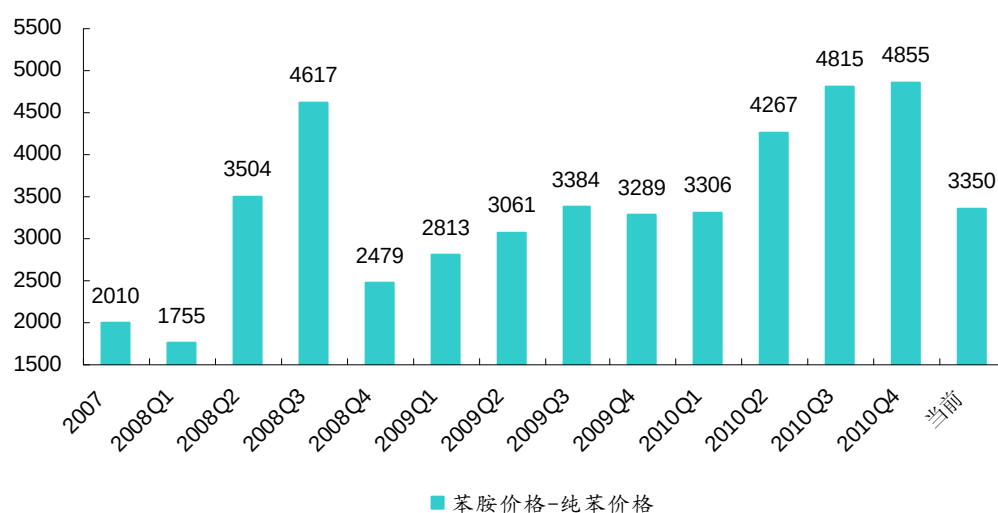
图 3：苯胺在纯苯价格强势的时候大幅下跌



资料来源：长江证券研究部

从数值上看，价差回落了 1500 元/吨，考虑到万华苯胺自身还能赚 1000 元/吨左右，MDI 每吨约消耗 0.75~0.8 吨苯胺，成本降低幅度可能有 $(1500+1000) \times 0.8 = 2000$ 元/吨，这个幅度明显超出市场预期。

图 4：苯胺-纯苯价差恢复到历史平均水平



资料来源：长江证券研究部

当前的价差较一季度的价差改善约为 1500 元/吨，不考虑自身苯胺赚钱的部分的情况下，万华一季度季度权益产量约为 $(20+30 \times 0.75+30 \times 0.75 \times 0.8)/4 = 15.13$ 万吨，价差改善对业绩的影响为 $15.13 \times 0.1448/16.6 = 0.112$ 元。

表 1：苯胺成本降低对业绩改善的影响

	聚合均价	纯均价	苯胺均价	甲醇均价	液氯均价	聚合价差	纯价差
1 季度	15969	16983	10988	2712	1562	5248	6248
2 季度	16385	17527	11279	2228	1693	5404	6546
3 季度	15399	16852	11267	2324	1683	4420	5872
4 季度	16335	21886	12046	3002	2160	4317	9864
当前	16450	20100	10700	2940	1850	5769	9419

聚合/纯比例	0.65	0.35
	338	1110
当前价差较去年一季度平均水平改善		1448

资料来源：长江证券研究部

第二，盈利预测和估值

当前二期开工 8 成，当前权益产能为 $(20+30*0.75+30*0.75*0.8)=60.5$ 万吨，2010 年同期为 42.5 万吨，同比增长为 42.35%，万华 2010 年一季度扣非业绩为 0.14 元，只考虑量的增长的情况下，业绩为 0.2 元，考虑到价差的改善，万华一季度业绩将超过 0.3 元，考虑到 1 季度为 MDI 的需求淡季，历史上二三季度业绩较一季度均能够环比大幅改善，我们认为万华的业绩将超出之前市场的预期。

之前大火和拜耳扩能的两次误杀，目前看建筑节能不会得到禁止，拜耳扩能遥不可及，市场的短期悲观情绪基本得到纠正。

万华 2010 年业绩没有兑现最大的原因是苯胺不正常的大幅涨价，当前这个问题已经得到完全的解决。从目前开始，全球从现在至 2013 年底，没有新增的 MDI 产能投放，未来 3 年，MDI 的供需将逐渐改善，景气向上和业绩弹性将再次成为市场关注的焦点，我们认为周期性底部的行业可适当给予较高的估值，考虑到盈利价差的改善，我们上调 2010，2011，2012 年业绩至 0.91，1.33，1.78 元，对应 PE 为 22.48,15.34,11.49，给予 2011 年 1.33 元业绩 25 倍估值，上调目标价至 33.25，维持“推荐”。

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	8135	10853	12928	货币资金	1177	814	1222	3436
营业成本	4607	5719	7084	8123	交易性金融资产	57	57	57	57
毛利	1886	2416	3769	4806	应收账款	347	433	577	688
% 营业收入	29.0%	29.7%	34.7%	37.2%	存货	756	934	1157	1326
营业税金及附加	28	34	46	55	预付账款	655	813	1006	1154
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	6	8	10
销售费用	235	293	391	465	流动资产合计	3761	4017	5308	8196
% 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	561	749	892	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	102	51	26	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	1.3%	0.5%	0.2%	固定资产合计	5525	5635	5670	5572
资产减值损失	10	11	19	15	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	1	2	2
营业利润	1139	1414	2513	3353	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	17.5%	17.4%	23.2%	25.9%	资产总计	9661	9982	11303	14087
营业外收支	311	300	0	0	短期贷款	2252	910	0	0
利润总额	1450	1714	2513	3353	应付款项	619	770	954	1093
% 营业收入	22.3%	21.1%	23.2%	25.9%	预收账款	140	171	228	271
所得税费用	170	206	302	402	应付职工薪酬	58	74	91	105
净利润	1280	1509	2211	2951	应交税费	-71	69	100	131
归属于母公司所有者					其他流动负债	202	248	311	358
的净利润	1066.4	1508.7	2211.3	2950.5	流动负债合计	3201	2242	1683	1959
少数股东损益	213	0	0	0	长期借款	621	621	621	621
EPS (元/股)	0.64	0.91	1.33	1.77	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	1788	2209	3112	负债合计	3836	2875	2316	2592
取得投资收益	17	0	0	0	归属于母公司	5051	6334	8213	10721
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	7107	8987	11495
固定资产投资	-1738	-481	-509	-429	负债及股东权益	9661	9982	11303	14087
其他	-35	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1772	-481	-509	-429		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.641	0.907	1.329	1.774
股权融资	49	0	0	0	BVPS	3.04	3.81	4.94	6.45
银行贷款增加 (减少)	1190	-1343	-910	0	PE	31.80	22.48	15.34	11.49
筹资成本	1021	-328	-383	-468	PEG	0.79	0.56	0.38	0.28
其他	-2869	0	0	0	PB	6.71	5.35	4.13	3.16
筹资活动现金流净额	-610	-1671	-1292	-468	EV/EBITDA	24.03	18.29	10.95	7.95
现金净流量	-927	-364	408	2215	ROE	21.1%	23.8%	26.9%	27.5%

分析师介绍

梅崮玺，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），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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。