



证券研究报告·上市公司动态

化工新材料

MDI 价格底部已现，未来将趋势性上涨

国内需求增速放缓与国外厂商的错误判断导致国内 MDI 价格下跌

上半年国内聚合 MDI 价格连续下跌，MDI 行业景气度较低，我们认为主要是以下两点造成国内 MDI 价格的连续下跌：第一，国内宏观经济形势较为严峻，国内固定资产投资的下降，导致国内 MDI 的需求增速由 2013 年的 14% 大幅放缓至 5% 左右；第二，受 2012、2013 年国内新增 MDI 需求量在 20 万吨左右的影响，国外厂商对中国 2014 年 MDI 的新增需求量做出了错误的判断，认为今年国内 MDI 仍将大幅增长，这导致国外厂商出口到中国的 MDI 量较大。

进口货源亏损较大，国内 MDI 价格已经见底

今年 6 月，国内聚合 MDI 的成交价格最低跌至 14500 元/吨，该价格属于历史最低价，我们估算，在此价格下，万华化学的聚合 MDI 毛利率跌至 25%-28%；国内进口的日韩 MDI 价格跌破 2000 美元/吨（CIF），折合人民币价格 12000 元/吨，考虑到日韩 MDI 的生产成本至少比万华高 1500 元/吨，我们认为在此价格下，日韩货已经大幅亏损，而且亏损的不只是三项费用与折旧，已经涉及到亏损原材料成本。因此，我们综合判断认为聚合 MDI 价格跌至低点，已经没有下跌的空间。

美国 MDI 价格连续上涨，亚洲和美洲间 MDI 的套利空间巨大

过去的十几年里，国内 MDI 的价格一直是全球的高点，但自 2013 年以来，国内 MDI 的价格连续下跌，国内 MDI 价格已经低于欧美地区；2012 年初美国聚合 MDI 的价格在 2600 美元/吨，随着美国经济的复苏，美国房地产开工率的增长，美国 MDI 需求较好，价格持续上涨，2014 年 7 月，美国聚合 MDI 价格为 3300 美元/吨，较 6 月份上涨 100 美元/吨。

中国 MDI 运输至美国的运费约为每吨 200 美元，考虑到 6.5% 的进口关税，按照目前国内聚合 MDI 成交价 15000 元/吨测算，中国聚合 MDI 到美国的套利空间超过 3000 元/吨；而日韩货，进口至中国的价格 2000 美元/吨，日韩到美国无需关税，在考虑到运费后，日韩货与美国 MDI 的价格超过 6000 元/吨（未考虑日韩货的质量）。

国外厂商已经开始修正对国内市场的错误判断

目前，亚洲 MDI 与欧美 MDI 市场间套利空间巨大，而日韩

万华化学 (600309)

调高

买入

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440510120027

发布日期：2014 年 7 月 24 日

当前股价：15.45 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.90/1.34	-2.32/-2.93	-1.48/-5.79
12 月最高/最低价 (元)		21.21/14.2
总股本 (万股)		216233.47
流通 A 股 (万股)		216233.47
总市值 (亿元)		334.08
流通市值 (亿元)		334.08
近 3 月日均成交量 (万)		813.08
主要股东		
万华实业集团有限公司		50.50%

股价表现



相关研究报告

14.04.15	受四季度检修影响，业绩略低于预期
12.08.21	MDI 货紧价升，谨防短期回落，看好长期增长
12.04.16	一季报简评：产业景气平稳运行，刺激因素起伏错落



MDI 进入中国市场，亏损较大，受两者影响，国外厂商开始调整对国内 2014 年 MDI 市场的错误判断；5 月份，美国进口至中国的聚合 MDI 下降至 500 吨，环比下降 95%，韩国货源环比下降 32%，韩国已经停止对国内部分贸易商供货。考虑到进口货源大多直接供给生产厂商，协议多为年度长协，我们认为从 2014 年整个年度来看，国内 MDI 进口量不会有一个明显的下降，但在年度结束后，进入 2015 年，国内的进口货源将明显下降。

国内需求的复苏与国外厂商的调整将促使 MDI 价格趋势性上行

过去 10 年，国内 MDI 的增速都在 1.7-2 倍 GDP 之间，没有任何一年像今年的增长这么低，我们认为，随着国内经济的企稳，MDI 的需求增速至少将恢复到国内 GDP 的增长水平，我们判断在 8% 左右。再考虑到目前日韩等国的进口 MDI 价格已经全线亏损，MDI 价格已经没有下跌空间。随着国内经济的企稳，国内 MDI 需求增速的恢复，外加，国外厂商调整货源流向，我们认为国内 MDI 的价格底部以现，未来将趋势性上涨。

预计 2015 年 EPS2.30 元，上调至“买入”评级

MDI 的价格底部已现，受国内需求复苏、出口增加，进口减少等多重因素影响，国内 MDI 价格将趋势性上涨，我们预计 2014~2016 年 EPS1.40、2.30、2.92 元，上调至买入评级

预测和比率

	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入（百万）	20,238.0	22,446.7	33,982.0	43,051.0
营业收入增长率	26.9%	10.9%	51.4%	26.7%
EBITDA（百万）	5,376.6	5,461.6	8,031.2	9,845.7
EBITDA 增长率	15.8%	1.6%	47.0%	22.6%
净利润（百万）	2,891.4	3,028.3	4,977.9	6,318.0
净利润增长率	23.1%	4.7%	64.4%	26.9%
ROE	29.9%	25.7%	32.6%	32.1%
EPS（元）	1.34	1.40	2.30	2.92
P/E	11.5	11.0	6.7	5.3
P/B	3.5	2.8	2.2	1.7
EV/EBITDA	8.6	7.7	4.6	3.2



分析师介绍

报告贡献人

研究服务

梁斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。2011、2012 新财富基础化工行业入围。

李明刚 010-85130736 liminggang@csc.com

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chen yangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

张东弢 021-68821609 zhangdongtao@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本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客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622