

烟台万华(600309)/11.10 元
MDI 价格开始回落 业绩成长仍可期待

 李静
 86-10-82295577-637
 lijing1@ccs.com.cn

周期性消费品 · 化学原料制造业

估值区间：11.90-14.00 元

谨慎推荐 A(维持)

中期业绩好于预期,虽然产品价格开始回落,但公司的成长性依然值得期待。特撰写本报告,维持“谨慎推荐”评级。

- **产品价格提升促进业绩增长。**2005 年上半年,公司实现主营业务收入 161,947 万元,同比增长 574%;实现净利润 32,830 万元,同比增长 52.50%;每股收益 0.39 元。
- **原料价格增幅超过产品,毛利率同比稍有下降。**同期,在原油价格和下游旺盛需求的推升下,公司主要原辅材料苯胺、纯苯等有机产品价格也成倍增长,使得公司主营业务成本比去年同期增长 68.95%,毛利率 40.3%,同比下跌 5.4 个百分点。
- **公司宁波 16 万吨/年 MDI 项目进展顺利,预计今年年底完工投产。**
- **MDI 价格回落。**由于前期 MDI 价格上涨过快、涨幅大,下游需求受到一定程度的抑制,2 季度 MDI 价格开始回落。万华 6 月份出厂报价也开始松动,聚合级 MDI 报价下跌 2000 元/吨,7 月报价再跌 4000 元/吨。
- **汇率变动影响小。**为配合 16 万吨项目的投产,上半年公司加大了 MDI 产品出口力度。7 月 21 日人民币升值 2%,对公司的出口业务有一定负面影响;不过,公司外购原材料苯胺中进口一直占有较小比例,因此,公司完全可调整采购策略以抵消汇率变动的不利影响。
- **盈利预测微调。**预计 2005 年净利润 5.88 亿元,每股收益 0.70 元。
- **维持“谨慎推荐”的投资评级。**虽然产品价格回落,但仍在正常水平,而且公司成长性仍然值得期待。目前公司没有股改方案。

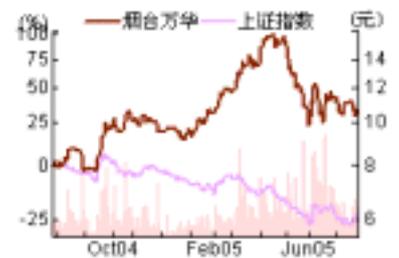
上证指数：1089.91

股本数据

A 股总股本(万)	84,864
流通 A 股(万)	28,288
流通市值(亿)	31.4

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-29.3	-24.2
6 个月(%)	5.5	16.6
1 年(%)	39.6	60.9
52 周波动(元)	7.54-16.20	

股价走势


资料来源：招商证券

相关研究

烟台万华 1 季报闪亮登场
 4/12/2005
 业绩持续稳定大幅增长不容置疑
 2/2/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E	会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	210423	304061	488200	516809	每股收益(元)	0.62	0.70	0.92	1.06
同比增长率(%)	56.60%	44.50%	60.56%	5.86%	每股净资产(元)	1.98	2.31	3.05	3.90
营业利润(万元)	55435	87725	115699	134219	净资产收益率(%)	31.26%	30.40%	30.26%	27.23%
同比增长率(%)	83.65%	58.25%	31.89%	16.01%	每股股息(元)	0.20	0.20	0.20	0.20
净利润(万元)	40350	58776	77519	89927	股息收益率(%)	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
同比增长率(%)	73.72%	45.66%	31.89%	16.01%	负债率(%)	56.15%	53.07%	51.93%	46.80%
主营利润率(%)	39.84%	40.65%	34.05%	36.05%	P/E(倍)	17.96	15.77	12.01	10.44
营业利润率(%)	26.34%	28.85%	23.70%	25.97%	P/B(倍)	5.61	4.79	3.63	2.84
净利润率(%)	19.18%	19.33%	15.88%	17.40%	总股本(万股)	65280	84864	84864	84864

一、经营回顾

产品价格提升是业绩大幅增长的根源

2005 年上半年，公司实现主营业务收入 161,946.52 万元，比去年同期增长 53.64%；实现净利润 32,829.72 万元，比去年同期增长 52.50%；每股收益 0.39 元。业绩继续保持稳定快速增长，主要归功于占公司主营收入 90% 的 MDI 产品销售价格比去年同期有大幅度的提升，从图 1 聚合级 MDI 价格走势中可清楚看出。

图 1 华东市场聚合 MDI 价格走势

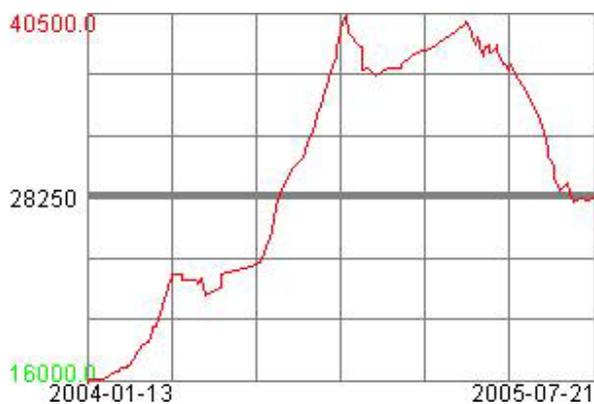
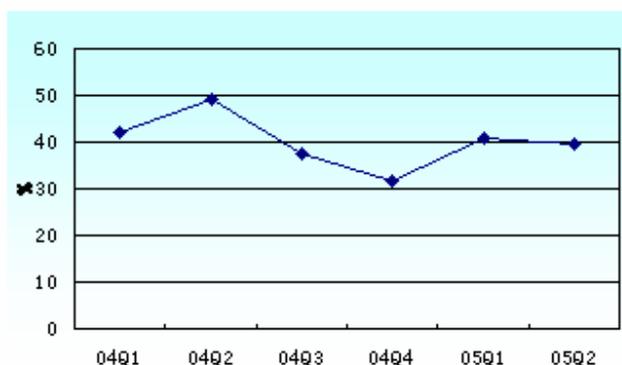


图 2 毛利率变化



原料价格增幅超过产品 毛利率同比稍有下降

同期，在原油价格和下游旺盛需求的推升下，公司主要原辅材料苯胺、纯苯等有机产品价格也成倍增长，使得公司主营业务成本比去年同期增长 68.95%，毛利率 40.3%，同比去年下跌 5.4 个百分点。

二、财务状况良好 费用率下降

表 1 主要财务指标

会计年度：	2003	2004	1H05
盈利能力			
销售毛利率	35.89%	40.46%	40.27%
销售净利率	17.29%	19.18%	20.27%
净资产收益率	24.09%	31.26%	22.05%
负债能力			
流动比率	1.80	1.97	1.87
速动比率	1.34	1.43	1.29
资产负债比率	27.87%	56.15%	62.92%
现金流量			
每股经营现金流	0.97	0.52	0.36
净利润现金含量	1.61	0.84	0.94
营运能力			
应收账款周转率	73.91	146.43	65.23
存货周转率	7.69	6.09	2.83
发展能力			
主营业务收入增长率	52.39%	56.60%	53.64%
净利润增长率	50.51%	73.72%	52.50%
净资产增长率	31.74%	33.89%	35.05%
总资产增长率	55.03%	116.31%	88.54%

三、盈利预测及投资建议

公司宁波 16 万吨/年 MDI 项目进展顺利，预计今年年底完工投产。由于前期 MDI 价格上涨过快、涨幅大，下游需求受到一定程度的限制，2 季度 MDI 价格开始回落。万华 6 月份出厂报价也开始松动，聚合级 MDI 报价下跌 2000 元/吨，7 月报价再跌 4000 元/吨。

根据公司的国际化战略，为配合 16 万吨项目的投产，上半年公司加大了 MDI 产品出口力度，出口额同比增幅 165%。7 月 21 日人民币升值 2%，对公司的出口业务有一定负面影响；不过，长期以来，公司外购原材料苯胺中进口占较小比例，因此，公司完全可调整采购策略以抵消汇率变动的不利影响。

虽然产品价格回落，但仍在正常水平，而且公司成长性仍然值得期待。继续维持“谨慎推荐”的投资评级。

表 2 主要盈利预测基准

		2005E	2006E	2007E
纯 MDI	销售量, 万吨	5.2	10.4	12.6
	含税价格, 元/吨	27000	23000	20000
聚合 MDI	销售量, 万吨	6.3	12.7	15.4
	含税价格, 元/吨	30000	23000	20000

表 3 损益表预测 (万元)

	2004	2005	2006	2007
主营业务收入	210423	304061	488200	516809
减: 主营业务成本	125282	178484	318795	327140
主营业务税金及附加	1307	1976	3173	3359
主营业务利润	83834	123601	166232	186310
加: 其他业务利润	179	100	100	100
营业费用	6223	7602	12205	12920
管理费用	21527	24325	34174	36177
财务费用	827	4049	4254	3093
营业利润	55435	87725	115699	134219
利润总额	51374	87725	115699	134219
减: 所得税	11015	28949	38181	44292
净利润	40350	58776	77519	89927
EPS, 元	0.62	0.70	0.92	1.06

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	，股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。