

烟台万华 (600309): 业绩符合预期 , 维持原有判断

2006年4月14日

增持

化工行业

崔婧怡

(021) 62580818-539

cuijingyi@gtjas.com

康凯

(0755) 82485666-6023

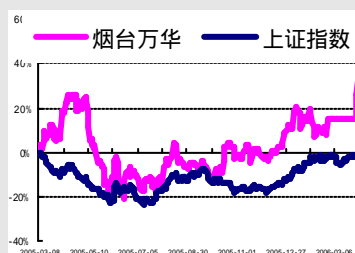
kangkai@ms.gtjas.com

基本数据 2006-4-13

| | |
|---------------|-------|
| 收盘价 (元) | 17.51 |
| 市盈率 | 24.1 |
| 市净率 | 8.4 |
| 股息率 (分红/股价) | 0.9 |
| 每股净资产 (元) | 2.10 |
| 资产负债率 | 60.1% |
| 流通 A 股市值 (亿元) | 148.6 |

股本数据

| | |
|-------------|--------|
| 总股本 (万股) | 84,864 |
| 流通 A 股 (万股) | 28,288 |
| 流通 B 股 (万股) | / |
| 流通 H 股 (万股) | / |



主要财务数据 :

| 项目/时间 | 2003A | 2004A | 2005A | 2006E | 2007E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (百万) | 1,344 | 2,104 | 3,310 | 5,017 | 7,107 |
| 主营利润 (百万) | 472 | 838 | 1,214 | 1,789 | 2,381 |
| 净利润 (百万) | 232 | 404 | 618 | 838 | 1,112 |
| 每股净收益 (元) | 0.27 | 0.48 | 0.73 | 0.99 | 1.31 |
| 净资产收益率 (%) | 24.1% | 31.3% | 34.7% | 35.4% | 35.4% |
| 每股经营现金流 (元) | 0.44 | 0.24 | 0.97 | 1.40 | 2.46 |

投资要点 :

- ? 烟台万华于今日公布 05 年度报告, 一方面靠技术改造实现产品质量提高和产量增长, 另一方面得益于去年 MDI 产品的高位价格, 公司 05 年继续上演了销售收入增长 57.28%、净利润增长 53.07% 的不俗业绩; 每股收益达到 0.73 元, 高于之前的市场平均预期 0.70 元。随着公司规模和管理逐步走向正轨, 今年的年报披露信息也令人耳目一新, 不仅对过去业务做了详细的分析与探讨, 更是着重介绍了今年的具体经营目标, 以及未来三年的战略规划, 表明公司的透明度也正在增强。
- ? 由于销售收入大幅上升, 05 年公司应收账款规模相应加大, 占总资产比重达到 1.25%, 比上年期末增长了 1.02 个百分点。同时公司的全面预算管理体系得到完善, 三项费用率降低了 4.13 个百分点, 有效的提高了执行力和工作效率, 规模优势明显。
- ? 05 年公司 MDI 产量 11.6 万吨左右, 宁波 16 万吨项目也开始投入生产, 预计 2006 年公司 MDI 产品产量可达到 24 万吨。公司还计划今年将宁波装置进行技术改造, 提高产能至 24 万吨/年。我们对今后的业绩继续持乐观态度, 预计 06、07 年 EPS 分别达到 0.99 元和 1.31 元。
- ? 国家正在大力倡导建设资源节约型、环境友好型社会。公司的主导产品 MDI 制备的硬质泡沫是保温性最好的节能建材, MDI 制造的聚氨酯粘合剂用于农作物秸秆制造环保型家具也具有很好的社会和环保效应, 产品未来的需求前景广阔, 所以无需担心新装置投产对

市场的冲击。

- ? 公司未来的发展计划是实施专业化、低成本、扩张型、国际化战略，突出主业实施相关多元化发展。快速增长的业绩表现加上放眼全球的战略思想，烟台万华未来成为亚太地区甚至全球首屈一指的新兴公司将指日可待。
- ? 主要风险，公司今年仍面临一定的经营压力，除了苯胺事故导致原料价格异常外，环保安全问题，及人民币升值的压力仍将长期存在，特别是一季度宁波装置尚处于试车阶段，尚未正常开车，上半年的经营业绩可能会略低于市场预期，但预计下半年会逐步好转，全年应能达到我们的预期。今后经营环境的瞬息万变，更是考验管理层大智慧的时刻。从历史的经验来看，我们相信，公司会按照预定的轨道发展下去。
- ? 2005 年公司的分红预案是每 10 股送红股 4 股、并派发 1.5 元现金红利（含税）。公司股权分置改革已获通过，目前正处于申请复牌期。我们仍然坚持一直以来对公司良好成长预期的判断，继续维持“增持”建议，预计股改除权后目标价 18 元。

表 1、简要业绩预测（百万元）

| 项目/年度 | 2004A | 2005A | 2006E | 2007E |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 2,104 | 3,310 | 5,017 | 7,107 |
| 主营业务成本 | 1,253 | 2,071 | 3,193 | 4,676 |
| 主营业务税金及附加 | 13 | 24 | 35 | 50 |
| 主营业务利润 | 838 | 1,214 | 1,789 | 2,381 |
| 主营业务利润率 | 39.84% | 36.68% | 35.66% | 33.50% |
| 营业费用 | 62.23 | 71.33 | 90.31 | 113.71 |
| 管理费用 | 215.27 | 235.62 | 351.2 | 426.4 |
| 财务费用 | 8.27 | 5.69 | 68.23 | 43.47 |
| 营业利润 | 554.35 | 905.05 | 1284.89 | 1805.39 |
| 利润总额 | 513.74 | 865.24 | 1243.71 | 1764.21 |
| 所得税 | 110.15 | 247.24 | 223.87 | 317.56 |
| 少数股东损益 | 0.09 | 0.37 | 181.89 | 334.72 |
| 净利润 | 403.5 | 617.63 | 837.95 | 1111.93 |
| EPS(元) | 0.62 | 0.73 | 0.99 | 1.31 |

资料来源：国泰君安研究所预测

国泰君安证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6 ~ 12 个月内超越大盘；
中性：行业股票指数在未来 6 ~ 12 个月内基本与大盘持平；
减持：行业股票指数在未来 6 ~ 12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6 ~ 12 个月内超越大盘 15% 以上；
谨慎增持：股票价格在未来 6 ~ 12 个月内超越大盘幅度为 5%——15%；；
中性：股票价格在未来 6 ~ 12 个月内相对大盘变动幅度为 -5%——5%；
减持：股票价格在未来 6 ~ 12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券研究所

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码：200042

电话：(021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：(0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

邮政编码：100088