

烟台万华(600309.sh)

产能扩张推动公司业绩继续快速增长

曹新 化工行业 首席研究员

电话: 021-68818805

eMail: cx2@gf.com.cn

产能扩张推动公司业绩继续快速增长

2007 年公司业绩的快速增长重要得益于公司宁波 16 万吨 MDI 项目的达产。由于 MDI 产量增加, 公司营业收入增长了 57.77%。另一方面, 由于产品价格上涨, 产品价差扩大, 再加上投资收益和财政退税款分别增加了 13400.23 万元和 10798.17 万元, 致使公司净利润增速快于营业收入增速。预计 2008 年、2009 年公司产能预计将保持 20% 的增长速度。

MDI 价格有所走弱

整体上看, MDI 市场形势 2008 年不如 2007 年。2008 年, 上海联恒 24 万吨装置开始稳定运转, 同时拜耳 35 万吨装置也将投产, 还有日本 NPU 20 万吨装置也将投产, 并主要供应中国市场, 2008 年亚太市场产能将超过 80 万吨。产能集中释放将增加市场压力。

业绩预测与评级

预计 2008、2009、2010 年公司每股收益分别为 1.30 元、1.54 元和 1.64 元。按目前股价计算, 公司 2008 年动态市盈率为 32.02 倍, 与目前绩优公司的平均动态市盈率水平基本相当, 给予持有评级。

风险提示

目前, MDI 价格有所走弱, 如果价格出现大的下调, 公司业绩将受损。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	4,907.57	7,803.58	9832.52	12290.64	12905.18
EBITDA(百万元)	1,525.79	2,770.49	3,050.13	3,878.53	3120.50
净利润(百万元)	825.96	1,481.34	2158.82	2561.34	2721.67
净利润增长率	33.73%	79.35%	46.07%	18.46%	6.49%
每股收益(元)	0.700	0.890	1.30	1.540	1.64
市盈率	34.61	42.75	30.02	27.03	25.38
市净率	11.59	16.12	11.37	8.00	6.08
EV/EBITDA	30.12	33.07	37.60	35.32	30.20
每股红利(元)	0.10	0.40	0.40	0.40	0.40
股息率(%)	0.41	0.96	0.96	0.96	0.96

来源: 烟台万华聚氨酯股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	41.62
目标价格(元)	45.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.00%	23.50%	94.04%
上证综指	-5.19%	-14.35%	50.56%

股票数据

总股本(万股)	166,333.44
流通 A 股(万股)	82,342.65
主要股东:	

烟台万华华信合成革有限公司

主要股东持股比例	50.50%
流通 A 股比例	49.50%

财务比率

ROE	37.75%
ROA	19.51%
资产负债率	41.56%
每股净资产(元)	2.36

2007 年报数据

产能扩张推动公司业绩继续快速增长

2007年，公司实现营业收入780358.36万元，净利润148134.18万元，同比分别增长了57.77%和71.56%。公司业绩再次进入快速增长轨道。

2007年公司业绩的快速增长重要得益于公司宁波16万吨MDI项目的达产。由于MDI产量增加，公司营业收入增长了57.77%。另一方面，由于产品价格上涨，产品价差扩大，公司主营业务利润提高了近4个百分点，再加上投资收益和财政退税款分别增加了13400.23万元和10798.17万元，致使公司净利润增速快于营业收入增速。

2008年，公司宁波16万吨项目的扩能改造已经完成，实际产量可能超过24万吨，同时万华本部14万吨也将扩能改造到18万吨。根据公司计划，2008年MDI产量达到40万吨，比2007年的33.74万吨，增长18.55%，我们预计产量增长在20%左右。

2009年，宁波24万吨项目将进一步扩到30万吨，同时，万华本部18万吨项目也将扩大到20万吨，届时产能达到50万吨左右。比2008年增长20%左右。

宁波二期30万吨MDI和30苯胺项目已经动工，预计2011年投产，到2011年，万华总产能将达到80万吨。

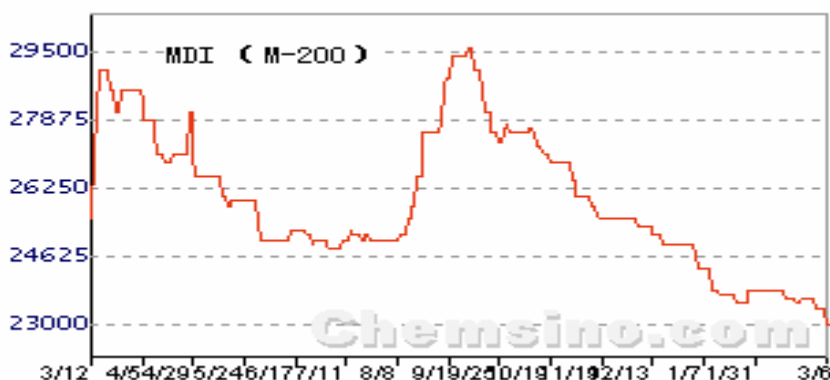
根据公司未来几年产能扩张情况，2008年、2009年和2011年都有产能增长。只要价格保持基本稳定，在这几年公司仍将继续快速增长。

MDI 价格有所走弱

整体上看，MDI市场形势2008年不如2007年，2008年，上海联恒24万吨装置开始稳定运转，同时拜耳35万吨装置也将投产，还有日本NPU20万吨装置也将投产，并主要供应中国市场，2008年亚太市场产能将超过80万吨。尽管我国MDI市场需求依然强劲，但供应量的集中释放，对市场仍然有一定压力。

近期，由于季节性原因，MDI价格有所走软，万华也调低了3月份的出厂价。我们预计，由于供应量的增加，竞争压力逐步增加，2008年价格形势也将不如2007年。

图1 MDI价格走势 元/吨



数据来源：中国化工在线

非经常性收益情况

投资收益

公司的投资收益主要来源于公司用自有资金申购新股所产生的收益，2007年为14825.53万元，同比增长了10倍。我们预计随着新股申购收益率的下降，公司2008年投资收益将下降。

补贴收入

公司补贴收入主要为财政退税款。2007年公司补贴收入为12417.10万元，同比增长了667%，其中宁波万华获得财政退税款9128万元。2008年这部分补贴还继续存在。但随着所得税率的下调，2009年以后公司能否继续获得这部分收益目前还难以确定。

国产设备抵免所得税

2007年，国产设备抵免所得税2258.28万元，2006年为3676.44万元。由于这两年公司没有大的投资项目，预计2008年国产设备抵免所得税不会很多。

业绩预测

2008年，公司业绩增长两汉族要来源于两部分：一是产能扩张和成本下降。2008年产能预计增长20%左右。二是所得税率下调。根据政策，2008年公司所得税率下调至25%。财政退税款还可继续获得。

2009年，预计公司产能继续扩张20%

2010年，公司产能增长不多。

2011年，公司产能将大幅增长。

表1 利润预测表 万元

	2007年	2008年	2009年	2010年
主营业务收入	780358.36	983251.54	1229064.42	1290517.64

主营业务成本及税金	471835.68	570285.89	712857.36	735595.06
主营业务利润	308522.68	412965.65	516207.06	554922.59
其他业务利润	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	22351.66	29497.55	38101.00	41296.56
管理费用	57119.35	71777.36	89721.70	94207.79
财务费用	5371.33	7866.01	13519.71	14195.69
营业利润	236081.23	303824.72	374864.65	405222.54
投资收益	14825.53	5000.00	1000.00	1000.00
补贴收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	12833.64	12000.00	10000.00	10000.00
营业外支出	693.62	1000.00	700.00	700.00
利润总额	248221.24	319824.72	385164.65	415522.54
所得税	78535.20	73559.69	88587.87	95570.18
少数股东权益	21551.87	30383.35	40442.29	47785.09
净利润	148134.18	215881.69	256134.49	272167.26
每股收益（元）	0.89	1.30	1.54	1.64

数据来源：公司报告，广发证券发展研究中心

投资评级

按目前股价计算，公司2008年动态市盈率为32.02倍，与目前绩优公司的平均动态市盈率水平基本相当，给予持有评级。

风险揭示

目前，MDI价格有所走弱，如果价格出现大的下调，公司业绩将受损。同时随着公司产品出口的不断增长，汇率波动将给公司带来一定风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

烟台万华(600309.sh)	曹新	2007-04-04
烟台万华(600309.sh)	曹新	2006-04-14

广州		上海	
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼	
邮政编码	510075	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		
服务热线	020-87555888-390		

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。