

业绩好于预期

烟台万华（600309）年报点评

投资要点：

- ✧ **业绩好于预期。**2010年公司实现营业收入94.30亿元，同比增长45.23%；实现营业利润16.73亿元，同比增长46.84%；实现归属母公司所有者的净利润15.30亿元，同比增长43.50%；归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为11.33亿元，同比增长38.36%；基本每股收益0.92元，业绩好于预期。
- ✧ 从季度数据来看，公司在10年第四季度实现营业收入为27.24亿元，同比增长48.2%，环比增长17.1%；实现归属母公司的净利润5.62亿元，同比增长177.5%，环比增长54.7%，创造历史以来单季度最好业绩。
- ✧ 公司业绩好于预期另外一个重要原因是投资收益大幅增长。2010年公司投资收益为2.03亿元，同比大幅增长783.26%，占公司利润总额的10.50%。投资收益主要来自于合并宁波电港进行的资产重组。
- ✧ **MDI-苯胺价差触底反弹，公司盈利有望提升。**2010年公司综合毛利率为25.33%，低于2009年的29.50%。MDI的盈利主要取决于MDI价格与原材料苯胺价格之差，2010年MDI市场复苏较为缓慢，供需基本平衡，产品提价难度较大，而同期的苯胺价格在成本的推动下大幅上涨。根据化工在线数据统计，长三角地区2010年MDI平均价格为15995元/吨，同比增长9.02%；2010年苯胺平均价格为11313元/吨，同比大幅增长36.65%。这是公司2010年综合毛利率下降的主要原因。
- ✧ 进入2011年来，MDI产品价格在下游需求的拉动下稳步上涨，目前长三角地区MDI产品价格为17500元/吨，较年初上涨6.86%，并且明显高于去年的平均价格；而同期苯胺产品价格为11000元/吨，低于去年平均价格。MDI-苯胺价格差开始扩大，公司的综合毛利率有望得到恢复，盈利能力得到提升。
- ✧ **宁波万华二期项目投产将提升毛利率。**公司宁波万华二期30万吨/年MDI装置、36万吨/年苯胺装置已经完成试车，在2010年12月正式投产。宁波万华二期MDI是为全球单套产能最大的装置，公司至此拥有80万吨MDI产能。在可预见的未来三年内，全球开工投产的大型MDI项目，只有万华宁波基地。由于宁波新项目配套苯胺、煤气化制甲醇和一氧化碳等产业链配套装置，具备一体化优势，成本将进一步降低，提升烟台万华综合竞争力。
- ✧ 公司今年准备16.04亿元对宁波二期项目进行技改，进一步提高产能，扩大烟台万华在MDI市场的份额。
- ✧

推荐（上调）

风险评级：一般风险

2011年3月24日

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

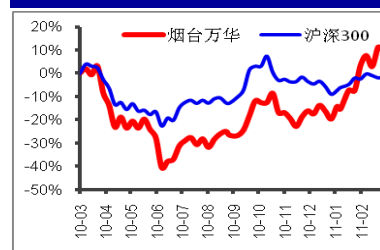
电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据 2011年3月23日

收盘价(元)	26.07
总市值(亿元)	433.63
总股本(百万股)	166333
流通股本(百万股)	166333
ROE(TTM)	24.90%
12月最高价(元)	26.88
12月最低价(元)	13.25

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

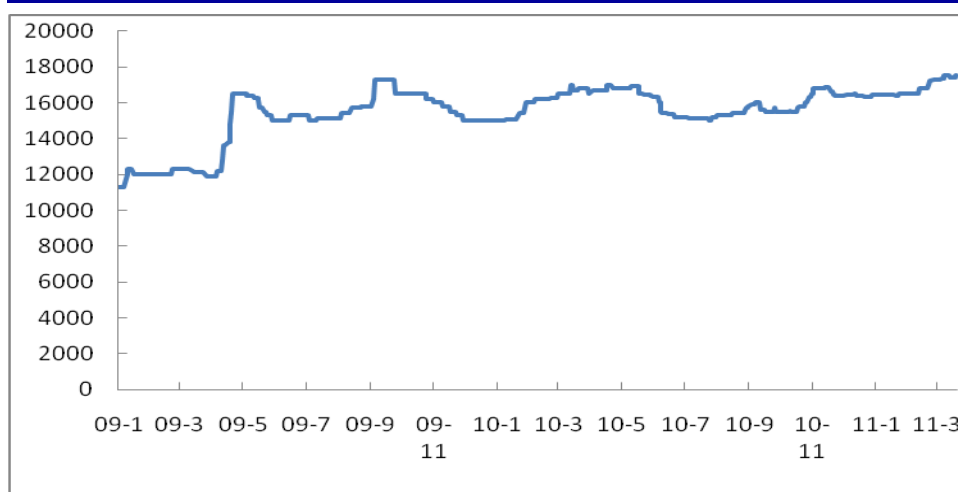
相关报告

烟台万华（600309）点评：宁波二期项目投产将提升毛利率

公司再次进入高成长期，上调公司投资评级至“推荐”

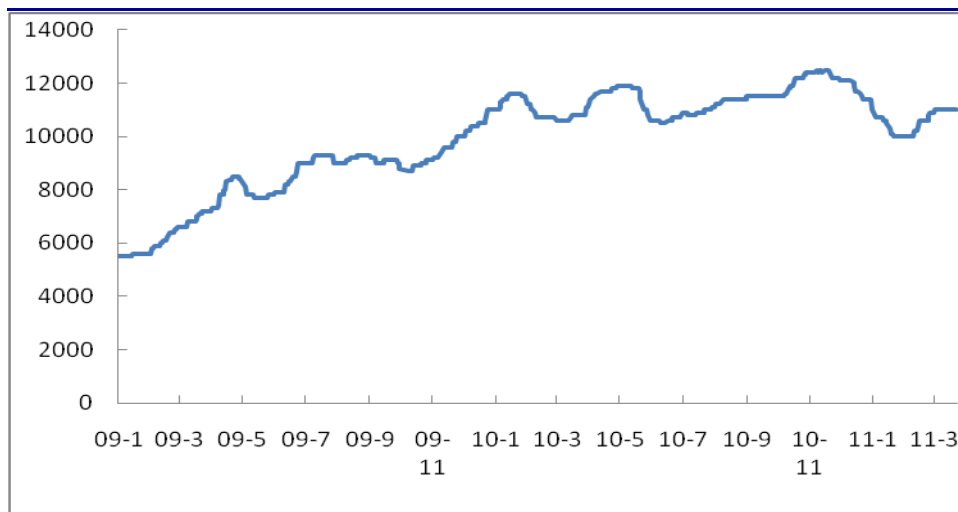
作为国内 MDI 龙头企业，公司不断加大研发投入，开发多种具有良好运用前景的下游产品，同时积极向上游行业发展，力争完善产业链，提升公司竞争力。宁波二期的投产使公司再次进入高成长期。我们预计公司 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.25 元、2011 年 1.52 元，目前的股价对应 2011 年、2012 年的 PE 分别为 20.83 倍、17.14 倍。作为现代意义的、技术垄断性化工企业，公司生产技术水平、产品质量均处于国际领先水平，长期投资价值显著，我们上调公司投资评级至“推荐”。

图 1：长三角地区聚合 MDI 价格走势（元/吨）



资料来源：东莞证券研究所，化工在线

图 2：长三角地区苯胺价格走势（元/吨）



资料来源：东莞证券研究所，化工在线

表1：公司主要财务数据：（单位：百万元）

科目	季度数据							
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
营业收入	1211.8	1538.2	1904.5	1838.5	2049.2	2331.1	2325.4	2724.1
同比增长	-38.3%	-30.2%	-5.0%	20.0%	69.1%	51.6%	22.1%	48.2%
环比增长	-20.9%	26.9%	23.8%	-3.5%	11.5%	13.8%	-0.2%	17.1%
毛利率	24.0%	32.0%	32.4%	26.4%	24.0%	27.7%	23.5%	25.8%
销售费用	55.0	46.4	64.1	69.8	61.9	73.5	66.3	72.0
销售费用率	4.5%	3.0%	3.4%	3.8%	3.0%	3.2%	2.8%	2.6%
管理费用	86.3	99.7	141.7	121.9	93.4	138.2	118.1	186.0
管理费用率	7.1%	6.5%	7.4%	6.6%	4.6%	5.9%	5.1%	6.8%
财务费用	28.1	8.8	5.1	11.5	13.4	21.1	-19.9	20.5
财务费用率	2.32%	0.58%	0.27%	0.63%	0.65%	0.91%	-0.85%	0.75%
期间费用率	14.0%	10.1%	11.1%	11.1%	8.2%	10.0%	7.1%	10.2%
营业利润	112.8	332.4	391.4	302.6	306.7	390.4	374.5	601.0
营业利润率	9.3%	21.6%	20.5%	16.5%	15.0%	16.7%	16.1%	22.1%
营业外收入	128.9	87.1	122.8	-16.3	22.0	80.9	85.2	79.4
营业外支出	0.1	0.1	0.2	11.1	0.2	0.1	0.7	1.5
利润总额	241.6	419.3	513.9	275.1	328.6	471.2	459.0	678.9
所得税	21.7	49.2	72.2	27.2	47.3	65.7	56.5	47.4
实际税率	9.0%	11.7%	14.0%	9.9%	14.4%	13.9%	12.3%	7.0%
净利润	219.9	370.2	441.7	247.9	281.2	405.5	402.5	631.5
少数股东损益	28.6	59.1	80.1	45.6	30.6	50.5	39.5	69.9
归属母公司所有者的净利润	191.3	311.1	361.6	202.3	250.7	355.0	363.0	561.5
同比增长	-49.1%	-48.8%	9.9%	-40.3%	31.0%	14.1%	0.4%	177.5%
环比增长	-36.2%	62.6%	16.2%	-44.1%	23.9%	41.6%	2.2%	54.7%
每股收益（元）	0.12	0.19	0.22	0.12	0.15	0.21	0.22	0.34

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

表2：公司盈利预测

科目（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	6492.92	9429.78	13088.54	16426.11
营业总成本	5382.38	7945.75	10495.70	13163.89
营业成本	4606.77	7041.51	9260.14	11605.05
营业税金及附加	27.50	27.28	39.27	49.28
销售费用	235.23	273.62	390.04	489.50
管理费用	449.67	535.73	746.05	919.86
财务费用	53.52	35.13	60.21	67.35
资产减值损失	9.70	32.47	0.00	32.85
其他经营收益	28.55	188.63	0.00	0.00

投资净收益	23.03	203.41	0.00	0.00
营业利润	1139.09	1672.66	2592.84	3262.23
加：营业外收入	322.45	267.40	200.00	200.00
减：营业外支出	11.54	2.39	10.00	0.00
利润总额	1450.00	1937.67	2782.84	3462.23
减：所得税	170.28	216.91	333.94	450.09
净利润	1279.72	1720.75	2448.90	3012.14
减：少数股东损益	213.34	190.55	367.33	481.94
归母公司所有者的净利润	1066.38	1530.21	2081.56	2530.20
基本每股收益（元）	0.64	0.92	1.25	1.52
市盈率（倍）	40.66	28.34	20.83	17.14

资料来源：东莞证券研究所、WIND 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn