

油价下跌利好盈利，15 年业绩有望达到 3 元



核心观点

- 去年 9 月我们在《八角项目成本优势明显，明年业绩有望大幅增长》报告中，曾预计万华化学 15 年盈利将达到 2.76 元，大幅超越市场一致预期 50% 以上。但其后油价暴跌了将近 30%，基本所有化工产品价格都出现了大幅调整，因此在新的油价体系下，万华的盈利能力就成为市场关注的焦点。
- 为了更好的测算万华的盈利我们将所有产品和原料价格都依据今年最新的价格做了调整，并且将今年八角项目的开工率从 60% 降低至 50%（即 1 季度建成，其后开工率从 80% 降低至 70%），由此可以算出公司的每股盈利为 3 元，还高于我们此前的预测。而且按照我们根据去年 4 季度均价测算的业绩也还是在 3 元以上，可见本轮油价下跌其实还增厚了万华的业绩。
- 之所以出现这种情况，主要是 MDI、丙烷脱氢的价差都在油价下跌后大幅扩大，而 PO 的价差也基本维持不变，所以整体盈利能力就出现较为明显的改善。即使我们将今年的开工率降低 10%，业绩都继续大幅增长。

财务预测与投资建议

- 综上所述，我们预测公司 2014-2015 年 EPS 为 1.30, 3.02, 3.50 元（原预测：1.38, 2.76, 3.19），按照可比公司估值给予 2014 年 21 倍估值，上调目标价至 27.38 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 八角工业园项目开工率低预期
- 油价下跌对整个化工价格体系的冲击

公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	15,942	20,238	25,349	33,456	42,761
同比增长	16.7%	26.9%	25.3%	32.0%	27.8%
营业利润 (百万元)	3,614	4,261	4,076	8,852	9,944
同比增长	32.4%	17.9%	-4.3%	117.2%	12.3%
归属母公司净利润 (百万元)	2,349	2,891	2,819	6,534	7,557
同比增长	26.7%	23.1%	-2.5%	131.8%	15.6%
每股收益 (元)	1.09	1.34	1.30	3.02	3.50
毛利率	34.9%	32.9%	28.2%	38.8%	35.9%
净利率	14.7%	14.3%	11.1%	19.5%	17.7%
净资产收益率	30.2%	32.2%	27.3%	48.8%	43.1%
市盈率 (倍)	22.0	17.9	18.4	7.9	6.8
市净率 (倍)	6.2	5.3	4.7	3.3	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2015 年 01 月 06 日)	23.93 元
目标价格	27.38 元
52 周最高价/最低价	23.93/14.33 元
总股本/流通 A 股 (万股)	216,233/216,233
A 股市值 (百万元)	51,745
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2015 年 01 月 07 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	11.7	23.9	38.2	26.0
相对表现 (%)	6.4	7.3	-10.3	-36.7
沪深 300 (%)	5.3	16.5	48.6	62.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰
021-63325888*5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 骆志远
021-63325888*6107
luozhiyuan@orientsec.com.cn

相关报告
中东和 BASF 重庆 MDI 项目成本分析 2014-12-11
从 BASF 路德维希工业园看万华的一体化 2014-09-16
优势
八角项目成本优势明显，明年利润有望大幅 2014-09-11
幅增长

1. 新油价体系下万华业绩有多少

去年9月我们在《八角项目成本优势明显，明年业绩有望大幅增长》报告中，曾预计万华化学15年盈利将达到2.76元，大幅超越市场一致预期50%以上。但其后油价暴跌了将近30%，基本所有化工产品价格都出现了大幅调整，因此在新的油价体系下，万华的盈利能力就成为市场关注的焦点。

未来更好的测算万华的盈利我们将所有产品和原料价格都依据今年最新的价格做了调整，并且将今年八角项目的开工率从60%降低至50%（即1季度建成，其后开工率从80%降低至70%），由此可以算出公司的每股盈利为3元，还高于我们此前的预测。而且按照我们根据去年4季度均价测算的业绩也还是在3元以上，可见本轮油价下跌其实还增厚了万华的业绩。

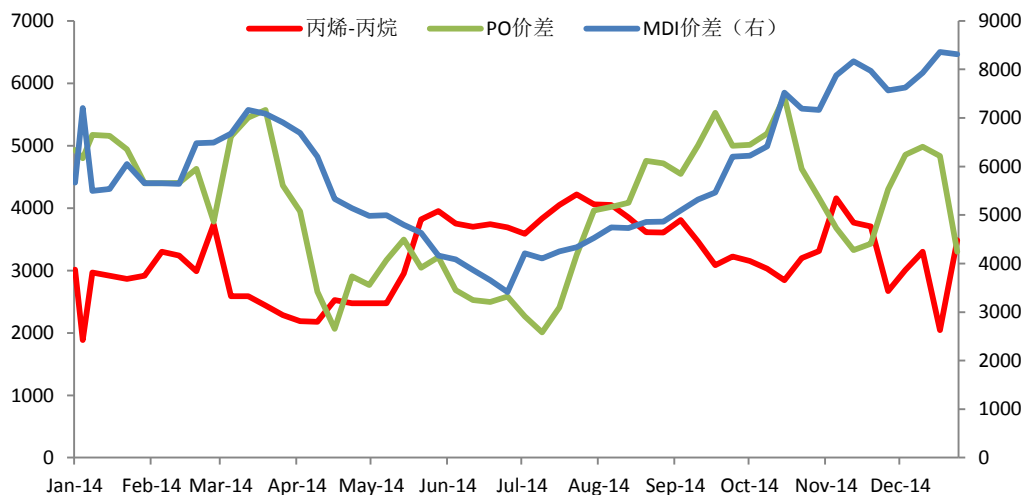
之所以出现这种情况，主要是MDI、丙烷脱氢的价差都在油价下跌后大幅扩大，而PO的价差也基本维持不变，所以整体盈利能力就出现较为明显的改善。

表1 MDI、丙烷脱氢和PO的价差变化

价差	20141H	20144Q	变化	1H 毛利率	4Q 预计毛利率
丙烷脱氢	2991	3205	215		0.0%
PO	4297	4432	136	18.9%	19.5%
MDI	5675	7568	1893	35.2%	46.9%

资料来源：环球聚氨酯网，东方证券研究所

图1 主要产品价差变化



资料来源：环球聚氨酯网，东方证券研究所

我们原有的价格假设和现在新油价体系下的最新价格假设的对照如下：

表2 2015年产品及原料价格假设变化

产品价格	原预测	调整后预测	变化	
纯MDI		17000	16154	-5.0%
聚合MDI		13000	11585	-10.9%

聚醚多元醇	11400	10370	-9.0%
MTBE	6850	4017	-41.4%
丙烯酸丁酯	10684	6410	-40.0%
丙烯酸甲酯	11000	8974	-18.4%
聚丙烯	9000	8232	-8.5%
烧碱	470	444	-5.5%
改性MDI	20000	18000	-10.0%
水性涂料	20000	15000	-25.0%
SAP	20000	9000	-55.0%
HDI	40000	35000	-12.5%
TPU	20000	18000	-10.0%
组合聚醚	15000	12075	-19.5%
原材料价格			
苯胺	9386	5641	-39.9%
甲醇	2345	1479	-36.9%
LPG	6150	3524	-42.7%
原盐	196.6	205.1	4.3%
原料煤	427	440	3.0%
苯	7709	4415	-42.7%
环氧乙烷	9060	6410	-29.2%

资料来源：wind，东方证券研究所

2. 风险分析

万华明年两个比较大的风险为：1. 八角项目进展风险，但对于大化工项目来说，该风险只能跟踪中评估，很难前瞻性预测；2. 油价下跌对整个化工价格体系的冲击，但考虑到目前 MDI 价格非常坚挺，该风险基本可控。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,373	989	1,267	1,990	2,138	营业收入	15,942	20,238	25,349	33,456	42,761
应收账款	948	1,063	1,324	1,747	2,233	营业成本	10,382	13,583	18,209	20,475	27,398
预付账款	423	477	1,190	1,571	2,008	营业税金及附加	88	125	157	207	264
存货	1,995	2,265	3,034	3,412	4,565	营业费用	486	596	710	937	1,197
其他	3,624	3,396	4,954	6,538	8,356	管理费用	1,054	1,388	1,521	2,007	2,566
流动资产合计	8,363	8,189	11,769	15,258	19,301	财务费用	289	258	643	927	1,331
长期股权投资	45	112	112	112	112	资产减值损失	35	27	33	52	60
固定资产	7,331	8,582	24,384	32,710	32,797	公允价值变动收益	3	16	0	0	0
在建工程	3,630	8,111	4,235	2,593	2,565	投资净收益	4	(17)	0	0	0
无形资产	1,201	1,435	1,418	1,401	1,385	其他	0	0	0	0	0
其他	1,971	4,714	1,919	1,916	1,916	营业利润	3,614	4,261	4,076	8,852	9,944
非流动资产合计	14,179	22,954	32,068	38,733	38,774	营业外收入	126	199	199	199	199
资产总计	22,541	31,144	43,837	53,991	58,075	营业外支出	174	34	34	34	34
短期借款	3,765	3,752	5,556	3,592	4,893	利润总额	3,566	4,426	4,241	9,017	10,109
应付账款	881	2,299	1,859	2,090	2,797	所得税	546	660	636	1,352	1,516
其他	3,581	4,390	4,764	4,934	5,974	净利润	3,020	3,766	3,605	7,664	8,593
流动负债合计	8,227	10,441	12,180	10,616	13,663	少数股东损益	671	874	786	1,130	1,036
长期借款	3,442	7,891	16,782	22,585	19,085	归属于母公司净利润	2,349	2,891	2,819	6,534	7,557
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	每股收益 (元)	1.09	1.34	1.30	3.02	3.50
其他	29	31	0	0	0						
非流动负债合计	4,472	8,921	17,782	23,585	20,085						
负债合计	12,699	19,363	29,961	34,200	33,748						
少数股东权益	1,538	2,103	2,889	4,019	5,054						
股本	2,162	2,162	2,162	2,162	2,162	成长能力					
资本公积	34	30	30	30	30	营业收入	16.7%	26.9%	25.3%	32.0%	27.8%
留存收益	6,112	7,490	8,795	13,579	17,080	营业利润	32.4%	17.9%	-4.3%	117.2%	12.3%
其他	(3)	(4)	0	0	0	归属于母公司净利润	26.7%	23.1%	-2.5%	131.8%	15.6%
股东权益合计	9,843	11,781	13,876	19,790	24,327	获利能力					
负债和股东权益	22,541	31,144	43,837	53,991	58,075	毛利率	34.9%	32.9%	28.2%	38.8%	35.9%
						净利率	14.7%	14.3%	11.1%	19.5%	17.7%
						ROE	30.2%	32.2%	27.3%	48.8%	43.1%
						ROIC	19.5%	17.2%	12.4%	19.1%	19.4%
						偿债能力					
						资产负债率	56.3%	62.2%	68.3%	63.3%	58.1%
						净负债率	79.9%	109.8%	170.3%	133.4%	98.9%
						流动比率	1.02	0.78	0.97	1.44	1.41
						速动比率	0.77	0.57	0.72	1.12	1.08
						营运能力					
						应收账款周转率	18.3	18.0	18.9	19.4	19.1
						存货周转率	6.2	6.4	6.9	6.3	6.9
						总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.09	1.34	1.30	3.02	3.50
						每股经营现金流	1.76	1.79	2.11	3.99	4.75
						每股净资产	3.84	4.48	5.08	7.29	8.91
						估值比率					
						市盈率	22.0	17.9	18.4	7.9	6.8
						市净率	6.2	5.3	4.7	3.3	2.7
						EV/EBITDA	14.9	12.4	11.4	5.6	4.9
						EV/EBIT	17.1	14.8	14.2	6.8	5.9

现金流量表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	3,020	3,766	3,605	7,664	8,593
折旧摊销	593	855	1,164	2,068	2,495
财务费用	289	258	643	927	1,331
投资损失	(4)	17	0	0	0
营运资金变动	(10)	1,704	(3,663)	(2,086)	(2,208)
其它	(82)	(2,730)	2,808	52	60
经营活动现金流	3,806	3,869	4,556	8,625	10,271
资本支出	(3,503)	(8,265)	(13,062)	(8,732)	(2,536)
长期投资	(3)	(62)	(10)	0	0
其他	(416)	1,511	0	0	0
投资活动现金流	(3,922)	(6,816)	(13,072)	(8,732)	(2,536)
债权融资	1,827	4,708	9,147	5,471	(3,500)
股权融资	(15)	(4)	0	0	0
其他	(2,104)	(2,097)	(353)	(4,641)	(4,087)
筹资活动现金流	(292)	2,607	8,794	830	(7,587)
汇率变动影响	5	(44)	0	0	0
现金净增加额	(403)	(384)	279	723	148

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn