

研究所

证券分析师：李永磊 S0350521080004
15120081690 liyl03@ghzq.com.cn
证券分析师：董伯骏 S0350521080009
15210959531 dongbj@ghzq.com.cn
联系人：汤永俊 S0350121080058
15606133057 tangyj03@ghzq.com.cn

蓬莱工业园启动建设, 新项目推动公司持续成长 ——万华化学（600309）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	3.6%	-13.9%	-18.9%
沪深300	-0.8%	-12.3%	-17.2%

市场数据	2022/04/08
当前价格(元)	88.52
52周价格区间(元)	73.50-131.80
总市值(百万)	277,930.37
流通市值(百万)	277,930.37
总股本(万股)	313,974.66
流通股(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	1,484.91
近一月换手(%)	0.92

《——万华化学（600309）公司动态研究：万华化学2022年3月月报：乙烯二期进行社会风险公示，眉山基地布局PLA产能（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2022-04-07

《——万华化学（600309）事件点评：巴斯夫美国MDI不可抗力，万华眉山PLA项目环评公示（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2022-03-24

《业绩大幅增长，公司将再次进入快速扩张期（买入）*化学制品*董伯骏，李永磊》——2022-03-15

《——万华化学（600309）事件点评：量价齐升助业绩高速增长，新材料领域持续布局（买入）*化

事件：

4月8日，万华化学发布公告，公司拟通过控股子公司万华化学（蓬莱）有限公司在万华化学蓬莱工业园投资231亿元建设高性能新材料一体化及配套项目，项目建设期计划自2022年至2025年，预计于2024年6月开始陆续投产。

投资要点：

■ 蓬莱工业园启动建设，有望成公司新增长极

为实现公司化工产业链深度延伸，承接自主研发创新成果转化，万华化学拟投资231亿元建设蓬莱工业园高性能新材料一体化项目。本项目主要建设90万吨/年PDH、50万吨/年聚醚、40万吨/年POCHP、30万吨/年聚丙烯、30万吨/年EO、30万吨/年EOD、16万吨/年丙烯酸、16万吨/年丙烯酸丁酯、2万吨/年丙烯酸辛酯、20万吨/年碳酸酯、3万吨/年润肤剂等产能。蓬莱工业园与烟台工业园直线距离约40公里，可通过LPG、乙烯等输送管线实现主要原料互联互通，一体化共享各自园区产业链优势，提升上下游协同效率。目前，公司拥有从前端基础研究到中试放大、产业化、安全环保及产品应用等完整的研发体系，而蓬莱项目大多采用自主研发或迭代后的技术，具有绿色、环保、高效、低成本的竞争优势，为后续高端精细化学品及高端新材料的产业化奠定基础。同时，为了高效推进蓬莱基地建设，与员工共享未来成果，万华化学（蓬莱）有限公司由万华化学持股80%，员工持股平台持股20%，实现公司、股东和员工利益的一致性。蓬莱高性能新材料项目计划自2022年至2025年建设，预计于2024年6月开始陆续投产。随着新产能的陆续投放，在蓬莱基地在成为一流的绿色低碳高端精细化学品与新材料一体化制造基地的同时，也将为公司整体业绩带来新的增长点。

■ ADI、PC实现引领，新材料业务持续扩张

精细化学品及新材料业务作为万华三大产业集群之一，以及未来发展重点方向，近年不断突破。2021年，精细化学品及新材料业务实现营收154.64亿元，同增94.18%；实现销量76万吨，同增37.01%。目前，公司新材料已涵盖ADI、水性树脂、PC、TPU、特种胺、SAP等产品，其中2021年ADI业务实现了从追随者到引领者的角色转变；

学制品*李永磊,董伯骏》——2022-03-09

《——万华化学(600309)公司跟踪研究:万华化学2022年2月月报:参股碳纤维公司,TDI景气向上(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏》——2022-03-06

新兴技术事业部水性树脂业务实现销量大幅增长,电池材料业务持续推进;高性能聚合物事业部PC产品竞争力进一步提升,PC装置开工率处于国内领先水平。同时,公司积极推动新项目的建设,未来2-3年主要投产产品将集中在聚烯烃改性、PC改性、电池材料、尼龙12、柠檬醛、可降解塑料等领域。同时,公司拟携手宝武碳业,在浙江新设合营企业浙江宝万碳纤维有限公司,布局聚丙烯腈(PAN)基碳纤维市场,进一步扩大在新材料领域版图。

■ 项目建设持续推进,新一轮成长性凸显

万华化学继续加速前行,项目建设持续推进,工业生产稳定运行。2021年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到了270亿元,同比增加16.20%;2021年Q4,公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达80.54亿元,达到历史新高,同比增加37.86%,环比增加5.46%。同时,截至2021年末,公司在建工程达293.52亿元,占固定资产的比例达45%。近期,除蓬莱工业园外,万华化学(宁夏)有限公司于3月10日成立,聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目社会稳定风险分析报告公众参与信息公示,万华化学将又进入快速扩张期。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司2022-2024年归母净利润分别为266.05、310.40、376.60亿元,对应PE分别10.5、9.0、7.4,维持“买入”评级

■ **风险提示** 经济下行;项目建设不及预期;市场大幅度波动;新产品不及预期;环保及安全生产;同行业竞争加剧;产品价格大幅下滑;原材料价格大幅上涨。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	145538	159646	184987	222968
增长率(%)	98	10	16	21
归母净利润(百万元)	24649	26605	31040	37660
增长率(%)	145	8	17	21
摊薄每股收益(元)	7.85	8.47	9.89	11.99
ROE(%)	36	28	25	23
P/E	12.87	10.45	8.95	7.38
P/B	4.63	2.92	2.20	1.70
P/S	2.18	1.74	1.50	1.25
EV/EBITDA	9.06	7.75	6.62	5.11

资料来源:Wind资讯、国海证券研究所

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	88.52				投资评级:	买入				日期:	2022/04/08			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	36%	28%	25%	23%	EPS	7.85	8.47	9.89	11.99										
毛利率	26%	29%	29%	30%	BVPS	21.82	30.29	40.18	52.17										
期间费率	3%	7%	7%	6%	估值														
销售净利率	17%	17%	17%	17%	P/E	12.87	10.45	8.95	7.38										
成长能力					P/B	4.63	2.92	2.20	1.70										
收入增长率	98%	10%	16%	21%	P/S	1.91	1.74	1.50	1.25										
利润增长率	145%	8%	17%	21%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.76	0.70	0.71	0.72	营业收入	145538	159646	184987	222968										
应收账款周转率	16.83	13.76	15.14	14.42	营业成本	107317	113884	130799	156954										
存货周转率	7.96	8.60	8.49	8.62	营业税金及附加	880	1277	1850	2230										
偿债能力					销售费用	1052	6386	7399	8919										
资产负债率	62%	56%	50%	45%	管理费用	1892	2395	3330	4013										
流动比	0.74	0.85	0.98	1.17	财务费用	1479	1610	1541	1486										
速动比	0.54	0.67	0.77	0.94	其他费用/(-收入)	3168	4729	5550	7581										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	29425	30431	35317	42938										
现金及现金等价物	34216	47992	58987	82082	营业外净收支	-274	-90	-100	-100										
应收款项	8646	11600	12216	15463	利润总额	29151	30341	35217	42838										
存货净额	18282	18564	21802	25873	所得税费用	4112	3034	3522	4284										
其他流动资产	11147	13813	14666	17937	净利润	25039	27307	31695	38554										
流动资产合计	72291	91969	107671	141355	少数股东损益	391	703	655	894										
固定资产	65233	75599	83340	90943	归属于母公司净利润	24649	26605	31040	37660										
在建工程	29352	31995	36364	39869	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	19504	22350	25742	28861	经营活动现金流	27922	41661	39159	51205										
长期股权投资	3930	5536	7647	9505	净利润	24649	26605	31040	37660										
资产总计	190310	227449	260763	310533	少数股东权益	391	703	655	894										
短期借款	53873	53873	53873	53873	折旧摊销	8161	8562	8569	10017										
应付款项	20390	28858	28998	37284	公允价值变动	-7	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-7323	3930	-3088	627										
其他流动负债	23739	25103	26582	29512	投资活动现金流	-28758	-26104	-26382	-26329										
流动负债合计	98002	107834	109453	120669	资本支出	-26845	-24802	-24693	-24756										
长期借款及应付债券	15644	15644	15644	15644	长期投资	-1996	-1756	-2261	-2008										
其他长期负债	4968	4968	4968	4968	其他	83	455	572	436										
长期负债合计	20612	20612	20612	20612	筹资活动现金流	17587	-1781	-1781	-1781										
负债合计	118614	128446	130065	141281	债务融资	24925	0	0	0										
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	305	0	0	0										
股东权益	71696	99003	130698	169253	其它	-7643	-1781	-1781	-1781										
负债和股东权益总计	190310	227449	260763	310533	现金净增加额	16711	13776	10995	23095										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。