

## 公司研究

## 乙烯二期项目获批，加大 POE 布局力度成长前景广阔

——万华化学（600309.SH）项目公告点评

## 要点

**事件：**2022年8月23日，公司发布公告称，公司120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目获得山东省发展和改革委员会批准。项目建设地点位于烟台化工产业园，总投资176亿元，项目资本金占总投资的30%，剩余部分通过银行贷款解决。

## 点评：

**大乙烯项目终落地，POE 拟建产能加倍。**本次获批乙烯二期项目将建设120万吨/年乙烯裂解装置、25万吨/年低密度聚乙烯（LDPE）装置、2×20万吨/年聚烯烃弹性体（POE）装置、20万吨/年丁二烯装置、55万吨/年裂解汽油加氢装置（含3万吨/年苯乙烯抽提）、40万吨/年芳烃抽提装置以及配套辅助工程和公用设施。相比于环评公示规划项目，本次公司POE拟建产能从20万吨大增至40万吨。产品线的扩张和新产品的开发有望助力公司竞争力持续提升。

**POE 物理性能优异，光伏需求快速增长。**POE具有优异物理力学性能（高弹性、高强度、高伸长率）和良好低温性能，还具有优异耐热老化和抗紫外线性能，应用于光伏胶膜领域时性能优势明显，相比EVA胶膜，POE胶膜的电阻率、水汽阻隔率等各项性能都相对更优。POE胶膜不会产生腐蚀性物质，且具有较强的水汽阻隔能力，往往用于制备双玻组件，长期来看光伏组件双面化是必然趋势，更符合双面组件需求的POE、EPE胶膜将逐步取代EVA成为主流，POE市场占有率有望持续提升。

**公司自有催化剂专利，走在POE国产化前列。**目前POE主要产能集中在国外，国内尚未实现POE的量产，国内已有许多企业开展初步布局，未来有望实现工业化量产，国产替代空间广阔。公司自主研发的催化剂活性高、热稳定性好，已完成中试，在国内少数技术攻关企业中走在最前列，产出的POE中试产品已经具备较好的性能，目前正在持续优化，预计将率先在国内实现POE的量产。

**盈利预测、估值与评级：**大乙烯二期项目的建设将进一步完善公司一体化产业链布局，提升公司整体的盈利能力和竞争实力。由于项目暂未建成落地，我们暂不考虑相应的业绩增量。我们维持公司2022-2024年的盈利预测，预计公司2022-2024年的归母净利润分别为217亿元、255亿元、280亿元，折算EPS分别为6.92、8.13、8.91元/股，当前股价对应2022年PE约为13倍，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**项目建设进度不及预期，POE需求不及预期，原材料价格波动。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	73,433	145,538	159,520	177,920	192,722
营业收入增长率	7.91%	98.19%	9.61%	11.53%	8.32%
净利润（百万元）	10,041	24,649	21,720	25,535	27,985
净利润增长率	-0.87%	145.47%	-11.88%	17.56%	9.59%
EPS（元）	3.20	7.85	6.92	8.13	8.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.58%	35.98%	26.37%	25.51%	23.67%
P/E	28	11	13	11	10
P/B	5.8	4.1	3.4	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-22

## 买入（维持）

当前价：89.36元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	31.40
总市值(亿元)	2805.68
一年最低/最高(元)	71.20/113.66
近3月换手率	26.89%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.35	4.33	-2.24
绝对	3.61	7.47	-13.06

资料来源：Wind

## 相关研报

成本上涨盈利承压，石化和新材料项目持续扩充产品布局——万华化学（600309.SH）2022年半年报点评（2022-07-31）

拟投231亿元打造蓬莱基地，强化公司一体化产业链优势——万华化学（600309.SH）项目投资点评（2022-04-09）

MDI及石化产品量价齐升业绩大增，多种新材料布局拓宽商业版图——万华化学（600309.SH）2021年年度报告点评（2022-03-15）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	73,433	145,538	159,520	177,920	192,722
营业成本	53,766	107,317	123,353	136,788	148,205
折旧和摊销	5,231	7,225	8,820	10,176	11,655
税金及附加	676	880	964	1,075	1,165
销售费用	2,939	1,052	2,393	2,669	2,891
管理费用	1,420	1,892	2,579	2,877	3,116
研发费用	2,043	3,168	3,955	4,412	4,779
财务费用	1,076	1,479	1,695	1,535	1,339
投资收益	179	492	336	336	336
营业利润	11,825	29,425	25,491	29,865	32,667
利润总额	11,732	29,151	25,308	29,681	32,484
所得税	1,317	4,112	3,206	3,760	4,115
净利润	10,415	25,039	22,102	25,922	28,369
少数股东损益	373	391	382	386	384
归属母公司净利润	10,041	24,649	21,720	25,535	27,985
EPS(元)	3.20	7.85	6.92	8.13	8.91

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	16,850	27,922	33,411	37,407	41,119
净利润	10,041	24,649	21,720	25,535	27,985
折旧摊销	5,231	7,225	8,820	10,176	11,655
净营运资金增加	-2,465	20,760	2,163	4,214	3,387
其他	4,042	-24,712	708	-2,518	-1,908
投资活动产生现金流	-23,855	-28,758	-24,115	-25,743	-25,272
净资本支出	-23,119	-26,845	-25,138	-26,079	-25,608
长期投资变化	1,314	3,930	0	0	0
其他资产变化	-2,050	-5,842	1,023	336	336
融资活动现金流	19,813	17,587	-6,025	-7,340	-12,368
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	21,401	23,016	3,519	1,990	-1,179
无息负债变化	7,766	13,496	6,691	4,037	3,360
净现金流	12,785	16,711	3,271	4,324	3,479

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	26.8%	26.3%	22.7%	23.1%	23.1%
EBITDA 率	26.0%	27.5%	22.7%	23.3%	23.6%
EBIT 率	18.8%	22.5%	17.1%	17.6%	17.6%
税前净利润率	16.0%	20.0%	15.9%	16.7%	16.9%
归母净利润率	13.7%	16.9%	13.6%	14.4%	14.5%
ROA	7.8%	13.2%	10.3%	10.8%	10.9%
ROE (摊薄)	20.6%	36.0%	26.4%	25.5%	23.7%
经营性 ROIC	12.2%	20.1%	15.0%	15.3%	15.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	61%	62%	60%	56%	53%
流动比率	0.59	0.74	0.76	0.80	0.86
速动比率	0.47	0.55	0.56	0.60	0.64
归母权益/有息债务	0.96	0.93	1.07	1.26	1.51
有形资产/有息债务	2.46	2.43	2.64	2.88	3.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	133,753	190,310	214,773	238,927	259,627
货币资金	17,574	34,216	37,487	41,811	45,290
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6,309	8,646	11,595	12,933	14,009
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	704	1,394	1,472	1,641	1,778
存货	8,704	18,282	20,510	22,746	24,647
其他流动资产	6,393	7,692	7,692	7,692	7,692
流动资产合计	40,526	72,291	80,437	88,687	95,435
其他权益工具	228	528	528	528	528
长期股权投资	1,314	3,930	3,930	3,930	3,930
固定资产	56,371	65,233	72,756	80,880	88,673
在建工程	21,534	27,057	33,479	38,790	42,527
无形资产	6,905	7,982	7,842	7,705	7,571
商誉	1,386	1,264	1,264	1,264	1,264
其他非流动资产	2,172	7,080	7,080	7,080	7,080
非流动资产合计	93,226	118,018	134,336	150,239	164,193
总负债	82,102	118,614	128,825	134,852	137,034
短期借款	38,245	53,873	55,392	55,383	52,204
应付账款	9,156	11,403	17,056	18,914	20,493
应付票据	8,338	8,987	14,729	16,334	17,697
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5,090	8,542	8,542	8,542	8,542
流动负债合计	68,134	98,002	106,213	110,240	110,422
长期借款	11,822	15,644	17,644	19,644	21,644
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,253	4,423	4,423	4,423	4,423
非流动负债合计	13,968	20,612	22,612	24,612	26,612
股东权益	51,651	71,696	85,948	104,075	122,594
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
公积金	4,985	4,984	4,984	4,984	4,984
未分配利润	40,281	60,848	74,719	92,458	110,593
归属母公司权益	48,780	68,499	82,369	100,109	118,244
少数股东权益	2,870	3,197	3,579	3,966	4,350

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.00%	0.72%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用率	1.93%	1.30%	1.62%	1.62%	1.62%
财务费用率	1.47%	1.02%	1.06%	0.86%	0.69%
研发费用率	2.78%	2.18%	2.48%	2.48%	2.48%
所得税率	11%	14%	13%	13%	13%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.30	2.50	2.48	3.14	3.43
每股经营现金流	5.37	8.89	10.64	11.91	13.10
每股净资产	15.54	21.82	26.23	31.88	37.66
每股销售收入	23.39	46.35	50.81	56.67	61.38

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	28	11	13	11	10
PB	5.8	4.1	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	17.6	8.9	10.0	8.8	8.0
股息率	1.5%	2.8%	2.8%	3.5%	3.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE