

万华化学 (600309.SH) 乙烯二期项目获批, 40 万吨 POE 项目产业化在即

2022 年 08 月 23 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

龚道琳 (分析师)

蒋跨越 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790522010001

证书编号: S0790122010041

日期	2022/8/22
当前股价(元)	89.36
一年最高最低(元)	117.33/73.50
总市值(亿元)	2,805.68
流通市值(亿元)	2,805.68
总股本(亿股)	31.40
流通股本(亿股)	31.40
近 3 个月换手率(%)	26.89

● 公司 120 万吨/年乙烯二期项目获批, 一体化优势增强, 维持“买入”评级

8 月 22 日, 公司发布公告, 公司 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目获山东省发改委核准批复。乙烯二期落地, 公司成长空间进一步开启。我们维持 2022-2024 年盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润为 221.08、267.60、301.33 亿元, EPS 分别为 7.04、8.52、9.60 元/股, 当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 12.7、10.5、9.3 倍。我们看好公司多基地新产能布局的持续推进, 看好 POE 产业化在即, 或将率先打破海外垄断, 维持“买入”评级。

● POE 是光伏胶膜的重要原材料, 公司产能建设超预期, 有望打破国外垄断

公司乙烯二期项目拟投建乙烯产能 120 万吨/年、低密度聚乙烯 (LDPE) 产能 25 万吨/年、聚烯烃弹性体 (POE) 产能 40 万吨/年 (2×20 万吨)、丁二烯产能 20 万吨/年及裂解汽油加氢装置 55 万吨/年 (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。POE 拟投建产能由此前环评公示的 20 万吨/年提升至 40 万吨/年, 大幅超出预期。POE 用途广泛, 在改性市场和光伏领域均具有广阔的市场空间。采用光伏级 POE 制成的 POE 胶膜及 EPE 胶膜的阻水性能、抗 PID (电势诱导衰减) 性能较 EVA 胶膜更为优秀, 未来随着全球光伏装机量的持续增长以及在光伏胶膜中的持续渗透, 其市场需求将稳步提升。POE 生产壁垒较高, 目前仅陶氏化学、韩国 LG、韩国 SK、埃克森美孚等几家海外企业具备规模化生产的能力, 公司有望率先实现 POE 国产化, 打破国外垄断。

● 公司沿产业链横纵双向稳步扩张, 向全球化工巨头持续迈进

公司在 2022 年半年度业绩说明会上表示, 福建基地年产 40 万吨 MDI 装置正在按计划投资建设, 预计 2022 年年末至 2023 年一季度投产运行; 此外, 万华化学 (蓬莱) 将于蓬莱工业园建设高性能新材料一体化及配套项目, 预计于 2024 年 6 月陆续投产。公司多基地布局, 叠加第二套大乙烯装置获批, 核心产品 POE 产业化在即, 我们坚定看好公司价值终将回归, 向着全球化工龙头持续迈进。

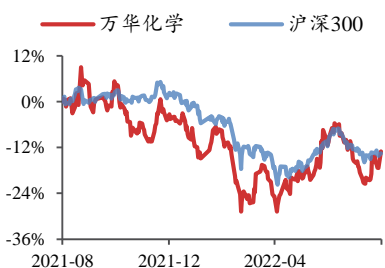
● 风险提示: 产品价格下跌、下游需求萎靡、产能投放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	152,815	164,276	180,703
YOY(%)	7.9	98.2	5.0	7.5	10.0
净利润(百万元)	10,041	24,649	22,108	26,760	30,133
YOY(%)	-0.9	145.5	-10.3	21.0	12.6
毛利率(%)	26.8	26.3	24.2	26.0	26.0
净利率(%)	13.7	16.9	14.5	16.3	16.7
ROE(%)	20.2	34.9	26.6	25.2	22.8
EPS(摊薄/元)	3.20	7.85	7.04	8.52	9.60
P/E(倍)	27.9	11.4	12.7	10.5	9.3
P/B(倍)	5.8	4.1	3.4	2.7	2.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《中报业绩符合预期, 看好公司中长期持续成长—公司信息更新报告》-2022.8.1

《Q1 业绩符合预期, 多基地新产能布局持续推进—公司信息更新报告》-2022.4.26

《量价齐升带动业绩创新高, 研发方向彰显巨头本色—公司信息更新报告》-2022.3.15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	40526	72291	77046	85584	114535
现金	17574	34216	44021	51329	78752
应收票据及应收账款	6309	8646	9801	8436	8774
其他应收款	704	1394	957	1570	922
预付账款	781	1367	888	1536	873
存货	8704	18282	14813	15578	17852
其他流动资产	6455	8386	6565	7135	7362
非流动资产	93226	118018	130239	145165	162017
长期投资	1314	3930	6684	9446	12218
固定资产	56371	65233	72171	80799	90856
无形资产	6905	7982	8829	9492	10152
其他非流动资产	28636	40873	42555	45427	48791
资产总计	133753	190310	207285	230749	276552
流动负债	68134	98002	103205	103178	120323
短期借款	38245	53873	37898	42045	36999
应付票据及应付账款	17493	20390	45800	35242	60270
其他流动负债	12395	23739	19507	25891	23053
非流动负债	13968	20612	17052	17184	20096
长期借款	11822	15644	13716	13470	15907
其他非流动负债	2146	4968	3336	3714	4189
负债合计	82102	118614	120257	120363	140419
少数股东权益	2870	3197	4270	5327	6292
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2161	2161	2161	2161	2161
留存收益	43104	63671	78137	95746	115842
归属母公司股东权益	48780	68499	82758	105059	129842
负债和股东权益	133753	190310	207285	230749	276552

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	16850	27922	58682	32049	61388
净利润	10415	25039	23182	27817	31097
折旧摊销	5236	7228	6935	8335	10009
财务费用	1076	1479	1939	1523	1651
投资损失	-179	-492	-139	-146	-156
营运资金变动	-411	-7246	25960	-5405	18931
其他经营现金流	712	1915	806	-75	-145
投资活动现金流	-23855	-28758	-19798	-23076	-26588
资本支出	23236	27000	12542	11004	14573
长期投资	-498	-1996	-2755	-2786	-2772
其他投资现金流	-1117	-3754	-10010	-14857	-14787
筹资活动现金流	19813	17587	-29079	-1666	-7376
短期借款	18211	15628	-15975	4147	-5046
长期借款	5859	3822	-1928	-245	2437
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-4257	-1862	-11176	-5567	-4767
现金净增加额	12785	16711	9805	7307	27424

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	73433	145538	152815	164276	180703
营业成本	53766	107317	115832	121562	133717
营业税金及附加	676	880	1375	1478	1446
营业费用	2939	1052	1223	1314	1626
管理费用	1420	1892	2949	3203	3072
研发费用	2043	3168	4279	4600	4987
财务费用	1076	1479	1939	1523	1651
资产减值损失	-488	-1075	-1072	-1183	-1285
其他收益	742	453	598	525	562
公允价值变动收益	-6	7	2	2	2
投资净收益	179	492	139	146	156
资产处置收益	1	-18	0	0	0
营业利润	11825	29425	27029	32451	36209
营业外收入	23	97	45	51	59
营业外支出	116	371	243	307	275
利润总额	11732	29151	26831	32195	35992
所得税	1317	4112	3649	4379	4895
净利润	10415	25039	23182	27817	31097
少数股东损益	373	391	1073	1057	964
归属母公司净利润	10041	24649	22108	26760	30133
EBITDA	19539	39650	35857	41970	46930
EPS(元)	3.20	7.85	7.04	8.52	9.60

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	7.9	98.2	5.0	7.5	10.0
营业利润(%)	-3.8	148.8	-8.1	20.1	11.6
归属于母公司净利润(%)	-0.9	145.5	-10.3	21.0	12.6
获利能力					
毛利率(%)	26.8	26.3	24.2	26.0	26.0
净利率(%)	13.7	16.9	14.5	16.3	16.7
ROE(%)	20.2	34.9	26.6	25.2	22.8
ROIC(%)	12.6	19.0	17.7	17.3	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	62.3	58.0	52.2	50.8
净负债比率(%)	66.8	61.1	16.9	10.6	-11.8
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	13.7	19.5	16.6	18.0	21.0
应付账款周转率	3.2	5.7	3.5	3.0	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.20	7.85	7.04	8.52	9.60
每股经营现金流(最新摊薄)	5.37	8.89	18.69	10.21	19.55
每股净资产(最新摊薄)	15.54	21.82	26.36	33.46	41.35
估值比率					
P/E	27.9	11.4	12.7	10.5	9.3
P/B	5.8	4.1	3.4	2.7	2.2
EV/EBITDA	16.3	8.3	8.4	7.1	5.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn