

基础化工

2022年08月23日

万华化学 (600309)

——出口同比增加，乙烯二期项目获批，增加 POE 产能
进军高端聚烯烃市场

报告原因：有信息公布需要点评

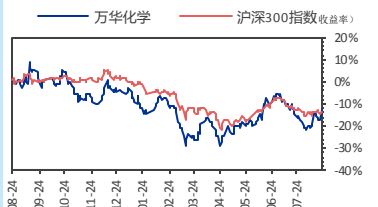
买入 (维持)

市场数据：	2022年08月22日
收盘价(元)	89.36
一年内最高/最低(元)	117.33/73.5
市净率	4.0
息率(分红/股价)	2.80
流通A股市值(百万)	280568
上证指数/深证成指	3277.79/12505.68

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2022年06月30日
每股净资产(元)	22.53
资产负债率%	64.09
总股本/流通A股(百万)	3140/3140
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万华化学(600309)深度：聚氨酯龙头再迎新一轮成长，打造新材料平台型企业》
2022/08/17

《万华化学(600309)点评：业绩符合预期，出口盈利保障业绩稳定》
2022/07/29

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**公司 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目获得山东省发改委批准，主要产品包括 120 万吨/年乙烯裂解装置、25 万吨/年 LDPE 装置、40 万吨/年 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/年芳烃抽提装置等，项目总投资 176 亿元，其中项目资金占比约 30%，其余部分通过银行贷款。
- **乙烯二期项目增加 POE 产能，未来有望加速国产替代。**公司新披露项目相比之前环评公开信息，增加了 20 万吨/年 POE 产能，同时减少了 35 万吨/年 HDPE 项目和 50 万吨/年 PP 项目规划。丙烯原料的上下游配套或将通过管道与蓬莱基地项目整合，保障原料高效利用的同时，有利于形成 C3、C4 产业集群效应；公司目前已完成 POE 的中试项目，同时具备 α -烯烃生产技术，项目产能的增加有望满足目前国内较快的需求增速，加速实现国产化替代。
- **7 月虽临行业淡季，但出口同比维持增长。**2022 年 7 月份聚合 MDI 出口 8.25 万吨，同比增加 4.9%，环比下降 29.4%，按照省份数据，山东+浙江聚合 MDI 7 月出口 6.94 万吨，同比增加 3.8% 环比下降 21.1% 纯 MDI 在 2022 年 7 月出口 1.19 万吨，同比增加 54.9%，环比增加 2.7% 其中按照省份数据，山东+浙江纯 MDI 7 月出口 1 万吨，同比增长 67.7%，环比增加 10.9%。目前欧洲短期面临能源危机，成本及原料供应问题严峻，我们看好 2022 年国内 MDI 凭借成本优势，维持较高全球市场份额。
- **高研发投入+高资本开支支撑长期发展，寻求周期成长的确定性与预期差，长期看好万华全面发展成为全球化工行业领军者。**公司未来成长目标清晰，各大基地 5 年维度的规划陆续浮出水面，烟台、福建基地将持续打造一体化园区，眉山基地改性塑料、PBAT 顺利推进，有望依托当地天然气资源拓展下游；新能源领域加速布局，5 万吨磷酸铁锂电池正极材料一体化项目环评已公示，1 万吨三元正极材料项目预计 2022 年底建成；公司每年 20-30 亿级别研发投入做强劲技术支撑，未来 5 年大规模资本开支加速技术储备产业化，长期看好万华全面发展成为平台型化工新材料公司，成长为全球化工行业领军者。
- **投资评级与估值** 维持公司 2022-2024 年盈利预测 预计实现归母净利润 227.49、266.25、301.57 亿元，EPS 7.25、8.48、9.6 元，当前市值对应 PE 为 12X、11X、9X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新项目投产不及预期；下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	145,538	89,119	140,079	144,122	155,039
同比增长率(%)	98.2	31.7	-3.8	2.9	7.6
归母净利润(百万元)	24,649	10,383	22,749	26,625	30,157
同比增长率(%)	145.5	-23.3	-7.7	17.0	13.3
每股收益(元/股)	7.85	3.31	7.25	8.48	9.60
毛利率(%)	26.3	18.5	30.5	32.4	33.8
ROE(%)	36.0	14.7	29.7	29.0	27.4
市盈率	11		12	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. 项目细节

乙烯二期项目增加 POE 产能，未来有望加速国产替代。公司新披露项目相比之前环评公开信息，增加了 20 万吨/年 POE 产能，同时减少了 35 万吨/年 HDPE 项目和 50 万吨/年 PP 项目规划。丙烯原料的上下游配套或将通过管道与蓬莱基地项目整合，保障原料高效利用的同时，有利于形成 C3、C4 产业集群效应；公司目前已完成 POE 的中试项目，同时具备 α -烯烃生产技术，项目产能的增加有望满足目前国内较快的需求增速，加速实现国产化替代。

光伏产业蓬勃发展有望快速拉动 POE 需求，2025 年有望拉动 75 万吨。光伏胶膜占光伏整个成本的 7%左右，用于增加电池使用寿命，主要分为四类产品，包括透明 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、POE 胶膜、多层共挤 POE 胶膜（EPE）。其中，POE 胶膜防水能力较强，具有良好的抗光伏 PID 能力，随供给端持续放量未来有望在光伏胶膜领域持续渗透。假设 2025 年全球新增光伏装机量 360GW，POE 胶膜渗透率达 30%，EPE 胶膜渗透率减少至 5%，对 POE 粒子需求拉动有望达 75 万吨，增量显著。

表 1：光伏级 POE 需求测算

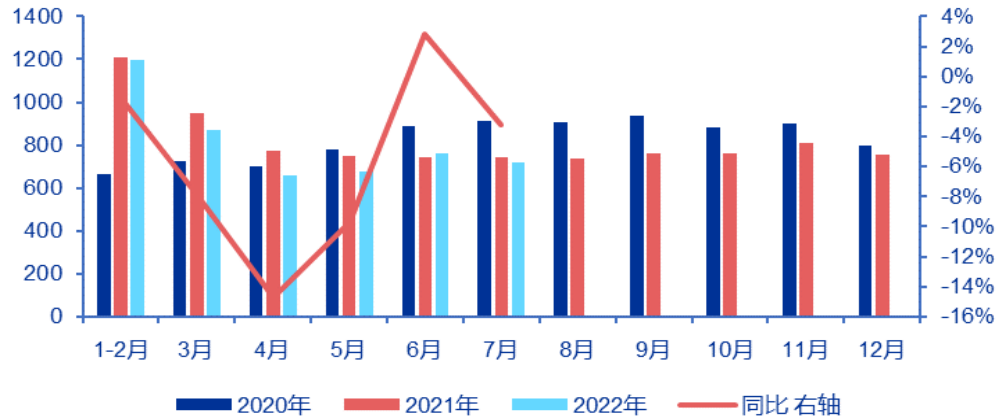
	2022E	2023E	2024E	2025E
全球光伏新增装机量 (GW)	200	240	300	360
容配比	1.2	1.2	1.2	1.2
全球组件需求量 (GW)	240	288	360	432
全球光伏胶膜需求量 (亿平方米)	26.4	31.7	39.6	47.5
POE 胶膜				
渗透率 (%)	5%	10%	20%	30%
全球需求量 (亿平方米)	1.3	3.2	7.9	14.3
EPE 胶膜				
渗透率 (%)	25%	20%	15%	5%
全球需求量 (亿平方米)	6.6	6.3	5.9	2.4
胶膜平均克重 (克/平方米)	500	500	500	500
POE 粒子需求 (万吨)	17.6	26.4	49.5	75.2

资料来源：CPIA，申万宏源研究

2. 冰箱及出口数据

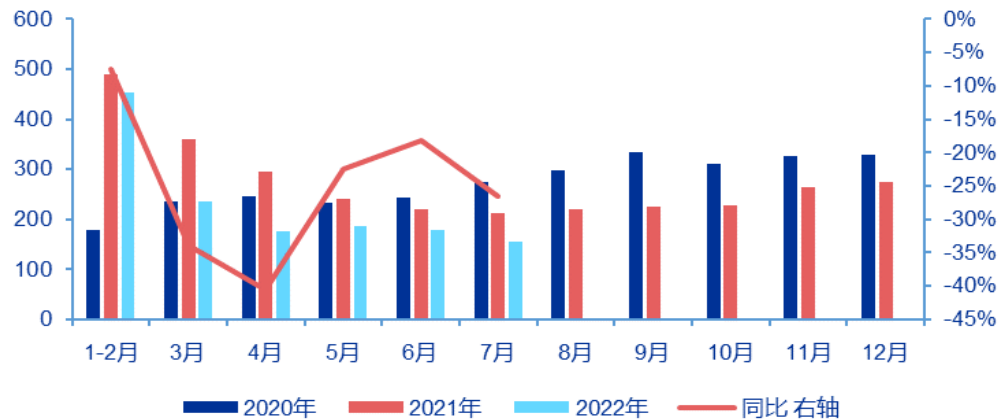
冰箱冷柜行业景气低位，MDI 国内需求逐步触底。从国内需求来看，占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业开工低位，7 月份国内冰箱产量为 717.4 万台，同比下降 3.2%，环比下降 6%；冰箱出口受外贸需求下滑影响，同环比下降，7 月出口 469 万台，同比下降 21.7%，环比下降 1.7%；冷柜 7 月产量年内低点，同比下降 26.6%，环比下降 13.3%至 155.6 万台。目前家电行业传统淡季，叠加天气影响企业开工，对 MDI 需求维持低位。

图 1：国内冰箱月度产量 (万台)



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

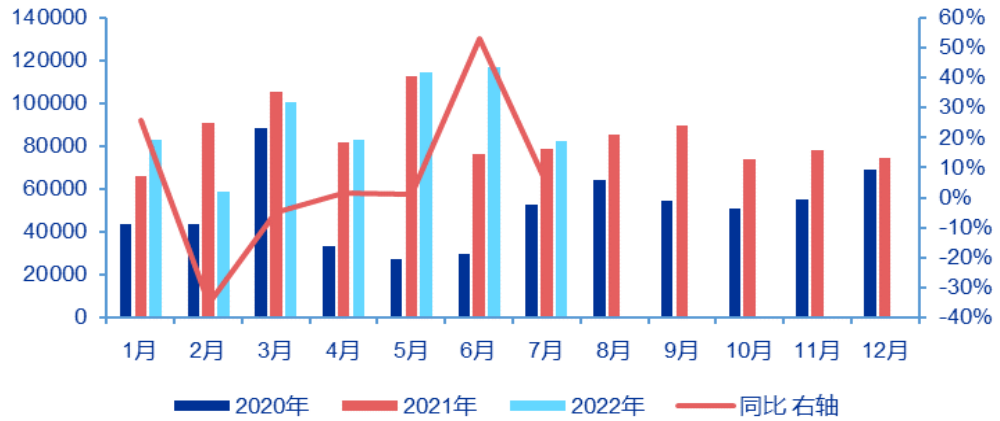
图 2：国内冷柜月度产量（万台）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

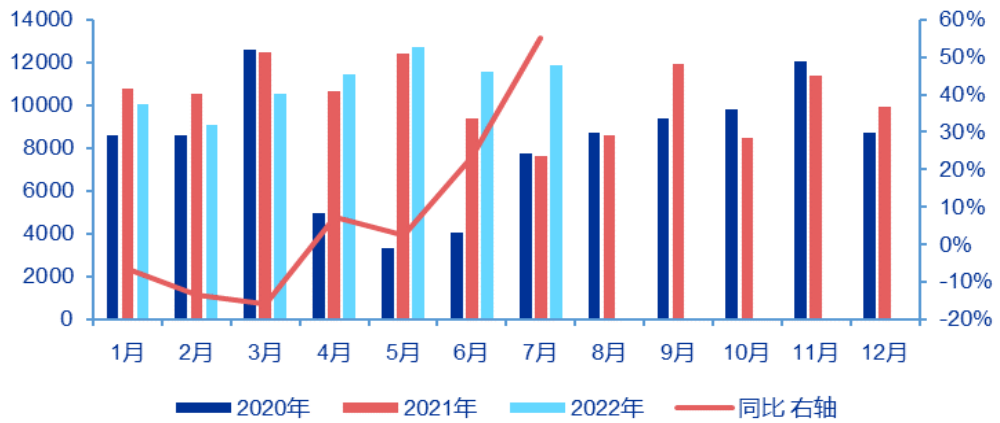
7月虽临行业淡季，但出口同比维持增长。2022年7月份聚合MDI出口8.25万吨，同比增加4.9%，环比下降29.4%，按照省份数据，山东+浙江聚合MDI7月出口6.94万吨，同比增加3.8%，环比下降21.1%；纯MDI在2022年7月出口1.19万吨，同比增加54.9%，环比增加2.7%，其中按照省份数据，山东+浙江纯MDI7月出口1万吨，同比增长67.7%，环比增加10.9%。目前欧洲短期面临能源危机，成本及原料供应问题严峻，我们看好2022年国内MDI凭借成本优势，维持较高全球市场份额。

图 3：聚合 MDI 出口数据（吨）



资料来源：中国海关，申万宏源研究

图 4：纯 MDI 出口数据 (吨)



资料来源：中国海关，申万宏源研究

3. 展望

欧洲 MDI 供给端受限严重，MDI 价格有望企稳。全球看，欧洲短期天然气供应偏紧，叠加莱茵河水位下降，当地 MDI 企业成本端及原料供应端都存在一定限制，成本端及供给端支撑 MDI 底部价格。国内看，东曹瑞安 8 万吨/年 MDI 精馏装置处于检修状态，万华烟台及宁波合计 230 万吨/年 MDI 装置打折供应。需求端，随天气转凉，三季度是太阳能、管道、喷涂等领域的需求旺季。短期上，国内 MDI 价格持续筑底，有望随旺季到来逐步回暖。长期看，截至 2025 年新产能投放以万华 230 万吨为主，届时公司 MDI 全球市占率有望接近 40%，利好龙头企业盈利。

图 5：当前全球各 MDI 装置开工情况

	企业	装置位置	产能 (万吨)	开工情况	检修计划及其他情况
国内	万华化学	浙江宁波	120	降负运行	装置降负运行
		山东烟台	110	降负运行	装置降负运行, 检修或将延至第四季度, 产能将扩至120万吨/年
	科思创	上海	60	100%	
	巴斯夫	重庆	40	60%	精馏装置降负运行
		上海(仅精馏)	21	80%	
	上海联恒	上海一期	35	正常运行	
		上海二期	24	正常运行	
	亨斯迈	上海一期(仅精馏)	16	90%	
上海二期(仅精馏)		24	90%		
东曹瑞安	浙江瑞安(仅精馏)	8	0%	8月3日左右起停车检修, 检修时长30-35天	
亚洲其他	中东陶氏	沙特朱拜勒	40	正常运行	
	日本东曹	日本南阳	7	正常运行	
		日本南阳	13	正常运行	
		日本南阳	20	正常运行	
	锦湖三井	韩国丽水	41	正常运行	
	科思创	日本新居滨	7	正常运行	
	巴斯夫	韩国丽水	25	70%	装置降负运行
KARUN	伊朗德黑兰	4	50%	装置降负运行	
美洲	巴斯夫	盖思马	40	正常运行	
	科思创	贝墩	33	正常运行	
	陶氏	自由港	34	不可抗力	装置正常运行。解除不可抗力。
	亨斯迈	盖思马	50	正常运行	
欧洲	巴斯夫	比利时	65	正常运行	
	科思创	德国	42	正常运行	
		德国	20	正常运行	
		西班牙	17	正常运行	
	亨斯迈	荷兰	47	正常运行	
	陶氏	葡萄牙	19	正常运行	
		德国	20	正常运行	
万华化学	匈牙利	35	0%	7月15日开始检修, 预计停车35天	
检修产能	43	不可抗力产能	0	待检修产能	110 (包含精馏装置)

资料来源：公司公告，申万宏源研究

高研发投入+高资本开支支撑长期发展，寻求周期成长的确切性与预期差，长期看好万华全面发展成为全球化工行业领军者。公司未来成长目标清晰，各大基地 5 年维度的规划陆续浮出水面，烟台、福建基地将持续打造一体化园区，眉山基地改性塑料、PBAT 顺利推进，有望依托当地天然气资源拓展下游；新能源领域加速布局，5 万吨磷酸铁锂电正极材料一体化项目环评已公示，1 万吨三元正极材料项目预计 2022 年底建成；公司每年 20-30 亿级别研发投入做强技术支撑，未来 5 年大规模资本开支加速技术储备产业化，长期看好万华全面发展成为平台型化工新材料公司，成长为全球化工行业领军者。

表 2：公司重要项目投产时间表及中枢利润测算

预估投产时间	计划产品	计划产能 (万吨)	已有产能 (万吨)	投资额 (亿元)	单吨中枢利润 (元/吨)	预计利润 (亿元)	扩建地点
2022	MDI	50	265	66	5000	25	烟台 10+福建 40
2022	双酚 A	48	0	62.4	2000	10	烟台
2022	尼龙 12	4	0	25.5	20000	8	烟台
2023	顺酐	20	0	17.8	500	1	烟台
2023	柠檬醛及下游衍生物	4.8	0	69	10000	4.8	烟台
2023	PMMA	8	8	17.6	1000	0.8	烟台
2023	PO(POCHP)	40	54	24.8	1000	4	烟台
2023	TDI	15	65	19.3	3000	4.5	福建
2023	MDI	60	315E	32	5000	30	宁波
合计				334		88	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	73,433	145,538	140,079	144,122	155,039
其中: 营业收入	73,433	145,538	140,079	144,122	155,039
减: 营业成本	55,916	107,317	97,403	97,363	102,713
减: 税金及附加	676	880	847	871	937
主营业务利润	16,841	37,342	41,829	45,888	51,389
减: 销售费用	788	1,052	5,603	5,477	5,426
减: 管理费用	1,420	1,892	2,802	2,594	2,791
减: 研发费用	2,043	3,168	3,642	3,747	4,651
减: 财务费用	1,076	1,479	2,236	1,717	1,758
经营性利润	11,513	29,752	27,546	32,353	36,763
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-116	-185	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-488	-1,075	0	0	0
加: 投资收益及其他	916	934	588	603	574
营业利润	11,825	29,425	28,134	32,956	37,337
加: 营业外净收入	-93	-274	0	0	0
利润总额	11,732	29,151	28,134	32,956	37,337
减: 所得税	1,317	4,112	4,487	5,258	5,960
净利润	10,415	25,039	23,647	27,698	31,377
少数股东损益	373	391	899	1,073	1,220
归属于母公司所有者的净利润	10,041	24,649	22,749	26,625	30,157
全面摊薄总股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
每股收益 (元)	3.20	7.85	7.25	8.48	9.60

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。