

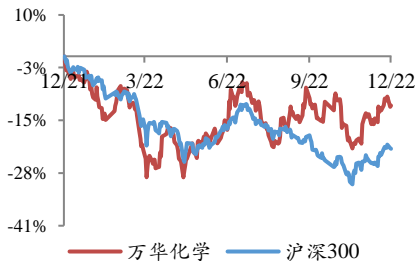
乙烯二期项目方案落地，新能源发电持续推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-12-13

收盘价（元）	91.15
近12个月最高/最低（元）	101.4/73.16
2总股本（百万股）	3,140
流通股本（百万股）	3,140
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	2,862
流通市值（亿元）	2,862

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 万华化学：MDI 挂牌价小幅下调，电池材料领域加速布局 2022-11-30

2. 短期需求偏弱业绩承压，长期产能释放贡献增量 2022-10-25

3. 万华化学系列深度之一：MDI 盈利筑底，新材料放量在即 2022-09-15

主要观点：

● 事件描述

2022年12月13日下午，万华化学对外发布公告：公司计划在烟台工业园实施乙烯二期工程，主要建设120万吨/年乙烯裂解装置、25万吨/年低密度聚乙烯(LDPE)装置、2x20万吨/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，实现自主开发的POE、差异化专用料等高端聚烯烃产品产业化。根据公告，乙烯二期项目将选择乙烷和石脑油作为进料原料，与公司现有的PDH一体化项目和乙烯一期项目形成高效协同，该项目计划投资额176亿元人民币，已经于2022年8月获得山东省发展和改革委员会审批通过，预计于2024年10月开始陆续投产。

● 乙烷+石脑油原料成本更低芳烃为MDI提供原料，2x20万吨POE产能国内规划最大进展最快

乙烷+石脑油作为乙烯裂解原料，工艺成本相比丁烷+石脑油具有优势，同时芳烃为MDI工序纯苯提供原料。公司乙烯二期原料端采用乙烷+石脑油的方式，乙烷裂解乙烯法成本具有优势。原料石脑油裂解可生产40万吨/年芳烃抽提，主要用于生产苯、甲苯等，实现MDI与TDI工序中纯苯原料的部分自给，降低纯苯的外购比例，进一步从源头实现全产业链一体化。公司POE早在2021年就完成千吨级的中试，经过改进后下游客户试用效果OK，可用于汽车改性及光伏胶膜等领域。一期20万吨POE项目预计将在2024年上半年实现投产，届时将是国内第一家完成POE产业化的公司。

● 电池材料业务实现整合，新能源发电持续推进

成立电池科技有限公司，与西藏矿业合作整合锂电上游资源。近期公司与西藏矿业合作成立联合实验室进行盐湖高附加值产品研发、生产，未来有望建立盐湖提锂、材料制造、资源回收的全产业链闭环，共同打造盐湖开发更加强有力的利润支柱。同时成立万华化学集团电池科技有限公司成立，对内将进一步整合全公司资源，对外着重抢占市场，弥补没有上游锂资源的劣势，1万吨三元正极材料项目于2022年初投产，目前处于客户验证与推进中，5万吨磷酸铁锂项目预计2023年上半年可实现投产。

与国能、隆基合作推进风电、光伏等新能源发电项目，早日完成绿色能源体系。在风电领域，公司依托烟台与福建沿海的地理优势，联合国能集团共同建设福建省马祖列岛主岛310MWp海上风电项目与烟台莱州93MWp分散式风电项目(一期装机容量48MWp)，两项目共

计可实现年发电量达 16.6 亿度。在光伏领域，公司与华能集团合作共同打造 1300MWp 莱州海上光伏发电项目、潍坊 1260MWp 海上光伏发电项目、烟台招远 140MWp 农光互补型光伏发电项目以及海阳市 600MWp 渔光互补型光伏电站项目，共计可实现发电量达 42.8 亿度电。另外，公司与隆基绿能签署战略合作协议，双方在光伏材料、光伏以及 BIPV 等应用领域上发挥各自优势，能够加深合作，早日实现节碳减排、构建绿色能源体系。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 178.52、235.29、260.88 亿元，同比增速为-27.6%、31.8%、10.9%。当前股价对应 PE 分别为 16、12、11 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	145538	160262	185713	201450
收入同比 (%)	98.2%	10.1%	15.9%	8.5%
归属母公司净利润	24649	17852	23529	26088
净利润同比 (%)	145.5%	-27.6%	31.8%	10.9%
毛利率 (%)	26.3%	22.7%	23.4%	23.5%
ROE (%)	36.0%	20.7%	21.4%	19.2%
每股收益 (元)	7.85	5.69	7.49	8.31
P/E	12.87	16.03	12.16	10.97
P/B	4.63	3.31	2.60	2.10
EV/EBITDA	9.12	9.06	8.58	7.52

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	72291	44933	52526	60933	
现金	34216	1666	3843	9433	
应收账款	8646	11243	13339	13523	
其他应收款	1394	1475	1757	1897	
预付账款	1367	1471	1829	1924	
存货	18282	20691	23373	25770	
其他流动资产	8386	8386	8386	8386	
非流动资产	118018	152207	170465	180989	
长期投资	3930	3930	3930	3930	
固定资产	65233	86977	98443	100163	
无形资产	7982	10643	12412	14248	
其他非流动资产	40873	50657	55680	62648	
资产总计	190310	197140	222991	241921	
流动负债	98002	84583	86233	78405	
短期借款	53873	24175	21157	12090	
应付账款	11403	18068	19901	20136	
其他流动负债	32726	42340	45176	46180	
非流动负债	20612	22425	22425	22425	
长期借款	15644	17457	17457	17457	
其他非流动负债	4968	4968	4968	4968	
负债合计	118614	107008	108658	100830	
少数股东权益	3197	3782	4453	5123	
股本	3140	3140	3140	3140	
资本公积	2161	2160	2160	2160	
留存收益	63198	81050	104580	130668	
归属母公司股东权益	68499	86350	109880	135968	
负债和股东权益	190310	197140	222991	241921	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	27922	45315	33429	35637	
净利润	24649	17852	23529	26088	
折旧摊销	8161	12326	7207	7851	
财务费用	2086	3110	2355	2053	
投资损失	-492	0	0	0	
营运资金变动	-7323	11087	-748	-1578	
其他经营现金流	32814	7705	25363	28887	
投资活动现金流	-28758	-46869	-25879	-18927	
资本支出	-26845	-46869	-25879	-18927	
长期投资	-1996	0	0	0	
其他投资现金流	83	0	0	0	
筹资活动现金流	17587	-30995	-5373	-11120	
短期借款	15628	-29698	-3018	-9067	
长期借款	3822	1813	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-1	0	0	0	
其他筹资现金流	-1862	-3110	-2355	-2053	
现金净增加额	16711	-32550	2177	5590	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	145538	160262	185713	201450	
营业成本	107317	123835	142200	154060	
营业税金及附加	880	1267	1433	1455	
销售费用	1052	3144	2326	2644	
管理费用	1892	3099	3591	3896	
财务费用	1479	2528	2262	1927	
资产减值损失	-1075	-355	-415	-552	
公允价值变动收益	-7	0	0	0	
投资净收益	492	0	0	0	
营业利润	29425	21575	28319	31312	
营业外收入	97	0	0	0	
营业外支出	371	0	0	0	
利润总额	29151	21575	28319	31312	
所得税	4112	3138	4119	4554	
净利润	25039	18437	24200	26758	
少数股东损益	391	585	671	670	
归属母公司净利润	24649	17852	23529	26088	
EBITDA	39391	36784	38202	41642	
EPS (元)	7.85	5.69	7.49	8.31	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	98.2%	10.1%	15.9%	8.5%
营业利润	148.8%	-26.7%	31.3%	10.6%
归属于母公司净利润	145.5%	-27.6%	31.8%	10.9%
获利能力				
毛利率 (%)	26.3%	22.7%	23.4%	23.5%
净利率 (%)	16.9%	11.1%	12.7%	13.0%
ROE (%)	36.0%	20.7%	21.4%	19.2%
ROIC (%)	18.1%	15.1%	16.6%	16.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.3%	54.3%	48.7%	41.7%
净负债比率 (%)	165.4%	118.7%	95.0%	71.5%
流动比率	0.74	0.53	0.61	0.78
速动比率	0.54	0.27	0.32	0.42
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.81	0.83	0.83
应收账款周转率	16.83	14.25	13.92	14.90
应付账款周转率	9.41	6.85	7.15	7.65
每股指标 (元)				
每股收益	7.85	5.69	7.49	8.31
每股经营现金流(薄)	8.89	14.43	10.65	11.35
每股净资产	21.82	27.50	35.00	43.31
估值比率				
P/E	12.87	16.03	12.16	10.97
P/B	4.63	3.31	2.60	2.10
EV/EBITDA	9.12	9.06	8.58	7.52

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。