

## 为电池材料业务扬帆，擘画第二增长曲线

2023年11月08日

► **事件概述。**11月7日，万华化学发布关于签订《股权变更框架协议》的提示性公告，万华化学及其关联方采取购置铜化集团现有股东部分股权后，铜化集团实施公司分立，将化工业务关联公司继续保留在现有公司，将非化工业务关联公司剥离成单独的公司。万华化学及其关联方可选择以增资、购买股权、换股或其他方式，最终实现持有分立后的铜化集团51%的持股比例，并享有控制权，分立后的非化工公司34%的股权比例，为非控股股东，享有重大事项的一票否决权。交易各方一致同意，评估基准日为2023年10月31日，本次所涉及分立后的铜化集团和分立后的非化工公司企业股权价值（即分立前铜化集团股权价值）交易上限不超过60亿元人民币。本次交易的对手方为铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、安徽创谷新材料有限公司、安徽鹤源股权投资有限公司、安徽省投资集团控股有限公司。

► **标的公司是重要的硫磷化工企业，控股两家上市公司。**铜化集团依托独特的资源禀赋、区位优势、产业基础、人才保障，经过30年的建设和发展，现已成为以化学矿山采选、硫磷化工、精细化工、新材料、商贸物流、地产开发等为主导产业的多元化集团型企业，是国内重要的硫磷化工产业基地和新型颜料产业基地。控股“六国化工”（SH600470）和“安纳达”（SZ002136）两家上市公司。主导产品高效磷复肥、钛白粉、苯酐、硫铁矿、电池材料磷酸铁等产销量均位居国内同行前列。

► **多点协同，为电池材料等业务完善产业链配套。**本次参与铜化集团重组，对未来万华化学发展具有重要意义：1.本次重组后，万华化学将进一步完善上游原料供应链，增强电池业务核心竞争力。2.铜化集团钛白粉在行业处于前十名，该业务与万华化学现有涂料业务具有互补及协同效应。3.通过本次重组，万华化学将在铜化集团矿业业务参股34%，进一步保障磷矿资源，为万华化学未来的磷资源需求解决瓶颈问题，提升产品竞争力。4.万华化学依托成熟的煤化工运行经验和技術优势，将进一步优化铜化集团煤气化装置，进一步提升铜化集团现有产品市场竞争优势。

► **投资建议：**电池材料等业务是万华近年来重点打造的新发展方向，本次并购将增强公司新能源材料业务的竞争力。我们预计2023-2025年归母净利润为168.71、221.72、266.00亿元，对应PE分别为16x、12x、10x。公司是聚氨酯和新材料行业龙头，2024年公司大量在建项目计划投产，我们看好公司长期发展趋势，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 并购失败的风险；2) 新项目建设进度不及预期；

**推荐**

维持评级

当前价格：

87.20元

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

**研究助理 费晨洪**

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

**相关研究**

1.万华化学(600309.SH)2023年三季报点评：季度净利同比增长28%，各板块销量稳步增长-2023/10/16

2.万华化学(600309.SH)2023年中报点评：业绩持续回升，符合市场预期-2023/07/31

3.万华化学(600309.SH)2023年一季报点评：业绩修复超预期，三大板块各有亮点-2023/04/21

4.万华化学(600309.SH)2022年年报点评：主业景气度回升，新材料渐挑大梁-2023/03/21

5.万华化学(600309.SH)深度研究：从单轮驱动到构建四梁八柱-2022/11/16

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	165,565	183,754	222,398	261,448
增长率(%)	13.8	11.0	21.0	17.6
归属母公司股东净利润(百万元)	16,234	16,871	22,172	26,600
增长率(%)	-34.1	3.9	31.4	20.0
每股收益(元)	5.17	5.37	7.06	8.47
PE	17	16	12	10
PB	3.6	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年11月7日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	165,565	183,754	222,398	261,448
营业成本	138,132	154,269	184,924	217,050
营业税金及附加	913	1,103	1,334	1,569
销售费用	1,153	1,158	1,223	1,438
管理费用	1,966	1,838	2,224	2,614
研发费用	3,420	3,675	4,448	5,229
EBIT	20,600	22,213	28,851	34,261
财务费用	1,235	2,453	2,963	3,218
资产减值损失	-192	-230	-228	-268
投资收益	408	368	445	523
营业利润	19,839	19,898	26,105	31,298
营业外收支	-298	-110	-100	-100
利润总额	19,541	19,788	26,005	31,198
所得税	2,499	2,572	3,381	4,056
净利润	17,042	17,215	22,624	27,143
归属于母公司净利润	16,234	16,871	22,172	26,600
EBITDA	29,953	32,528	40,989	48,312

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,989	19,558	19,079	20,959
应收账款及票据	9,060	10,018	12,125	14,254
预付款项	1,277	1,543	1,849	2,170
存货	18,185	18,829	22,571	26,492
其他流动资产	4,021	9,958	11,435	12,927
流动资产合计	51,532	59,906	67,060	76,803
长期股权投资	6,229	8,229	9,229	10,229
固定资产	78,558	90,181	100,812	111,340
无形资产	9,980	10,930	11,833	12,248
非流动资产合计	149,311	176,161	198,868	223,985
资产合计	200,843	236,067	265,928	300,788
短期借款	44,019	45,019	50,019	53,019
应付账款及票据	24,205	29,586	35,465	41,626
其他流动负债	26,792	21,433	19,512	22,430
流动负债合计	95,017	96,039	104,996	117,075
长期借款	15,968	35,250	38,250	40,250
其他长期负债	8,521	11,275	11,775	12,275
非流动负债合计	24,489	46,525	50,025	52,525
负债合计	119,506	142,564	155,022	169,600
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	4,492	4,837	5,289	5,832
股东权益合计	81,337	93,503	110,906	131,188
负债和股东权益合计	200,843	236,067	265,928	300,788

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	13.76	10.99	21.03	17.56
EBIT 增长率	-34.58	7.83	29.88	18.75
净利润增长率	-34.14	3.93	31.42	19.97
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.57	16.05	16.85	16.98
净利润率	9.80	9.18	9.97	10.17
总资产收益率 ROA	8.08	7.15	8.34	8.84
净资产收益率 ROE	21.13	19.03	20.99	21.22
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.54	0.62	0.64	0.66
速动比率	0.32	0.38	0.38	0.39
现金比率	0.20	0.20	0.18	0.18
资产负债率 (%)	59.50	60.39	58.29	56.39
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.97	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	48.05	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.85	0.84	0.89	0.92
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.17	5.37	7.06	8.47
每股净资产	24.47	28.24	33.64	39.93
每股经营现金流	11.57	10.12	12.34	14.49
每股股利	1.60	1.66	2.19	2.62
<b>估值分析</b>				
PE	17	16	12	10
PB	3.6	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	11.99	11.04	8.76	7.43
股息收益率 (%)	1.83	1.91	2.51	3.01

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	17,042	17,215	22,624	27,143
折旧和摊销	9,354	10,315	12,138	14,052
营运资金变动	8,821	1,044	776	876
经营活动现金流	36,337	31,764	38,738	45,490
资本开支	-32,614	-31,460	-33,915	-38,238
投资	-2,144	-2,153	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-34,325	-36,914	-34,501	-38,745
股权募资	850	0	0	0
债务募资	-6,310	23,764	3,761	5,500
筹资活动现金流	-17,188	5,719	-4,716	-4,865
现金净流量	-15,202	569	-478	1,880

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026