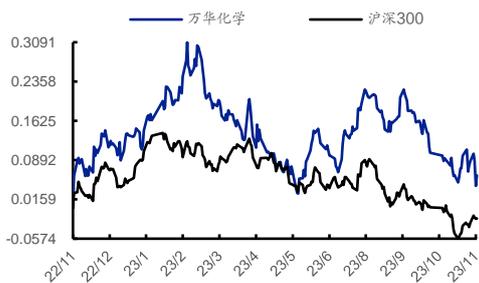


研究所  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn

## 拟收购铜化集团化工业务, 完善电池材料产业布局

### ——万华化学(600309)事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	-3.3%	-12.4%	5.1%
沪深300	-2.0%	-8.9%	-2.7%

#### 市场数据

当前价格(元)	84.96
52周价格区间(元)	81.55-108.00
总市值(百万)	266,752.87
流通市值(百万)	266,752.87
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	1,671.13
近一月换手(%)	0.29

#### 相关报告

《万华化学(600309)2023年三季度报点评: 三季度业绩同比提升, 多项目推动未来成长(买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-10-15

《万华化学(600309)2023年9月月报: 多项目环评公示, 下游冰箱、汽车产量同比提升(买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-10-13

《万华化学(600309)2023年8月月报: MDI景气修复, 福建TDI扩建项目环评公示(买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-09-21

《万华化学(600309)2023年7月月报: 二季度业绩持续改善, 高端α烯烃项目环评公示(买入)

#### 事件:

11月8日, 公司发布关于签订《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(分立后的铜化集团), 将非化工业务关联公司剥离成立单独的公司(非化工公司)。

#### 投资要点:

##### ■ 拟收购铜化集团化工业务, 交易对价可控

根据公告, 11月7日, 万华化学与铜陵市国有资本运营控股集团等以及标的公司铜化集团签署了《股权变更框架协议》, 公司拟通过股权转让、增资等方式, 万华化学及其关联方持有铜化集团化工业务51%的股权; 同时持有非化工业务34%的股权, 并享有重大事项的一票否决权。若本次交易全部顺利实施完成, 万华化学将成为铜化集团化工业务的控股股东, 铜化集团化工业务及下属子公司安徽六国化工、安徽安纳达的实际控制人将变更为烟台国资委。本次所涉及及分立后的铜化集团(化工业务)和分立后的非化工公司的企业股权价值(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, 且以评估值为准。

铜化集团化工业务主要集中在上市公司六国化工、上市公司安纳达等子公司, 在此, 我们做一个粗算, 假设六国化工和安纳达为化工业务, 除六国化工和安纳达外均为非化工业务。

我们估算如下: 化工业务中, 六国化工(铜化集团持股25.49%)和安纳达(铜化集团持股30%)2023年10月31日前30个交易日平均市值分别为26.94和23.48亿元, 按照铜化持股比例计算, 化工业务股权价值约13.91亿元, 若最终通过股权转让的方式来获得51%股权, 万华化学对于这部分支付对价约7.09亿元; 若最终以增资的方式实现51%的股权, 万华化学需要支付对价约14.48亿元。

非化工业务中, 我们粗略按照分立前铜化集团股权价值60亿上限作为测算数字, 非化工业务股权价值最高不超过46.09亿(60-13.91), 若最终以股权转让的方式获得34%股权, 万华化学需要支付对价约15.67亿元; 若最终以增资的方式实现34%的股权, 万华化学需要

\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-08-08

《万华化学（600309）2023 年中报点评：二季度业绩环比改善，多项目推进驱动成长（买入）\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-07-28

支付对价约 23.74 亿元。

因此, 经过我们以目前的公开信息进行计算, 此次重组交易万华化学实际付出的对价预计在 22.8 (老股转让) -38.2 亿元 (增资), 投资额压力相对较小, 对价也较为公允。

#### ■ 完善电池材料上游布局, 公司研发创新有望提升回报率

公司近年电池材料业务持续发力, 布局三元正极、磷酸铁锂、碳酸酯、六氟磷酸锂、负极粘结剂等电池材料, 范围覆盖正极、负极、电解液等。目前六国化工拥有磷酸一铵产能 30 万吨/年、磷酸二铵产能 64 万吨/年, 同时精制磷酸现有产能 5 万吨/年、在建产能 28 万吨/年, 主要向磷酸铁生产企业销售, 下游客户主要为纳源科技、安轩达、安伟宁等磷酸铁生产企业, 并通过主要客户已成功进入湖南裕能、国轩高科等国内电池正极材料头部企业的供应链体系。安纳达具备磷酸铁产能 15 万吨/年; 另外, 铜化集团矿业相关子公司宿松六国矿业拥有磷矿石产能 76 万吨/年。通过本次交易, 万华化学将较为快速的推动和完善正极材料上游原料供应链, 获得优质磷矿、磷酸、磷酸铁等资源的同时, 在相关技术和工艺上可以实现优势互补, 增强电池业务核心竞争力。同时, 万华化学具有较强的研发和技术创新能力, 在电池材料行业快速发展的阶段, 公司有望利用自身的研发创新能力和优秀的成本控制能力, 迭代新工艺和新材料体系, 进一步降低材料成本、提升生产效率和附加值, 进而提升公司在电池材料相关业务的回报率。

#### ■ 多业务有机融合, 推动万华及铜化集团高质量发展

除电池材料外, 万华化学与铜化集团将在多业务实现有机融合。其中, 安纳达除磷酸铁外, 还拥有钛白粉产能 8 万吨/年, 该业务将与万华化学现有涂料业务具有互补及协同效应, 有利于进一步完善公司涂料业务版图。同时, 六国化工拥有煤气化平台, 除磷相关产品外, 公司还拥有尿素产能 30 万吨/年、复合肥产能 150 万吨/年, 通过此次重组, 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, 提升铜化集团现有产品场竞争优势。未来, 万华化学有望从铜化集团获得资源支撑, 同时铜化集团将依托万华化学现有技术工艺、管理经验、渠道平台等, 实现高质量发展。

■ **盈利预测和投资评级** 基于审慎原则, 暂不考虑本次收购对公司业绩的影响, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 172.17、243.66、320.28 亿元, 对应 PE 分别 15、11、8 倍, 考虑公司未来呈高成长性, 维持“买入”评级。

■ **风险提示** 项目建设不及预期; 市场大幅度波动; 新产品不及预期; 同行业竞争加剧; 产品价格大幅下滑; 原材料价格大幅上涨, 对铜化集团化工业务收购情况的不确定性。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	165565	180191	213827	262519
增长率（%）	14	9	19	23
归母净利润（百万元）	16234	17217	24366	32028
增长率（%）	-34	6	42	31
摊薄每股收益（元）	5.17	5.48	7.76	10.20
ROE（%）	21	18	21	21
P/E	17.92	15.49	10.95	8.33
P/B	3.79	2.84	2.25	1.77
P/S	1.76	1.48	1.25	1.02
EV/EBITDA	11.39	10.07	7.43	5.82

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：万华化学盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

证券代码:	600309				股价:	84.96		投资评级:	买入		日期:	2023/11/09	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	21%	18%	21%	21%	EPS	5.17	5.48	7.76	10.20				
毛利率	17%	17%	18%	19%	BVPS	24.47	29.96	37.72	47.92				
期间费率	3%	3%	3%	2%	<b>估值</b>								
销售净利率	10%	10%	11%	12%	P/E	17.92	15.49	10.95	8.33				
<b>成长能力</b>					P/B	3.79	2.84	2.25	1.77				
收入增长率	14%	9%	19%	23%	P/S	1.76	1.48	1.25	1.02				
利润增长率	-34%	6%	42%	31%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.82	0.80	0.84	0.88	营业收入	165565	180191	213827	262519				
应收账款周转率	18.27	17.52	17.89	17.71	营业成本	138132	149887	174302	212045				
存货周转率	9.10	7.96	8.68	8.47	营业税金及附加	913	1207	1347	1575				
<b>偿债能力</b>					销售费用	1153	1351	1604	1838				
资产负债率	60%	56%	51%	47%	管理费用	1966	2288	2523	2861				
流动比	0.54	0.54	0.61	0.77	财务费用	1235	1513	1548	1514				
速动比	0.34	0.30	0.36	0.48	其他费用/(-收入)	3420	3784	4490	5513				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	19839	21121	29573	38876				
现金及现金等价物	18989	11937	18750	31658	营业外净收支	-298	5	10	10				
应收款项	9060	10283	11952	14827	利润总额	19541	21126	29583	38886				
存货净额	18185	22633	24634	30994	所得税费用	2499	2810	3935	5172				
其他流动资产	5298	9608	8661	11666	净利润	17042	18316	25649	33714				
<b>流动资产合计</b>	<b>51532</b>	<b>54462</b>	<b>63997</b>	<b>89145</b>	少数股东损益	808	1099	1282	1686				
固定资产	78558	86468	94092	100121	归属于母公司净利润	16234	17217	24366	32028				
在建工程	37064	43967	51275	58380	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	27460	31292	35071	38876	经营活动现金流	36337	26140	42382	47308				
长期股权投资	6229	8686	11064	13482	净利润	16234	17217	24366	32028				
<b>资产总计</b>	<b>200843</b>	<b>224874</b>	<b>255498</b>	<b>300005</b>	少数股东损益	808	1099	1282	1686				
短期借款	44019	44019	44019	44019	折旧摊销	9354	10511	13160	13573				
应付款项	24205	27372	31187	38331	公允价值变动	-173	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	8821	-4266	2253	-1448				
其他流动负债	26792	29341	30501	34149	投资活动现金流	-34325	-31584	-33961	-32793				
<b>流动负债合计</b>	<b>95017</b>	<b>100732</b>	<b>105707</b>	<b>116500</b>	资本支出	-32614	-29493	-31998	-30740				
长期借款及应付债券	16168	16168	16168	16168	长期投资	-2144	-2607	-2528	-2568				
其他长期负债	8321	8321	8321	8321	其他	434	517	566	515				
<b>长期负债合计</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	<b>24489</b>	筹资活动现金流	-17188	-1608	-1608	-1608				
<b>负债合计</b>	<b>119506</b>	<b>125221</b>	<b>130196</b>	<b>140989</b>	债务融资	-6310	0	0	0				
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	850	0	0	0				
股东权益	81337	99653	125302	159016	其它	-11727	-1608	-1608	-1608				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>200843</b>	<b>224874</b>	<b>255498</b>	<b>300005</b>	现金净增加额	-15202	-7052	6813	12907				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，化工行业分析师，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，2年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或

争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。