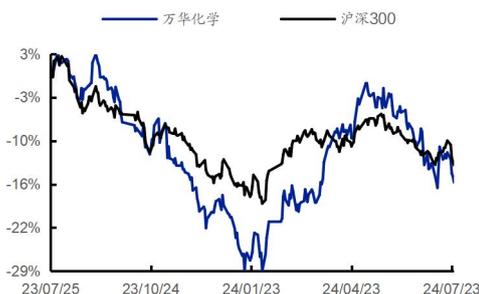


研究所:  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 贾冰 S0350524030003  
 jiab@ghzq.com.cn

## 拟与 ADNOC 等合资建设 160 万吨特种聚烯烃项目，步入国际化 3.0 时代

### ——万华化学（600309）公司点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现	2024/07/25		
表现	1M	3M	12M
万华化学	-8.5%	-7.1%	-15.7%
沪深 300	-1.7%	-3.7%	-13.2%

市场数据	2024/07/25
当前价格(元)	78.50
52周价格区间(元)	66.78-99.78
总市值(百万)	246,470.11
流通市值(百万)	246,470.11
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	727.81
近一月换手(%)	9.05

#### 相关报告

《万华化学（600309）6月月报：海外 MDI 装置不可抗力频发，宁波 20 万吨 HDI 技改扩能项目第一次环评公示（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏，贾冰》——2024-07-09

《万华化学（600309）2024 年 4 月月报：福建 MDI 产能翻倍，TDI 二期环评，欧美多套 MDI 装置低负荷运行（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏，贾冰》——2024-05-20

《万华化学（600309）公司动态研究：收购安纳达

#### 事件：

2024 年 7 月 23 日，据中国证券报，万华化学集团股份有限公司、万融新材料（福建）有限公司（万华化学控股公司）与阿布扎比国家石油公司（ADNOC）、北欧化工（Borealis）、博禄公司（Borouge）在北京举办了《项目合作协议》签约仪式，由阿布扎比国家石油公司、北欧化工、博禄公司组成的投资联合体和万融新材料（福建）有限公司按照 50%:50% 持股比例组建合资公司，共同启动在福建省福州市建设一套产能 160 万吨/年的特种聚烯烃一体化设施的可行性研究。

#### 投资要点：

##### ■ 发挥各股东优势，产业链协同受益

投资联合体中北欧化工专有的 Borstar® 技术生产制造的聚烯烃产品具有很强的比较竞争优势，博禄公司在特种聚烯烃生产（包括乙烷在内的多种原料路线）方面具有的丰富经验，与万华在乙烷供应链的优势（包括乙烷原料成本、码头资源、VLEC 成本、生产工艺等）共同构成了基于乙烷原料的合资项目的优异的经济性基础。

北欧化工的 Borstar 技术是双峰聚乙烯的典型生产工艺。普通聚乙烯的分子量分布只有一个峰，而双峰聚乙烯有两个峰值。由于聚乙烯树脂的可加工性和力学性能相互矛盾，提高分子量可使产品具有更好的力学性能，但同时树脂又变得难于加工。双峰聚乙烯产品则由高分子量聚乙烯和低分子量聚乙烯两部分组成，其中高分子量聚乙烯用以保证物理力学强度，低分子量聚乙烯用以改善加工性能。

万华化学有乙烷脱氢制乙烯的改造计划。据万华化学（烟台）石化有限公司 100 万吨/年乙烯装置原料多元化改造项目环境影响报告书征求意见稿，万华化学对现有 100 万吨/年乙烯装置进行原料多元化改造，改造后原料由丙烷变为乙烷，乙烷制乙烯工艺收率更高，物耗及能耗更低，也能带来良好的环境效益。

及六国化工部分股份,福建工业园 MDI 等装置停产检修(买入)\*化学制品\*李永磊,董伯骏,贾冰》  
——2024-03-17

《万华化学(600309)业绩快报点评报告:2023年归母净利润同比增长,看好公司长期成长性(买入)\*化学制品\*李永磊,董伯骏》——2024-02-05

《万华化学(600309)公司动态研究:海外 MDI 装置不可抗力频发,万华大乙烯装置拟进行原料多元化改造(买入)\*化学制品\*李永磊,董伯骏》——2024-06-14

## ■ 签署 VLEC 乙烷船舶租赁协议,满足采购乙烷、乙烯的运力需求

万融新材料(福建)公司与 AW Shipping 公司(万华化学与阿布扎比国家石油物流与服务公司合资公司)签署了《万融新材料(福建)有限公司、AW Shipping 9 艘 VLEC 乙烷船舶租赁协议》,由 AW Shipping 公司在江南造船集团订购 9 艘 VLEC,然后期租给万融新材料,并计划以上述 VLEC 满足万华化学包括福建合资项目在内的乙烷、乙烯采购的运力需求。

## ■ 助力万华化学进入国际化 3.0 时代

万华化学以 2006 年开始海外设立销售公司为标志进入国际化 1.0 时代,以 2011 年并购匈牙利 BC 公司设立欧洲基地为标志进入国际化 2.0 时代。万华化学福建合资项目以业务为纽带,扩大合作伙伴范围,深化合作层级,将再次大幅度提升万华化学国际化水平,助力万华化学进入国际化 3.0 时代。

## ■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差,预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2012.27、2415.93、2760.20 亿元,归母净利润分别为 196.12、255.03、324.54 亿元,对应 PE 分别 13、10、8 倍,考虑公司未来成长性,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;终端需求低于预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175361	201227	241593	276020
增长率(%)	6	15	20	14
归母净利润(百万元)	16816	19612	25503	32454
增长率(%)	4	17	30	27
摊薄每股收益(元)	5.36	6.25	8.12	10.34
ROE(%)	19	19	21	23
P/E	14.33	12.57	9.66	7.59
P/B	2.72	2.41	2.05	1.73
P/S	1.38	1.22	1.02	0.89
EV/EBITDA	9.66	7.59	6.02	5.27

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

证券代码:	600309		股价:	78.50	投资评级:	买入	日期:	2024/07/25	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	19%	19%	21%	23%	EPS	5.36	6.25	8.12	10.34
毛利率	17%	17%	18%	19%	BVPS	28.24	32.57	38.31	45.46
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>				
销售净利率	10%	10%	11%	12%	P/E	14.33	12.57	9.66	7.59
<b>成长能力</b>					P/B	2.72	2.41	2.05	1.73
收入增长率	6%	15%	20%	14%	P/S	1.38	1.22	1.02	0.89
利润增长率	4%	17%	30%	27%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.69	0.74	0.81	0.87	营业收入	175361	201227	241593	276020
应收账款周转率	19.18	18.71	18.94	18.83	营业成本	145926	166356	196966	223398
存货周转率	8.49	9.81	9.26	9.66	营业税金及附加	960	1207	1691	1656
<b>偿债能力</b>					销售费用	1346	1504	1933	1932
资产负债率	63%	60%	56%	51%	管理费用	2450	2213	2899	3069
流动比	0.57	0.58	0.63	0.72	财务费用	1676	2451	2400	2401
速动比	0.36	0.37	0.38	0.43	其他费用/(-收入)	4081	4108	5315	5796
					<b>营业利润</b>	<b>20389</b>	<b>24983</b>	<b>32049</b>	<b>39937</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-379	-160	-180	-200
现金及现金等价物	23710	23109	23065	23113	<b>利润总额</b>	<b>20010</b>	<b>24823</b>	<b>31869</b>	<b>39737</b>
应收款项	9144	10752	12754	14660	所得税费用	1710	3301	4239	5285
存货净额	20650	20510	26078	28560	<b>净利润</b>	<b>18300</b>	<b>21522</b>	<b>27631</b>	<b>34452</b>
其他流动资产	8360	8683	9919	10688	少数股东损益	1484	1909	2128	1997
<b>流动资产合计</b>	<b>61864</b>	<b>63054</b>	<b>71816</b>	<b>77022</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16816</b>	<b>19612</b>	<b>25503</b>	<b>32454</b>
固定资产	98764	116435	131719	141585					
在建工程	50455	48805	48621	47906	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	34912	36507	37049	38118	<b>经营活动现金流</b>	<b>26797</b>	<b>36274</b>	<b>55626</b>	<b>37365</b>
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润	16816	19612	25503	32454
<b>资产总计</b>	<b>253040</b>	<b>273405</b>	<b>298996</b>	<b>315794</b>	少数股东损益	1484	1909	2128	1997
短期借款	43526	47944	39741	49199	折旧摊销	11389	17735	20806	22881
应付款项	45594	40109	51690	31215	公允价值变动	-82	0	0	0
合同负债	5674	6481	7666	8699	营运资金变动	-5351	-5366	4659	-22470
其他流动负债	13863	14966	15664	17794	<b>投资活动现金流</b>	<b>-44830</b>	<b>-36519</b>	<b>-37364</b>	<b>-34159</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>108657</b>	<b>109500</b>	<b>114761</b>	<b>106907</b>	资本支出	-43070	-35405	-36500	-33179
长期借款及应付债券	39811	42811	42811	42811	长期投资	-1870	-1708	-1338	-1523
其他长期负债	10118	11118	11318	11518	其他	110	594	473	542
<b>长期负债合计</b>	<b>49929</b>	<b>53929</b>	<b>54129</b>	<b>54329</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>22809</b>	<b>-356</b>	<b>-18307</b>	<b>-3157</b>
<b>负债合计</b>	<b>158586</b>	<b>163429</b>	<b>168890</b>	<b>161236</b>	债务融资	33887	8418	-8004	9659
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	76	0	0	0
股东权益	94454	109976	130107	154558	其它	-11154	-8774	-10303	-12816
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>253040</b>	<b>273405</b>	<b>298996</b>	<b>315794</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>4684</b>	<b>-601</b>	<b>-44</b>	<b>49</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

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。

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。

杨雨蓉，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。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，贾冰，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视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。