

## 万华化学系列之十一：福建合作项目打开新篇章

### 核心观点

近期，万华化学公告披露计划将与阿布扎比国家石油（ADNOC）为主的联合体，以50%:50%的持股比例共同在福州投资建设160万吨/年的特种聚烯烃一体化项目。我们认为对于两家企业来说，都打开了发展的新篇章。具体如下：

- **ADNOC：平衡策略下的东进。** ADNOC的发展思路与阿联酋国家发展规划高度契合。2019年后，阿联酋主动调整了外交策略，开始转向偏中立的外交方式。目前其在欧洲与美国已有较多化工产业投资，但在中国还几乎没有投资。特别是与中东大国沙特头号公司沙特阿美比较，ADNOC在国内的产业影响力远远不足。从阿联酋的外交策略、ADNOC现有的产业布局、对沙特阿美的参考与竞争等各角度分析，我们认为未来ADNOC在国内开展大规模产业投资是大势所趋。
- **万华化学：从主导到共赢。** 本次合作对于万华来说也是发展方式的突破，ADNOC在国内重大投资的代表性意义、两家企业的长期互信、万华成熟高效的化工产业能力、绿电资源布局等条件为本次合作奠定了良好基础。以较有代表性的博禄化学与卫星化学的乙烷裂解项目比较，国内优秀企业的投资强度仅海外项目的一半不到。另外，本次合作是ADNOC在乙烷供应链上投资的再度加码，我们认为这也能侧面提升两家企业在乙烷供应链上的置信度。
- **经济性如何评估。** 本项目产品技术主要来自北欧化工的Borstar技术，与位于阿联酋本土的博禄化学情况相同。从博禄的经营情况可以看出项目盈利能力极强，2021-2023年的销售毛利率分别高达48%、44%和37%，这来自于产品差异化带来的显著溢价和乙烷资源配套。我们预计技术优势在国内项目上能够复制，万华的高效建设与运营能力、以及双方共有的乙烷船队能够对冲乙烷运输的劣势，因此福建合作项目的盈利能力有望与博禄化学相当。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司24-26年公司每股盈利EPS预测为5.82、6.89和8.00元，24年可比公司PE估值为16倍，由于万华在其中的长期ROE和历史成长性更为突出给予15%估值溢价对应24年18倍PE，给予目标价107.09元，维持买入评级。

### 风险提示

- 宏观经济风险；原油价格波动风险；新项目进展风险；假设条件变化影响测算结果。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	185,814	210,816	223,595
同比增长(%)	13.8%	5.9%	6.0%	13.5%	6.1%
营业利润(百万元)	19,839	20,389	22,948	28,087	32,451
同比增长(%)	-32.6%	2.8%	12.5%	22.4%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	16,234	16,816	18,273	21,642	25,117
同比增长(%)	-34.1%	3.6%	8.7%	18.4%	16.1%
每股收益(元)	5.17	5.36	5.82	6.89	8.00
毛利率(%)	16.6%	16.8%	17.5%	18.1%	19.1%
净利率(%)	9.8%	9.6%	9.8%	10.3%	11.2%
净资产收益率(%)	22.3%	20.3%	19.2%	19.7%	19.7%
市盈率	13.6	13.1	12.1	10.2	8.8
市净率	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月15日）	70.36元
目标价格	107.09元
52周最高价/最低价	97.25/65.53元
总股本/流通A股（万股）	313,975/313,975
A股市值（百万元）	220,913
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2024年08月16日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-8.03	-13.77	-20.68	-24.23
相对表现%	-8	-9.91	-12.84	-11.11
沪深300%	-0.03	-3.86	-7.84	-13.12



### 证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

### 相关报告

万华化学系列之十：ADNOC 能否助力构建乙烷供应链	2024-06-07
万华化学系列之九：ADNOC 收购科思创影响分析	2023-08-07
万华化学系列之八：复苏趋势下弹性凸显	2023-03-22

## 目录

1、引言 .....	4
2、ADNOC：平衡策略下的东进 .....	4
3、万华化学：从主导到共赢 .....	7
4、经济性如何评估 .....	8
5、投资建议 .....	10
6、风险提示 .....	10

## 图表目录

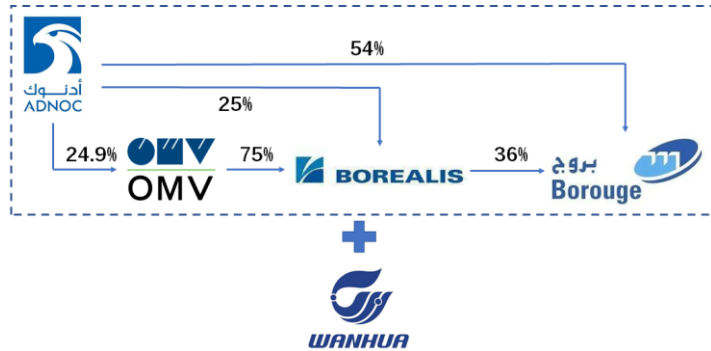
图 1：万华与 ADNOC 联合体合作示意图 .....	4
图 2：博禄化学建设过程 .....	5
图 3：万华福建化工与新能源项目示意图 .....	8
图 4：万华化学与 ADNOC 乙烷产业链合作演进 .....	8
图 5：卫星化学连云港石化与博禄化学净利率对比 .....	9
表 1：2021 年后 ADNOC 资本运作情况 .....	5
表 2：ADNOC 主要化工项目 .....	5
表 3：沙特阿美国内合作项目（截止到 2024 年 8 月） .....	6
表 4：阿联酋外交特征对比 .....	6
表 5：博禄化学与卫星化学乙烷裂解项目投资对比 .....	7
表 6：万华-ADNOC 福建合作项目情况 .....	7
表 7：2023 年不同路线乙烯生产能效领跑者能耗对比 .....	7
表 8：博禄化学产品单价与毛利率情况（美元/吨） .....	9
表 9：可比公司估值（截止到 2024 年 8 月 15 日） .....	10

## 1、引言

近期，万华化学公告披露将以万融新材料为主体与阿布扎比国家石油（ADNOC）、北欧化工（Borealis）、博禄化学（Borouge）组成的联合体，计划以 50%:50% 的持股比例共同在福州投资建设一套 160 万吨/年的特种聚烯烃一体化项目。由于 ADNOC 在北欧化工、博禄化学中也占有较大比例股权，可以认为本次合作的主导方就是万华化学与 ADNOC。对于万华来说，2006 年在海外设立销售公司标志着国际化 1.0，2011 年并购匈牙利 BC 是国际化 2.0，本次合作则是国际化的 3.0 时代的开端。而对于 ADNOC 来说，无论是其自身，还是奥地利石油（OMV）、北欧化工、博禄化学等参控股公司，在中国目前还没有大型投资项目。因此，本次合作对于两家企业来说都是打开了发展的新篇章。对于该项目，我们分析有以下几点结论：

- 1) ADNOC 的发展思路与阿联酋国家发展规划高度契合，从阿联酋的外交策略、ADNOC 现有的产业布局、对沙特阿美的参考与竞争等各角度分析，未来 ADNOC 在国内开展大规模产业投资是大势所趋。
- 2) 本次合作对于万华来说也是发展方式的突破，ADNOC 在国内重大投资的代表性意义、两家企业的长期互信、万华成熟高效的化工产业能力、绿电资源布局等条件为本次合作奠定了良好基础。ADNOC 随万华一起加大从物流到加工的乙烷产业链投资，也能侧面提升两家企业在乙烷供应链上的置信度。
- 3) 本项目产品技术主要来自北欧化工的 Borstar 技术，与位于阿联酋本土的博禄化学情况相同。而博禄过去几年盈利能力极强，这来自于产品差异化带来的显著溢价和乙烷资源配套。我们预计技术优势在国内项目上能够复制，万华的高效建设与运营能力、以及双方共有的乙烷船队能够对冲乙烷运输的劣势，因此福建合作项目的盈利能力有望与博禄化学相当。

图 1：万华与 ADNOC 联合体合作示意图



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2、ADNOC：平衡策略下的东进

阿布扎比国家石油公司 ADNOC 是阿联酋的国有石油公司，其原油产能达到 485 万桶/天，天然气产能达到 11.5 亿立方英尺/天，在中东仅次于沙特阿美。我们在前期分析荣盛石化与沙特阿美合作的深度报告《从沙特愿景计划看荣盛长期发展潜力》中提到过，中东石油公司当下的投资与发展主要是为国家长期发展目标而服务。沙特阿美主要基于的纲领是沙特 2016 年发布的“2030 愿景计划”，阿联酋则在 50 年国庆的 2021 年推出了“50 年项目”国家计划，核心也是从经济、人才、外交、科技等方面规划了阿联酋未来的发展目标和路径。而 ADNOC 作为阿联酋最大的企业，理所当然也承担了重大的发展使命。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**表 1：2021 年后 ADNOC 资本运作情况**

时间	事件
2022 年 12 月	宣布收购奥地利石油 OMV 24.9% 股份
2023 年 5 月	向科思创发起全面要约收购，目前已进入尽调阶段
2023 年 7 月	与 OMV 探讨联合出资 300 亿美元合并北欧化工与博禄化学
2023 年 12 月	宣布收购化肥企业 Fertigllobe 的 51% 股份，持股比例增至 86.2%
2024 年 5 月	宣布收购美国 Rio Grande 天然气出口项目 11.7% 股权

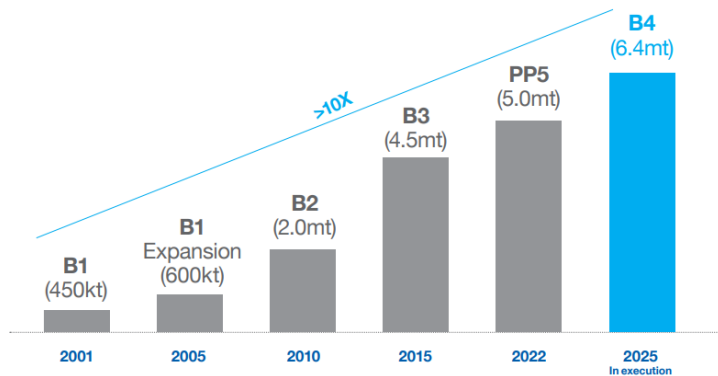
数据来源：商务部，东方证券研究所

目前中东国家的重点发展目标就是构建长期可持续资产，来对冲油气收益远期下行的风险。因此大力发展化工资产，就是中东油气公司的重点方向。目前 ADNOC 的化工资产主要集中在子公司博禄化学和北欧化工，包括博禄化学在阿联酋 Ruwais 的 500 万吨聚烯烃产能（到 2025 年再增加 150 万吨聚乙烯），通过北欧化工参股的美国 Baystar 乙烷裂解项目（100 万吨，与道达尔合资，50% 股权），以及北欧化工在欧洲的化工项目。

**表 2：ADNOC 主要化工项目**

公司	区位	项目	进展情况
博禄化学	阿联酋 Ruwais	乙烷裂解及 275 万吨聚乙烯	2001-2022 年陆续投产
		223 万吨聚丙烯	
		乙烷裂解及 150 万吨聚乙烯	
北欧化工	美国德州	100 万吨乙烷裂解及配套聚乙烯	2023 年投产
	比利时 Kallo	75 万吨丙烷裂解	在建，2025 年投产

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 2：博禄化学建设过程**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2021 年阿联酋公布“50 年项目”后，ADNOC 也披露了多个资本运作项目，大多集中在欧洲，包括直接收购奥地利石油 OMV、荷兰 OCI 子公司 Fertigllobe、德国科思创 Coverstro 的股权，整合北欧化工与博禄化学等。然而在本次宣布与万华在福州联合投资之前，ADNOC 在中国的实体业务并不多。反观中东主要可比国家沙特的头号企业沙特阿美，可以说近两年在国内的石化化工投资遍地开花。一方面直接现金收购荣盛、盛虹、恒力等民营炼厂的股权，另一方面合资与中石化、华锦、荣盛等投资新项目。在对于中国的化工产业投资上，沙特阿美的影响力目前明显领先于 ADNOC。

**表 3：沙特阿美国内合作项目（截止到 2024 年 8 月）**

	公司	投资（亿元）	股权	项目主体
项目合资	华锦阿美	695	35%	1500 万吨炼化一体化
	古雷炼化二期	711	未披露	1600 万吨炼化一体化
	中金石化		50%	石脑油重整制芳烃
	金塘新材料	675	50%	催化裂化制烯烃
股权收购	荣盛石化	已完成	10%	4000 万吨炼化一体化
	东方盛虹	有意向	10%	1600 万吨炼化一体化
	裕龙石化	有意向	10%	2000 万吨炼化一体化
	恒力石化	有意向	10%	2000 万吨炼化一体化

数据来源：公司公告，石化联合会，东方证券研究所

我们认为 ADNOC、沙特阿美这样级别的企业，其发展方向与国家经济发展、外交策略应当高度契合。阿联酋虽然国土不大（8.36 万平方公里）、人口较少（总人口 1017 万，外籍占 88%），但是 GDP 在中东穆斯林国家中排名第二，在经济与外交上也一直希望发挥一定的影响力。根据外交专家分析，2011 年和 2019 年是阿联酋两个外交策略重大转变的节点。2011 年前，阿联酋外交上在全球层面追随美国，区域层面追随沙特。2011 年中东剧变后，阿联酋开始主动出击，实施干预主义外交，希望获得更大的影响力，如参与也门战事、卡塔尔断交事件等。但是在之后几年，其干预主义外交开始遭受挫折。2019 年，阿联酋主动调整了外交策略，开始转向以维护各方关系扩大影响力、发展经济的偏中立的外交方式，包括主动从也门撤军、修复与伊朗土耳其关系、在美国主导下与以色列建交等。阿联酋开始努力将自身定位成在全世界都没有敌人，朋友遍天下的国家。因此，我们认为以 ADNOC 为代表的阿联酋主要企业加大在中国产业投资，谋求产业投资的区域平衡，是势在必行的选择。

**表 4：阿联酋外交特征对比**

	2011 年前	2011-2019	2019 年后
决策冬季	规避风险	冒险主义	规避风险
外交政策特点	以阿拉伯民族主义为主	以国族主义和务实主义为主	以国族主义和务实主义为主
外交手段	“扈从”	进攻型“推卸责任”	防御型“推卸责任”
利益偏好	生存利益	发展利益	发展利益
联盟机制	低数量盟友联盟	多边联盟	多边联盟

数据来源：《国际关系研究》2024 年第 1 期，东方证券研究所

除了政治因素驱动外，中国本身也是全球最适合化工投资的区域之一，沙特阿美与巴斯夫在中国的大量投资无疑为 ADNOC 树立了良好的模范。我们认为，中国对于海外化工投资持续具有吸引力的原因主要包括：1）中国及东亚是全球化工需求最大的市场，且保持快速增长；2）中国能源成本低廉稳定，且未来新能源发电量快速增长；3）中国各方面效率都更高。

ADNOC 是石油公司中应对碳中和非常积极的企业之一，如计划拨款 150 亿美元用于开发低碳技术、投资建设中东地区最大的碳捕捉项目、全球首次销售了经认证的低碳蓝氨等等。在化工领域，ADNOC 也通过子公司北欧化工提出了到 2030 年将 100% 使用绿电的目标，而能够有效实现这一目标的合作伙伴就是中国企业。另外，将博禄化学的乙烷裂解项目与国内企业相比，可以发现海外主导项目的投资强度要远高于中国企业。如 22 年开工建设的博禄 4 期项目，产能与国内卫星化学的连云港石化基本可比，前者为扩建项目，后者为绿地项目。理论上扩建项目投资强度应当比

绿地项目更低，但实际单吨乙烯的投资强度前者比后者超出一倍以上。因此，我们认为 ADNOC 加大在中国投资，在财务角度也是非常合理的选择。

**表 5：博禄化学与卫星化学乙烷裂解项目投资对比**

项目	产能	投资	单吨乙烯投资强度
博禄 4 号	150 万吨乙烷裂解及 150 万吨聚烯烃	62 亿美金	2.98 万元
Baystar	100 万吨乙烷裂解及 62.5 万吨聚烯烃	34 亿美金	2.45 万元
卫星连云港石化	250 万吨乙烷裂解及下游配套	335 亿人民币	1.34 万元

数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3、万华化学：从主导到共赢

根据上文分析，本次合作对于 ADNOC 来说，是首次在中国进行大体量实体投资。对于万华来说，我们认为也是一次别有意义的突破。万华过去多年的发展，绝大部分项目在技术、资金等方面都是依赖自身积累，或是以万华主导。而本次项目从已披露的信息来看，万华与以 ADNOC 为核心的联合体之间将以 50%:50% 的完全对等的股权开展合作。从两方合作的基础看，万华主要以提供产业链配套、解决绿电供应等为主，产品相关技术则主要来自北欧化工专有的 Borstar 技术。我们认为，本次合作对于万华来说既是国际化发展阶段的突破，也是发展方式从主导到共赢的模式突破。

**表 6：万华-ADNOC 福建合作项目情况**

ADNOC		万华化学	
技术	北欧化工专有 Borstar 技术 乙烷裂解工艺	产业配套	福建万华聚氨酯产业链
物流	AW Shipping 50%	绿色能源	310MW 海上风电项目等
		物流	AW Shipping 50%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

目前，该项目刚由双方正式签约，还需要经过政府审批，有一定不确定性，不过我们认为项目落地的可能性较高。首先，阿联酋是“一带一路”重要合作国家，本项目作为 ADNOC 在国内参与的首个大型化工项目，具有较大的代表性意义，大概率会得到政府方面的重视。第二，项目规划以乙烷作为原料，根据发改委统计的 2023 年国内乙烯生产能效情况，目前国内三种乙烯生产路线中，乙烷裂解的能耗（342 千克标煤/吨）明显低于石脑油裂解（544 千克标煤/吨）和煤制烯烃路线（2234 千克标煤/吨）。而且万华与福建龙源新能源、福建国电电力合资的连江龙源万华新能源海上风电项目已经获得批复，将建设 310MW 海上风电，每年发绿电达到 14.5 亿度。我们预计乙烯项目会大比例使用绿电作为能源，因此项目整体的排放强度会非常低，单位能耗与单位碳排的产值将具有明显优势。

**表 7：2023 年不同路线乙烯生产能效领跑者能耗对比**

路线	单位产品能耗（千克标煤/吨）
乙烷裂解	342
石脑油裂解	544
煤制烯烃	2234

数据来源：国家发改委，东方证券研究所

图 3：万华福建化工与新能源项目示意图



数据来源：公司公告，福建发改委，东方证券研究所

项目的另一个关键问题是原料保障，目前在公开资料中还没有披露。不过根据近期新闻报道，在万华与 ADNOC 联合体签约福建烯烃项目的同时，由万华与 ADNOC 合资成立的 AW Shipping 又向江南造船厂订购了 9 条 9.9 万方级的 VLEC 船，并且与福建烯烃项目的主体万融新材料签订了这 9 条船的长期租赁协议。我们在前期深度报告《万华化学系列之十：ADNOC 能否助力构建乙烷供应链》中分析过，AW Shipping 成立的使命主要就是为两家企业的产业发展服务。本次合作进一步加深了双方石化领域的合作，双方以股权互相绑定的关系从石化原料物流延伸到了化工生产。对于 ADNOC 来说，在与万华合作的乙烷产业链上的投资从之前几十亿级别的 VLEC 投资，提升到了上百亿级别的整体性投资，其对于乙烷原料保障预计进行过非常谨慎的评估。因此我们认为本次双方合作项目的乙烷原料预计已经有充分的预案。

图 4：万华化学与 ADNOC 乙烷产业链合作演进



数据来源：公司公告，国际船舶网，东方证券研究所

## 4、经济性如何评估

由于项目还未披露正式的产品方案细节，我们只能结合一些相关情况来进行推测。首先，本次项目已经可以确定的是原料使用乙烷，产品技术主要来自北欧化工的 Borstar 技术，这与博禄化学的情况非常类似。根据博禄化学披露，2021-2023 年的销售毛利率分别高达 48%、44%和 37%。2023 年博禄 510 万吨总销量中，聚乙烯约占 290 万吨，聚丙烯约占 210 万吨。而其聚乙烯的起



始原料为 ADNOC GAS 提供的乙烷，聚丙烯起始原料为 ADNOC Refining 提供的丙烯。因此，从产业链来看，聚乙烯的整体毛利率应当比公司整体毛利率更高。如此高的毛利率，我们认为主要来自两部分贡献：

- 1) 北欧化学的 Borstar 技术的先进性带来产品较大的溢价。
- 2) 乙烷相对传统石脑油路线的巨大成本优势。

博禄在年报中对比了公司销售单价与普通聚烯烃产品单价，可以看出使用 Borstar 技术的聚烯烃产品具有较高的溢价。我们按照聚乙烯与聚丙烯的溢价与销量，测算了博禄产品溢价在销售中的占比，即产品溢价对毛利率的贡献，2022 与 2023 年分别为 19.06% 与 15.35%。我们认为这一溢价来自于技术与产品差异化，在国内项目上大概率能得到复制，成为万华-ADNOC 合作项目盈利能力的有力保障。

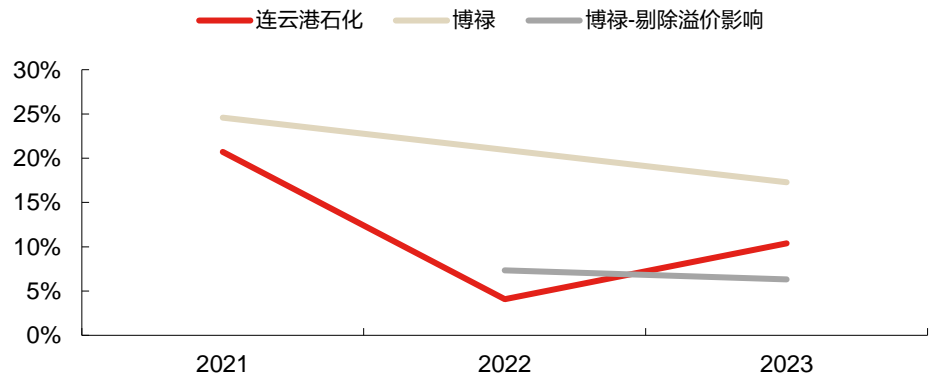
表 8：博禄化学产品单价与毛利率情况（美元/吨）

		2021	2022	2023
公司销售单价	PE	1421	1318	1129
	PP	1313	1222	1016
普通产品单价	PE	1087	1007	914
	PP	1166	1014	891
溢价	PE	334	311	215
	PP	147	208	125
溢价收入占比			19.06%	15.35%
毛利率		47.99%	43.63%	37.37%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

乙烷带来的成本优势，在卫星化学的连云港石化项目上已经得到充分证明。我们认为在本项目中更值得评估的是 ADNOC 决定在中国投资对应的机会成本。与国内企业不同，受益于阿联酋的外交环境，ADNOC 在全球化发展上的阻力很小，这使得 ADNOC 可以选择在综合优势最强的区域投资。比如子公司博禄与 Baystar 就分别在阿联酋本土和美国德州，贴近原料产地进行生产。而在 2022 年投资博禄 4 期项目后，ADNOC 转向了中国进行投资。如果仅从乙烷原料角度评估，中国实际毫无竞争力。目前乙烷从美国到国内的运费约在 130 美金/吨，这意味着在中国进行乙烷裂解，单吨乙烯的原料成本天然就要高约 1200 元/吨。

图 5：卫星化学连云港石化与博禄化学净利率对比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

然而中国虽然资源禀赋不足，但是在投资强度、能源成本、运营成本、市场容量等各方面都具有更大优势。比较卫星化学连云港石化与博禄化学的净利率可以看出，过去几年，博禄的净利率都高于卫星化学。但是如果扣除博禄产品溢价的影响，其2023年净利率则低于连云港石化。这证明了中国优秀企业能够依靠自身的高效率在一定程度上扭转资源禀赋上的劣势。而万华化学作为国内化工行业的标杆型企业，在效率方面应当不弱于卫星化学。而且，虽然乙烷运输成本较高，但对于万华与 ADNOC 来说，其船队为合资子公司所有。在全产业链成本核算上，实际还能加上乙烷运输的合理利润。我们认为这也成为 ADNOC 乐于选择万华化学作为合作伙伴，在中国进行化工投资的重要支撑。

总的来说，如果万华与 ADNOC 的福建合作项目能够充分发挥双方优势，我们认为其盈利能力可能与博禄化学的乙烷裂解-聚乙烯项目相当。对于万华来说，一方面优化了石化板块的回报能力，另一方面打开了新的业务发展方式。对于 ADNOC 来说，既是和长期战略合作伙伴万华的进一步深化合作，也是在中国首次重大投资。我们认为长期来看，两家企业的合作可能不止于此，未来有望在更大范围、更大体量、更深层次上开展合作。

## 5、投资建议

本报告主要分析了万华与 ADNOC 合作项目的情况，不过项目仍有一定不确定性，我们在盈利预测中并没有考虑。我们预测公司24-26年公司每股盈利 EPS 预测为 5.82、6.89 和 8.00 元，24 年可比公司 PE 估值为 16 倍，由于万华在其中的长期 ROE 和历史成长性更为突出给予 15% 估值溢价对应 24 年 18 倍 PE，给予目标价 107.09 元，维持买入评级。

表 9：可比公司估值（截止到 2024 年 8 月 15 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
华鲁恒升	1.68	2.21	2.66	3.04	13.15	10.01	8.33	7.29
荣盛石化	0.11	0.45	0.73	0.88	77.80	19.62	12.22	10.09
联泓新科	0.33	0.42	0.57	0.85	38.38	30.60	22.59	15.04
扬农化工	3.85	4.06	4.86	5.58	13.07	12.40	10.34	9.02
新和成	0.87	1.30	1.56	1.81	22.99	15.44	12.89	11.13
调整后平均						16.00	12.00	10.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 宏观经济风险：万华产品覆盖面很广，特别是占比较大的 MDI 业务，受宏观经济影响较大。如果经济下滑，MDI 等产品的需求低于预期，会导致产品销量、价格和盈利低于预期。
- 2) 原油价格波动风险：万华主要原料为纯苯和丙烷，价格与原油相关度较高，如果油价大幅波动，会导致成本和存货随之波动，进而使盈利低于预期。
- 3) 新项目进展风险：未来盈利增长主要来自 MDI 销量增长和乙烯一体化等新项目投放，如果新项目进度低于预期，则盈利也会低于预期。

- 4) 假设条件变化影响测算结果：文中模拟测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果与实际情况有偏差的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,989	23,710	9,291	28,254	47,618	营业收入	165,565	175,361	185,814	210,816	223,595
应收票据、账款及款项融资	10,315	10,842	12,098	13,726	14,558	营业成本	138,132	145,926	153,313	172,746	180,935
预付账款	1,277	2,203	1,837	2,085	2,211	销售费用	1,153	1,346	1,418	1,489	1,560
存货	18,185	20,650	22,666	25,539	26,749	管理费用	1,966	2,450	2,132	2,217	2,306
其他	2,766	4,460	4,787	4,964	5,054	研发费用	3,420	4,081	4,326	4,585	4,861
<b>流动资产合计</b>	<b>51,532</b>	<b>61,864</b>	<b>50,679</b>	<b>74,566</b>	<b>96,190</b>	财务费用	1,235	1,676	2,107	1,959	1,699
长期股权投资	6,229	7,046	7,046	7,046	7,046	资产、信用减值损失	256	178	199	224	206
固定资产	78,558	98,764	117,185	142,110	144,008	公允价值变动收益	173	82	82	82	82
在建工程	34,727	47,663	52,695	15,186	15,195	投资净收益	408	621	621	621	621
无形资产	9,980	10,786	10,296	9,805	9,315	其他	(145)	(16)	(73)	(210)	(280)
其他	19,817	26,917	26,909	26,900	26,892	<b>营业利润</b>	<b>19,839</b>	<b>20,389</b>	<b>22,948</b>	<b>28,087</b>	<b>32,451</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>149,311</b>	<b>191,176</b>	<b>214,130</b>	<b>201,048</b>	<b>202,456</b>	营业外收入	45	64	64	64	64
<b>资产总计</b>	<b>200,843</b>	<b>253,040</b>	<b>264,809</b>	<b>275,614</b>	<b>298,646</b>	营业外支出	343	444	444	444	444
短期借款	44,019	43,526	58,813	43,526	43,526	<b>利润总额</b>	<b>19,541</b>	<b>20,010</b>	<b>22,568</b>	<b>27,708</b>	<b>32,072</b>
应付票据及应付账款	24,205	45,594	34,632	39,022	40,872	所得税	2,499	1,710	3,385	4,156	4,811
其他	26,792	19,537	12,752	16,384	16,797	<b>净利润</b>	<b>17,042</b>	<b>18,300</b>	<b>19,183</b>	<b>23,552</b>	<b>27,261</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>95,017</b>	<b>108,657</b>	<b>106,197</b>	<b>98,932</b>	<b>101,195</b>	少数股东损益	808	1,484	910	1,910	2,144
长期借款	15,968	39,811	39,811	39,811	39,811	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16,234</b>	<b>16,816</b>	<b>18,273</b>	<b>21,642</b>	<b>25,117</b>
应付债券	200	0	0	0	0	每股收益(元)	5.17	5.36	5.82	6.89	8.00
其他	8,321	10,118	10,118	10,118	10,118						
<b>非流动负债合计</b>	<b>24,489</b>	<b>49,929</b>	<b>49,929</b>	<b>49,929</b>	<b>49,929</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>119,506</b>	<b>158,586</b>	<b>156,125</b>	<b>148,861</b>	<b>151,124</b>		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	4,492	5,798	6,708	8,618	10,762	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	营业收入	13.8%	5.9%	6.0%	13.5%	6.1%
资本公积	2,160	1,816	1,816	1,816	1,816	营业利润	-32.6%	2.8%	12.5%	22.4%	15.5%
留存收益	72,055	83,848	97,020	113,180	131,804	归属于母公司净利润	-34.1%	3.6%	8.7%	18.4%	16.1%
其他	(510)	(148)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>81,337</b>	<b>94,454</b>	<b>108,684</b>	<b>126,754</b>	<b>147,522</b>	毛利率	16.6%	16.8%	17.5%	18.1%	19.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>200,843</b>	<b>253,040</b>	<b>264,809</b>	<b>275,614</b>	<b>298,646</b>	净利率	9.8%	9.6%	9.8%	10.3%	11.2%
						ROE	22.3%	20.3%	19.2%	19.7%	19.7%
						ROIC	12.7%	12.2%	10.8%	12.1%	12.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	59.5%	62.7%	59.0%	54.0%	50.6%
						净负债率	54.6%	72.2%	83.6%	46.9%	27.2%
						流动比率	0.54	0.57	0.48	0.75	0.95
						速动比率	0.35	0.38	0.26	0.49	0.68
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	18.7	19.3	19.1	19.0	18.3
						存货周转率	7.6	7.5	7.0	7.1	6.9
						总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	5.17	5.36	5.82	6.89	8.00
						每股经营现金流	11.57	8.53	6.02	12.97	14.94
						每股净资产	24.47	28.24	32.48	37.63	43.56
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	13.6	13.1	12.1	10.2	8.8
						市净率	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
						EV/EBITDA	10.1	9.1	8.0	6.5	5.6
						EV/EBIT	14.1	13.4	11.8	9.9	8.7

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	17,042	18,300	19,183	23,552	27,261
折旧摊销	8,184	10,323	11,996	15,500	18,505
财务费用	1,235	1,676	2,107	1,959	1,699
投资损失	(408)	(621)	(621)	(621)	(621)
营运资金变动	13,363	2,987	(14,021)	182	(65)
其它	(3,079)	(5,869)	266	143	124
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,337</b>	<b>26,797</b>	<b>18,910</b>	<b>40,715</b>	<b>46,904</b>
资本支出	(30,912)	(44,229)	(35,050)	(2,550)	(20,050)
长期投资	(2,299)	(817)	0	0	0
其他	(1,114)	216	708	702	702
<b>投资活动现金流</b>	<b>(34,325)</b>	<b>(44,830)</b>	<b>(34,342)</b>	<b>(1,847)</b>	<b>(19,347)</b>
债权融资	(491)	29,091	(7,065)	2,823	0
股权融资	(1)	(344)	0	0	0
其他	(16,696)	(5,938)	8,078	(22,728)	(8,192)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(17,188)</b>	<b>22,809</b>	<b>1,013</b>	<b>(19,905)</b>	<b>(8,192)</b>
汇率变动影响	(26)	(92)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(15,202)</b>	<b>4,684</b>	<b>(14,419)</b>	<b>18,963</b>	<b>19,364</b>

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。