

投资评级 优于大市 首次覆盖

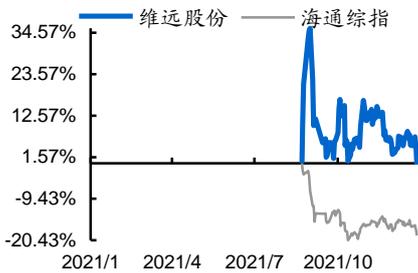
完善聚碳酸酯产业链一体化布局

股票数据

01月21日收盘价(元)	41.98
52周股价波动(元)	35.47-61.98
总股本/流通A股(百万股)	550/138
总市值/流通市值(百万元)	23089/5772

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.7	-10.1	-6.7
相对涨幅(%)	-5.0	-7.9	-3.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

分析师: 孙维容

Tel: (021) 23219431

Email: swr12178@htsec.com

证书: S0850518030001

投资要点:

- 核心观点。**公司布局“苯酚、丙酮—双酚 A—聚碳酸酯”全产业链，现已建成苯酚丙酮产能 70 万吨/年、双酚 A 产能 24 万吨/年和非光气法聚碳酸酯产能 13 万吨/年。未来，公司将依托现有产业基础，完善 DMC、丙烯等原料自给，实现产业链的延伸和强化。
- 2021 年公司盈利预计大幅提升。**2020 年公司营业总收入 43.9 亿元，同比增长+9.86%；归母净利润 7.15 亿元，同比增长+237%。公司预计 2021 年实现归母净利润 20.2-21.5 亿元，同比大幅增长 182%-201%。公司 2021 年盈利预计大幅增长，主要由于：(1) 新投产酚酮装置满负荷生产，产能大幅提升；(2) 产品需求旺盛，苯酚、双酚 A、聚碳酸酯等产品价格提升。从业务结构看，公司以聚碳酸酯产业链为主，2020 年聚碳酸酯、双酚 A、丙酮、苯酚收入分别占比 38%、26%、15%、9%；毛利占比分别为 22%、41%、15%、9%。
- 加强原材料产能建设，完善产业链一体化布局。**公司 IPO 募集资金净额 38.80 亿元，主要用于投资建设“35 万吨/年苯酚、丙酮、异丙醇联合项目”、“10 万吨/年高纯碳酸二甲酯项目”和“60 万吨/年丙烷脱氢及 40 万吨/年高性能聚丙烯项目”等项目。其中，“35 万吨/年苯酚、丙酮、异丙醇联合项目”已于 2020 年 11 月正式投产。
- 60 万吨/年丙烷脱氢及 40 万吨/年高性能聚丙烯项目。**项目总投资 52.3 亿元，建成投产后，公司将拥有丙烯产能 60 万吨/年。除用于聚丙烯生产外，富余部分可基本自主保障苯酚、丙酮装置原材料，降低采购成本，并增强公司对上游原材料潜在价格波动和供需失衡的风险抵御能力。
- 10 万吨/年高纯碳酸二甲酯项目。**碳酸二甲酯是用于制备聚碳酸酯的原料之一。公司现有产能为 13 万吨/年的聚碳酸酯生产装置，但并未配套 DMC 生产项目。“10 万吨/年高纯碳酸二甲酯项目”总投资 5.38 亿元，建成投产后，每年约 5 万吨 DMC 可供公司自用，减少原料采购成本，完善公司上下游产业链。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 21.3 亿元、17.3 亿元和 21.9 亿元，EPS 分别为 3.87、3.15、3.98 元，参考可比公司估值，按照 2021 年 PE 11-13 倍，给予合理价值区间 42.57-50.31 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**产品价格大幅波动；聚碳酸酯产业链景气回落；在建项目进展及盈利不及预期。

主要财务数据及预测

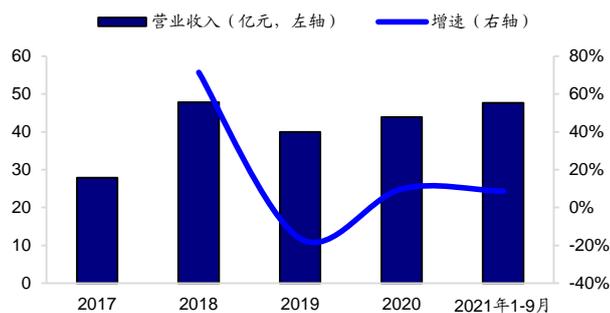
	2019	c2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3993	4386	8914	9039	12288
(+/-)YoY(%)	-16.5%	9.9%	103.2%	1.4%	35.9%
净利润(百万元)	212	715	2126	1730	2188
(+/-)YoY(%)	-25.7%	236.7%	197.3%	-18.6%	26.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	1.30	3.87	3.15	3.98
毛利率(%)	12.7%	25.6%	34.3%	28.1%	26.2%
净资产收益率(%)	14.2%	32.3%	47.5%	27.9%	26.1%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 海通证券研究所

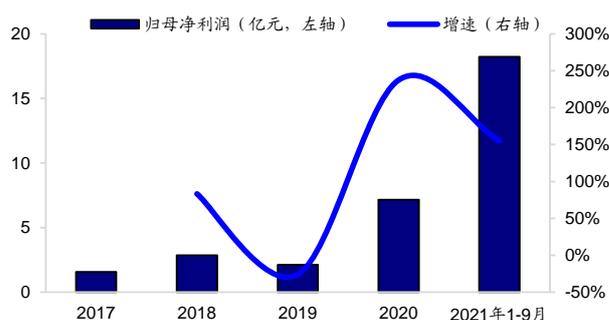
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

聚碳酸酯全产业链布局。公司主要从事包括苯酚、丙酮、双酚 A、聚碳酸酯和异丙醇等产品在内的有机化学新材料产品研发、生产与销售。公司现已建成苯酚丙酮产能 70 万吨/年、双酚 A 产能 24 万吨/年和非光气法聚碳酸酯产能 13 万吨/年，是国内首家拥有“苯酚、丙酮—双酚 A—聚碳酸酯”全产业链的企业。未来，公司将依托现有产业基础，坚持国际技术领先原则，采用绿色化工工艺技术，实现产业链的延伸和强化，完善 DMC、丙烯等原料自给，推动实现更高质量发展。

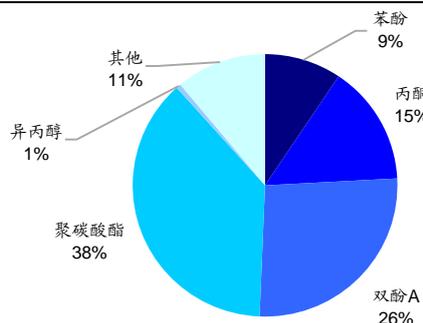
2021 年公司盈利预计大幅提升。2020 年公司营业总收入 43.9 亿元，同比增长+9.86%；归母净利润 7.15 亿元，同比增长+237%。公司预计 2021 年实现归母净利润 20.2-21.5 亿元，同比大幅增长 182%-201%。公司 2021 年盈利预计大幅增长，主要由于：(1) 新投产酚酮装置满负荷生产，产能大幅提升；(2) 产品需求旺盛，苯酚、双酚 A、聚碳酸酯等产品价格提升。从业务结构看，公司以聚碳酸酯产业链为主，2020 年聚碳酸酯、双酚 A、丙酮、苯酚收入分别占比 38%、26%、15%、9%；毛利占比分别为 22%、41%、15%、9%。

图1 2017-2021 年 1-9 月公司收入与同比增速


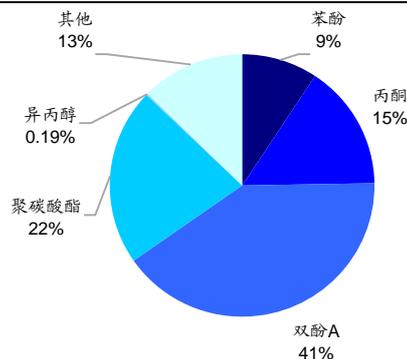
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 2017-2021 年 1-9 月公司归母净利润与同比增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 公司收入结构 (2020 年)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 公司毛利结构 (2020 年)


资料来源：Wind，海通证券研究所

加强原材料产能建设，完善产业链一体化布局。公司 IPO 募集资金净额 38.80 亿元，主要用于投资建设“35 万吨/年苯酚、丙酮、异丙醇联合项目”、“10 万吨/年高纯碳酸二甲酯项目”和“60 万吨/年丙烷脱氢及 40 万吨/年高性能聚丙烯项目”等项目。其中，“35 万吨/年苯酚、丙酮、异丙醇联合项目”已于 2020 年 11 月正式投产。

表 1 维远股份募集资金投向

序号	项目	项目投资规模 (亿元)	拟使用募集资金规模 (亿元)
1	35 万吨/年苯酚、丙酮、异丙醇联合项目	9.89	6.48
2	10 万吨/年高纯碳酸二甲酯项目	5.38	5.38
3	研发中心项目	0.80	0.80
4	60 万吨/年丙烷脱氢及 40 万吨/年高性能聚丙烯项目	52.28	22.43
5	补充流动资金	3.70	3.70
合计		72.06	38.80

资料来源：维远股份招股说明书，海通证券研究所

(1) 60 万吨/年丙烷脱氢及 40 万吨/年高性能聚丙烯项目：丙烯是公司“苯酚、丙酮—双酚 A—聚碳酸酯”产业链的重要前端原材料，目前依赖于对外采购。“35 万吨/年苯酚、丙酮、异丙醇联合项目”项目投产建成后，公司苯酚、丙酮实际年产能将达到 70 万吨/年，对丙烯的需求量相应迅速扩大。“60 万吨/年丙烷脱氢及 40 万吨/年高性能聚丙烯项目”

总投资 52.3 亿元，建成投产后，公司将拥有丙烯产能 60 万吨/年。除用于聚丙烯生产外，富余部分可基本自主保障苯酚、丙酮装置原材料，降低采购成本，并增强公司对上游原材料潜在价格波动和供需失衡的风险抵御能力。

(2) 10 万吨/年高纯碳酸二甲酯项目：即碳酸二甲酯，是一种低毒、环保性能优异、用途广泛的化工原料，也是用于制备聚碳酸酯的原料之一。公司现有产能为 13 万吨/年的聚碳酸酯生产装置，但并未配套 DMC 生产项目，因此 DMC 原材料依靠长期外购，原料成本较高。本次“10 万吨/年高纯碳酸二甲酯项目”总投资 5.38 亿元，建成投产后，每年约 5 万吨 DMC 可供公司自用，减少原料采购成本，完善公司上下游产业链。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 21.3 亿元、17.3 亿元和 21.9 亿元，EPS 分别为 3.87、3.15、3.98 元，参考可比公司估值，按照 2021 年 PE 11-13 倍，给予合理价值区间 42.57-50.31 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

盈利预测主要假设：

- (1) 假设在下游需求带动下，聚碳酸酯产业链单吨毛利维持较高水平，公司一体化布局有助于降低周期波动；
- (2) 假设“35 万吨/年苯酚、丙酮、异丙醇联合项目”2021 年释放业绩，“10 万吨/年高纯碳酸二甲酯项目”和“60 万吨/年丙烷脱氢及 40 万吨/年高性能聚丙烯项目”2023 年起逐步释放业绩。

表 2 维远股份分业务盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
聚碳酸酯				
营业收入 (百万元)	1653.83	2656.19	2443.70	2443.70
营业成本 (百万元)	1408.58	1691.72	1850.21	1850.21
毛利率	14.83	36.31	24.29	24.29
双酚 A				
营业收入 (百万元)	1162.39	2268.52	2062.29	2062.29
营业成本 (百万元)	706.96	868.57	944.13	944.13
毛利率	39.18	61.71	54.22	54.22
苯酚				
营业收入 (百万元)	411.89	2045.03	2514.70	2514.70
营业成本 (百万元)	307.46	1730.49	2162.52	2162.52
毛利率	25.35	15.38	14.00	14.00
丙酮				
营业收入 (百万元)	647.66	1193.58	1266.98	1266.98
营业成本 (百万元)	474.53	974.63	948.91	948.91
毛利率	26.73	18.34	25.11	25.11
其他				
营业收入 (百万元)	510.63	750.90	750.90	4000.00
营业成本 (百万元)	366.24	594.20	594.20	3160.00
毛利率	28.28	20.87	20.87	21.00
总计				
营业收入 (百万元)	4386.40	8914.23	9038.57	12287.67
营业成本 (百万元)	3263.77	5859.60	6499.97	9065.77
毛利率	25.59	34.27	28.09	26.22

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021E
600309.SH	万华化学	2941	3.20	7.81	8.26	29.27	11.99	11.34	4.3
002493.SZ	荣盛石化	1876	1.08	1.39	1.84	17.16	13.33	10.07	3.7
000830.SZ	鲁西化工	290	0.43	2.53	2.72	35.47	6.03	5.61	1.6
	均值		1.57	3.91	4.27	27.30	10.45	9.01	3.2

注：收盘价为 2022 年 01 月 21 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：产品价格大幅波动；聚碳酸酯产业链景气回落；在建项目进展及盈利不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	4386	8914	9039	12288
每股收益	1.30	3.87	3.15	3.98	营业成本	3264	5860	6500	9066
每股净资产	4.03	8.14	11.29	15.27	毛利率%	25.6%	34.3%	28.1%	26.2%
每股经营现金流	2.32	5.07	4.02	5.38	营业税金及附加	22	45	46	62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	6	12	13	17
P/E	32.29	10.86	13.35	10.55	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	10.42	5.16	3.72	2.75	管理费用	54	109	110	150
P/S	3.95	2.59	2.55	1.88	管理费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
EV/EBITDA	0.74	6.76	7.48	5.75	EBIT	1031	2870	2351	2967
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	80	47	57	67
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	0.5%	0.6%	0.5%
毛利率	25.6%	34.3%	28.1%	26.2%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	16.3%	23.9%	19.1%	17.8%	投资收益	1	3	3	4
净资产收益率	32.3%	47.5%	27.9%	26.1%	营业利润	949	2837	2308	2919
资产回报率	17.0%	22.9%	18.0%	19.6%	营业外收支	-2	-2	-2	-2
投资回报率	22.4%	26.9%	21.4%	23.9%	利润总额	947	2835	2306	2917
盈利增长 (%)					EBITDA	1380	3227	2758	3424
营业收入增长率	9.9%	103.2%	1.4%	35.9%	所得税	232	709	577	729
EBIT 增长率	147.6%	178.2%	-18.1%	26.2%	有效所得税率%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	236.7%	197.3%	-18.6%	26.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	715	2126	1730	2188
资产负债率	47.5%	51.8%	35.5%	24.9%					
流动比率	0.34	1.18	1.60	1.99	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.15	1.05	1.41	1.68	货币资金	244	4800	4500	4300
现金比率	0.14	1.04	1.40	1.66	应收账款及应收票据	10	20	20	27
经营效率指标					存货	327	562	605	795
应收账款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	其它流动资产	27	32	33	38
存货周转天数	36.61	35.00	34.00	32.00	流动资产合计	608	5413	5158	5160
总资产周转率	1.04	0.96	0.94	1.10	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.26	2.60	2.56	3.01	固定资产	3476	3426	3526	4076
					在建工程	3	303	803	1803
					无形资产	117	130	133	136
					非流动资产合计	3608	3871	4474	6027
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	4216	9284	9632	11187
净利润	715	2126	1730	2188	短期借款	1155	3421	1936	804
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	369	658	730	1018
非现金支出	357	357	407	457	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	84	14	14	16	其它流动负债	275	525	557	767
营运资金变动	118	289	59	297	流动负债合计	1800	4604	3223	2589
经营活动现金流	1274	2786	2210	2958	长期借款	110	110	110	110
资产	-639	-630	-1020	-2023	其它长期负债	91	91	91	91
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	201	201	201	201
其他	1	3	3	4	负债总计	2001	4806	3424	2790
投资活动现金流	-638	-627	-1018	-2020	实收资本	413	550	550	550
债权募资	2030	2266	-1485	-1132	归属于母公司所有者权益	2215	4479	6209	8397
股权募资	0	138	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-3077	-7	-7	-7	负债和所有者权益合计	4216	9284	9632	11187
融资活动现金流	-1048	2397	-1492	-1138					
现金净流量	-411	4556	-300	-200					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
 朱军军 石油化工行业
 胡歆 石油化工行业
 孙维容 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 华峰化学,恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,中盐化工,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,润阳科技,山东赫达,会通股份,龙蟠科技,七彩化学,纳微科技,万润股份,昊华科技,三联虹普,永太科技,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,山东海化,鲁西化工

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。