

投资评级 优于大市 维持

加强原材料产能建设, 打造电解液产业链

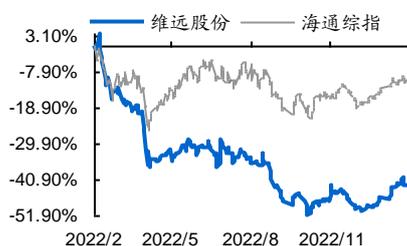
股票数据

02月22日收盘价(元)	24.05
52周股价波动(元)	20.00-44.50
总股本/流通A股(百万股)	550/365
总市值/流通市值(百万元)	13228/8776

相关研究

《完善聚碳酸酯产业链一体化布局》
 2022.01.24

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.5	15.2	9.5
相对涨幅(%)	9.3	8.2	0.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@haitong.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@haitong.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021) 23219635

Email: zhr14674@haitong.com

投资要点:

- 2022年盈利承压。**公司发布2022年度业绩预告, 预计2022年归母净利润5.7-6.1亿元, 同比减少71.63%-73.49%。公司盈利同比下滑, 主要由于:(1) 油价高位, 原料价格上涨;(2) 受疫情、物流运输等影响, 部分产品需求下降、价格回落;(3) 公司部分装置周期性检修, 产销量同比下降。
- 聚碳酸酯全产业链布局。**截至2021年底, 公司拥有苯酚丙酮产能70万吨/年(其中苯酚44万吨, 丙酮26万吨)、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, 实现产业链的延伸和强化。
- 加强原材料产能建设, 完善产业链一体化布局。**(1) **完善上游丙烯原料:** 公司拟投资52.2亿元建设“60万吨/年丙烷脱氢及40万吨/年高性能聚丙烯项目”, 预计60万吨PDH项目将于2023年10月底前投产。(2) **保障丙烷供应:** 公司60万吨/年PDH项目投产后, 需要进口丙烷约71万吨, 进口丙烷需依托港口码头及罐区等资源。为保障丙烷稳定供应, 公司拟以人民币0元收购齐翔腾达持有的山东中燃宝港4750万元的认缴出资份额(尚未实缴), 收购完成后, 维远股份将持有中燃宝港19%股权。中燃宝港拟投资12.41亿元, 在东营港经济开发区内建设液化烃库区项目。(3) **10万吨/年高纯DMC项目:** 公司投资5.38亿元建设“10万吨/年高纯碳酸二甲酯项目”, 2023年1月31日, 公司发布公告, 该项目正式投产并产出合格产品。
- 打造“丙烷脱氢-环氧丙烷-电解液”特色产业链, 培育新动能。**公司拟投资35.30亿元, 以自身PDH项目生产的丙烯为原料, 建设30万吨/年直接氧化法环氧丙烷项目。同时, 公司拟投资21.60亿元, 利用自产环氧丙烷为原料, 建设25万吨/年电解液溶剂项目。
- 拟建设聚碳酸酯装置扩能优化项目。**公司拟投资3.3亿元, 将现有聚碳酸酯装置产能从13万吨/年提高到20万吨/年。项目实施后, 我们认为有助于提升公司聚碳酸酯产业链一体化程度, 降低单位产品生产升本, 可使聚碳酸酯吨产品固定成本摊销由原先的2011元/吨降低至1407元/吨。根据公司测算, 项目建成投产后每年可新增利润约1.2亿元。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2022-2024年归母净利润分别为5.95亿元、5.00亿元和8.99亿元, EPS分别为1.08、0.91、1.63元, 2022年BPS为15.97元, 参考可比公司估值, 按照2022年PE 24-26倍, 给予合理价值区间25.92-28.08元(对应2022年PB 1.6-1.8倍), 维持“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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4386	9635	7590	7917	13823
(+/-)YoY(%)	9.9%	119.6%	-21.2%	4.3%	74.6%
净利润(百万元)	715	2150	595	500	899
(+/-)YoY(%)	236.7%	200.6%	-72.3%	-15.9%	79.7%
全面摊薄EPS(元)	1.30	3.91	1.08	0.91	1.63
毛利率(%)	25.5%	31.0%	11.6%	10.0%	10.2%
净资产收益率(%)	32.3%	26.1%	6.8%	5.4%	9.0%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

2022年盈利承压。公司发布2022年度业绩预告,预计2022年归母净利润5.7-6.1亿元,同比减少71.63%-73.49%。公司盈利同比下滑,主要由于:(1)油价高位,原料价格上涨;(2)受疫情、物流运输等影响,部分产品需求下降、价格回落;(3)公司部分装置周期性检修,产销量同比下降,2022年前三季度,公司苯酚/丙酮/双酚A/聚碳酸酯销量分别为22.13/11.31/9.42/8.12万吨,分别同比+0.5%/-22.4%/-4.5%/-23.0%。

聚碳酸酯全产业链布局。截至2021年底,公司拥有苯酚丙酮产能70万吨/年(其中苯酚44万吨,丙酮26万吨)、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,实现产业链的延伸和强化。

加强原材料产能建设,完善产业链一体化布局。

(1)完善上游丙烯原料:公司拟投资52.2亿元建设“60万吨/年丙烷脱氢及40万吨/年高性能聚丙烯项目”。项目建成后,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。公司预计60万吨PDH项目将于2023年10月底前投产。

(2)保障丙烷供应:公司60万吨/年PDH项目投产后,需要进口丙烷约71万吨,进口丙烷需依托港口码头及罐区等资源。为保障丙烷稳定供应,公司拟以人民币0元收购齐翔腾达持有的山东中燃宝港4750万元的认缴出资份额(尚未实缴),收购完成后,维远股份将持有中燃宝港19%股权。中燃宝港拟投资12.41亿元,在东营港经济开发区内建设液化烃库区项目,项目地理位置优越,收购其股权不仅可保障公司稳定的原料供应,近距离运输大幅减少公司原料运输成本,直接降低公司原料采购成本。

(3)10万吨/年高纯DMC项目:公司投资5.38亿元建设“10万吨/年高纯碳酸二甲酯项目”。公司拥有产能为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。本次项目建成投产后,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。2023年1月31日,公司发布公告,该项目正式投产并产出合格产品。

打造“丙烷脱氢-环氧丙烷-电解液”特色产业链,培育新动能。公司拟投资35.30亿元,以自身PDH项目生产的丙烯为原料,建设30万吨/年直接氧化法环氧丙烷项目。同时,公司拟投资21.60亿元,利用自产环氧丙烷为原料,建设25万吨/年电解液溶剂项目,项目建成后将增加电子级碳酸丙烯酯2万吨/年、碳酸二甲酯5万吨/年、碳酸甲乙酯15.04万吨/年、碳酸二乙酯2.94万吨/年,并副产丙二醇17.88万吨/年、食品级二氧化碳10万吨/年。我们认为通过打造“丙烷脱氢-环氧丙烷-电解液”全产业链,有助于公司寻找新的业务增长点,加快公司向新能源方向转型。

拟建设聚碳酸酯装置扩能优化项目。公司拟投资3.3亿元,将现有聚碳酸酯装置产能从13万吨/年提高到20万吨/年。项目实施后,我们认为有助于提升公司聚碳酸酯产业链一体化程度,降低单位产品生产成本,可使聚碳酸酯吨产品固定成本摊销由原先的2011元/吨降低至1407元/吨。根据公司测算,项目建成投产后每年可新增利润约1.2亿元。

盈利预测与投资评级。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为5.95亿元、5.00亿元和8.99亿元, EPS分别为1.08、0.91、1.63元,2022年BPS为15.97元,参考可比公司估值,按照2022年PE 24-26倍,给予合理价值区间25.92-28.08元(对应2022年PB 1.6-1.8倍),维持“优于大市”评级。

盈利预测主要假设:

- (1)我们预计2022-2023年聚碳酸酯产业链景气回落,2024年逐步回升;
- (2)假设“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2023年起逐步释放业绩。

表 1 维远股份分业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
聚碳酸酯				
营业收入 (百万元)	2908	1757	1725	1760
营业成本 (百万元)	1851	1548	1527	1549
毛利率	36.3%	11.9%	11.5%	12.0%
双酚 A				
营业收入 (百万元)	2523	1495	1280	1280
营业成本 (百万元)	1100	1224	1076	1066
毛利率	56.4%	18.1%	15.9%	16.7%
苯酚				
营业收入 (百万元)	2279	2640	2135	2135
营业成本 (百万元)	1987	2377	1957	1931
毛利率	12.8%	10.0%	8.4%	9.5%
丙酮				
营业收入 (百万元)	1110	798	985	1015
营业成本 (百万元)	960	734	909	924
毛利率	13.5%	7.9%	7.7%	8.9%
其他				
营业收入 (百万元)	815	900	1792	7633
营业成本 (百万元)	748	828	1656	6937
毛利率	8.2%	8.0%	7.6%	9.1%
总计				
营业收入 (百万元)	9635	7590	7917	13823
营业成本 (百万元)	6647	6711	7125	12407
毛利率	31.0%	11.6%	10.0%	10.2%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E
600309.SH	万华化学	3240	7.85	5.17	7.07	13.15	19.96	14.60	4.2
002493.SZ	荣盛石化	1394	1.27	0.62	1.16	10.84	22.21	11.87	2.6
000830.SZ	鲁西化工	286	2.43	1.88	2.26	6.12	7.91	6.58	1.3
	均值		3.85	2.56	3.50	10.04	16.70	11.02	2.7

注: 收盘价为 2023 年 02 月 22 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	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	9635	7590	7917	13823
每股收益	3.91	1.08	0.91	1.63	营业成本	6647	6711	7125	12407
每股净资产	15.00	15.97	16.79	18.26	毛利率%	31.0%	11.6%	10.0%	10.2%
每股经营现金流	4.86	1.67	1.67	2.76	营业税金及附加	54	30	32	55
每股股利	0.39	0.11	0.09	0.16	营业税金率%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	3	2	2	4
P/E	6.15	22.22	26.44	14.71	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	1.60	1.51	1.43	1.32	管理费用	74	68	71	124
P/S	1.37	1.74	1.67	0.96	管理费用率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
EV/EBITDA	7.53	11.40	11.98	7.41	EBIT	2842	755	663	1190
股息率%	1.6%	0.4%	0.4%	0.7%	财务费用	4	-30	5	10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.4%	0.1%	0.1%
毛利率	31.0%	11.6%	10.0%	10.2%	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
净利润率	22.3%	7.8%	6.3%	6.5%	投资收益	2	2	2	4
净资产收益率	26.1%	6.8%	5.4%	9.0%	营业利润	2858	795	669	1200
资产回报率	23.3%	6.0%	4.7%	7.7%	营业外收支	0	-2	-2	-2
投资回报率	25.0%	6.1%	4.9%	8.5%	利润总额	2858	794	667	1199
盈利增长 (%)					EBITDA	3239	1112	1070	1647
营业收入增长率	119.6%	-21.2%	4.3%	74.6%	所得税	709	198	167	300
EBIT 增长率	175.6%	-73.4%	-12.2%	79.5%	有效所得税率%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	200.6%	-72.3%	-15.9%	79.7%	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	2150	595	500	899
资产负债率	10.7%	11.2%	13.9%	13.7%					
流动比率	5.68	4.95	3.79	3.89	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	5.33	4.63	3.54	3.49	货币资金	1031	1000	1200	1500
现金比率	1.14	0.97	0.86	0.99	应收账款及应收票据	11	8	9	15
经营效率指标					存货	309	313	332	578
应收帐款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	其它流动资产	3768	3769	3769	3780
存货周转天数	16.98	17.00	17.00	17.00	流动资产合计	5119	5089	5310	5873
总资产周转率	1.04	0.77	0.74	1.19	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.02	2.41	2.44	3.64	固定资产	3195	3145	3245	3795
					在建工程	240	940	1440	1240
					无形资产	135	178	181	184
					非流动资产合计	4114	4807	5410	5763
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	9232	9896	10719	11635
净利润	2150	595	500	899	短期借款	317	475	817	501
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	303	294	312	544
非现金支出	399	359	409	459	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	8	1	1	0	其它流动负债	281	259	272	464
营运资金变动	118	-34	9	158	流动负债合计	901	1029	1402	1509
经营活动现金流	2675	921	919	1516	长期借款	0	0	0	0
资产	-965	-1053	-1013	-814	其它长期负债	83	83	83	83
投资	-3680	0	0	0	非流动负债合计	83	83	83	83
其他	2	2	2	4	负债总计	984	1112	1485	1592
投资活动现金流	-4643	-1051	-1011	-810	实收资本	550	550	550	550
债权募资	307	159	342	-316	归属于母公司所有者权益	8249	8784	9235	10044
股权募资	3895	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-1596	-60	-50	-90	负债和所有者权益合计	9232	9896	10719	11635
融资活动现金流	2605	99	292	-406					
现金净流量	637	-31	200	300					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 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
刘威 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： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,百傲化学,七彩化学,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,永东股份,华润材料,中国石化,元利科技,新凤鸣,三维股份,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,新安股份,华锦股份

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;	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。
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。	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。