

2023年03月22日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

121

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/3/22)	97.85
上证指数(2023/3/22)	3265.75
股价 12 个月高/低	108/71.44
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	3139.75
A 市值(亿元)	3072.24
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限 公司(21.59%)

每股净值(元)	24.47
股价/账面净值	4.00
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.4 6.9 26.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.10.25	83.50	买进
2022.02.24	97.97	买进

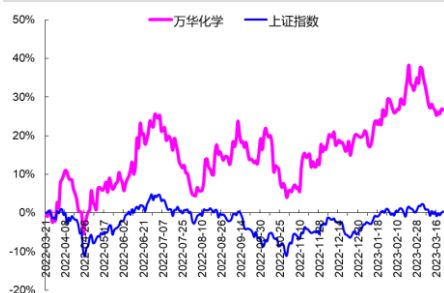
产品组合

石化系列	44.1%
聚氨酯系列	37.4%
其他	14.6%
精细化学品及新材料系列	11.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	23.2%
一般法人	17.0%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

成本拖累业绩探底，多板块发力加速成长

事件：公司发布2022年年报，全年实现营收1655.65亿元，yoy+13.76%；归母净利润162.33亿元，yoy-34.14%，符合业绩快报。其中Q4单季度实现营收351.45亿元，yoy-8.04%，qoq-14.91%；归母净利润26.25亿元，yoy-48.59%，qoq-18.60%。公司利润分配方案为每10股派发16元现金红利（含税）。

点评：2022年下半年下游需求疲弱，公司主营产品价格下滑，迭加公司主要化工原料、欧洲公司能源成本同比大幅上涨，拖累公司毛利，公司业绩同比下滑。疫情政策变化，国内需求有望改善，迭加上游原料价格回落，公司盈利修复在即。公司作为全球聚氨酯龙头，MDI产能不断增加，新材料版块加速成长，长期成长动力充足，维持“买进”评级。

■ **利润受双向挤压，全年业绩同比下滑：**2022年下半年下游需求疲弱，公司主营产品价格下滑，叠加公司主要化工原料、欧洲公司能源成本同比大幅上涨，挤压公司利润，公司业绩同比下滑。原料端来看，据公司公告，2022年纯苯采购均价为8125元/吨（yoy+14%），5000大卡动力煤采购均价为1136元/吨（yoy+21%），丙烷采购均价737美元/吨（yoy+14%），丁烷采购均价为734美元/吨（yoy+17%），原料价格大幅上涨。分版块来看，2022年聚氨酯版块量增价减，销售均价为1.5万元/吨（yoy-3%），销量达418万吨（yoy+7%），主要受益于聚醚销量增长，同时2022年底福建万华40万吨MDI装置开车成功，后续有望持续释放产能。石化版块量价均有提升，受益于PO/SM等多套装置投产，销量达1098万吨（yoy+7%），销售单价0.63万元/吨（yoy+4%）。新材料版块量价均有增长，销量达95万吨（yoy+25%），销售单价为2.12万元/吨（yoy+4%），占总营收的占比增加1.48pct达12.15%，板块呈现加速成长态势。

■ **毛利同比下滑，费用控制合理：**受原料上涨和产品价格下滑影响，2022年公司毛利率同比下滑9.69pct到16.57%。其中聚氨酯版块毛利下滑10.62pct达24.45%；石化版块毛利下滑13.35pct达3.74%；新材料版块毛利增加6.38pct达27.63%。费用方面，公司期间费用控制合理，研发费用率同比下降0.11pct到2.07%，销售费用率同比下降0.03pct到0.70%，管理费用率同比下降0.11pct到1.19%，财务费用同比下降0.27pct到0.75%。

■ **Q4业绩环比下滑，年后MDI价格回暖：**Q4单季来看，公司营收和业绩环比均有下滑，主要是需求弱勢，产品价格探底，销量下滑。Q4单季，公司聚氨酯板块均价1.35万元/吨（yoy-19%，qoq-8%）；销量达104万吨（yoy+6%，qoq-3%）。石化板块均价0.65万元/吨（yoy-19%；qoq+8%）；销量达205万吨（yoy-12%，qoq-28%）。精细化学品及新材料板块均价1.8万元/吨，（yoy-12%，qoq-10%）；销量达27万吨（yoy+19%，qoq+13%）。目前来看，随着下游需求边际改善，公司产品价格有所回升。据百川资讯，2023Q1聚合MDI均价1.56万元/吨（qoq+6%），纯MDI均价1.87万元/吨（qoq+1%）。原料方面，上游煤炭价格中枢逐渐回落，2023Q1动力煤均价为1024元/吨（qoq-4%），看好公司利润逐步修复。

■ **新建产能丰富，新材料版图扩大：**公司维持高资本开支，在建项目丰

富,2023-2025 年将有多个项目投产,有望迎来业绩丰收期。2022 年末万华福建 40 万吨 MDI 装置一次性开车成功,2023 年将充分释放业绩;宁波 MDI 技改项目预计 2023 年完成,公司 MDI 产能将再增 60 万吨,届时公司 MDI 总产能达 365 万吨,全球市占率将进一步提升。新材料板块,公司 PC 上游配套 48 万吨/年双酚 A 项目、4.8 万吨/年柠檬醛及衍生物一体化项目、8 万吨/年 NMP 项目、2 万吨/年有机硅 MQ 树脂专案、4 万吨/年聚醚胺项目、7.5 万吨/年聚乳酸项目预计在 2023-2024 年逐步投产,为公司贡献新的利润增长点。公司新材料版块加速发展,版块占营收比例持续提升,优化公司全产业链布局,保障长期成长。石化版块将在 2024 年迎来产能的大幅增长,包括大乙烯二期、蓬莱基地等新晋产能投产,为公司聚氨酯和新材料板块提供原料保障,进一步加深成本护城河。公司在建项目丰富,成长动力充足,正从 MDI 龙头成长为综合性化工龙头企业。

- **盈利预测:** 我们维持 2023/2024 盈利预测,并新增 2025 年盈利预测,预计公司 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 200.93/233.14/271.40 亿元, yoy+23.77%/+16.03%/+16.41%,对应 EPS 为 6.40/7.43/8.64 元,目前 A 股股价对应的 PE 为 15/13/11 倍,估值合理,维持“买进”评级。
- **风险提示:** 1、产品价格不及预期;2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	24,649	16,234	20,093	23,314	27,140
同比增减	%	145.47%	-34.14%	23.77%	16.03%	16.41%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	7.85	5.17	6.40	7.43	8.64
同比增减	%	145.47%	-34.14%	23.77%	16.03%	16.41%
A 股市盈率(P/E)	X	12.46	18.93	15.29	13.18	11.32
股利 (DPS)	RMB 元	2.5	1.6	1.9	2.2	2.6
股息率 (Yield)	%	2.55%	1.64%	1.94%	2.25%	2.66%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	145538	165565	197096	228512	271168
经营成本	107317	138132	163412	189522	225403
研发费用	3168	3420	4071	4720	5602
营业税金及附加	880	913	1087	1260	1496
销售费用	1052	1153	1372	1591	1888
管理费用	1892	1966	2341	2714	3220
财务费用	1479	1235	1470	1534	1820
资产减值损失	1075	192	197	184	-185
投资收益	492	408	420	433	446
营业利润	29425	19839	24465	28345	32953
营业外收入	97	45	107	112	118
营业外支出	371	343	386	393	401
利润总额	29151	19541	24186	28063	32669
所得税	4112	2499	3093	3589	4178
少数股东损益	391	808	1000	1161	1351
归属于母公司股东权益	24649	16234	20093	23314	27140

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	34216	18989	19677	33932	66867
应收账款	8646	9060	10872	11960	13155
存货	18282	18185	20004	21004	22054
流动资产合计	72291	51532	56351	73052	108616
长期股权投资	3930	6229	6540	6867	7211
固定资产	65233	78558	87985	96784	106462
在建工程	29352	37064	40770	38732	34858
非流动资产合计	118018	149311	164273	173037	181048
资产总计	190310	200843	220623	246089	289665
流动负债合计	98002	95017	92858	93243	107704
非流动负债合计	20612	24489	25335	25940	26564
负债合计	118614	119506	118193	119184	134268
少数股东权益	3197	4492	5493	6654	8005
股东权益合计	71696	81337	102431	126905	155397
负债及股东权益合计	190310	200843	220623	246089	289665

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	27922	36337	36337	52325	68023
投资活动产生的现金流量净额	-28758	-34325	-34325	-35320	-31788
筹资活动产生的现金流量净额	17587	-17188	-17188	-2750	-3300
现金及现金等价物净增加额	16711	-15202	-15202	14255	32935

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。