

万华化学 (600309.SH)

景气下滑业绩承压，新材料业务步入收获期

事件:公司发布2022年三季报,报告期内公司实现营收1304.20亿元,同比+21.53%,归母净利润136.08亿元,同比-30.36%,折合EPS 4.33元/股,加权平均ROE 19.21%,其中Q3单季度实现营收413.02亿元,同比+4.14%;归母净利润32.25亿元,同比-46.35%,环比-35.62%,公司业绩略低于预期。

聚氨酯石化量价齐跌,新材料业务量升价跌,单季度整体盈利环比下滑。聚氨酯板块,由于下游家电等需求疲软,2022Q3聚氨酯业务单季度销量、均价环比分别为-4.5%/-6.4%;具体看聚合MDI、纯MDI、TDI的Q3单季度价格环比分别为-12.81%/-7.41%/-0.29%;石化板块三季度单季度销量、均价环比-8.7%/-8.2%,营收环比-16.2%,均有一定下滑;精细化工品板块,Q3单季度销量、均价同比分别为+4.3%/-11.9%,主要是PC、HDI等产品三季度景气度下滑较多。2022Q3纯苯、动力煤、CP丙烷均价环比分别为-9.5%/+1.94%/-16.09%,成本端压力较二季度有所缓解。

在建项目大幅增加,研发投入持续加大。2022Q3单季度毛利率12.99%,环比减少3.60个百分点,净利率8.34%,同比减少2.79个百分点,环比小幅下滑。2022三季度经营现金流净额199.44亿元,同比增加24.61亿元;在建工程421.99亿元,同比增加140.67亿元,主要是增加改性PP、HDI二期以及福建基地建设等项目;研发费用24.44亿元,同比+13.73%,公司研发投入持续加大。

尼龙12项目投产,新材料业务逐渐步入收获期。基于强大的现金流和盈利能力支撑,万华自2019年以来每年资本开支都维持在200亿以上,聚氨酯板块不断强化,宁波装置未来将继续扩产60万吨,同时不断延伸ADI、改性MDI、HDI等高附加值产品,万华福建基地一期将扩产40万吨MDI,25万吨TDI,万华凭借卓越的一体化和成本管控优势,在全球聚氨酯行业的竞争力与话语权将进一步增强。石化业务,公司乙烯二期项目120万吨/年乙烯及下游40万吨高端聚烯烃POE项目获得省发改委核准批,产品高端化有望使其盈利能力较一期大幅提升。新材料业务高性能材料尼龙12已经正式投产并产出合格产品,这标志着万华化学打破了国外巨头垄断,成为拥有尼龙12全产业链制造核心技术和规模化生产制造能力的企业,公司新材料业务逐渐步入收获期。

盈利预测和投资建议:我们预计公司2022~2024年归母净利润为176.52/213.65/251.59亿元,折合EPS分别为5.62、6.80、8.01元,目前股价对应PE估值分别为15.3/12.6/10.7倍,维持“买入”投资评级。

风险提示:下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期、环保及安全生产风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	163,087	172,135	182,861
增长率 yoy (%)	7.9	98.2	12.1	5.5	6.2
归母净利润(百万元)	10,041	24,649	17,652	21,365	25,159
增长率 yoy (%)	-0.9	145.5	-28.4	21.0	17.8
EPS 最新摊薄(元/股)	3.20	7.85	5.62	6.80	8.01
净资产收益率 (%)	20.2	34.9	20.9	20.4	19.8
P/E (倍)	26.9	11.0	15.3	12.6	10.7
P/B (倍)	5.5	3.9	3.1	2.6	2.1

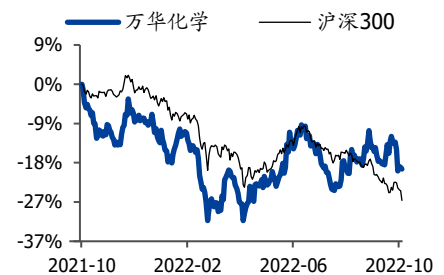
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年10月24日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
10月24日收盘价(元)	86.05
总市值(百万元)	270,175.20
总股本(百万股)	3,139.75
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	12.80

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 杜鹏

执业证书编号: S0680520090001

邮箱: dupeng@gszq.com

相关研究

- 《万华化学(600309.SH): 业绩符合预期, 看好公司未来持续成长》2022-07-29
- 《万华化学(600309.SH): 年报符合预期, 化工巨头从追随到引领的转变》2022-03-15
- 《万华化学(600309.SH): 三季度业绩符合预期, 新材料业务加速布局》2021-10-19

图表目录

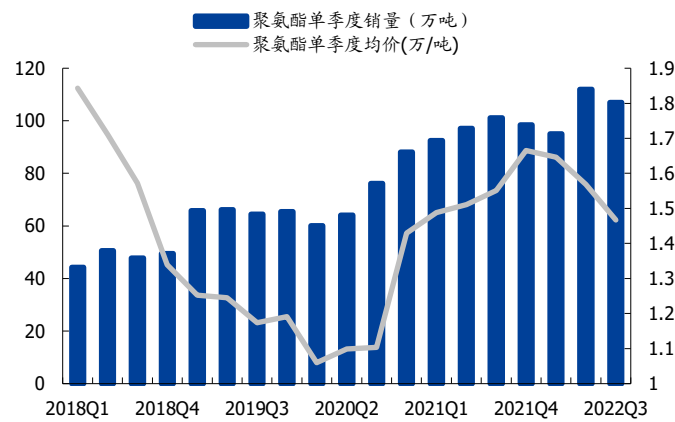
图表 1: 公司聚氨酯业务销量及均价.....	4
图表 2: 公司新材料业务销量及均价.....	4
图表 3: 公司产品价格及分位数.....	4
图表 4: 公司毛利率及净利率情况.....	5
图表 5: 公司在建工程及增速.....	5
图表 6: 万华市值与季度年化 ROE.....	5

事件: 公司发布 2022 年三季报, 报告期内公司实现营收 1304.20 亿元, 同比+21.53%, 归母净利润 136.08 亿元, 同比-30.36%, 折合 EPS 4.33 元/股, 加权平均 ROE 19.21%, 其中 Q2 单季度实现营收 413.02 亿元, 同比+4.14%; 归母净利润 32.25 亿元, 同比-46.35%, 环比-35.62%, 公司业绩略低于预期。

点评:

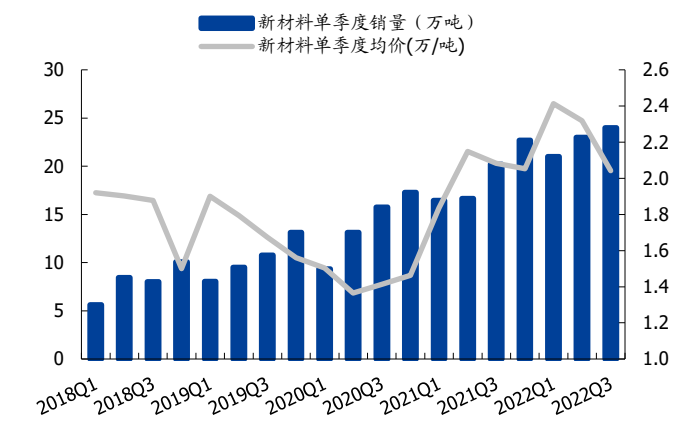
聚氨酯石化量价齐跌, 新材料业务量升价跌, 单季度整体盈利环比下滑。 聚氨酯板块, 由于下游家电等需求疲软, 2022Q3 聚氨酯业务单季度销量、均价环比分别为 -4.5%/-6.4%; 具体看聚合 MDI、纯 MDI、TDI 的 Q3 单季度价格环比分别为 -12.81%/-7.41%/-0.29%; 石化板块三季度单季度销量、均价环比-8.7%/-8.2%, 营收环比-16.2%, 均有一定下滑; 精细化工品板块, Q3 单季度销量、均价同比分别为 +4.3%/-11.9%, 主要是 PC、HDI 等产品三季度景气度下滑较多。

图表 1: 公司聚氨酯业务销量及均价



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司新材料业务销量及均价



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2022Q3 纯苯、动力煤、CP 丙烷均价环比分别为 -9.5%/+1.94%/-16.09%, 成本端压力较二季度有所缓解。

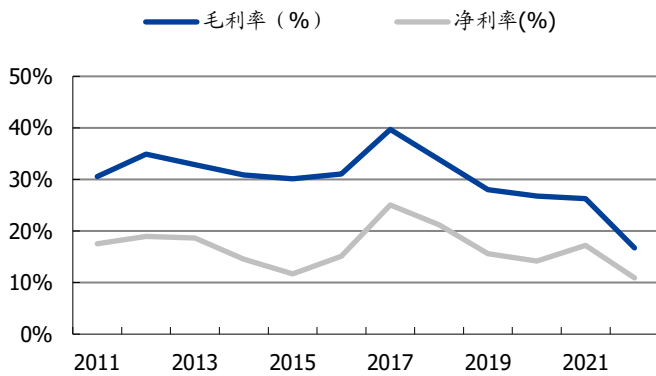
图表 3: 公司产品价格及分位数

产品	2022Q1 均价	2022Q2 均价	2022Q3 均价	2022Q3 环比	现价	分位数 (%)
聚合 MDI (元/吨)	20288	18133	15810	-12.81%	15950	18.97%
纯 MDI (元/吨)	22669	21589	19989	-7.41%	21650	36.70%
TDI (元/吨)	18708	17515	17465	-0.29%	25250	37.07%
纯苯 (元/吨)	7928	9049	8189	-9.50%	7900	65.88%
动力煤 (元/吨)	951	928	946	1.94%	1076	31.76%
丙烷(CFR, 美元/吨)	820	783	657	-16.09%	576	34.32%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

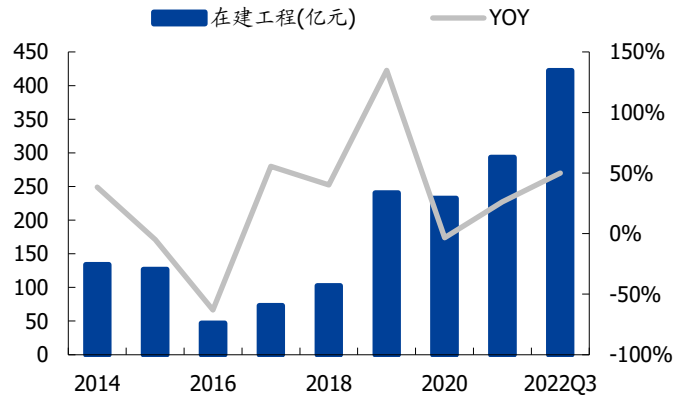
在建项目大幅增加, 研发投入持续加大: 2022Q3 单季度毛利率 12.99%, 环比减少 3.60 个百分点, 净利率 8.34%, 同比减少 2.79 个百分点, 环比小幅下滑。2022 三季度经营现金流净额 199.44 亿元, 同比增加 24.61 亿元; 在建工程 421.99 亿元, 同比增加 140.67 亿元, 主要是增加改性 PP、HDI 二期以及福建基地建设等项目; 研发费用 24.44 亿元, 同比+13.73%, 公司研发投入持续加大。

图表4: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

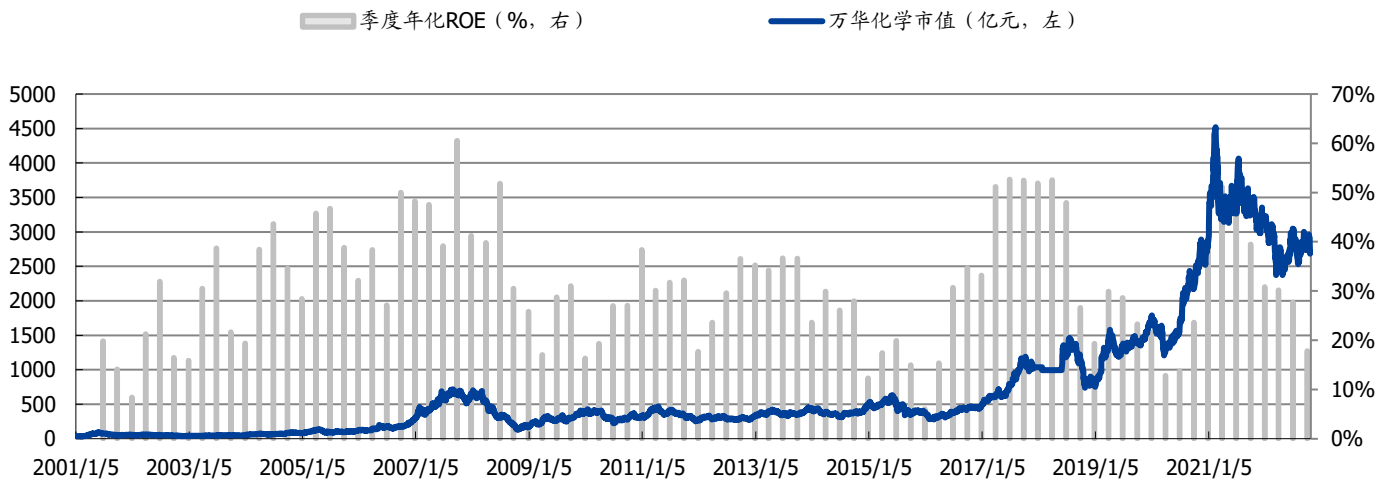
图表5: 公司在建工程及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

尼龙 12 项目投产, 新材料业务逐渐步入收获期。基于强大的现金流和盈利能力支撑, 万华自 2019 年以来每年资本开支都维持在 200 亿以上, 聚氨酯板块不断强化, 宁波装置未来将继续扩产 60 万吨, 同时不断延伸 ADI、改性 MDI、HDI 等高附加值产品, 万华福建基地一期将扩产 40 万吨 MDI, 25 万吨 TDI, 万华凭借卓跃的一体化和成本管控优势, 在全球聚氨酯行业的竞争力与话语权将进一步增强。石化业务, 公司乙烯二期项目 120 万吨/年乙烯及下游 40 万吨高端聚烯烃 POE 项目获得省发改委核准批, 产品高端化有望使其盈利能力较一期大幅提升。新材料业务高性能材料尼龙 12 已经正式投产并产出合格产品, 这标志着万华化学打破了国外巨头垄断, 成为拥有尼龙 12 全产业链制造核心技术和规模化生产制造能力的企业, 公司新材料业务逐渐步入收获期。

图表6: 万华市值与季度年化 ROE



资料来源: wind, 国盛证券研究所

盈利预测与投资建议:我们预计公司 2022~2024 年归母净利润为 176.52/213.65/251.59 亿元, 折合 EPS 分别为 5.62、6.80、8.01 元, 目前股价对应 PE 估值分别为 15.3/12.6/10.7 倍, 维持“买入”投资评级。

风险提示: 下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期、环保及安全生产风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com